

# Inhaltsverzeichnis

|                                                                                                                                         |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Einleitung                                                                                                                              | 25 |
| A. Einführung in die Thematik                                                                                                           | 25 |
| B. Rechtspolitische Relevanz der Fragestellung                                                                                          | 28 |
| C. Gang der Untersuchung                                                                                                                | 30 |
| Kapitel 1 Rechtspolitische und rechtsökonomische Einordnung<br>der Kommunikation des Aufsichtsrats mit<br>(institutionellen) Investoren | 32 |
| A. Der Prinzipal-Agenten-Konflikt als Problem der Corporate<br>Governance in Publikumsgesellschaften                                    | 32 |
| B. Der Investorendialog als Stewardship-Aktivität (institutioneller)<br>Investoren                                                      | 36 |
| C. Die Bedeutung institutioneller Investoren für die Abmilderung<br>des Problems der rationalen Apathie der Aktionäre                   | 38 |
| D. Zwischenergebnis                                                                                                                     | 41 |
| Kapitel 2 Die Kompetenz des Aufsichtsrats zur<br>Kapitalmarktkommunikation                                                              | 43 |
| A. Einleitende Ausführungen                                                                                                             | 43 |
| I. Darstellung des grundsätzlichen Kompetenzgefüges im<br>dualistischen System der Aktiengesellschaft                                   | 43 |
| II. Die grundlegende Bedeutung der Verortung der<br>Zuständigkeit für die Kapitalmarktkommunikation                                     | 45 |
| III. Überblick über den Meinungsstand im Schrifttum                                                                                     | 46 |
| B. Die Organkompetenz des Aufsichtsrats zur<br>Kapitalmarktkommunikation                                                                | 48 |
| I. Grundsatz: Zuständigkeit des Vorstands für Maßnahmen<br>der Geschäftsführung beziehungsweise -leitung                                | 49 |
| 1. Der Begriff der Geschäftsführungsmaßnahme i. S. d.<br>§ 77 Abs. 1 AktG                                                               | 50 |
| 2. Qualifizierung der Kapitalmarktkommunikation als<br>Geschäftsführungsmaßnahme                                                        | 51 |
|                                                                                                                                         | 9  |

|                                                                                                                                                                                        |    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 3. Exkurs: die Kapitalmarktkommunikation als Leitungsaufgabe                                                                                                                           | 53 |
| II. Die Möglichkeit der systemkohärenten Herleitung einer (themenspezifischen) Kompetenz des Aufsichtsrats zur Kapitalmarktkommunikation im Organisationsgefüge der Aktiengesellschaft | 53 |
| 1. Der Aufsichtsrat als janusköpfiges Organ mit mitunternehmerischem Charakter                                                                                                         | 55 |
| a) Die Entwicklung der Aufsichtsratsstätigkeit im Wandel der Zeit                                                                                                                      | 55 |
| b) Systematische Bedenken gegen die Annahme einer Kapitalmarktkommunikationskompetenz des Aufsichtsrats vor dem Hintergrund des Geschäftsführungsverbot des § 111 Abs. 4 S. 1 AktG     | 61 |
| aa) Zustimmungsvorbehalte des § 111 Abs. 4 S. 2 AktG                                                                                                                                   | 62 |
| bb) Sonderfall: Die Einbeziehung des Aufsichtsrats in die Geschäftsführungen in Krisenzeiten                                                                                           | 66 |
| cc) § 32 MitbestG                                                                                                                                                                      | 70 |
| dd) Personalkompetenz des Aufsichtsrats                                                                                                                                                | 71 |
| (1) Bestellung und Abberufung des Vorstands                                                                                                                                            | 72 |
| (2) Vertretung der Gesellschaft gegenüber Vorstandsmitgliedern                                                                                                                         | 74 |
| ee) Einbindung des Aufsichtsrats in die Rechnungslegung der Gesellschaft                                                                                                               | 75 |
| (1) Feststellung des Jahresabschlusses durch Vorstand und Aufsichtsrat                                                                                                                 | 75 |
| (2) Prüfung durch den Aufsichtsrat                                                                                                                                                     | 76 |
| (3) Erteilung des Prüfungsauftrags                                                                                                                                                     | 77 |
| ff) Die Beratung des Vorstands durch den Aufsichtsrat                                                                                                                                  | 78 |
| gg) Sonstige Mitwirkungs- und Einflussnahmemöglichkeiten des Aufsichtsrats auf die Geschäftsführung der Gesellschaft                                                                   | 80 |
| c) Zwischenergebnis                                                                                                                                                                    | 81 |
| 2. Der Aufsichtsrat als (partiell) Außenorgan der Gesellschaft                                                                                                                         | 82 |
| a) Zur Eigenschaft des Vorstands als Vertretungsorgan der Gesellschaft                                                                                                                 | 84 |
| b) Kommunikationsbefugnisse des Aufsichtsrats                                                                                                                                          | 85 |

