

CHRIS THOMALE

Der gespaltene Emittent

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*

52

Mohr Siebeck

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
I. Einleitung	1
II. Allgemeine Grundsätze der Wissenszurechnung	5
1. Rechtliches Wissen als normativ konstruiertes Wissen	5
2. Relativität der Wissenszurechnung	6
a) Intradisziplinäre Differenzierung	6
b) Ordnungssystematische Differenzierung	7
c) Normspezifische Differenzierung	8
III. Wissenszurechnung gegenüber juristischen Personen	9
1. Keine Übertragbarkeit des psychologischen Begriffskerns von „Wissen“	9
2. Rechtspraktischer Bedarf nach konstruktivem Wissen der juristischen Person	9
3. Das Fehlen gesetzlicher Wissenszurechnungsregeln	10
4. Richterliche Rechtsfortbildung: Vom Gleichstellungsprinzip über <i>knowledge governance</i> zur normspezifischen Wissensorgfalt	11
a) Gleichstellungsprinzip als commutative Gerechtigkeit	11
b) <i>Knowledge governance</i> (Wissensorganisationspflichten).	13
c) Kontextabhängigkeit der erforderlichen Wissensorgfalt: Differenzierung zwischen Rechtsgeschäften und Delikten	15
aa) Keine Wissenszusammenrechnung in § 826 BGB	15
bb) Keine Wissensorgfalt beim Verjährungsbeginn deliktsrechtlicher Ansprüche	16
(1) Rechtsprechung: Beschränkung der Wissensorgfalt auf Rechtsgeschäfte	16
(2) Bewertung	17
cc) Bilanz: Wissensorgfalt nur im rechtsgeschäftlichen Verkehr	18
5. Aktuelle Entwicklungen im Schrifttum	19
a) Verschuldensaversivität der Wissensnorm (<i>Grigoleit</i>).	19
aa) Position	19
bb) Kritik	20

b) Strikte Wissenszurechnung (<i>Wagner</i>).	21
aa) Position	21
bb) Kritik	23
c) Gesamtbewertung	26
IV. Das publikationspflichtige Wissen bei Schadenersatz wegen pflichtwidrig unterlassener Ad-hoc-Publizität	27
1. Ausgangspunkte: Art. 17 MarktmissbrauchsVO und §§ 26, 97, 98 WpHG	27
2. Der „Emittent“ als Adressat der Veröffentlichungspflicht aus § 15 WpHG a.F.	28
3. Minimalzurechnung: Kenntnis des Gesamtvorstands von der Insidertatsache	29
4. Zurechnung von Mitarbeiterwissen nur im Falle eines „faktischen Wissensorgans“	31
5. Wissenszurechnung gemäß dem Gleichstellungsprinzip	32
a) Regelungszweck der §§ 15, 37b WpHG a.F.	32
aa) Verhinderung von Insiderhandel als primärer Regelungszweck	32
bb) Informationspflicht als deliktsrechtliche Sonderpflicht	35
cc) Abbau von Wissensvorsprüngen des Emittenten	37
(1) § 15 Abs. 1 WpHG a.F.: „Unmittelbares Betreffen“ als Filter	37
(2) Keine Rechtfertigung durch ein fehlendes Informationsinteresse des Marktes oder Geheimhaltungsinteressen des Emittenten	38
(3) Verantwortungssphären nach dem Prinzip des <i>cheapest information provider</i>	39
(4) Markteigenverantwortung als Grenze der Wissenszurechnung zu Lasten des Emittenten	40
dd) Ergebnis	41
b) Trennung von § 15 WpHG a.F. und § 37b WpHG a.F.	41
aa) Objektive Publizitätspflicht nach § 15 Abs. 1 WpHG a.F. (1) Objektivierte Wortwahl des WpHG	42
(2) „Unverzüglich“ im Sinne des § 15 Abs. 1 WpHG a.F. ist unionskonform als „sofort“ auszulegen	42
(3) Das Selbstbefreiungsprivileg nach § 15 Abs. 3 WpHG a.F. muss verdient werden	43
(4) Bedeutung der objektiven Publizitätspflicht für die Ermächtigung der BaFin	44
(5) Bedeutung der objektiven Publizitätspflicht für die Verfolgung akzessorischer Ordnungswidrigkeiten	45
(6) Ergebnis	46

