

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.