

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Band 196

Insiderinformationen im Aufsichtsrat

Eine Untersuchung zur Entstehung
der Ad-hoc-Publizitätspflicht und
ihres Aufschubs

Von

Max Malte Suchsland



Duncker & Humblot · Berlin

MAX MALTE SUCHSLAND

Insiderinformationen im Aufsichtsrat

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 196

Insiderinformationen im Aufsichtsrat

Eine Untersuchung zur Entstehung
der Ad-hoc-Publizitätspflicht und
ihres Aufschubs

Von

Max Malte Suchsland



Duncker & Humblot · Berlin

Die Rechts- und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
der Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg
hat diese Arbeit im Jahr 2021 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

D 29

Alle Rechte vorbehalten
© 2022 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: 3w+p GmbH, Rimpf
Druck: CPI buchbücher.de GmbH, Birkach
Printed in Germany

ISSN 1614-7626
ISBN 978-3-428-18523-8 (Print)
ISBN 978-3-428-58523-6 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Für Oma & Opa

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2021 vom Fachbereich Rechtswissenschaft der Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg als Dissertation angenommen. Literatur und Rechtsprechung befinden sich auf dem Stand von Oktober 2021; nachfolgende Veröffentlichungen konnten nur noch vereinzelt berücksichtigt werden.

Zuvörderst gilt mein Dank meinem verehrten Doktorvater Herrn Professor Dr. Klaus Ulrich Schmolke LL.M. (NYU), der mir sämtliche für die Entstehung dieser Arbeit erforderlichen akademischen Freiheiten gelassen hat und mir zugleich jederzeit mit Rat und Tat zur Seite stand. Ferner danke ich Herrn Professor Dr. Robert Freitag, Maître en droit (Bordeaux), für die Erstellung seines anregenden Zweitgutachtens und das angenehme Prüfungsgespräch.

Für die kritische Durchsicht des Manuskripts und viele spannende Diskussionen möchte ich Alexander Daber, Dr. Bernhard Gröhe, Hendrik Schlander und Dr. Yannick Witt, MJur (Oxon) meinen Dank aussprechen.

Nicht zuletzt danke ich meiner Familie, die mich während der Entstehung dieser Arbeit ebenso wie während meiner gesamten juristischen Laufbahn motiviert und gefördert hat. Mein größter Dank gilt schließlich meiner Freundin Franzi für ihre bedingungslose Liebe und Unterstützung während meiner Promotion und in allen anderen Lebenslagen.

Düsseldorf, im Oktober 2021

Max Malte Suchsland

Inhaltsübersicht

A. Einführung	21
I. Grund und Gegenstand der Untersuchung	21
II. Gang der Untersuchung	22
B. Voraussetzungen für das Entstehen der Ad-hoc-Publizitätspflicht	25
I. Wissen als ungeschriebene Tatbestandsvoraussetzung	25
1. Grundlagen der Wissenszurechnung	26
2. Wissenszurechnung im Rahmen der Ad-hoc-Publizität	40
II. Wissensunabhängige Entstehung der Ad-hoc-Publizität	45
1. Bloßes Entstehen der Insiderinformation	46
2. Möglichkeit der Veröffentlichung	47
III. Kritische Würdigung	49
1. Bloßes Vorliegen einer Insiderinformation	50
2. Erfordernis des Emittentenwissens	61
3. Anwendbarkeit der Wissenszurechnung im Kapitalmarktrecht	94
4. Zwischenfazit	102
IV. Ergebnis	103
C. Insiderinformationen im Aufsichtsrat der Einzelgesellschaft	104
I. Fallgruppen	105
1. Personalentscheidungen des Aufsichtsrats in Bezug auf den Vorstand	105
2. Rücktrittsabsichten eines Vorstandsmitglieds	107
3. Untersuchungen und Schadensersatzansprüche	109
4. Personalfragen innerhalb des Aufsichtsrats	111
5. Investorenkommunikation	112
II. Kenntnis der Emittentin von Insiderinformationen im Aufsichtsrat	114
1. Zurechnung im Rahmen der Wissensorganisation	116
2. Direkte Wissenszurechnung	124
3. Zurechnung von Insiderinformationen	131
4. Zwischenergebnis	144
III. Entstehung der Ad-hoc-Publizitätspflicht bei kenntnisunabhängiger Sichtweise ..	144
1. Möglichkeit der Veröffentlichung	145
2. Bestimmte Insiderinformationen im Aufsichtsrat	152
3. Zwischenergebnis	153