|                                                                                                                                              |     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| aa) Vertretungsbefugnisse des Aufsichtsrats                                                                                                  | 85  |
| bb) Entsprechenserklärung nach § 161 AktG                                                                                                    | 86  |
| (1) (Inhaltliche) Abweichungskompetenz der Organe zur Entsprechenserklärung des jeweils anderen Organs                                       | 86  |
| (2) Die Abgabe der vergangenheitsbezogenen Entsprechenserklärung als Wissenserklärung über die Befolgung der Verhaltensempfehlungen          | 90  |
| (3) Zwischenergebnis                                                                                                                         | 91  |
| cc) Aufsichtsratsbericht auf der Hauptversammlung: Erläuterung des Prüfungsberichts nach § 171 Abs. 2 beziehungsweise § 176 Abs. 1 S. 1 AktG | 91  |
| (1) Adressatenkreis des Aufsichtsratsberichts und Außenfunktion                                                                              | 92  |
| (2) Berichtsinhalt und Kommunikationsbefugnis des Aufsichtsrats                                                                              | 93  |
| (3) Zwischenergebnis und Rückschlüsse für den Untersuchungsgegenstand                                                                        | 97  |
| dd) Stellungnahme der Verwaltung zu einem Übernahmegebot, § 27 Abs. 1 WpÜG                                                                   | 97  |
| c) Zwischenergebnis                                                                                                                          | 101 |
| 3. Zusammenfassung                                                                                                                           | 102 |
| III. Die Zulässigkeit des Investorendialogs aufgrund ungeschriebener Kommunikationskompetenzen des Aufsichtsrats                             | 103 |
| 1. Einleitende Ausführungen                                                                                                                  | 104 |
| a) Die Kommunikationsbefugnis des Aufsichtsrats als Annexkompetenz                                                                           | 104 |
| b) Weiterer Gang der Untersuchung                                                                                                            | 105 |
| 2. Die Annexkompetenz im Verfassungsrecht                                                                                                    | 106 |
| a) Einordnung der Lehre von den ungeschriebenen oder implizierten Zuständigkeiten in ihren rechtshistorischen Kontext                        | 106 |
| b) Stillschweigend mitgeschriebene oder ungeschriebene Zuständigkeiten im deutschen Staatsorganisationsrecht                                 | 109 |

|     |                                                                                                                                                 |     |
|-----|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| aa) | Voraussetzungen und Verortung der Annexkompetenz im System der stillschweigend mitgeschriebenen Zuständigkeiten                                 | 109 |
| bb) | Erfordernis eines normativen Anknüpfungspunktes                                                                                                 | 112 |
| c)  | Dogmatische Einordnung der Figur der Annexkompetenz im Verfassungsrecht                                                                         | 113 |
| aa) | Annexkompetenzen als Ergebnis einer teleologisch-funktionalen Gesetzesauslegung                                                                 | 113 |
| bb) | Abgrenzung von der Herleitung ungeschriebener Gesetzgebungskompetenzen im Wege der Analogiebildung                                              | 115 |
| cc) | Verhältnis der funktional-teleologischen Auslegung zu den übrigen Auslegungsmethoden                                                            | 117 |
| dd) | Bedeutungsgehalt der tatbestandlichen Umschreibung der Annexkompetenz in Rechtsprechung und Literatur                                           | 118 |
| d)  | Exkurs: Zuständigkeitsüberschneidungen auf der Ebene der Annexkompetenzen                                                                       | 120 |
| aa) | Die Behandlung von Doppelzuständigkeiten                                                                                                        | 120 |
| bb) | Methodische Einordnung des Kriteriums des stärkeren Sachzusammenhangs                                                                           | 121 |
| e)  | Zwischenergebnis                                                                                                                                | 122 |
| aa) | Allgemeines                                                                                                                                     | 122 |
| bb) | Schlussfolgerungen für die Anerkennung und Begründbarkeit von Annexkompetenzen im Aktien- beziehungsweise Kapitalgesellschaftsrecht             | 123 |
| 3.  | (Strukturelle) Vergleichbarkeit der Kompetenzabgrenzungsproblematik und Übertragbarkeit anerkannten Kriterien auf das Kapitalgesellschaftsrecht | 124 |
| 4.  | Die Herleitung von Annexkompetenzen des Aufsichtsrats in Abgrenzung zum Zuständigkeitsbereich des Vorstands                                     | 126 |
| a)  | Methodische Verortung der Annexkompetenzen im Kapitalgesellschaftsrecht                                                                         | 126 |
| b)  | Sachgerechtigkeit einer teleologisch-funktionalen Auslegung der geschriebenen Aufsichtsratskompetenzen                                          | 127 |

