

# Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	21
Einleitung – Phänomenologie eines aufsichtsratsgeführten Investorendialogs	27
I. Vonfordernden Investoren und nachgiebigen Aufsichtsräten	28
II. Von Traditionalisten und Modernisten: Skepsis im Aktienrecht	30
III. Gang der Untersuchung	32
IV. Empirie – Der Status quo	34
1. Stimmungslage hinsichtlich aufsichtsratsgeführten Investorengesprächen	36
2. Weitere empirische Erkenntnisse im Problemkreis des Investorendialogs	38
3. Der aufsichtsratsgeführte Investorendialog in der Unternehmensberichterstattung	41
4. Ergebnisse	42
Teil 1: Rechtliche und ökonomische Grundpfeiler der Informationsverteilung in Aktiengesellschaften	44
§ 1 Die aktienrechtliche Kompetenz- und Informationsordnung	44
I. Die zwingende Organtrias in der Aktiengesellschaft	44
II. Die Rolle des Aufsichtsrats	47
1. Historische Konzeption des Aufsichtsrats	47
a) Das Konzessionssystem und der Aufsichtsrat	48
b) Obligatorischer Aufsichtsrat im Deutschen Reich	50
c) Die Entmachtung der Aktionäre durch das Aktiengesetz 1937	53
d) Das Aktiengesetz 1965	55
e) „Phase relativer Konstanz“ und „Reform in Permanenz“	56
f) Zusammenfassung	59

2. Zusammensetzung und Handlungsfähigkeit	60
3. Überwachung und Beratung	61
a) Überwachung	62
b) Beratung als präventives Kontrollinstrument	66
III. Die Rolle des Vorstands	69
1. Historische Konzeption	69
2. Unternehmensleitung, Geschäftsführung, Stellvertretung	72
IV. Interdependenzen zwischen Aufsichtsrat und Vorstand	74
1. Bedeutung von § 111 Abs. 4 AktG	74
2. Einwirkung auf den Vorstand	75
3. Der Aufsichtsrat als Co-Leitungsorgan	80
V. Zusammenfassung	81
 § 2 Betriebswirtschaftliche und rechtliche Einordnung von Investor Relations	83
I. Terminologische Annäherung	83
II. Entwicklung von Investor Relations in Deutschland	85
III. Zielsetzungen von Investor Relations	88
IV. Formen von Investor-Relations-Arbeit	90
V. Strukturelle Einbindung von Investor-Relations-Abteilungen in das Organisationsgefüge eines Unternehmens	92
1. Investor-Relations-Abteilungen in der Unternehmenspraxis	93
2. Investor Relations in der Vorstandskompetenz – Geschäftsführung	94
3. Investor Relations in der Vorstandskompetenz – Unternehmensleitung	96
a) Terminologie und Unveräußerlichkeit der Leitungsmacht	97
b) Konkretisierung der Unternehmensleitung	99
c) Abgrenzung von Geschäftsführung und Unternehmensleitung	100
d) Verortung der Investor Relations als Unternehmensleitungsaufgabe	102
VI. Zusammenfassung	105

§ 3 Informationsasymmetrien und Informationsdefizite im Aktienrecht	106
I. Information und Markt	106
1. Markteffizienz	107
2. Abstufungen der Markteffizienz	107
II. Möglichkeiten und Grenzen einer ökonomischen Analyse des Aktienrechts	108
1. Die Aktiengesellschaft als Untersuchungsobjekt einer ökonomischen Analyse	108
2. Die ökonomische Analyse des Rechts als Vehikel der Effizienzsteigerung	110
3. Argumentative Grenzen der ökonomischen Analyse des Rechts	112
a) Grenzen des Effizienz-Arguments	112
b) Begrenzte Rationalität individuellen Handelns	115
III. Prinzipal-Agenten-Beziehungen und Informationsasymmetrien im Aktienrecht	116
1. Prinzipal-Agenten-Beziehungen	117
2. Lösung von Prinzipal-Agenten-Konflikten	118
3. Prinzipal-Agenten-Konflikte im Aktienrecht	119
a) Management – Eigentümer	119
b) Aufsichtsrat – Eigentümer	121
c) Innerorganschaftliche Prinzipal-Agenten-Konflikte im Aufsichtsrat	124
d) Prinzipal-Agenten-Beziehungen unter den Eigentümern einer Aktiengesellschaft	125
IV. Aufsichtsratsgeführte Investorengespräche zum Ausgleich von Informationsdefiziten zwischen Aufsichtsrat und Investoren	125
1. Systemische Informationsasymmetrien als Ursache für Gesprächsanfragen	125
2. Hauptversammlung als (untaugliches?) Informations- und Kommunikationsforum	127
V. Zusammenfassung	129