IV. Ergebnis	153
D. Wahrnehmung der Ad-hoc-Publizitätspflicht durch den Aufsichtsrat	155
I. Grundsätzliche Zuständigkeit für die Ad-hoc-Publizitätspflicht	155
1. Ad-hoc-Publizität als Vorstandsaufgabe	155
2. Delegation der Zuständigkeit für die Ad-hoc-Publizität	163
3. Zwischenergebnis	177
II. Zuständigkeit des Aufsichtsrats für die Ad-hoc-Publizitätspflicht	178
1. Bedürfnis für die Wahrung der Vertraulichkeit gegenüber dem Vorstand	179
2. Dogmatische Verankerung der Selbstbefreiungskompetenz	186
3. Verhältnis zu der Zuständigkeit des Vorstands	200
4. Zuständigkeit für die Veröffentlichung von Ad-hoc-Mitteilungen	204
5. Zwischenergebnis	210
III. Verfahren der Selbstbefreiung	210
1. Pflichtenumfang	210
2. Möglichkeit der Delegation	212
IV. Ergebnis	215
E. Ad-hoc-Verantwortung des Aufsichtsrats im Konzern	216
I. Grundlagen der Ad-hoc-Publizitätspflicht im Konzern	216
1. Börsennotierte Muttergesellschaft	217
2. Börsennotierte Tochtergesellschaft	218
3. Börsennotierte Mutter- und Tochtergesellschaft	218
4. Insiderinformationen im Aufsichtsrat mit konzernübergreifender Bedeutung ..	220
5. Zwischenergebnis	223
II. Bestehen einer konzernweiten Ad-hoc-Publizitätspflicht	223
1. Wissenszurechnung im Konzern	224
2. Möglichkeit der Veröffentlichung einer Insiderinformation im Konzern	238
III. Konzernbezogene Insiderinformationen im Aufsichtsrat	244
IV. Ergebnis	246
F. Besonderheiten bei der Societas Europaea	248
I. Dualistische SE	248
II. Monistische SE	250
1. Ad-hoc-Publizitätspflicht der monistischen SE	250
2. Kenntnis der SE von einer Insiderinformation	258
3. Möglichkeit der Veröffentlichung einer Insiderinformation bei der monisti-	
schen SE	261
4. Selbstbefreiungskompetenz des Verwaltungsrats	264
5. Zwischenergebnis	265

III. Ergebnis	266
G. Schlussbetrachtung	267
I. Zusammenfassung	267
II. Fazit	270
Literaturverzeichnis	272
Sachverzeichnis	290

Inhaltsverzeichnis

A. Einführung	21
I. Grund und Gegenstand der Untersuchung	21
II. Gang der Untersuchung	22
B. Voraussetzungen für das Entstehen der Ad-hoc-Publizitätspflicht	25
I. Wissen als ungeschriebene Tatbestandsvoraussetzung	25
1. Grundlagen der Wissenszurechnung	26
a) Absolute Zurechnung	27
b) Wertende Wissenszurechnung	28
aa) Wissensorganisationspflichten	29
(1) Wissen von Vorstandsmitgliedern	30
(2) Wissensvertreter	31
bb) Grenzen der Wissensorganisation	33
(1) Zumutbarkeit der Wissensorganisation	33
(2) Verschwiegenheitspflichten	34
(3) Privates Wissen	35
cc) Dogmatische Begründungsansätze	36
(1) Gleichstellungsargument	36
(2) Vertrauensschutz	37
(3) Verkehrsschutz- und Risikoverteilung	37
c) Wissenszurechnung in anderen Normzusammenhängen	39
d) Zwischenergebnis	40
2. Wissenszurechnung im Rahmen der Ad-hoc-Publizität	40
a) Anwendung der Wissensorganisationspflichten	41
b) Beschränkung auf Vorstandswissen	42
c) Zeitpunkt der Entstehung der Veröffentlichungspflicht	44
II. Wissensunabhängige Entstehung der Ad-hoc-Publizität	45
1. Bloßes Entstehen der Insiderinformation	46
2. Möglichkeit der Veröffentlichung	47