|                                                                                                                                                                                          |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| c) Geschriebene Kompetenztitel als Anknüpfungspunkt für die Herleitung von Annexkompetenzen                                                                                              | 127 |
| d) Maßstäbe zur Kompetenzkonkretisierung im Kapitalgesellschaftsrecht                                                                                                                    | 128 |
| aa) Fehlendes Erfordernis einer notwendigen Bedingung                                                                                                                                    | 128 |
| bb) Die organschaftliche Funktionstrennung als Grenze der Kompetenzbegründung                                                                                                            | 130 |
| cc) Das Kriterium der Organadäquanz im Aktienrecht                                                                                                                                       | 131 |
| 5. Anwendung der gefundenen Maßstäbe zur Begründung einer Kapitalmarktkommunikationskompetenz des Aufsichtsrats                                                                          | 132 |
| a) Einblick in die Vorgehensweise                                                                                                                                                        | 133 |
| aa) Gang der weiteren Untersuchung                                                                                                                                                       | 133 |
| bb) Ausklammerung rechtsvergleichender Aspekte in der folgenden Untersuchung der organschaftlichen Kommunikationszuständigkeiten innerhalb der dualistisch verfassten Aktiengesellschaft | 134 |
| b) Ablehnung einer umfassenden und themenunabhängigen Kommunikationszuständigkeit des Aufsichtsrats in Gesellschaftsangelegenheiten                                                      | 137 |
| aa) Zur fehlenden Begründbarkeit einer themenunabhängigen Kommunikationszuständigkeit des Aufsichtsrats im Wege der Analogiebildung                                                      | 139 |
| (1) Gesamtanalogie der gesetzlich geregelten Äußerungsbefugnisse des Aufsichtsrats                                                                                                       | 139 |
| (2) Analoge Anwendung des § 27 WpÜG                                                                                                                                                      | 140 |
| bb) Ablehnung einer thematisch unbeschränkten Äußerungsbefugnis als Annexkompetenz zu § 111 Abs. 1 AktG                                                                                  | 141 |
| c) Die Kommunikationskompetenz des Aufsichtsrats zu aufsichtsratspezifischen Themen                                                                                                      | 143 |
| aa) Die Annexkompetenz als Korrelat zu den gesetzlich normierten Sachzuständigkeiten des Aufsichtsrats                                                                                   | 144 |

|                                                                                                                                                                 |     |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| (1) Wortlautgrenze: Auslegungsbedürftigkeit und -fähigkeit der aktienrechtlichen Zuständigkeitsnormen in Bezug auf die sachbezogene Kommunikationszuständigkeit | 145 |
| (2) Systemkohärenz einer themenspezifischen Kommunikationskompetenz                                                                                             | 146 |
| (3) Die Begründbarkeit einer Kommunikationskompetenz unter teleologisch-funktionalen Gesichtspunkten                                                            | 147 |
| (a) Funktionaler Zusammenhang zwischen Kommunikations- und Sachzuständigkeit                                                                                    | 147 |
| (aa) Eigenverantwortlichkeit der Aufgabenwahrnehmung durch den Aufsichtsrat                                                                                     | 148 |
| (bb) Steuerung der Akzeptanz der Aufsichtsratsarbeit durch den Kapitalmarkt                                                                                     | 149 |
| (cc) Rechenschafts- und Informationsfunktion des Gesprächsaustauschs                                                                                            | 150 |
| (b) Vereinbarkeit einer aufsichtsratsspezifischen Kommunikationsbefugnis mit der aktienrechtlichen Funktionstrennung                                            | 152 |
| (4) Zwischenergebnis                                                                                                                                            | 153 |
| bb) Die inhaltliche Reichweite der Äußerungsbefugnisse des Aufsichtsrats                                                                                        | 154 |
| (1) Ausgangspunkt: Differenzierung nach exklusiven und geteilten Zuständigkeiten im Aufgabenspektrum des Aufsichtsrats                                          | 154 |
| (2) Das Problem der Doppelzuständigkeiten im Bereich der Kapitalmarktkommunikation                                                                              | 155 |
| (3) Ausgewählte, problematische Einzelfälle                                                                                                                     | 158 |
| (a) Unternehmensstrategie                                                                                                                                       | 158 |
| (b) Vorstandsangelegenheiten                                                                                                                                    | 163 |
| (aa) Die Personalkompetenz des Aufsichtsrats de lege lata                                                                                                       | 163 |

