

**Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht**

Band 142

Investorenkommunikation

**Unter besonderer Berücksichtigung
der persönlichen Investorenkommunikation
des Aufsichtsrats und seines Vorsitzenden**

Von

Jana Landsittel



Duncker & Humblot · Berlin

JANA LANDSITTEL

Investorenkommunikation

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 142

Investorenkommunikation

Unter besonderer Berücksichtigung
der persönlichen Investorenkommunikation
des Aufsichtsrats und seines Vorsitzenden

Von

Jana Landsittel



Duncker & Humblot · Berlin

Die Rechtswissenschaftliche Fakultät
der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg hat diese Arbeit
im Jahre 2018 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten
© 2019 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: 3w+p GmbH, Ochsenfurt-Hohestadt
Druck: CPI buchbücher.de gmbh, Birkach
Printed in Germany

ISSN 1614-7626
ISBN 978-3-428-15738-9 (Print)
ISBN 978-3-428-55738-7 (E-Book)
ISBN 978-3-428-85738-8 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☼

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Meiner Mutter

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2018/2019 von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg als Dissertation angenommen. Literatur, Rechtsprechung sowie legislatorische und non-legislatorische Bestrebungen konnten weitgehend bis Mitte Februar 2019 berücksichtigt werden.

Die thematische Anregung zu dieser Arbeit geht auf meinen verehrten Doktorvater, Herrn Professor Dr. Jan Lieder, LL.M. (Harvard), zurück, dem ich für die großartige Unterstützung und Förderung meines Promotionsvorhabens sowie seine stetige Hilfsbereitschaft zu tiefstem Dank verpflichtet bin. Ihm danke ich auch für die äußerst rasche Erstellung des Erstgutachtens. Daneben gebührt mein Dank meinem hochgeschätzten Zweitgutachter, Herrn Professor Dr. Uwe Blaurock, der mein Interesse am Gesellschaftsrecht während meiner langen Tätigkeit als seine studentische und wissenschaftliche Hilfskraft kontinuierlich vertieft und dasjenige am wissenschaftlichen Arbeiten geweckt hat. Er als Emeritus – zusammen mit Herrn Professor Lieder als Lehrstuhlinhaber des Instituts für Wirtschaftsrecht – hat mir die besten Möglichkeiten geboten, mein Dissertationsvorhaben während der Zeit als Mitarbeiterin und im Anschluss daran zu verwirklichen und stand mir stets mit sehr hilfreichen Anmerkungen zur Seite. Dafür und für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens möchte ich mich sehr herzlich bedanken.

Die Anfertigung dieser Arbeit wurde durch ein Promotionsstipendium der Landesgraduiertenförderung Baden-Württemberg gefördert, ihr Druck durch Fördermittel der Wissenschaftlichen Gesellschaft Freiburg und der Johanna und Fritz Buch Gedächtnis-Stiftung. Ausgezeichnet wurde die Arbeit zusätzlich mit einem Förderpreis der Esche Schumann Commichau Stiftung. Diesen Fördereinrichtungen danke ich hiermit ganz herzlich.

Selbstverständlich gilt mein Dank auch den Herausgebern, Herren Professoren Dr. Holger Fleischer, LL.M. (Univ. of Michigan), Dr. Hanno Merkt, LL.M. (Univ. of Chicago) und Dr. Gerald Spindler, für die Aufnahme meiner Arbeit in die Schriftenreihe „Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht“.

Dank gebührt darüber hinaus dem ganzen Institut für Wirtschaftsrecht der Fakultät und meinen Freunden, von denen mich jeder auf seine eigene Art bei meinem Promotionsvorhaben begleitet und unterstützt hat.

Meinen größten Dank möchte ich schließlich meiner Mutter, Brigitte Landsittel, aussprechen, die mich stets und in jeder Lebenslage aufrichtig unterstützt hat und

unterstützt. Ohne ihren unerschöpflichen Zuspruch und ihre bedingungslose Unterstützung hätte diese Arbeit nicht ihren Abschluss gefunden. Ihr ist diese Arbeit gewidmet.

Frankfurt am Main, im Mai 2019

Jana Landsittel

Inhaltsübersicht

Erster Teil

Einleitung 23

§ 1 Einführung	23
A. Untersuchungsgegenstand	23
B. Rechtstatsächlicher Hintergrund	24
C. Praxisrelevanz der Untersuchung	26
D. Ziel der Arbeit	27
E. Eingrenzung des Untersuchungsgegenstands und begriffliche Differenzierungen	28
F. Gang der Untersuchung	30

Zweiter Teil

Aufblühen der Investorenkommunikation in der Praxis 33

§ 2 Einordnung des Dialogs in das „Phänomen“ des <i>Shareholder Activism</i>	33
A. Herkunft und Einzug in Deutschland	34
B. Weichenstellung eines aktiveren Aktionärsverhaltens	37
C. Maßnahmen der Aktivisten	39
D. Investorenkommunikation außerhalb des <i>Shareholder Activism</i>	42
§ 3 <i>Investor Relations</i> -Arbeit	45
A. Vorab: Herkunft	45
B. <i>Investor Relations</i> in Deutschland	46