III. Kritische Würdigung	49
1. Bloßes Vorliegen einer Insiderinformation	50
a) Systematische Argumente	50
aa) Unmittelbarer Emittentenbezug	51
bb) Vergleich mit Art. 8, 9 MAR	53
cc) Verhältnis zur Kapitalmarktinformationshaftung	54
dd) Zwischenergebnis	55
b) Verletzung des <i>ultra posse</i> -Grundsatzes	55
aa) Sanktionsloser Verstoß?	56
bb) Unternehmensinterne Insiderinformationen	58
cc) Unternehmensexterne Insiderinformationen	59
dd) Zwischenergebnis	61
c) Zwischenfazit	61
2. Erfordernis des Emittentenwissens	61
a) Rechtsprechung und Aufsichtspraxis	62
aa) Rechtsprechung	62
bb) Auffassungen der ESMA und der BaFin	63
b) Vereinbarkeit mit dem <i>ultra posse</i> -Grundsatz	64
c) Teleologische Auslegung	66
aa) Normzweck der Ad-hoc-Publizität	66
bb) Zurechnung des Vorstandswissens	68
(1) Verwirklichung des Normzwecks	68
(2) Verhältnis zur Kapitalmarktinformationshaftung	70
(3) Zwischenergebnis	71
cc) Praktische Unterschiede zwischen Wissenszurechnung und Möglichkeit der Veröffentlichung	72
(1) Gleichlauf der Grundannahmen	72
(2) Zeitliche Parallelität	73
(3) Unterschiede der beiden Ansätze	75
(a) Unterschiede in Bezug auf unternehmensexterne Informationen	75
(b) Unterschiede in Bezug auf den Umfang der veröffentlichungspflichtigen Informationen	77
(c) Pflichtencharakter der Wissensorganisation	78
(4) Zwischenergebnis	79
dd) Zwischenergebnis	80
d) Wortlaut	80
aa) „inform“/„bekannt geben“	81
bb) „as soon as possible“/„unverzüglich“	82
(1) Subjektives Tatbestandsmerkmal?	83
(2) Unverzüglichkeit als pflichtenbeschreibendes Merkmal	84

cc) Zwischenergebnis	86
e) Systematische Auslegung	86
aa) Binnensystematik von Art. 17 MAR	87
(1) Bewertung der Kurserheblichkeit	87
(2) Entscheidung über den Aufschub einer Ad-hoc-Mitteilung	88
bb) Vergleich mit der Beteiligungspublizität	91
cc) Zwischenergebnis	93
f) Zwischenergebnis	93
3. Anwendbarkeit der Wissenszurechnung im Kapitalmarktrecht	94
a) Sperrwirkung der MAR	94
aa) Vollharmonisierung und Regelungszweck der MAR	94
bb) Rückgriff auf nationale Rechtsregeln	96
cc) Zwischenergebnis	98
b) Übertragbarkeit der vertragsrechtlichen Wissenszurechnung	98
aa) Gleichstellungsargument	99
bb) Vertrauensschutz	100
cc) Verkehrsschutz und Risikoverteilung	100
dd) Zwischenergebnis	101
c) Zwischenergebnis	102
4. Zwischenfazit	102
IV. Ergebnis	103
C. Insiderinformationen im Aufsichtsrat der Einzelgesellschaft	104
I. Fallgruppen	105
1. Personalentscheidungen des Aufsichtsrats in Bezug auf den Vorstand	105
2. Rücktrittsabsichten eines Vorstandsmitglieds	107
3. Untersuchungen und Schadensersatzansprüche	109
4. Personalfragen innerhalb des Aufsichtsrats	111
5. Investorenkommunikation	112
II. Kenntnis der Emittentin von Insiderinformationen im Aufsichtsrat	114
1. Zurechnung im Rahmen der Wissensorganisation	116
a) Verschwiegenheitspflicht	116
aa) Extern erlangtes Wissen	116
bb) Verschwiegenheitspflicht innerhalb einer Gesellschaft	118
b) Pflicht zur Informationsweitergabe an den Vorstand	121
c) Zwischenergebnis	124
2. Direkte Wissenszurechnung	124
a) Anwendungsbereich der direkten Zurechnung	124

