

Omid Ebrahimzadeh

Der Investorendialog des Aufsichtsrats

Wissenschaftliche Beiträge
aus dem Tectum Verlag

Reihe Rechtswissenschaft

Wissenschaftliche Beiträge
aus dem Tectum Verlag

Reihe Rechtswissenschaft
Band 140

Omid Ebrahimzadeh

Der Investorendialog des Aufsichtsrats

Tectum Verlag

Omid Ebrahimzadeh
Der Investorendialog des Aufsichtsrats

Wissenschaftliche Beiträge aus dem Tectum Verlag
Reihe: Rechtswissenschaft; Bd. 140

Zugl. Diss. Humboldt-Universität zu Berlin, 2020

© Tectum – ein Verlag in der Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2020
ePDF 978-3-8288-7640-8
(Dieser Titel ist zugleich als gedrucktes Werk unter der ISBN
978-3-8288-4579-4 im Tectum Verlag erschienen.)
ISSN 1861-7875

Alle Rechte vorbehalten

Besuchen Sie uns im Internet
www.tectum-verlag.de

Bibliografische Informationen der Deutschen Nationalbibliothek

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

Danksagung

Die vorliegende Arbeit wurde im Frühjahr 2020 von der rechtswissenschaftlichen Fakultät der Humboldt-Universität zu Berlin als Dissertation angenommen. Die einschlägige Literatur ist bis Februar 2020 berücksichtigt.

Großer Dank gebührt meinem Doktorvater *Prof. Dr. Gregor Bachmann*, bei dem ich meine allererste Vorlesung gehört habe und der mir diese Möglichkeit eröffnet hat. Die Arbeit hat enorm von seiner Betreuung und Expertise profitiert. Ich möchte mich ferner bei *Prof. Dr. Hans-Peter Schwintowski* bedanken, für die zügige Erstellung des anregenden Zweitgutachtens. Auch *Prof. Dr. Andreas Nelle* gebührt Dank für die Übernahme des Vorsitzes der Prüfungskommission und das spannende Fachgespräch.

Außerdem möchte ich mich bei meiner bunten Familie bedanken, die mich bei der Veröffentlichung der Arbeit unterstützt hat und ohne die diese Arbeit viel schneller fertiggestellt worden wäre. Auch meinen Freunden, die keine Gelegenheit ausgelassen haben, mich von dieser Arbeit abzulenken, steht Dank zu.

Die schönste und beste Ablenkung war jedoch *Fams* – ihr steht mehr als Dank zu.

Inhaltsverzeichnis

A. Einführung	1
I. Investor, angelsächsisch, sucht	1
II. Problemstellung	5
1. Das „Ob“	6
2. Das „Wie“	7
3. Organwandel, Internationalisierung des Kapitalmarktes und Stewardship	8
III. Konzeption	10
IV. Gang der Untersuchung	12
B. Entwicklung des Regelungsrahmens	15
I. UK CGC	15
1. Überblick	16
2. Fazit	18
II. UK Stewardship Code	19
1. Überblick	19
2. Fazit	21
III. Vereinigte Staaten	21
1. Überblick	21
2. Fazit	23
IV. Die zweite Aktionärsrechterichtlinie	23
1. Inhalt	24
2. Fazit	26
V. Die Leitsätze	27
1. Inhalt	27
2. Fazit	28

VI. Der neue DCGK	29
1. Anregung A.3	29
2. Präambel	32
3. Fazit	32
VII. Das ARUG II	33
1. Überblick	33
2. Fazit	36
VIII. Fazit – Stewardship und Investorendialog als zwei Seiten einer Medaille?	37
C. Zur Zulässigkeit des Investorendialogs des Aufsichtsrats	39
I. Vorfragen	40
1. Welches Gesprächsformat?	40
2. Status Quo der Dialogpraxis	42
3. Investor = Institutioneller Investor?	44
a) Verwendung des Begriffs „Investor“	45
b) Definition der Deutschen Bundesbank	46
c) Zweite Aktionärsrechterichtlinie	46
d) § 134a AktG	48
e) Professionelle Kunden, institutionelle Anleger und § 67 WpHG	49
f) Rechts- und wirtschaftswissenschaftliche Literatur	53
g) Fazit – Allgemeingültige Definition nicht vorhanden	55
4. Fazit	56
II. Der Aufsichtsrat im Gefüge der Aktiengesellschaft	57
1. Das veränderte Umfeld der Aufsichtsratsstätigkeit	57
2. Der Aufsichtsrat als Kontrollorgan	59
a) Begleitende, präventive und gestaltende Überwachung	60
b) Effektivität des Aufsichtsrats als Gegenstand von Gesetzesreformen	62
3. Interessendivergenzen und die Prinzipal-Agent-Theorie	66
4. Kontrolle und Kommunikation	71
5. Fazit	73
III. Das Für & das Wider	74
1. Die vertretenen Positionen	76
a) Keine Ermächtigung – Kein Verbot	76