Dritter Teil

Investorenkommunikation 56

§ 4 Fallkonstellationen der Investorenkommunikation	56
A. Vorstand	56
B. Vorstand und Aufsichtsrat	57
C. Aufsichtsrat	58
§ 5 Die Kompetenz des Vorstands	59
A. Einleitung: Die Organe der Aktiengesellschaft und ihr Verhältnis zueinander	60
B. Zuständigkeit des Vorstands	62
§ 6 Die Kompetenz des Aufsichtsrats	121
A. Der Aufsichtsrat in seiner geschichtlichen Entwicklung	122
B. Die gesetzliche Grundkonzeption des Aufsichtsrats	133

C. Aufsichtsrat nach seinem heutigen Verständnis	142
D. Kompetenz des Aufsichtsrats zur Kommunikation mit Investoren	154
§ 7 Kompetenzrechtliche Verstöße des Aufsichtsrats oder seines Vorsitzenden	255
A. Verhältnis zum Aufsichtsratskollegium	255
B. Verhältnis zum Vorstand	256
§ 8 Bewertung der Kodexanregung und der Leitsätze	258
A. Kodexanregung	258
B. Leitsätze	260
C. Abschließende Würdigung	264
§ 9 Kommunikationsordnung	265
A. Ermächtigung des Aufsichtsratsvorsitzenden durch den Aufsichtsrat	266
B. Kriterien zur Auswahl der Dialogpartner	267
C. Kommunikationsinhalte des Aufsichtsratsvorsitzenden	268
D. Schnittmengenthemen	268
E. Zusammenarbeit zwischen Vorstand und Aufsichtsrat	269
F. Nachinformation	272
G. Dokumentation der erfolgten Kommunikation	272

Vierter Teil

De lege ferenda 273

§ 10 Regularien	274
A. Regelungssätze	274
B. Notwendigkeit von Regularien?	275
§ 11 Unterschiede zwischen börsennotierten und nicht börsennotierten Unternehmen ...	278

Fünfter Teil

Schlussbetrachtung und Thesen 282

§ 12 Schlussbetrachtung und Thesen	282
--	-----

Annex

Entwurf einer Kommunikationsordnung einer paritätisch mitbestimmten Aktiengesellschaft 286

Literaturverzeichnis	290
Stichwortverzeichnis	331

Inhaltsverzeichnis

Erster Teil

Einleitung 23

§ 1 Einführung	23
A. Untersuchungsgegenstand	23
B. Rechtstatsächlicher Hintergrund	24
C. Praxisrelevanz der Untersuchung	26
D. Ziel der Arbeit	27
E. Eingrenzung des Untersuchungsgegenstands und begriffliche Differenzierungen	28
F. Gang der Untersuchung	30

Zweiter Teil

Aufblühen der Investorenkommunikation in der Praxis 33

§ 2 Einordnung des Dialogs in das „Phänomen“ des <i>Shareholder Activism</i>	33
A. Herkunft und Einzug in Deutschland	34
B. Weichenstellung eines aktiveren Aktionärsverhaltens	37
C. Maßnahmen der Aktivisten	39
D. Investorenkommunikation außerhalb des <i>Shareholder Activism</i>	42
§ 3 <i>Investor Relations</i> -Arbeit	45
A. Vorab: Herkunft	45
B. <i>Investor Relations</i> in Deutschland	46
I. Ziele und Zielgruppen der <i>Investor Relations</i> -Arbeit	48
II. Praktische Ausgestaltung	50
1. Einrichtung	50
2. Kommunikationsmittel	51
3. Insbesondere: Einzelgespräche	54
III. Vorteile der <i>Investor Relations</i>	54

Dritter Teil

Investorenkommunikation 56

§ 4 Fallkonstellationen der Investorenkommunikation	56
A. Vorstand	56
I. Beispiel 1	56

II. Fragestellungen	57
B. Vorstand und Aufsichtsrat	57
I. Beispiel 2	57
II. Fragestellungen	58
C. Aufsichtsrat	58
I. Beispiel 3	58
II. Fragestellungen	59
§ 5 Die Kompetenz des Vorstands	59
A. Einleitung: Die Organe der Aktiengesellschaft und ihr Verhältnis zueinander ..	60
B. Zuständigkeit des Vorstands	62
I. Der Vorstand als Leitungsorgan	62
1. Grundsätzliches	63
2. Historische Entwicklung der Vorstandskompetenzen	64
3. Resümee	69
II. Die Kompetenz des Vorstands zur Kommunikation mit Investoren	69
1. Ausgangspunkt: Außenkommunikation als Leitungsaufgabe	70
2. Tiefgang: Kommunikation mit Investoren als Aufgabe des Vorstands ...	70
a) Aufgaben des Vorstands generell	71
aa) Vertretung der Gesellschaft	71
bb) Leitung und Geschäftsführung	71
(1) Verhältnis Leitung und Geschäftsführung sowie die Abgren-	
zung zur Geschäftsführungsbefugnis	72
(2) Leitungsaufgabe des Vorstands	73
(3) Zusammenfassende Definition	75
b) Einordnung der Investorenkommunikation	76
aa) Primärebene	76
bb) Sekundärebene	77
(1) Leitungs- oder Geschäftsführungsaufgabe?	78
(2) Maßnahme mit Öffentlichkeitswirkung	80
(a) Aufsichtsrat als Binnen- oder Außenorgan?	81
(aa) Binnenorgan	81
(bb) Außenorgan	81
(b) Stellungnahme und Fazit	82
(3) Differenzierung nach Kommunikationsinhalten	83
(a) Allgemein bekannte (Unternehmens-)Informationen	83
(b) Vorstandsspezifische Elemente	84
(c) Aufsichtsratsspezifische Themen	84
(aa) Kompetenz-Kompetenz des Vorstands zur Kommuni-	
kation mit Investoren	84
(bb) Fazit	85
c) Ergebnis: Kompetenz des Vorstands zur Investorenkommunikation ...	86