bb)	Kenntnis als implizites Tatbestandsmerkmal des § 37b WpHG a.F.	46
(1)	Keine Überforderung des ahnungslosen Emittenten <i>ultra posse</i>	46
(2)	Kein Einfluss des unionsrechtlichen <i>effet utile</i>	47
(3)	Schadenersatzpflicht wegen Publizitätsverstößes setzt Kenntnis des Emittenten voraus	50
c)	Kenntnis als anspruchsbegründendes Merkmal gemäß § 37b Abs. 1 WpHG a.F.	51
aa)	Umsetzungsvarianten: Tatbestandsbegründung vs. Einwendung fehlenden Verschuldens	51
bb)	Rechtspraktische Konsequenzen	51
(1)	Maßstab der Wissenszurechnung	51
(2)	Darlegungs- und Beweislast	52
(3)	Ergebnis	53
cc)	Kenntnis als Vorbedingung des präsumptiven Handlungsunrechts der Mitteilungsunterlassung gemäß § 37b Abs. 1 WpHG a.F.	53
(1)	Subjektiv-objektive Sinneinheit der Nichtveröffentlichung trotz Kenntnis	53
(2)	Spaltung von Ad-hoc-Publizitätspflicht und Kapitalmarktfehlinformationshaftung	54
(3)	Innere Konkordanz des § 37b WpHG a.F.	55
d)	§ 37b Abs. 1 WpHG a.F. erlaubt kein konstruktives Wissen wegen Missachtung der erforderlichen Wissenssorgfalt	56
aa)	Fortgeltung, aber Unschlüssigkeit des Gleichstellungsprinzips	57
bb)	Ordnungssystematische Differenzierung: Deliktcharakter verbietet Wissenssorgfalt	58
cc)	Normspezifische Differenzierung: Subjektiv-objektive Sinneinheit verbietet transpersonale Wissenszusammenrechnung	59
(1)	Grundsatz: Handlungsunrechtsbildendes Wissen nicht zusammenrechenbar	59
(2)	Mosaikverbot in § 826 BGB	60
(3)	Zurechnungsgrenzen bei §§ 830, 831 BGB	60
(4)	Ergebnis	61
6.	Zusammenfassung	61
V.	Nichtwissen als Einwendung gegen eine Haftung für unwahre Ad-hoc-Mitteilungen	62
1.	Unkenntnis als Entschuldigungsgrund	63

a)	Präsumptiver Handlungsunwert der unwahren Ad-hoc-Mitteilung nach § 37c Abs. 1 WpHG a.F.	63
aa)	Tun und Unterlassen	63
bb)	Unwahre Ad-hoc-Mitteilung spricht für sich	63
cc)	Unwahre Mitteilung nach § 37c Abs. 1 WpHG a.F. bildet ein vollständiges, objektiv rechtswidriges Delikt	64
b)	Nicht grob fahrlässige Unkenntnis der Unrichtigkeit liefert einen Entschuldigungsgrund nach § 37c Abs. 2 WpHG a.F.	65
2.	Verschulden nach § 37c Abs. 2 WpHG a.F. durch wissensorgfaltsbasierte Zurechnung von Mitarbeiterwissen	66
a)	§ 37c Abs. 2 WpHG a.F. impliziert Wissensorganisationspflichten	66
b)	Besondere Schwere des Falschmitteilungsdelikts gebietet Wissensorganisationspflicht	67
3.	Art und Umfang der Wissensorganisationspflichten gemäß § 37c Abs. 2 WpHG a.F.	68
a)	Weiter persönlicher Anwendungsbereich	68
b)	<i>Knowledge-governance</i> -Pflichten und die haftungsbefreiende Wirkung ihrer Erfüllung durch ein Compliance-System	68
aa)	Wissensorganisationspflichten	69
(1)	DCGK: Compliance Management System	69
(2)	BaFin Emittentenleitfaden: Informationsweiterleitung und -bündelung	69
bb)	Grobe Verletzung von Wissensorganisationspflichten	71
(1)	Grobe Fahrlässigkeit im Allgemeinen	71
(2)	Grob fahrlässige Unkenntnis im Besonderen	72
(3)	Anwendung auf unternehmensinterne Wissensorganisation: Offensichtlich mangelhafte <i>knowledge governance</i> und Evidenzerlebnis	73
cc)	Exkulpationswirkung nach § 37c Abs. 2 WpHG a.F.	74
4.	Zusammenfassung	75
VI.	Rechtslage seit Geltung der MarktmissbrauchsVO	76
1.	Ad-hoc-Publizität als Insiderhandelsprävention	76
2.	Objektive Publizitätspflicht	76
a)	Unverzüglichkeit im unionsrechtlichen Sinne	76
b)	Regelungsumgebung der Ad-hoc-Publizitätspflicht	77
c)	Ergebnis	78
3.	Keine zwingenden Aussagen zu zivilrechtlichem Schadenersatz und Wissenszurechnung	78
VII.	Die Ad-hoc-Publizitätshaftung des gespaltenen Emittenten im Privatrechtsvergleich	79

