

Insiderinformationen im Aufsichtsrat

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

Von

Max Malte Suchsland

Duncker & Humblot • Berlin

Inhaltsverzeichnis

A. Einführung	21
I. Grund und Gegenstand der Untersuchung.....	21
II. Gang der Untersuchung.....	22
B. Voraussetzungen für das Entstehen der Ad-hoc-Publizität	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.....	
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 veröffentlichungs- pflichtigen 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	120
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) Übertragungsfähigkeit der Selbstbefreiungskompetenz	191
(1) Npjmätiver Anknüpfungspunkt.....	192
(2) Notwendigkeit zur Wahrnehmung einer originären Kompetenz	193
(a) Wahrnehmung der aktienrechtlichen Kompetenzen	193
(b) Sachnähe des Aufsichtsrats	196
(3) Punktueller 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
in. 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
in. Konzernbezogene Insiderinformationen im Aufsichtsrat	244
IV. Ergebnis	246
F. Besonderheiten bei der Societas Europaea	248
I. Dualistische SE	248
n. 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) Kapitalmarktcommunication	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