III. Praktische Ausgestaltung: Delegation	86
1. Gesamtverantwortung und Geschäftsteilung	87
2. Delegation der Investorenkommunikation	89
a) Vorstandsressort	89
b) Vorstandsvorsitzender, <i>CFO</i> und <i>IRO</i>	90
c) Vorstandssprecher	92
d) Outsourcing	93
e) Delegation an den Aufsichtsrat	95
aa) Das Verbot der Geschäftsführung durch den Aufsichtsrat	96
bb) Die Delegation der Investorenkommunikation an ein einzelnes Aufsichtsratsmitglied	97
cc) Zwischenergebnis	99
f) Fazit der Delegationsmöglichkeit	99
IV. Abkehr vom eigenverantwortlichen und unternehmensbezogenen Ermessen?	100
1. Auskunftsanspruch der Aktionäre?	101
a) Unterteilung in kollektive und individuelle Informationsrechte der Aktionäre	101
b) Individuelles Informationsrecht zur Auskunftserteilung	102
c) Resümee: Keine Pflicht des Vorstands	103
2. Ermessensreduktion	104
a) Vorabbindung	104
b) Aktienrechtliche Vorgaben der Ausrichtung der Leitung	107
c) Ergebnis	109
V. Grenzen der und Rechtsfolge einer selektiven Investorenkommunikation ...	110
1. Gleichbehandlungs- und Informationsrechte	110
a) Allgemeines Gleichbehandlungsgebot	110
b) Problem des „Schattenaufsichtsrats“	112
c) Stellungnahme	113
d) Verhältnis zu § 131 Abs. 4 S. 1 AktG	114
e) <i>Fair Disclosure</i>	115
2. Haftungsfragen	115
a) Haftungsrechtliche Folgen der Ablehnung eines Gesprächsersuchens	116
b) Die Grenzen der Verschwiegenheitsgebote	118
aa) Aktienrechtliche Verschwiegenheit aus § 93 Abs. 1 S. 3 AktG ...	118
bb) Kapitalmarktrechtliche Verschwiegenheit	119
§ 6 Die Kompetenz des Aufsichtsrats	121
A. Der Aufsichtsrat in seiner geschichtlichen Entwicklung	122
I. Kurzaufriß: Vom ADHGB bis 1965	122
II. Geschichtliche Entwicklung nach 1965	128
III. Resümee der historischen Entwicklung	131

B. Die gesetzliche Grundkonzeption des Aufsichtsrats	133
I. Aufsichtsratskollegium	133
1. Zusammensetzung und Beschlussfassung	133
2. Aufgaben und Zuständigkeiten	134
a) Überwachungs- und Beratungsfunktion	134
b) Personalhoheit und Personalkompetenz, § 84 Abs. 1 bis 3 AktG	137
c) Weitere Kompetenzen	138
II. Aufsichtsratsvorsitzender	139
1. Stellung im Aufsichtsrat	139
2. Gesetzlich geregelte Aufgaben und Befugnisse	140
3. Ungeschriebene Befugnisse	140
C. Aufsichtsrat nach seinem heutigen Verständnis	142
I. Einwirkungsmöglichkeiten des Aufsichtsrats auf die Leitung des Vorstands	142
1. Zustimmungspflichtige Geschäfte gemäß § 111 Abs. 4 S. 2 AktG	143
2. Weitere Teilhabe des Aufsichtsrats an unternehmerischen Entscheidungen	146
II. Diskussion um „zwei Leitungsorgane“	147
1. Rechtsprechung	148
2. Schrifttum	149
a) Für den Aufsichtsrat als zweites Leitungsorgan	149
b) Gegen den Aufsichtsrat als zweites Leitungsorgan	150
c) Ansatz von <i>Koch</i>	151
d) Stellungnahme	152
III. Ergebnis: Der Stellenwert des Aufsichtsrats in der modernen Aktiengesellschaft	154
D. Kompetenz des Aufsichtsrats zur Kommunikation mit Investoren	154
I. Vergleich zum monistischen Verwaltungsmodell	155
1. England	156
a) Grundlagen des englischen Gesellschaftsrechts	156
b) Investorendialoge	159
2. Amerika	162
a) Grundlagen des US-amerikanischen Gesellschaftsrechts	162
b) Investorendialoge	166
3. Zwischenfazit	168
4. Ergebnis: Übertragung auf das deutsche Rechtssystem	170
II. Deutscher Corporate Governance Kodex	171
1. Hintergrund und ursprüngliche Konzeption	172
2. Änderungen des DCGK und die Bestimmung zur Kommunikation mit Investoren	175
3. Zwischenfazit	176
a) Angleichung an internationale Standards	176
b) Rechtssicherheit?	177
aa) Begleitschutz durch die Initiative <i>Developing Shareholder Communication</i>	177