|                                                                                                                                                                                                             |     |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| (bb) Exkurs: Auswirkungen der<br>Say on Pay-Regulierung<br>nach der geänderten<br>Aktionärsrechterichtlinie auf die<br>aus der Personalkompetenz<br>des Aufsichtsrats folgenden<br>Kommunikationsbefugnisse | 167 |
| (c) Finanzverantwortung                                                                                                                                                                                     | 169 |
| (d) Der allgemeine Überwachungsauftrag<br>als Anknüpfungspunkt für eine<br>Äußerungsbefugnis des Aufsichtsrats                                                                                              | 171 |
| (e) Zustimmungsvorbehalte des § 111 Abs. 4<br>S. 2 AktG                                                                                                                                                     | 172 |
| d) Im Besonderen: Der Aufsichtsrat als<br>Informationsempfänger im Rahmen des<br>Investorendialoges                                                                                                         | 172 |
| aa) Zur Erforderlichkeit einer<br>vorstandsunabhängigen Information des<br>Aufsichtsrats und der Differenzierung zwischen<br>vorstandsabhängigen und -unabhängigen<br>Informationen                         | 173 |
| (1) Das Informationsbedürfnis des Aufsichtsrats                                                                                                                                                             | 173 |
| (2) Die Information des Aufsichtsrats nach dem<br>Aktiengesetz                                                                                                                                              | 174 |
| (3) Das Recht des Aufsichtsrats zur<br>themenunabhängigen Entgegennahme von<br>Informationen                                                                                                                | 176 |
| bb) Zwischenergebnis                                                                                                                                                                                        | 180 |
| e) Zusammenfassung                                                                                                                                                                                          | 180 |
| IV. Auswirkungen der bisherigen Untersuchungsergebnisse auf<br>noch offene Fragen der Aufsichtsratskompetenzen mit<br>Außenbezug                                                                            | 181 |
| 1. Auskunftserteilung auf der Hauptversammlung                                                                                                                                                              | 181 |
| a) Schlussfolgerungen in Bezug auf das Recht<br>des Aufsichtsrats zur Stellungnahme zu<br>aufsichtsratspezifischen Fragestellungen                                                                          | 181 |
| b) Erweiterung des Fragerechts der Aktionäre nach<br>§ 131 Abs. 1 S. 1 AktG auf den Aufsichtsrat                                                                                                            | 184 |

|                                                                                                                                                                   |     |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 2. Zulässigkeit von Direktkontakten zwischen dem Aufsichtsrat und dem Vorstand nachgeordneten Unternehmensmitarbeitern                                            | 185 |
| (1) Einleitende Ausführungen                                                                                                                                      | 185 |
| (2) Begründbarkeit eines allgemeinen Auskunftsanspruchs des Aufsichtsrats gegenüber Unternehmensangestellten auf Grundlage der aktienrechtlichen Kompetenzordnung | 187 |
| (a) Unternehmensangestellte als Auskunftspersonen in der Aufsichtsratssitzung                                                                                     | 187 |
| (b) Direktkontakte als Ausfluss der Personal- und Überwachungskompetenz des Aufsichtsrats                                                                         | 190 |
| (3) Grenzen eines Initiativrechts des Aufsichtsrats zur Informationsbeschaffung                                                                                   | 192 |
| 3. Der Kontakt mit außenstehenden Dritten                                                                                                                         | 193 |
| 4. Die Kompetenz des Aufsichtsrats zur Selbstbefreiungsentscheidung und Veröffentlichung von Ad-hoc-Mitteilungen                                                  | 195 |
| C. Innerorganschaftliche Zuständigkeit des Aufsichtsratsvorsitzenden zur Führung des Investorendialogs                                                            | 198 |
| I. Zur fehlenden exklusiven Zuständigkeit des Aufsichtsratsvorsitzenden für die aufsichtsratsspezifische Kapitalmarktkommunikation                                | 200 |
| 1. Die Rechtsstellung des Aufsichtsratsvorsitzenden im Organisationsgefüge der Aktiengesellschaft                                                                 | 200 |
| a) Zur Repräsentationsfunktion des Aufsichtsratsvorsitzenden                                                                                                      | 202 |
| aa) Die Mitwirkung des Aufsichtsratsvorsitzenden bei Handelsregisteranmeldungen                                                                                   | 203 |
| bb) Der Aufsichtsratsvorsitzende als Versammlungsleiter                                                                                                           | 203 |
| cc) Erläuterung des Aufsichtsratsberichts auf der Hauptversammlung durch den Vorsitzenden                                                                         | 204 |
| dd) Bestätigung der vorangegangenen Erkenntnisse                                                                                                                  | 206 |
| ee) Zwischenergebnis                                                                                                                                              | 207 |
| b) Der Aufsichtsratsvorsitzende als Bindeglied zwischen Aufsichtsrat und Vorstand                                                                                 | 207 |