b) Kenntnis des Gesamtorgans	126
c) Differenzierung nach Art der Wissenserlangung	129
d) Zwischenergebnis	131
3. Zurechnung von Insiderinformationen	131
a) Personalentscheidungen des Aufsichtsrats	132
b) Rücktrittsabsichten eines Vorstandsmitglieds	133
c) Compliance-Verstöße und Ermittlungen	134
d) Personalmaßnahmen innerhalb des Aufsichtsrats	135
aa) Aufsichtsratsvorsitz	135
bb) Niederlegung des gesamten Aufsichtsratsmandats	136
e) Kapitalmarktkommunikation	138
aa) Investorenkommunikation als Aufsichtsratsaufgabe	138
(1) Grundsätzliche Frage der Zulässigkeit	138
(2) Gegenstände des Investorendialogs	140
(3) Organinterne Zuständigkeit	141
bb) Zurechenbarkeit der durch Investorenkommunikation erlangten Infor- mationen	142
4. Zwischenergebnis	144
III. Entstehung der Ad-hoc-Publizitätspflicht bei kenntnisunabhängiger Sichtweise	144
1. Möglichkeit der Veröffentlichung	145
a) Auslegung von Art. 17 Abs. 1 MAR	145
b) Passive Organisationspflicht	147
c) Aktive Organisationspflicht	148
aa) Faktische Möglichkeit der Verarbeitung von Insiderinformationen ...	148
bb) Rechtliche Möglichkeit der Verarbeitung von Insiderinformationen ...	149
cc) Personelle Möglichkeit der Verarbeitung von Insiderinformationen ...	150
d) Zwischenergebnis	152
2. Bestimmte Insiderinformationen im Aufsichtsrat	152
3. Zwischenergebnis	153
IV. Ergebnis	153
D. Wahrnehmung der Ad-hoc-Publizitätspflicht durch den Aufsichtsrat	155
I. Grundsätzliche Zuständigkeit für die Ad-hoc-Publizitätspflicht	155
1. Ad-hoc-Publizität als Vorstandsaufgabe	155
a) Allzuständigkeit des Vorstands	156
b) Ad-hoc-Publizität als Organisationsaufgabe	157
aa) Legalitäts- und Compliance-Verpflichtung	158
bb) Kapitalmarkt-Compliance	160