bb) Entscheidende Frage: Zulässigkeit nach dem geltenden Aktienrecht?	178
III. Rechtslage in Deutschland	179
1. Kompetenz in Krisenfällen	179
2. Dogmatische Herleitung	180
a) Ausgangspunkt: Fehlende Ermächtigungsgrundlage	180
aa) Lehre vom Gesetzesvorbehalt	181
bb) Generelle Übertragbarkeit?	181
(1) Grundsatz	181
(2) Parallele zu den ungeschriebenen Hauptversammlungszuständigkeiten	182
(3) Zwischenfazit	183
cc) Ergänzend: Kein Verbot der Kapitalmarktkommunikation durch den Aufsichtsrat	184
(1) Generelles Verbot	184
(2) Verbot durch § 111 Abs. 4 S. 1 AktG?	184
(3) Ergebnis	185
b) Grundsatzüberlegung: Offenheit des Gesetzgebers	185
aa) Parallele zu <i>Compliance</i>	186
bb) § 23 Abs. 5 AktG als Schranke?	188
(1) Satzungsstrenge versus Offenheit des Gesetzgebers	188
(2) Satzungsstrenge und Investorenkommunikation durch den Aufsichtsrat?	189
cc) Zwischenfazit	191
c) Teleologische Reduktion als Grundlage der Kompetenzbegründung ..	191
aa) Grundsätzliche Voraussetzung: Die Gesetzeslücke	192
bb) Die Lücke in §§ 77 Abs. 1, 111 Abs. 4 S. 1 AktG als Grundlage einer Restriktion	193
cc) Stellungnahme	194
dd) Fazit	195
d) Kompetenz kraft Sachzusammenhangs oder Annexkompetenz	195
aa) Einleitung und Vorgehensweise	195
bb) Kompetenzen kraft Sachzusammenhangs	196
(1) Tiefgang: Verfassungsrechtlicher Hintergrund und Charakteristika	197
(a) Hintergrund	197
(b) Gemeinsamkeiten und Voraussetzungen	198
(c) Darstellung der Unterschiede beider Erscheinungsformen	200
(2) Einbettung in die juristische Methodenlehre	201
(a) Gesetzesauslegung	202
(b) Analogie	203

(c) Größenschluss	203
(d) Zwischenfazit	204
(3) Anerkannte Annexkompetenzen im Zivilrecht	204
(4) Übertragung zur Begründung der Zulässigkeit von Investoren-	
kontakten	208
(a) Anknüpfungsnormen	209
(aa) Selbstständige Informationsrechte nach Maßgabe des	
§ 111 Abs. 2 AktG	209
(bb) Unterrichtung und Erläuterung durch den Aufsichts-	
ratsvorsitzenden	210
(cc) Vertretungskompetenz kraft §§ 112 S. 1, 89 Abs. 1	
AktG	211
(dd) Abschluss des Geschäftsführungsvertrags mit dem	
Abschlussprüfer	212
(ee) Gemeinsame Führung von Anfechtungs- und Nichtig-	
keitsklagen	212
(ff) § 161 Abs. 1 S. 1 AktG und § 289a HGB	213
(gg) Kapitalmarktkommunikation gemäß §§ 27 Abs. 1 S. 1	
und 33 WpÜG	214
(hh) Exkurs: Befugnisse im Bereich der Ad-hoc-Publizität	
(α) Lehren aus dem Urteil <i>Geltl/Daimler/Schrempp</i>	217
(β) Meinungsstand in der Literatur	219
(γ) Stellungnahme	221
(ii) Gemeinsamkeiten der Geschäftsführungs- und Kom-	
munikationskompetenzen	223
(b) Kompetenz kraft Sachzusammenhangs	224
(aa) Eingriff in den Zuständigkeitsbereich des Vorstands?	224
(bb) Eingriff respektive Kommunikationszuständigkeit	
vorstandsferner Themen?	225
(cc) Zwischenergebnis	225
(dd) Unmöglichkeit der Wahrnehmung der ausdrücklich	
zugewiesenen Sachmaterie	225
(ee) Fazit	226
(c) Kompetenz kraft Annexes	227
(aa) Begründung der Annexkompetenz	227
(α) Sach- und Kommunikationskompetenzen	227
(β) Induktive Kompetenzabgrenzung	230
(bb) Annexerforderlichkeit	231
(α) Keine dogmatische Grundlage für die Kommuni-	
kation	231
(β) Notwendigkeit der Kommunikation über auf-	
sichtsratsspezifische Themen	232