1. Grundlagenungewissheit hinsichtlich der ökonomischen Rechtfertigung und rechtsdogmatischen Einpassung einer Schadenersatzpflicht de lege ferenda	80
a) Ökonomische Vorbehalte	80
aa) Bedenken des deutschen historischen Gesetzgebers: Sanierbarkeit und Kapitalschutz	80
bb) Einseitiges Haftungssystem mit distributiven Verzerrungen	81
(1) Haftung verfehlt schuldnerseitig die Profiteure der Fehlinformation	81
(2) Quersubventionierung zu Gunsten kurzfristiger, unterdiversifizierter Anleger	82
cc) <i>Ultima (ir-)ratio</i> : Abschreckung um jeden Preis	83
(1) Kostenersparnis der Anleger von zweifelhafter Quantität	84
(2) Kostenvorteile der öffentlich-rechtlichen Durchsetzung	84
(3) Unklare Wohlfahrtskonsequenzen des Insiderhandels	85
(4) Transaktionskosten von Schadenersatzprozessen	85
(5) Summe: Breiter Beurteilungsspielraum wegen ökonomischer und ökonometrischer Forschungslücken	85
b) Rechtsdogmatische Einpassungshürden	86
aa) Kein Ersatz reiner Vermögensschäden	86
bb) Fehlende spezifische Dritt- oder Privatnützigkeit der Ad-hoc-Publizitätspflicht	87
cc) Subsidiarität des Deliktsschadenersatzes	88
dd) Der Sonderdeliktstatbestand als Lösung	89
2. Internationaler Lösungsvergleich	90
a) USA: Private Durchsetzung der Ad-hoc-Publizität zur Verhinderung von Marktmanipulation	90
aa) Position	90
bb) Evaluation	93
b) UK: Haftung für unlautere Fehlinformation	94
c) Singapur: Emittentenhaftung setzt Emittentenprofit voraus	97
d) Hong Kong: Haftung nach Billigkeit im Einzelfall	99
e) Schweiz: Ad-hoc-Publizitätspflicht ohne effektive Zivilrechtssanktion	101
3. EU Lösungsvergleich	102
a) Unionsrechtlicher Ordnungsrahmen	102
b) Mitgliedstaatliche Lösungen	102

aa) Österreich und Niederlande: Ad-hoc-Publizitätspflicht als Schutzgesetz	102
bb) Romanischer Rechtskreis: Keine effektive Zivilrechtssanktion via Generalklausel	104
cc) Portugal: Keine effektive Zivilrechtssanktion trotz Sonderdeliktstatbestandes	106
dd) Irland und Schweden: Keine Zivilrechtssanktion	107
4. Rechtsvergleichende Gesamtbetrachtung	107
a) Globale Zurückhaltung gegenüber effektivem Anlegerschadenersatz wegen fehlerhafter Ad-hoc-Publizität	107
b) Wissenszurechnung als rechtsordnungsübergreifendes Fundamentalproblem	108
5. Ökonomisch-analytische und rechtsvergleichende Schlussfolgerungen	110
a) §§ 97, 98 WpHG de lege lata: Gebot restriktiver Interpretation	110
b) Deutsche Ad-hoc-Publizitätshaftung de lege ferenda	111
aa) Keine allgemeine Kapitalmarktinformativhaftung	111
bb) Stärkung der Marktaufsicht und Abschaffung der §§ 97, 98 WpHG	112
c) MarktmissbrauchsVO Recast: Ein einheitliches Sanktionsregime für die EU?	113
VIII. Thesen	115
 Anhang	 119
Anhang I: Marktmissbrauchsrichtlinie (Auszug)	121
Anhang II: Marktmissbrauchsverordnung (Auszug)	131
Anhang III: Synopse § 26 WpHG	163
Anhang IV: Synopse § 97 WpHG	171
Anhang V: Synopse § 98 WpHG	173
 Literaturverzeichnis	 175
 Gesetzesmaterialien	 189
 Entscheidungsverzeichnis	 191
 Normenregister	 195
 Sachregister	 201