- c) Ad-hoc-Publizität als Kommunikationsaufgabe 162
 - d) Zwischenergebnis 163
 - 2. Delegation der Zuständigkeit für die Ad-hoc-Publizität 163
 - a) Horizontale Delegation 163
 - aa) Grundsätze der Delegierbarkeit 163
 - bb) Delegationsverbot kraft gesetzlicher Zuweisung 164
 - cc) Delegationsverbot von Leitungsaufgaben 165
 - (1) Charakterisierung der Leitungsaufgaben 165
 - (2) Ad-hoc-Publizität als Leitungsaufgabe 166
 - (3) Ausnahme bei besonders bedeutsamen Insiderinformationen 169
 - dd) Zwischenergebnis 169
 - b) Vertikale Delegation der Ad-hoc-Publizitätspflicht 169
 - aa) Zulässigkeit 170
 - bb) Gestaltung in der Praxis 171
 - c) Ansichten der ESMA und der BaFin 172
 - aa) Rechtsnatur der Einschätzung der BaFin 173
 - bb) Reichweite 174
 - cc) Meinungsstand und Stellungnahme 175
 - 3. Zwischenergebnis 177
- II. Zuständigkeit des Aufsichtsrats für die Ad-hoc-Publizitätspflicht 178
 - 1. Bedürfnis für die Wahrung der Vertraulichkeit gegenüber dem Vorstand 179
 - a) Personalentscheidungen in Bezug auf den Vorstand 179
 - aa) Weitergabe an das Ad-hoc-Gremium 180
 - bb) Ausschluss des Vorstandsmitglieds von der Beschlussfassung 182
 - b) Rücktrittsabsichten eines Vorstandsmitglieds 182
 - c) Untersuchungen und Schadensersatzansprüche 183
 - d) Personalfragen innerhalb des Aufsichtsrats 184
 - e) Kapitalmarktkommunikation 185
 - 2. Dogmatische Verankerung der Selbstbefreiungskompetenz 186
 - a) Delegierte Zuständigkeit 187
 - b) Annexkompetenz 188
 - aa) Die Annexkompetenz im Verfassungsrecht 188
 - bb) Die Annexkompetenz im Gesellschaftsrecht 189
 - cc) Übertragung auf die Selbstbefreiungskompetenz 191
 - (1) Normativer Anknüpfungspunkt 192
 - (2) Notwendigkeit zur Wahrnehmung einer originären Kompetenz 193
 - (a) Wahrnehmung der aktienrechtlichen Kompetenzen 193
 - (b) Sachnähe des Aufsichtsrats 196
 - (3) Punktuelle Kompetenzverschiebung 196

dd) Konflikt mit § 111 Abs. 4 S. 1 AktG?	198
ee) Zwischenergebnis	199
c) Zwischenergebnis	199
3. Verhältnis zu der Zuständigkeit des Vorstands	200
a) Wissensvorsprung als Anknüpfungspunkt	200
b) Abschließende Zuständigkeit des Aufsichtsrats	202
c) Ausschluss des Vorstands	203
d) Zwischenergebnis	204
4. Zuständigkeit für die Veröffentlichung von Ad-hoc-Mitteilungen	204
a) Stellungnahmen zu dem Modul C-Entwurf des Emittentenleitfadens	205
b) Dogmatische Verankerung der Zuständigkeit für die Veröffentlichung	206
aa) Delegierte Zuständigkeit	206
bb) Annexkompetenz	206
(1) Wahrnehmung eigener Kompetenzen	207
(2) Punktuelle Kompetenzverschiebung	207
cc) Zwischenergebnis	208
c) Fehlende praktische Umsetzbarkeit	209
d) Zwischenergebnis	210
5. Zwischenergebnis	210
III. Verfahren der Selbstbefreiung	210
1. Pflichtenumfang	210
2. Möglichkeit der Delegation	212
IV. Ergebnis	215
E. Ad-hoc-Verantwortung des Aufsichtsrats im Konzern	216
I. Grundlagen der Ad-hoc-Publizitätspflicht im Konzern	216
1. Börsennotierte Muttergesellschaft	217
2. Börsennotierte Tochtergesellschaft	218
3. Börsennotierte Mutter- und Tochtergesellschaft	218
4. Insiderinformationen im Aufsichtsrat mit konzernübergreifender Bedeutung	220
a) Personalfragen in Bezug auf den Vorstand	220
b) Untersuchungen und Schadensersatzansprüche	221
c) Personalfragen im Aufsichtsrat	222
d) Investorenkommunikation	222
5. Zwischenergebnis	223
II. Bestehen einer konzernweiten Ad-hoc-Publizitätspflicht	223
1. Wissenszurechnung im Konzern	224
a) Grundlagen der Wissenszurechnung im Konzern	225