(cc) Zusammenfassung: konkrete Ableitung der Annexkompetenz	233
(5) Bestätigung des Ergebnisses durch das Prinzip der Organadäquanz	234
(a) Einführung	234
(aa) Verfassungsrechtlicher Hintergrund	234
(bb) Organadäquanz im Gesellschaftsrecht	235
(b) Organadäquanz des Aufsichtsrats und Investorenkontakte	236
(aa) Gesprächsgegenstand	236
(bb) Aufsichtsrat oder Aufsichtsratsvorsitzender?	237
(α) Aufsichtsrat als Gremium	237
(β) Aufsichtsratsvorsitzender	238
(γ) Aufsichtsratsausschuss	239
(cc) Abschließend zur Organadäquanz	240
(6) Der Vorsitzende als Sachwalter der Investorenkommunikation des Aufsichtsrats	240
(a) Eigene Kommunikationskompetenz des Aufsichtsratsvorsitzenden	240
(b) Derivative Kompetenz des Aufsichtsratsvorsitzenden	241
(aa) Wahrnehmungskompetenz	242
(bb) Sachkompetenz	243
(c) Wahrung des Kollegialprinzips durch den Aufsichtsratsvorsitzenden	245
e) Ergebnis: Kompetenz des Aufsichtsrats zur Investorenkommunikation	246
3. Grenzen der Kommunikation des Aufsichtsrats	246
a) Entwertung der Hauptversammlung	247
b) Gleichbehandlungsgebot	248
c) Nachauskunftsrecht	249
d) <i>One-voice-policy</i>	251
e) Verschwiegenheitspflicht des § 116 S. 2 AktG	252
f) Kapitalmarktrechtliche Verschwiegenheit	254
§ 7 Kompetenzrechtliche Verstöße des Aufsichtsrats oder seines Vorsitzenden	255
A. Verhältnis zum Aufsichtsratskollegium	255
B. Verhältnis zum Vorstand	256
I. Maßnahmen, die vom Beschluss des Kollegials gedeckt sind	256
II. Maßnahmen, die nicht vom Beschluss des Kollegials gedeckt sind	257
§ 8 Bewertung der Kodexanregung und der Leitsätze	258
A. Kodexanregung	258
B. Leitsätze	260
C. Abschließende Würdigung	264

§ 9 Kommunikationsordnung	265
A. Ermächtigung des Aufsichtsratsvorsitzenden durch den Aufsichtsrat	266
B. Kriterien zur Auswahl der Dialogpartner	267
C. Kommunikationsinhalte des Aufsichtsratsvorsitzenden	268
D. Schnittmengenthemen	268
E. Zusammenarbeit zwischen Vorstand und Aufsichtsrat	269
F. Nachinformation	272
G. Dokumentation der erfolgten Kommunikation	272

Vierter Teil

De lege ferenda 273

§ 10 Regularien	274
A. Regelungssätze	274
B. Notwendigkeit von Regularien?	275
I. Vergleich zu dem Regelungsregime des Vorstands	275
II. Erneute Parallele zu den Hauptversammlungskompetenzen und <i>Compliance</i>	276
III. Stellungnahme	277
§ 11 Unterschiede zwischen börsennotierten und nicht börsennotierten Unternehmen ...	278

Fünfter Teil

Schlussbetrachtung und Thesen 282

§ 12 Schlussbetrachtung und Thesen	282
--	-----

Annex

Entwurf einer Kommunikationsordnung einer paritätisch mitbestimmten Aktiengesellschaft 286

Literaturverzeichnis	290
-----------------------------------	-----

Stichwortverzeichnis	331
-----------------------------------	-----

Abkürzungsverzeichnis

a.A.	andere Ansicht
Abs.	Absatz
ADHGB	Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch
a.F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft; Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift); Amtsgericht
AG & Co. KG	Kommanditgesellschaft, bei der der Komplementär eine Aktiengesellschaft ist
AIFM	Alternative Investment Fund Managers Directive
AktG	Aktiengesetz
Allg./allg.	Allgemein(e), allgemein(e)
Anm.	Anmerkung
Anwaltshdb.	Anwaltshandbuch
AöR	Archiv des öffentlichen Rechts
AR	Der Aufsichtsrat
ARSP	Archiv für Rechts- und Sozialphilosophie
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
BAG	Bundesarbeitsgericht
BB	Der Betriebsberater
Bd.	Band
BeckOK	Beck'scher Online-Kommentar
Begr.	Begründung
Beih.	Beiheft
Bekl.	Beklagte
Beschl.	Beschluss
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
bspw.	beispielsweise
BT-Drucks.	Bundestagsdrucksache
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
bzw.	beziehungsweise
CCZ	Corporate Compliance
CEO	Chief Executive Officer
CFL	Corporate Finance Law
CFO	Chief Financial Officer
CG	Corporate Governance
CR	Computer und Recht