§ 4 Rechtslage im Vereinigten Königreich – Die Kompetenz- und Informationsordnung unter dem Company Act	130
I. Relevanz der rechtsvergleichenden Betrachtung	130
II. Corporate Governance im Vereinigten Königreich	134
1. Regelungsgefüge	135
2. Organverfassung	140
a) Die shareholder und das board of directors	141
b) Die directors	143
c) Spannungsverhältnis zwischen Leitungs-, Überwachungs- und Beratungsfunktion	147
d) Der chairman und der senior independent director als Ausweg aus dem Spannungsverhältnis	148
3. Informationsverfassung	150
4. Der Investorendialog als Rechenschafts- und Informationsinstrument	152
III. Rechtsvergleich zum deutschen Recht	155
Teil 2: Die Außenkommunikation des Aufsichtsrats im nationalen und europäischen Recht	158
§ 5 Untergesetzliche Regelungsansätze – Soft Law	158
I. Das Streben nach guter Corporate Governance	159
II. Soft Law in der Rechtsquellenlehre	161
1. Von der Dichotomie zur Trichotomie der Rechtsquellenlehre	161
2. Die Lehre von den sekundären Rechtsquellen	163
III. Die Leitsätze der Initiative Developing Shareholder Communication	165
1. Inhaltliche Aussagen	166
2. Rechtliche Bindungswirkung	166
3. Kritik	167
IV. Der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK)	168
1. Der DCGK 2020	171
a) Inhalt der Anregung zum Investorendialog	172
b) Konzeption und Zielsetzung	174
2. Geltung und Bindungswirkung von Bestimmungen des DCGK	177

3. Rechtspolitische Bewertung der Kodex-Anregung	180
V. Zusammenfassung	183
 § 6 Zulässigkeit und Kompetenz des Aufsichtsrats zum Investorendialog und zu Investor Relations	185
I. Gesellschaftsrechtliche Hürden für einen aufsichtsratsgeführten Investorendialog	186
1. Der Aufsichtsrat als konzeptionelles Innenorgan	187
a) Beobachtung „Innenorgan“	187
b) Normative Durchbrechungen	189
aa) Rechtsgeschäftliche und gerichtliche Vertretung der Aktiengesellschaft durch den Aufsichtsrat	190
bb) Erklärungsbefugnisse gegenüber dem Handelsregister und Gericht	192
cc) (Quasi-) Öffentliche Erklärungen des Aufsichtsrats	193
c) Ergebnis	196
2. „Geschäftsführungsverbot“ für den Aufsichtsrat, § 111 Abs. 4 S. 1 AktG?	198
3. Offene Informationsordnung der Aktiengesellschaft	201
a) Investorengespräche als Ausprägungsform vorstandsunabhängiger Information	202
b) Zulässigkeit vorstandsunabhängiger Informationsversorgung des Aufsichtsrats	202
4. Zwischenfazit	206
II. Dekonstruktion des Meinungsstands	207
1. Erste Ansätze einer Verbindung von Sachkompetenz und Kommunikationszuständigkeit	207
a) Induktive Kompetenzabgrenzung und Annexkompetenz (Leyendecker-Langner)	208
b) „Communication follows competence“ (Fleischer/ Bauer/Wansleben)	209
2. Rezeptionen	211
a) Extensive Annex-Kompetenz (Hirt/Hopt/Mattheus und die Initiative Developing Shareholder Communication)	211