|                                                                                                                                                                                                                      |     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| c) Das kompetenzielle Zusammenspiel zwischen Aufsichtsratsvorsitzenden und den übrigen Mitgliedern des Aufsichtsrats in Fragen der Kapitalmarktkommunikation                                                         | 210 |
| aa) Der Aufsichtsrat als Kollegialorgan                                                                                                                                                                              | 210 |
| (1) Die Beschlussbedürftigkeit von Maßnahmen der Kapitalmarktkommunikation                                                                                                                                           | 212 |
| (2) Anforderungen an den Detaillierungsgrad des zu fassenden Beschlusses                                                                                                                                             | 214 |
| bb) Die Ausführung von Beschlüssen nach § 108 Abs. 1 AktG                                                                                                                                                            | 215 |
| 2. Zwischenergebnis                                                                                                                                                                                                  | 220 |
| II. Zur Möglichkeit einer innerorganschaftlichen Übertragung der Verantwortlichkeit für die aufsichtsratsspezifische Kapitalmarktkommunikation auf einen gesonderten Ausschuss oder einzelne Aufsichtsratsmitglieder | 223 |
| 1. Übertragbarkeit der Kapitalmarktkommunikation auf den Aufsichtsratsvorsitzenden                                                                                                                                   | 224 |
| a) Das Verhältnis von Satzungs- und Geschäftsordnungsregelungen über die Zuständigkeit für die aufsichtsratsspezifische Kapitalmarktkommunikation                                                                    | 225 |
| b) Zur Zulässigkeit einer die Kommunikationsbefugnisse auf den Aufsichtsratsvorsitzenden übertragenden Satzungsregelung                                                                                              | 226 |
| c) Die Übertragung der Kommunikationsbefugnisse auf den Aufsichtsratsvorsitzenden durch das Gesamtgremium kraft Geschäftsordnung                                                                                     | 230 |
| d) Zwischenergebnis                                                                                                                                                                                                  | 232 |
| 2. Die Übertragung der aufsichtsratsspezifischen Kapitalmarktkommunikation auf einen Ausschuss                                                                                                                       | 233 |
| 3. Zwischenergebnis                                                                                                                                                                                                  | 236 |
| III. Pflicht der Aufsichtsratsmitglieder zur Weiterleitung relevanter Informationen an das Gesamtorgan und die übrigen Mitglieder                                                                                    | 236 |
| 1. Grundsätzliche Zuständigkeit des informationsempfangenden Mandatsträgers für die Informationsweitergabe an das Gesamtgremium                                                                                      | 236 |

|                                                                                                                                                                              |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 2. Einschaltung des Aufsichtsratsvorsitzenden in die Koordination der Informationsweiterleitung und -verarbeitung durch die Aufsichtsratsmitglieder                          | 238 |
| 3. Zwischenergebnis                                                                                                                                                          | 240 |
| D. Die (freiwillige) Einbindung des Aufsichtsrats und seiner Mitglieder in die außerhalb seines Zuständigkeitsbereichs liegende Kapitalmarktkommunikation durch den Vorstand | 240 |
| I. Die aktienrechtlichen Voraussetzungen für eine Delegierbarkeit von Maßnahmen der Kapitalmarktkommunikation vom Vorstand auf den Aufsichtsrat und seine Mitglieder         | 242 |
| 1. Zur fehlende Delegierbarkeit von Maßnahmen der Kapitalmarktkommunikation vor dem Hintergrund des § 76 Abs. 1 AktG                                                         | 244 |
| a) Die Kapitalmarktkommunikation als Leitungsaufgabe des Vorstands                                                                                                           | 244 |
| b) Umfang des durch § 76 Abs. 1 AktG vermittelten Delegationsverbotes                                                                                                        | 245 |
| 2. Delegationsverbot des § 111 Abs. 4 S. 1 AktG als Grenze der Einbindung des Aufsichtsrats in die vorstandsspezifische Kapitalmarktkommunikation                            | 248 |
| 3. Korrektur der vorherigen Ergebnisse unter teleologischen Gesichtspunkten                                                                                                  | 250 |
| a) Zusammenfassung der bisherigen Ergebnisse zur freiwilligen Einbindung des Aufsichtsrats in die Investor Relations-Arbeit des Vorstands                                    | 250 |
| b) Möglichkeit einer inhaltlich beschränkten Einbindung des Aufsichtsrats                                                                                                    | 251 |
| II. Exkurs: Bestehen eines passiven Teilnahmerechts von Aufsichtsratsmitgliedern an vom Vorstand initiierten Investor Relations-Maßnahmen                                    | 253 |
| Kapitel 3 (Äußere) Grenzen der Kapitalmarktkommunikation durch den Aufsichtsrat                                                                                              | 254 |
| A. Verschwiegenheitspflicht der §§ 116 S. 1 u. S. 2, 93 Abs. 1 S. 3 AktG                                                                                                     | 254 |
| I. Inhalt und Reichweite der Verschwiegenheitspflicht                                                                                                                        | 255 |
| II. Entscheidungshoheit über die Offenlegung vertraulicher Informationen                                                                                                     | 256 |