DAV-HRA	Deutscher Anwaltverein Handelsrechtsausschuss
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
DCGK-E	Entwurf des Deutschen Corporate Governance Kodex
ders.	derselbe
diesbzgl.	diesbezüglich
DIRK e.V.	Deutscher Investor Relations Verband e.V.
Diss.	Dissertation
DJT	Deutscher Juristentag
DNotZ	Deutsche Notar-Zeitschrift
DÖV	Die Öffentliche Verwaltung
DrittelbG	Drittelbeteiligungsgesetz
DStR	Deutsches Steuerrecht
DWS	Deutsche Asset Management Investment GmbH
ECFR	European Company and Financial Law Review
EDV	elektronische Datenverarbeitung
Einl.	Einleitung
EL	Ergänzungslieferung
et seq.	Englisch für ff.
EU	Europäische Union
e.V.	eingetragener Verein
f./ff.	(eine) folgende, (weitere) folgende
FAQ	Frequently Asked Questions
F.A.Z.	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FB	Finanzbetrieb
Fn.	Fußnote
Frankfurt a.M.	Frankfurt am Main
FS	Festschrift
GeldwäscheG	Geldwäschegesetz
gem.	gemäß
GesellschaftsR.	Gesellschaftsrecht
GG	Grundgesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GmbHR	GmbH-Rundschau
GroßKomm	Großkommentar
GRUR	Deutsche Vereinigung für gewerblichen Rechtsschutz und Urheberrecht e.V.
Habil.-Schr.	Habilitationsschrift
Hdb.	Handbuch
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
i.E.	im Ergebnis
insb.	insbesondere
IPR	Internationales Privatrecht
IRZ	Zeitschrift für Internationale Rechnungslegung
i.V.m.	in Verbindung mit

JA	Juristische Arbeitsblätter
JURA	Juristische Ausbildung
JuS	Juristische Schulung
JW	Juristische Wochenschrift
JZ	JuristenZeitung
KapitalgesellschaftsR.	Kapitalgesellschaftsrecht
KG	Kommanditgesellschaft
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KölnerKomm	Kölner Kommentar
KOM	Kommission
KonTrag	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
KoR	Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung
KSzW	Kölner Schrift zum Wirtschaftsrecht
KWG	Kreditwesengesetz
LG	Landgericht
m.	mit
MAR	Market Abuse Regulation
MarktmissbrauchsR.	Marktmissbrauchsrecht
MitbestErgG	Mitbestimmungs-Ergänzungsgesetz
MitbestG	Mitbestimmungsgesetz
MitbestR/MitbestimmungsR.	Mitbestimmungsrecht
MoMiG	Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen
MontanMitbestG	Montan-Mitbestimmungsgesetz
MünchKomm	Münchner Kommentar
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nr./No.	Nummer
NVwZ	Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OLG	Oberlandesgericht
OWiG	Ordnungswidrigkeitengesetz
p.	page
Praxishd.	Praxishandbuch
RabelsZ	Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
RdA	Recht der Arbeit
RegBegr.	Regierungsbegründung
RegE	Regierungsentwurf
RGZ	Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen
RIW	Recht der internationalen Wirtschaft
rkf.	rechtskräftig
Rn.	Randnummer
Rz.	Randziffer
S.	Seite
SDAX	Small-Cap-DAX

SE	Societas Europaea, Europäische Aktiengesellschaft oder Europäischen Gesellschaft
SE-VO	Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE)
Sep.	September
SGB	Sozialgesetzbuch
sog.	sogenannte/sogenannter/sogenanntes
StR	Revisionsverfahren in Strafsachen
SZW	Schweizer Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht
TransPuG	Transparenz- und Publizitätsgesetz
u.	und
u.a.	unter anderem
UK	United Kingdom
UMAG	Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts
UmwG	Umwandlungsgesetz
Urt.	Urteil
US	United States
USA	United States of America
usw.	und so weiter
v.	von/vom
VermAnlG	Vermögensanlagegesetz
vgl.	vergleiche
VGR	Gesellschaftsrechtliche Vereinigung
Vorb.	Vorbemerkung
VwGO	Verwaltungsgerichtsordnung
VwVfG	Verwaltungsverfahrensgesetz
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
z.	zum
z. B.	zum Beispiel
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZJS	Zeitschrift für das Juristische Studium
ZR	Revisionsverfahren in Zivilsachen
ZUR	Zeitschrift für Umweltrecht
ZVglRWiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft

Erster Teil

Einleitung

§ 1 Einführung

A. Untersuchungsgegenstand

Unternehmen leben von Information und Kommunikation.¹ Der Kontakt mit der Kapitalmarktöffentlichkeit ist in Zeiten des Wettbewerbs um Fremdkapital existenziell. Eine Aktiengesellschaft, die weder werbend in Erscheinung tritt noch die Kontakte mit ihren Aktionären pflegt, gräbt sich sprichwörtlich ihr eigenes Grab. Dass die Pflege der Kontakte zu Kapitalmarktteilnehmern und die persönliche Kommunikation mit Investoren ein Bestandteil guter Unternehmensführung ist, ist heute daher eine Binsenweisheit. Mitglieder des Vorstands sind stetig im Dialog sowohl mit Investoren, Aktionären und potentiellen Anteilseignern als auch weiteren Intermediären des Finanzmarktes.² Über die gesetzlichen Publizitätspflichten hinaus treten sie auf verschiedenen Plattformen für die Gesellschaft in der Öffentlichkeit auf, um ihr Unternehmen publik zu machen und den Wünschen der Aktionäre nach persönlichen Kontakten nachzukommen. Allerdings darf man nicht glauben, dass Vorstandsmitglieder heute die einzigen Repräsentanten der Gesellschaft sind, die die bedeutende Arbeit der Investorenkommunikation begriffen haben. So treten auch Mitglieder des Aufsichtsrats und insbesondere ihr Vorsitzender mittlerweile vermehrt in einen aktiven Dialog mit Aktionären, um den Forderungen der – insbesondere angelsächsischen – Investoren nachzukommen. Dabei tragen sie selbstredend nicht (ständig) das Aktiengesetz unter dem Arm³ und schenken der Tatsache,

¹ So auch *Stein*, ZGR 1988, 163 (166): „Lebensnerv jedes Unternehmens sind Information und Kommunikation“.