b) Rechtsfortbildende Schaffung von Kommunikationskompetenzen es Aufsichtsrats (Bachmann)	213
aa) Praktische Konkordanz	213
bb) Rechtsfortbildung extra legem	214
cc) Gesprächsthemen	215
c) Tiefenerweiterung der Aufsichtsratskompetenzen (Landsittel)	216
3. Kommunikationszuständigkeit folgt Gesellschaftsinteresse (Reutershahn)	218
4. Wahrung des Kompetenzrahmens und Organadäquanz (Koch)	222
5. Zusammenfassung des Meinungsstandes	226
<b>III. Offene Flanken</b>	226
1. Bedeutung des Geschäftsführungsverbots, §§ 77, 111 Abs. 4 AktG	227
2. Überbewertung der bestehenden nach außen wirkenden Kompetenzen	227
a) Bewertung normierter Außenkompetenzen des Aufsichtsrats	228
b) Überlegungen zu einer Gesamtanalogie	229
c) Der Kompetenzannex als „methodisches Vehikel“	231
3. Unabhängige Wahrnehmung der Überwachungsaufgabe	232
4. Statische Kompetenzzuweisung – Flexibilisierung der Kompetenzzuweisung	233
5. Differenzierte Betrachtungsweise für Ein-/Ausgang von Information	234
<b>IV. Begründung der Kommunikationskompetenz im Zuge der Rechtsfortbildung</b>	235
1. Teleologische Reduktion der §§ 77, 111 Abs. 4 AktG	235
a) Grundlagen	235
b) Offenheit für teleologische Reduktion	236
c) Fallgruppen, die eine Reduktion erlauben	238
2. Rechtsfortbildende Schaffung von Kompetenzen	240
a) Voraussetzungen zulässiger Rechtsfortbildung	240
b) Besonderheiten im Aktienrecht	242

3. Kompetenzbegründung – Anknüpfungsfähige Sachkompetenzen	245
a) Personalkompetenz für den Vorstand und Vorstandsvergütung	246
b) Abschlussprüfung	250
c) Selbstorganisation und Besetzung des Aufsichtsrats	251
d) Kapital und Finanzierung	253
e) Unternehmensstrategie und Unternehmensentwicklung	255
f) Sonderfall: Überwachung und Beratung	256
4. Zwischenergebnis	258
V. Zusammenfassung	258
 § 7 Die besondere Rolle institutioneller Anleger im europäischen Stewardship-Ansatz	260
I. Europäisches Gesellschaftsrecht	261
II. Der Aufsichtsrat, Aktionäre und Investoren im Licht des Europarechts	267
1. Der Aufsichtsrat	267
2. Aktionäre und Aktionärsrechte	270
a) Die Aktivierung der Aktionäre in der Aktionärsrechte-RiL	271
b) Fokus auf institutionelle Anleger und Vermögensverwalter	273
c) Kritik	273
III. Investorengespräche unter Beteiligung von institutionellen Investoren und dem Aufsichtsrat	276
1. Stewardship-Pflichten und Investorengespräche	276
2. Autonome Auslegung der geänderten Aktionärsrechte-RiL	278
a) Autonome Auslegung europäischen Rechts	278
b) Mitwirkungspolitik und Dialogführung	280
c) Fazit	284
3. Künftige Eingriffe des europäischen Gesetzgebers	285
IV. Zusammenfassung	286