|                                                                                                                                                       |     |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| III. Praktische Auswirkungen für die Aufsichtsratsarbeit                                                                                              | 258 |
| B. Die organschaftliche Treuepflicht als Grenze der Kommunikationsbefugnisse und als Anknüpfungspunkt einer sog. one-voice-policy                     | 259 |
| C. Gleichbehandlungsgrundsatz der Aktionäre                                                                                                           | 262 |
| I. Grundlagen                                                                                                                                         | 264 |
| 1. Zum Prüfungsmaßstab des § 53a AktG:<br>Der Gleichbehandlungsgrundsatz als<br>Verhältnismäßigkeitsprüfung                                           | 264 |
| 2. Das Verhältnis von § 53a AktG zu § 131 Abs. 4 S. 1 AktG                                                                                            | 267 |
| a) Keine Legitimationswirkung für eine generelle<br>Vorabinformation bestimmter Aktionäre                                                             | 267 |
| b) Fehlende Verbotswirkung des § 131 Abs. 4 S. 1 AktG                                                                                                 | 269 |
| c) Durchbrechungen des Grundsatzes der<br>informationellen Gleichbehandlung nur in<br>Ausnahmefällen                                                  | 271 |
| 3. Zwischenergebnis                                                                                                                                   | 272 |
| II. Zur sachlichen Rechtfertigung einer priorisierenden<br>Informationspolitik des Aufsichtsrats anhand des<br>Verhältnismäßigkeitsmaßstabs           | 273 |
| 1. Das berechtigte Gesellschaftsinteresse an der<br>Durchführung vertraulicher Investorengespräche und<br>der selektiven Weitergabe von Informationen | 273 |
| 2. Geeignetheit und Erforderlichkeit einer selektiven<br>Informationsweitergabe zur Verwirklichung des<br>Gesellschaftsinteresses                     | 275 |
| 3. Zur Angemessenheit einer informationellen<br>Ungleichbehandlung von Aktionären im Rahmen<br>selektiver Investorengespräche                         | 278 |
| a) Anlassbezogene, zur Vorbereitung von<br>hauptversammlungspflichtigen Maßnahmen<br>erforderliche Vorabunterrichtung ausgewählter<br>Aktionäre       | 279 |
| b) Zulässigkeit einer anlass- und<br>situationsunabhängigen Vorabinformation<br>ausgewählter Aktionäre                                                | 282 |
| aa) Meinungsstand im Schrifttum                                                                                                                       | 283 |
| bb) Stellungnahme                                                                                                                                     | 285 |

|                                                                                                                                                                                                                     |     |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| (1) Ausgangspunkt: Kein generelles Sonderprivileg im Bereich der Aktionärsinformation aufgrund der Eigenschaft als institutioneller Investor oder Großaktionär                                                      | 285 |
| (2) Keine Rechtfertigung eines privilegierten Informationsstatus institutioneller Investoren durch die Aktionärsrechterichtlinie beziehungsweise deren Umsetzung im Rahmen des ARUG II                              | 287 |
| (3) Beschränkung der Pflicht zur informationellen Gleichbehandlung nach Art der gewährten Information                                                                                                               | 288 |
| (a) Zur etwaigen Rechtfertigungsmöglichkeit einer selektiven Informationspolitik zu nicht-kurserheblichen oder öffentlich-bekannten Informationen                                                                   | 290 |
| (aa) Das Kriterium der Kurserheblichkeit als ungeeignetes Differenzierungsmerkmal                                                                                                                                   | 292 |
| (bb) Öffentlich bekannte Informationen als Gegenstand des Investorendialoges                                                                                                                                        | 294 |
| (b) Zwischenergebnis: Zulässigkeit der näheren Erläuterung und Vertiefung bereits öffentlich bekannter Informationen im persönlichen Gespräch                                                                       | 296 |
| c) Kriterien für eine sachgerechte und den Gleichbehandlungsgrundsatz der Aktionäre respektierende Auswahl der Dialogpartner                                                                                        | 297 |
| III. Auskunftsansprüche der Aktionäre gegenüber dem Aufsichtsrat                                                                                                                                                    | 299 |
| 1. Beschränkung des Nachinformationsanspruchs auf die Auskunftserteilung durch den Vorstand – Kritische Würdigung der Entscheidung des Landgerichts Frankfurt a.M. vom 16.02.2016 – 3-05 O 132/15, NJW-RR 2016, 739 | 301 |
| a) Sachverhaltszusammenfassung                                                                                                                                                                                      | 301 |