² Der Unterschied zwischen Investoren und Aktionären liegt darin, dass Investoren nicht zwangsläufig Aktionäre einer Aktiengesellschaft sein müssen, da der Begriff des Investors sich durch seine (treuhänderische oder fiduziarische) Verwaltung fremder Gelder in Form von Aktien, aber auch Darlehen, Anleihen, Direktbeteiligungen oder anderen Kapitalmarkttitel auszeichnet. Investoren sind daher nicht zwangsläufig Aktionäre, wohingegen Aktionäre regelmäßig Investoren sind. Zu der Charakterisierung als institutionelle Investoren siehe daneben § 2 A. Fn. 16. In dieser Arbeit werden die Begriffe des Investors und des Aktionärs synonym verwendet.

³ Angelehnt an Herrn *Prof. Dr. Helmut Sihler*, Vorsitzender der *Porsche AG* von 1993 bis 2007: „Ein Aufsichtsratsvorsitzender, der sozusagen mit dem Aktiengesetz unter dem Arm herumlaufen würde, hätte nach meiner festen Überzeugung seine Aufgabe ohnedies verfehlt.“ in WPg-Sonderheft 2001, S. 11 (11).

dass nach dem deutschen, dualistischen Verwaltungssystem der Aktiengesellschaft der Aufsichtsrat als Kontrollorgan fern von der Wahrnehmung von Geschäftsführungsaufgaben ausgestaltet ist, eher weniger Beachtung.

Als probates Mittel, das Vertrauen der Investoren zu bestärken und sie in unruhigen Zeiten zu besänftigen, ist die persönliche Tuchfühlung von elementarer Bedeutung. Allein die persönliche Kommunikation außerhalb der Hauptversammlung eröffnet die Möglichkeit, vertrauliche Informationen, die nicht für das Ohr aller Aktionäre bestimmt sind, zu erhalten. Zugleich eignet sich der persönliche Verschnitt dieser Gespräche optimal dazu, konstruktive Kritik beispielsweise an der Führung des Unternehmens, der Zusammensetzung des Vorstands oder der zukünftigen Unternehmensstrategie zu üben, ohne vorschnell eine Welle der Missgunst loszutreten. Als Fundament einer guten Corporate Governance ist die Kommunikation mit dem Vorstand und dem Aufsichtsrat einer Aktiengesellschaft⁴ Gegenstand der nachfolgenden Untersuchung.

B. Rechtstatsächlicher Hintergrund

Dass persönliche Gespräche zwischen Investoren und Mitgliedern des Vorstands oder des Aufsichtsrats, insbesondere seines Vorsitzenden, in den letzten Jahren stark zugenommen haben, fußt vor allem auf der wachsenden Beteiligung und Anzahl angelsächsischer, institutioneller Investoren an deutschen Unternehmen. Tatsächlich sind angelsächsische Finanzinvestoren eine immer größer werdende Macht in der deutschen Wirtschaft.⁵ Der Beginn dieses Booms liegt knapp 50 Jahre zurück, als mit dem Ende des sich durch seine festen Wechselkurse auszeichnenden *Bretten-Wood-Systems* im Jahre 1973 endlich eine Abkehr von der nationalen Organisation der Märkte erfolgte und fortan freie Kurse eintraten. Indem ab diesem Zeitpunkt Angebot und Nachfrage maßgebend waren und Kapitalverkehrskontrollen weitgehend wegfielen, schwollen die internationalen Kapitalströme stark an. Die Globalisierung der Weltwirtschaft und die Internationalisierung der Finanzmärkte ebneten sodann den Weg für internationale Anleger, der jedoch erst mit der Kapitalmarktöffnung Deutschlands durch die Entflechtung der Deutschland AG⁶ vollkommen zu bestreiten war. Weg von einer reinen Fremd- und Innenfinanzierung, eines klassischen Hausbankverhältnisses und letzten Endes der Verabschiedung eines kontrollierenden

⁴ Im Rahmen dieser Arbeit werden unter „Gesellschaften“, „Unternehmen“ und „Konzernen“ nur solche gemeint, die der Rechtsform der Aktiengesellschaft angehören, sofern keine gegenteiligen Hinweise gegeben werden.

⁵ So auch Köhler/Landgraf, „Der riskante Boom“, Handelsblatt v. 10.8.2017, Nr. 153, S. 4.