<b>§ 8 Investorengespräche im Lichte des deutschen und europäischen Kapitalmarktrechts</b>	<b>288</b>
<b>I. Erosive Tendenzen in der Rechtsprechung des EuGH</b>	<b>289</b>
1. Geltl./. Daimler	290
2. Grønegaard./. Bang	292
<b>II. Schutzziel des Kapitalmarkts</b>	<b>293</b>
1. Beeinflussung der Corporate Governance von Gesellschaften durch das Kapitalmarktrecht	295
2. Aktionäre und Anleger	298
<b>III. Kapitalmarktrechtliche Informationsordnung</b>	<b>299</b>
<b>IV. Zusammenfassung</b>	<b>301</b>
<b>Teil 3: Synthese der organschaftlichen Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats und seines Vorsitzenden</b>	<b>303</b>
<b>§ 9 Die Einbindung des Aufsichtsrats in die Unternehmenskommunikation</b>	<b>303</b>
<b>I. Kommunikation als unternehmerische Entscheidung</b>	<b>303</b>
1. Unternehmensinteresse als Maßstab für Investorengespräche	304
2. Unternehmerische Sorgfaltspflichten	304
<b>II. Abstimmung mit dem Vorstand</b>	<b>307</b>
1. Gebot der Zurückhaltung	308
2. Gemeinsames Auftreten von Vorstand und Aufsichtsrat und freiwillige Kompetenzübertragung	308
3. Einheitlichkeit der Kommunikation: Loyalitätspflicht und one voice policy	310
4. Umgang mit akquirierter Information	313
a) Nutzung akquirierter Information für eigene Entscheidungen	314
b) Weitergabe akquirierter Information an den Vorstand	315
5. Reaktionsmöglichkeiten bei kompetenzwidrigen Investorengesprächen	317
<b>III. Organisatorische Fragen</b>	<b>319</b>
1. Zugriff auf die Investor-Relations-Abteilung des Vorstands	320

2. Einrichtung eines Aufsichtsratsbüros	322
IV. Zulässigkeit von Vereinbarungen mit Investoren	327
V. Zusammenfassung	329
<b>§ 10 Kompetenzreduktion auf den Aufsichtsratsvorsitzenden</b>	<b>331</b>
I. Der Aufsichtsratsvorsitzende 2.0 – Gründe für die Konzentration auf den Aufsichtsratsvorsitzenden	332
II. Verhältnis des Aufsichtsratsvorsitzenden zum Gesamtaufsichtsrat	333
1. Wahl des Aufsichtsratsvorsitzenden	333
2. Kollegialorgan	334
III. Funktions- und Wirkungskreise des Aufsichtsratsvorsitzenden	335
1. Historische Idee des Aufsichtsratsvorsitzenden	336
2. Leitungs- und Koordinationsfunktion im Aufsichtsrat	337
a) Gesetzliche Aufgaben	338
b) Rechtsfortbildend geschaffene Kompetenzen	338
3. Organübergreifende und vermittelnde Funktion	340
4. Vertretung nach außen	341
IV. Strukturelle Sonderstellung des Aufsichtsratsvorsitzenden?	342
1. Sonderstellung kraft Sonderrechte	343
2. Sonderstellung kraft Informationsvorsprung	344
3. Bewertung der Sonderstellung	344
4. Deduktion einer generellen Repräsentationsfunktion	347
5. Zwischenergebnis	349
V. Vorschlag für die kompetenzrechtliche Ausgestaltung durch den Aufsichtsrat	350
1. Die Entscheidung über das „Ob“ – die Kommunikationspolitik	351
2. Beschluss einer Kommunikationsordnung	352
3. Mehrheitserfordernis für die Beschlüsse über die Kommunikationspolitik und Kommunikationsordnung	353
4. Einrichtung eines Kommunikationsausschusses	355
5. Laufende Überwachung durch den Kommunikationsausschuss	357
VI. Zusammenfassung	358