- b) Zurechnung von der Tochter- zur Muttergesellschaft („von unten nach oben“) 226
 - aa) Kapitalmarktrechtliche Verpflichtung zur Informationsweitergabe 226
 - bb) Gesellschaftsrechtliche Maßstäbe 228
 - (1) Wissenszurechnung im Vertragskonzern 229
 - (2) Wissenszurechnung im faktischen Konzern 229
- c) Zurechnung von der Mutter- zur Tochtergesellschaft („von oben nach unten“) 230
- d) Grenzen der Informationsweiterleitung im Konzern 232
 - aa) Verschwiegenheitspflicht 232
 - bb) Insiderrecht 233
- e) Konzernweite Zurechnung von Aufsichtsratswissen 234
 - aa) Organschaftliche Verschwiegenheitspflicht 234
 - bb) Zuständigkeit für die Informationsweiterleitung 235
 - cc) Doppelorganmitgliedschaften 236
 - f) Zwischenergebnis 238
- 2. Möglichkeit der Veröffentlichung einer Insiderinformation im Konzern 238
 - a) Grundsätze 238
 - b) Emittentin als abhängige Gesellschaft 240
 - c) Emittentin als herrschende Gesellschaft 240
 - d) Besonderheiten bei Doppelorganmitgliedschaften 242
 - e) Einbindung des Aufsichtsrats in die konzernweite Informationsorganisation 242
 - f) Zwischenergebnis 243
- III. Konzernbezogene Insiderinformationen im Aufsichtsrat 244
- IV. Ergebnis 246
- F. Besonderheiten bei der Societas Europaea 248**
 - I. Dualistische SE 248
 - II. Monistische SE 250
 - 1. Ad-hoc-Publizitätspflicht der monistischen SE 250
 - a) Grundsätzliche Zuständigkeit für die Ad-hoc-Publizitätspflicht 250
 - b) Zuständigkeit des Verwaltungsrats 251
 - aa) Personalmaßnahmen in Bezug auf geschäftsführende Direktoren 252
 - bb) Rücktrittsabsichten eines geschäftsführenden Direktors 253
 - cc) Compliance-Verstöße und interne Untersuchungen 254
 - dd) Rücktrittsabsichten eines nicht-geschäftsführenden Mitglieds 255
 - ee) Kapitalmarktkommunikation 256
 - c) Zwischenergebnis 257

2. Kenntnis der SE von einer Insiderinformation	258
a) Grundsätze der Wissenszurechnung bei der monistischen SE	258
b) Zurechnung von Insiderinformationen	260
c) Zwischenergebnis	261
3. Möglichkeit der Veröffentlichung einer Insiderinformation bei der monistischen SE	261
a) Inhaltliche Zuständigkeit	262
b) Personelle Zuständigkeit	263
c) Zwischenergebnis	263
4. Selbstbefreiungskompetenz des Verwaltungsrats	264
5. Zwischenergebnis	265
III. Ergebnis	266
G. Schlussbetrachtung	267
I. Zusammenfassung	267
II. Fazit	270
Literaturverzeichnis	272
Sachverzeichnis	290

A. Einführung

I. Grund und Gegenstand der Untersuchung

„Ein Emittent gibt der Öffentlichkeit Insiderinformationen, die unmittelbar diesen Emittenten betreffen, unverzüglich bekannt.“ So schlicht umschreibt Art. 17 Abs. 1 MAR die Pflicht zur Veröffentlichung von Insiderinformationen (Ad-hoc-Publizitätspflicht). Dabei handelt es sich um eines der wichtigsten Instrumente eines integren und funktionierenden Kapitalmarkts und eine der praktisch bedeutsamsten Folgepflichten einer Börsennotierung.

In jüngster Zeit gerät immer wieder auch der Aufsichtsrat in das Blickfeld der rechtswissenschaftlichen Diskussion. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) hat sich in dem kürzlich erschienenen Modul C ihres Emittentenleitfadens erstmalig zu dem Umgang mit Insiderinformationen im Aufsichtsrat geäußert.¹

Auch wenn zumeist der Vorstand einer börsennotierten Gesellschaft die Pflicht wahrnimmt, die Emittentin betreffende Insiderinformationen in Form von Ad-hoc-Mitteilungen zu veröffentlichen, ist es darüber hinaus vorstellbar, dass auch im Aufsichtsrat Insiderfakten entstehen oder bekannt werden können. Dies betrifft vor allem Personalmaßnahmen in Bezug auf den Vorstand oder den Aufsichtsrat selbst, sowie Untersuchungen und Schadensersatzforderungen gegen Vorstandsmitglieder. Auch Insiderinformationen, die der Aufsichtsrat im Rahmen seiner zulässigen Kommunikation mit anderen Kapitalmarktteilnehmern erlangt, können potentiell ad-hoc-pflichtig sein.²