|                                                                                                                                                                        |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| b) Wiedergabe der Entscheidungsgründe unter kritischer Würdigung der tatbestandlichen Begrenzung des Auskunftsrechts auf vom Vorstand erteilte Informationen           | 302 |
| 2. Die Konkretisierungspflichten der Aktionäre als in der Praxis problematische Einschränkung des Auskunftsrechts der Aktionäre                                        | 303 |
| a) Ziffer 6.1 S. 2 DCGK (sog. Regulation Fair Disclosure)                                                                                                              | 305 |
| aa) Einbeziehung der Investorengespräche durch Ziffer 6.1 S. 2 DCGK                                                                                                    | 306 |
| bb) Die Regulation Fair Disclosure der United States Securities and Exchange Commission                                                                                | 307 |
| cc) Adaptionspotential der Regulation FD und Anpassung der Ziffer 6.1 S. 2 DCGK                                                                                        | 310 |
| b) Abgabe einer Erklärung zur Dialogpraxis                                                                                                                             | 311 |
| c) Zwischenergebnis                                                                                                                                                    | 313 |
| 3. Begrenzung des Nachauskunftsanspruchs auf die Hauptversammlung                                                                                                      | 314 |
| a) Die Herleitung eines unmittelbar auf § 53a AktG beruhenden Auskunftsanspruchs                                                                                       | 315 |
| b) Zwischenergebnis                                                                                                                                                    | 316 |
| D. Das Verbot der Weitergabe von Insiderinformationen gem. Art. 14 lit. c MAR als insiderrechtliche Schranke des Investorendialoges                                    | 317 |
| I. Grundlagen                                                                                                                                                          | 317 |
| II. Zulässigkeit einer selektiven Weitergabe von Insiderinformationen durch den Aufsichtsrat nur im Ausnahmefall                                                       | 319 |
| III. Nachgelagerte Ad-hoc-Publizitätspflichten                                                                                                                         | 321 |
| E. Zur Gesetzmäßigkeit eines dem Investorendialog nachgelagerten und von den Empfehlungen der Aktionäre beeinflussten Handelns des Aufsichtsrats und seiner Mitglieder | 322 |
| Kapitel 4 Kommunikationsordnung für den Aufsichtsrat                                                                                                                   | 327 |
| A. Denkbare Inhalte einer Kommunikationsordnung für den Aufsichtsrat                                                                                                   | 328 |
| B. Funktionale Ausgestaltung der Kommunikationsordnung                                                                                                                 | 331 |
| I. Form der Kommunikationsordnung                                                                                                                                      | 331 |

|                                                                                                                                                           |     |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| II. Mehrheitserfordernis                                                                                                                                  | 334 |
| C. Muster für eine Kommunikationsordnung des Aufsichtsrats                                                                                                | 335 |
| Kapitel 5 Haftungsrisiken und Klagemöglichkeiten bei einer Überschreitung der Kommunikationskompetenzen durch Aufsichtsratsmitglieder                     | 341 |
| A. Haftungsrisiken kommunikativ tätig werdender Aufsichtsratsmitglieder                                                                                   | 341 |
| I. Allgemeines                                                                                                                                            | 341 |
| II. Ausgewählte Einzelfälle im Zusammenhang mit Kommunikationsaktivitäten von Organmitgliedern einer Aktiengesellschaft                                   | 342 |
| 1. Kreditgefährdende Äußerungen eines Mitglieds des Aufsichtsrats – OLG Stuttgart, Urt. vom 29.02.2012 – 20 U 3/11, ZIP 2012, 625 (sog. Sardinien-Urteil) | 342 |
| 2. Haftung bei der fehlenden Weiterleitung von Informationen                                                                                              | 345 |
| 3. Eigenhaftung aus culpa in contrahendo bei Falschangaben zu für eine Anlagenentscheidung wesentlichen Umständen                                         | 345 |
| B. Abwehr- und Sanktionsmöglichkeiten der Verwaltungsorgane bei einem unzulässigen kommunikativen Tätigwerden eines Aufsichtsratsmitglieds                | 347 |
| I. Klagebefugnis einzelner Mandatsträger bei Kompetenz- und Pflichtverletzungen anderer Aufsichtsratsmitglieder                                           | 348 |
| 1. Grundsätzlicher Vorrang der Beschlussfassung nach § 108 Abs. 1 AktG                                                                                    | 348 |
| 2. Abberufungsmöglichkeiten durch das Gesamtorgan                                                                                                         | 349 |
| a) Gerichtliche Abberufung des Aufsichtsratsmitglieds                                                                                                     | 349 |
| aa) Vorliegen eines wichtigen Grundes                                                                                                                     | 350 |
| (1) (Innerorganschaftliche) Kompetenzüberschreitungen im Verhältnis zum Aufsichtsratsgremium                                                              | 350 |
| (2) Eingriffe in den Zuständigkeitsbereich des Vorstands                                                                                                  | 351 |
| (3) Verstöße gegen die Verschwiegenheitspflicht                                                                                                           | 352 |
| bb) Abberufungsbeschluss durch den Aufsichtsrat                                                                                                           | 353 |
| cc) Prozessuales, insbesondere Passivlegitimation im gerichtlichen Verfahren                                                                              | 354 |