<b>§ 11 Grenzen der Informationsweitergabe</b>	<b>360</b>
<b>I. Gleichbehandlung der Aktionäre</b>	<b>360</b>
1. Herleitung, Sinn und Zweck der Gleichbehandlung	361
2. Inhalt des aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgebots – informationelle Gleichbehandlung	368
a) Anwendungsbereich – Ungleichbehandlung von Aktionären und Dritten	370
b) Tatbestand der Ungleichbehandlung	371
c) „Substanzschwelle“ für informationelle Ungleichbehandlung	372
d) Gleichbehandlungsverzicht	373
3. Rechtfertigung von Ungleichbehandlungen in der Informationspolitik	374
a) Lehre vom sachlichen Grund	375
b) Generelle Vorausinformation von einzelnen Aktionären oder Aktionärsgruppen	376
aa) Großaktionäre	377
bb) Institutionelle Investoren	379
cc) Zwischenergebnis	382
c) Punktuelle Vorausinformation von einzelnen Aktionären oder Aktionärsgruppen	382
d) Verhältnismäßigkeit	385
4. Nachauskunft als Rechtsfolge gerechtfertigter Ungleichbehandlung	388
a) Wesen, Inhalt und Reichweite von § 131 Abs. 4 AktG	389
b) Nachauskunftspflicht für Auskünfte des Aufsichtsrats	393
c) Nachinformation auch außerhalb der Hauptversammlung?	396
aa) Vermeidung einer gespaltenen Auslegung von § 53a AktG	398
bb) „Abwägungsmodell“	400
5. Informationelle Gleichbehandlung im DCGK	402
6. Fazit	403
<b>II. Geheimhaltung und Vertraulichkeit</b>	<b>404</b>
1. Normative Konzeption	405
2. Sachlicher Anwendungsbereich	407
3. Persönlicher Anwendungsbereich	408

4. Ausnahmen von der Verschwiegenheitspflicht	412
a) Offenbarungspflichten, Unzumutbarkeit und ähnliche Konstellationen	412
b) Freiwillige Weitergabe vertraulicher Information im Rahmen von Investor Relations	414
aa) Beratungen im Aufsichtsrat: Einzelverhalten und Kollektivverhalten	415
bb) Dispensentscheidung durch den Aufsichtsrat?	418
cc) Keine freiwillige Weitergabe von vertraulichen Informationen aus Vorstandsberichten und Gesellschaftsgeheimnissen durch den Aufsichtsrat	422
5. Rechtsfolgen bei Verstößen gegen die Vertraulichkeitspflicht	422
6. Fazit	423
<b>III. Insiderrecht als kapitalmarktrechtliche Grenze</b>	<b>424</b>
1. Die Insiderinformation (Art. 7 MAR)	426
2. Insiderrechtliche Befugnis selektiver Weitergabe von Insiderinformationen	429
a) Besondere Zulässigkeit der Weitergabe im Rahmen der Marktsondierung nach Art. 11 Abs. 4 MAR	429
b) Zulässigkeit der Weitergabe von Insiderinformationen im Lichte von Art. 10 Abs. 1 MAR	430
aa) „[...] Ausübung einer Beschäftigung oder eines Berufes [...]“ – Legitimer Zweck und Geeignetheit	430
bb) „[...] im Zuge der normalen Ausübung“ – Erforderlichkeit vs. Unerlässlichkeit	432
cc) Angemessenheit	435
dd) Fazit für die Weitergabe von Insiderinformationen im Rahmen von Investor Relations und in Investorenengesprächen	436
3. Kapitalmarktrechtliche Folgen selektiver Weitergabe von Insiderinformationen	439
a) Aufschub der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 Abs. 4 MAR	439
b) Nachauskunft nach Art. 17 Abs. 8 MAR	440
4. Rolle des Aufsichtsrats im Insiderrecht	441
5. Fazit	442

<b>IV. Zusammenfassung</b>	<b>443</b>
<b>Teil 4: Zusammenfassung und Ausblick</b>	<b>444</b>
<b>§ 12 Perspektive und Zusammenfassung in Thesen</b>	<b>444</b>
<b>Ausgangslage</b>	<b>445</b>
<b>Der Gesprächsrahmen</b>	<b>449</b>
<b>Die Beteiligten und das Gespräch</b>	<b>452</b>
<b>Nachbereitung und Überwachung</b>	<b>454</b>
<b>Entwicklungen de lege ferenda</b>	<b>456</b>
<b>Literaturverzeichnis</b>	<b>459</b>
<b>Register</b>	<b>503</b>