Ziel dieser Arbeit ist es, zu erläutern, wie die Emittentin mit solchen Insiderinformationen im Aufsichtsrat umzugehen hat. Grundsätzlich spricht Art. 17 Abs. 1 MAR die Veröffentlichungspflicht allgemein der Emittentin zu, also der juristischen Person als solcher. Zu der innergesellschaftlichen Zuständigkeitsverteilung trifft die Norm keine Aussage. Insbesondere fragt sich, ob der Aufsichtsrat verpflichtet sein kann, über den Aufschub der Veröffentlichung einer Insiderinformation nach Art. 17 Abs. 4 MAR zu entscheiden.

Die Frage, ob der Aufsichtsrat bisweilen befugt oder verpflichtet sein kann, die Entscheidung über den Aufschub einer Ad-hoc-Mitteilung zu treffen, stellt sich

¹ BaFin, Emittentenleitfaden Modul C (Stand: 25.03.2020), I.3.3.1.1, S. 36; abrufbar unter: www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Emittentenleitfaden/emittentenleitfaden_node.html.

² Siehe zu den Fallgruppen ausführlich: C.I.

jedoch nur, wenn in einer solchen Fallkonstellation überhaupt eine Veröffentlichungspflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR besteht.³ Denn wenn Insiderinformationen, die im Aufsichtsrat auftreten, gar nicht veröffentlichungspflichtig wären, bedürfte auch die Selbstbefreiungskompetenz keiner Erörterung mehr.

Somit ist Gegenstand dieser Untersuchung einerseits, ob eine Emittentin verpflichtet ist, Insiderinformationen zu veröffentlichen, die in ihrem Aufsichtsrat vorliegen und andererseits ob hieraus eine Zuständigkeit des Aufsichtsrats für die Wahrnehmung der Ad-hoc-Publizitätspflicht resultiert.

II. Gang der Untersuchung

Bevor die Zuständigkeit des Aufsichtsrats für die Ad-hoc-Publizitätspflicht untersucht werden kann, ist zunächst zu klären, ob diese die Kenntnis der Emittentin von der Insiderinformation voraussetzt oder ob sie ohne jegliches kognitives Element auskommt. Dies soll im ersten Teil der Arbeit untersucht werden (unter B.).

In der Literatur werden schon seit der Geltung von § 15 WpHG a.F. unterschiedliche Ansätze dazu vertreten, ob und welche ergänzenden Voraussetzungen vorliegen müssen, um eine Ad-hoc-Publizitätspflicht der Emittentin zu begründen. Eine Strömung sieht die Kenntnis der Emittentin von der jeweiligen Insiderinformation als ungeschriebenes Tatbestandsmerkmal des Art. 17 Abs. 1 MAR an. Da die Emittentin notwendigerweise eine juristische Person ist, ergebe sich hieraus die Frage, welches Wissen einer natürlichen Person zugerechnet werden kann. Eine andere Strömung hingegen verneint dieses zusätzliche Erfordernis und geht im Grundsatz davon aus, dass die Entstehung der Ad-hoc-Publizitätspflicht bereits an dem objektiven Vorliegen einer Insiderinformation anknüpft.

Innerhalb der ersten Auffassung ist zudem die Reichweite der Wissenszurechnung umstritten. Während der überwiegende Teil der Vertreter eine Pflicht zur Einrichtung einer unternehmensinternen Wissensorganisation annimmt, die auch das Wissen von Mitarbeitern unterhalb der Organebene erfasst, beschränkt eine zweite Spielart die Veröffentlichungspflicht auf solche Informationen, die dem Vorstand der Emittentin positiv bekannt sind.