|                                                                                                                                                                                    |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| b) Sonderfall: Abberufung des Aufsichtsratsvorsitzenden aus seinem Amt als Vorsitzendem                                                                                            | 355 |
| 3. Klageweises Vorgehen einzelner Aufsichtsratsmitglieder im Wege des Intraorganstreits                                                                                            | 356 |
| a) Unterlassungsklagen einzelner Aufsichtsratsmitglieder bei Kompetenzüberschreitungen anderer Mandatsträger                                                                       | 357 |
| b) Klage auf Feststellung der Nichtigkeit des Aufsichtsratsbeschlusses                                                                                                             | 359 |
| c) Ausnahmsweise Zulässigkeit einer Unterlassungsklage im Aufsichtsrat                                                                                                             | 362 |
| d) Leistungsklage auf Erfüllung der dem Investorendialog nachgelagerten Informationsrechte der Aufsichtsratsmitglieder                                                             | 364 |
| II. Sanktionsmöglichkeiten des Vorstands bei Kompetenzüberschreitungen des Aufsichtsrats und seiner Mitglieder                                                                     | 366 |
| 1. Zulässigkeit einer Kompetenzschutzklage des Vorstands                                                                                                                           | 367 |
| 2. Nichtigkeitsfeststellungsklage durch den Vorstand                                                                                                                               | 369 |
| III. Zwischenergebnis                                                                                                                                                              | 370 |
| Kapitel 6 Analyse der Regelung des Deutschen Corporate Governance Kodex zum Investorendialog durch den Aufsichtsrat unter besonderer Berücksichtigung rechtsvergleichender Aspekte | 372 |
| A. Einleitende Ausführungen                                                                                                                                                        | 372 |
| I. Überblick über die weitere Vorgehensweise                                                                                                                                       | 373 |
| II. Zur Vergleichbarkeit der in den Corporate Governance Kodizes enthaltenen Regelungen zum Investorendialog                                                                       | 374 |
| 1. Erneut: Berücksichtigung der durch das dualistische System vorgegebenen organschaftlichen Trennung von Aufsichtsrat und Vorstand                                                | 374 |
| 2. Weitere Regelungsinhalte der Kodizes                                                                                                                                            | 375 |
| 3. Exkurs: Annäherung des dualistischen und monistischen Systems                                                                                                                   | 376 |
| B. Ziffer 5.2 Abs. 2 DCGK zum Investorendialog durch den Aufsichtsrat                                                                                                              | 378 |

|                                                                                                                                     |     |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| C. Der Investorendialog in Großbritannien nach dem UK Corporate Governance Code                                                     | 379 |
| I. Die Struktur des <i>boards</i> nach dem UK Corporate Governance Code                                                             | 381 |
| II. Der Investorendialog nach dem UK Corporate Governance Code in seine Fassung von Juli 2018                                       | 383 |
| D. Die regulatorischen Rahmenbedingungen des Investorendialogs in den Vereinigten Staaten von Amerika                               | 386 |
| I. Die “ <i>Principles of Corporate Governance</i> ” des Business Roundtables                                                       | 386 |
| II. Listed Company Manual der NYSE und Regulation S-K der SEC                                                                       | 389 |
| E. Rückschlüsse für die Ausgestaltung des Deutschen Corporate Governance Kodex                                                      | 390 |
| I. Die Fokussierung der Gesprächsinitiative auf einzelne Mitglieder                                                                 | 391 |
| II. Plädoyer für den Verzicht auf einen umfassenden Regelungsabschnitt zum Investorendialog im Deutschen Corporate Governance Kodex | 392 |
| III. Lösungsvorschlag für eine Änderung des Deutschen Corporate Governance Kodex                                                    | 397 |
| 1. Aufnahme einer Anregung zum Erlass einer Kommunikationsordnung durch den Aufsichtsrat                                            | 397 |
| 2. Änderung von Ziffer 5.2 DCGK zugunsten einer das Gremium betreffenden Regelung                                                   | 398 |
| 3. Verzicht auf weitere Regelungsinhalte                                                                                            | 399 |
| F. Vorschlag für eine Anpassung des Deutschen Corporate Governance Kodex 2017                                                       | 399 |
| Fazit                                                                                                                               | 401 |
| Thesenartige Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse                                                                            | 404 |
| Literaturverzeichnis                                                                                                                | 417 |