

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