Auch die zweite Auffassung wird in zwei Varianten vertreten: Nach einem weiten Verständnis genügt bereits der objektive Eintritt eines kursrelevanten Ereignisses für das Bestehen einer Veröffentlichungspflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR. Die zweite Lesart dieser Auffassung verlangt hingegen, dass eine Möglichkeit der Veröffentlichung bestehen muss, indem mindestens ein Unternehmensangehöriger von der Information Kenntnis hat oder haben könnte und sie daher intern weiterleiten kann.

³ Habersack/Mülbert/Schlitt-Frowein/Berger, Handbuch Kapitalmarktinformation, § 10 Rn. 55.

Das erste Anliegen dieser Arbeit ist es, diese unterschiedlichen Ansätze gegenüberzustellen und kritisch zu würdigen. Dabei gilt besonderes Augenmerk der Frage, welche von ihnen dem Normzweck der Ad-hoc-Publizität gerecht werden.

Im nächsten Schritt ist sodann zu prüfen, zu welchen Ergebnissen diese Ansichten in Bezug auf Insiderinformationen im Aufsichtsrat der Emittentin kommen (unter C.). Denn die Frage nach der Selbstbefreiungszuständigkeit des Aufsichtsrats kann nur übereinstimmend mit der Frage nach der Entstehung der Veröffentlichungspflicht beantwortet werden.

Für die Anwendung der Wissenszurechnung kommen grundsätzlich zwei Ansätze in Betracht: Zum einen ist es denkbar, das Wissen des Aufsichtsrats der Gesellschaft zuzurechnen, indem die Wissensorganisation des Vorstands auch den Aufsichtsrat erfasst. Zum anderen könnte das Wissen des Aufsichtsrats auch unmittelbar als das Wissen der Gesellschaft angesehen werden. Hierfür kommt es vor allem darauf an, ob die Verschwiegenheitspflicht des Aufsichtsrats auch gegenüber dem Vorstand gilt. Weiterhin gilt es einige Folgefragen zu klären, etwa, ob schon die Kenntnis eines Mitglieds des Aufsichtsrats ausreicht oder ob das Gesamtorgan von einer Insiderinformation Kenntnis haben muss und ob zwischen dienstlich oder privat erlangtem Wissen differenziert werden muss.

Die problematischste Frage ist jedoch, ob das von der deutschen Literatur und Rechtsprechung entwickelte Konzept der Wissenszurechnung auch im Kontext der europarechtlich fundierten MAR Anwendung finden kann. Zudem wurde vorgebracht, dass die Gleichstellung von juristischen und natürlichen Personen, die vor allem der BGH zur Begründung der Wissenszurechnung heranzieht, im Rahmen der Ad-hoc-Publizität von vorneherein nicht greife, weil nur eine juristische Person als Emittentin in Betracht kommt. Diese Diskussion ist vor allem durch Klöhn befeuert worden, der eine „Irrelevanz der Wissenszurechnung“ konstatiert.⁴ Ob ein solches Verständnis jedoch unionsrechtlich zwingend ist, soll einer kritischen Prüfung unterzogen werden.

Ferner sind auch die Folgen eines kenntnisunabhängigen Verständnisses der Ad-hoc-Publizitätspflicht für im Aufsichtsrat vorhandene Insiderinformationen aufzuzeigen. Soweit ersichtlich, hat sich jedoch noch kein Vertreter dieser Auffassung damit auseinandergesetzt, inwiefern die Möglichkeit der Veröffentlichung auch solche Insiderinformationen erfassen kann, die im Aufsichtsrat auftreten oder bekannt werden. Das Hauptaugenmerk soll daher darauf liegen, den kenntnisunabhängigen Ansatz derart weiterzuentwickeln, dass er die in Rede stehende Situation von Aufsichtsratswissen zufriedenstellend lösen kann.

Nachdem geklärt wurde, ob und unter welchen Voraussetzungen Insiderinformationen im Aufsichtsrat veröffentlichungspflichtig sind, gilt es im nächsten Abschnitt der vorliegenden Arbeit, die organschaftliche Zuständigkeit des Aufsichtsrats für den Aufschub von Ad-hoc-Mitteilungen zu beleuchten (unter D.). Denn eine

⁴ Klöhn, NZG 2017, 1285.