⁶ Mit der Deutschland AG wurde bis zu ihrem Ende in den 1990er Jahren ein Netzwerk von Verflechtungen insb. zwischen Banken, Versicherungen und Unternehmen verschiedener Industriebranchen bezeichnet. Dieses Netzwerk beruhte auf einem System wechselseitiger Kapitalbeteiligungen und einer gegenseitigen Einflussnahme, die durch die Besetzung von Vorstands- und Aufsichtsratsmandaten verwirklicht wurde.

Großaktionärs, wurden die großen deutschen Aktiengesellschaften für in- und insbesondere ausländische Investoren immer attraktiver.⁷ Dass die Finanzmarktkrise diesem Boom ausländischer Investoren in Deutschland zunächst zwar abträglich war, ist angesichts der allgemeinen, damals herrschenden Verunsicherung nicht weiter verwunderlich. Und dennoch ließen sich die angelsächsischen Investoren weder von den Nachwehen dieser Krise noch von der Europäischen Schuldenkrise ernsthaft aufhalten. Letztlich hat auch der chaotische Regierungsstil in den USA durch die Verunsicherung der Investoren wohl ebenso wie die Überhitzung der US-Märkte dazu geführt, dass sich die Geldgeber dem europäischen Markt mehr und mehr widmen.⁸ In Europa und gerade auch in Deutschland sehen die Investoren schließlich (noch) Potential, durch Deregulierungen, Umstrukturierungen und einer Optimierung der Corporate Governance⁹ ein stetiges Gewinn- und Kurspotential zu erreichen, während in ihren Heimatländern die Möglichkeiten unternehmerischen Einflusses durch eine bereits jahrelange, etablierte und professionelle Ausübung aktiver Beteiligungen weitgehend ausgereizt sind.¹⁰ Als Konsequenz dessen ist der Anteil ausländischer und insbesondere angelsächsischer Investoren an den deutschen DAX-Unternehmen mittlerweile der größte: während europäischen und deutschen Investoren und Aktionären jeweils etwa 18 % der DAX-Aktien gehören, besitzen Investoren aus Nordamerika und Großbritannien einschließlich Irlands 32,6 % respektive 19,2 % der Unternehmen. *Summa summarum* sind etwa 54 % der DAX-Aktien heute in der Hand hauptsächlich institutioneller Investoren.¹¹

⁷ Erst nach und nach entdeckten die Unternehmen den Kapitalmarkt als Mittel der Unternehmensfinanzierung, vgl. *Staake*, Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenzen in börsennotierten und nicht börsennotierten Aktiengesellschaften, 2009, S. 99. Aus Sicht der Anleger veränderte vor allem der Börsengang der *Telekom AG* im Jahre 1996 den Finanzmarktplatz Deutschland, da nunmehr nicht nur ausländische Investoren (verstärkt) den deutschen Kapitalmarkt entdeckten, sondern auch für Privataktionäre die Aktie als sog. „Anlageinstrument für das Volk“ attraktiv wurde, vgl. *Obertreis*, „20 Jahre Telekom-Börsengang – Eine Aktie für das Volk“, Tagesspiegel v. 18. 12. 2016.

⁸ So auch: *Rezmer*, „Unruhige Zeiten“, Handelsblatt v. 21. 8. 2017, Nr. 160, S. 36; daneben *Landgraf/Rezmer*, „Der neue Liebling der Investoren“, Handelsblatt v. 6. 4. 2017, S. 28.

⁹ Vorbemerkend soll unter dem angelsächsischen Terminus der *Corporate Governance* der rechtliche und faktische Ordnungsrahmen für die Leitung und Überwachung eines Unternehmens verstanden werden, vgl. nur v. *Werder*, in: *Kremer/Bachmann/Lutter/v. Werder*, 1. Teil, Vorb. Rn. 1; v. *Werder*, in: *Hommelhoff/Hopt/v. Werder* (Hrsg.), Hdb. Corporate Governance, 2. Aufl., S. 3 (4) mit jeweils ausführlichen Beiträgen zur Begriffserklärung; daneben: *Böckli*, SZW 1999, 1 (2 f.); *Grützner/Jakob*, in: *Grützner/Jakob*, Compliance von A–Z, Stichwort: Corporate Governance.

¹⁰ Vgl. *Landgraf*, „Gekommen, um zu bleiben“, Handelsblatt v. 27. 11. 2017, Nr. 228, S. 31 und auch *Köhler*, „Aufmarsch der Unruhestifter“, Handelsblatt v. 25. 7. 2017, Nr. 141, S. 28: „Die streitbaren Aktionäre aus den USA sind auf dem Vormarsch. Ihr zunehmender Angriff treibt auch deutschen Konzernlenkern die Sorgenfalten auf die Stirn.“

¹¹ Zu den Zahlen: *DIRK*, Investoren der Deutschland AG 4.0 – Die Aktionärsstruktur des Deutschen Leitindex DAX 30; Bundeszentrale für politische Bildung, Aktionärsstruktur von DAX-Unternehmen (online zugänglich unter: https://www.dirk.org/dirk_webseite/static/uploads/170612_Die-Investoren-der-Deutschland-AG-4-0_DAX-Studie-2016-Ipreo_DIRK.pdf, zu-