b)	Internationale Praxis	77
c)	Vertiefung von Informationsasymmetrien	78
d)	Rückkoppelung an den Wähler	78
e)	Information und Überwachung	79
f)	Öffentliche Stellungnahmen des Aufsichtsrats	80
g)	Der Aufsichtsrat – ein Innenorgan?	81
h)	§ 53a AktG – Gleichbehandlungsgebot	83
i)	§ 111 Abs. 4 S. 1 AktG – Verbot der Geschäftsführung	85
j)	Kommunikationskompetenz als Annexkompetenz	86
k)	Restriktiverer befürwortender Ansatz	87
l)	Rechtsfortbildung extra legem	88
m)	Grundsatz der Organadäquanz	89
n)	Ansatz Reutershahn	90
o)	Fazit	91
2.	Würdigung des Meinungsstands	92
a)	Fehlen einer expliziten Norm	92
b)	Internationale Praxis	94
c)	Informationsasymmetrie	96
d)	Der Aufsichtsrat – ein Innenorgan?	97
e)	Bestimmungskompetenz und Gesellschaftsinteresse	98
f)	Fazit	99
IV.	Ablehnende Haltung des Gesetzgebers?	100
V.	Implikationen des ARUG II	103
1.	Suggestiver Wortlaut	105
2.	Verstärktes Engagement institutioneller Anleger	109
3.	Transparenz und/oder Investorendialog?	111
4.	Abschließende Betrachtung	113
5.	Zwischenergebnis	114
VI.	Ursprung, Übertragung und Anwendung der Annexkompetenz	115
1.	Anwendung im Staatsrecht	115
a)	Entwicklung und Terminologie	115
b)	Definition und Voraussetzung	117
c)	Einordnung	120
d)	Fazit	123

2.	Übertragung der Annexkompetenz in das Kapitalgesellschaftsrecht	123
a)	Zwingendes Organisationsrecht oder Offenheit des Aktiengesetzes?	123
b)	Vergleich der Grundstrukturen	126
aa)	Parallele: Organisationsrecht	126
bb)	Vergleichbare Regelungstechnik	127
cc)	Wirkrichtung der ungeschriebenen Kompetenzen	128
c)	Fazit	130
3.	Annexkompetenzen im Kapitalgesellschaftsrecht	130
a)	§ 46 Nr. 5 GmbHG – Anstellungsverhältnis der GmbH-Geschäftsführer	131
aa)	Inhalt und dogmatische Herleitung	131
bb)	Einordnung	133
b)	Generalbereinigung	134
aa)	Inhalt und dogmatische Herleitung	134
bb)	Einordnung	135
c)	Vertretungsbefugnis des Aufsichtsrats für Hilfsgeschäfte	136
aa)	Inhalt und dogmatische Herleitung	136
bb)	Die Entscheidung des BGH	140
cc)	Die Entscheidung des LG Frankfurt a.M.	143
dd)	Einordnung	145
d)	Kompetenz des Aufsichtsratsvorsitzenden für Hilfsgeschäfte	146
aa)	Inhalt und dogmatische Herleitung	146
bb)	Einordnung	147
e)	Informationsrechte des besonderen Vertreters	148
aa)	Inhalt und dogmatische Herleitung	148
bb)	Einordnung	150
f)	Die Fallgruppen nach Fleischer/Wedemann	151
g)	Einordnung	152
4.	Zwischenergebnis	155
VII.	Ableitung der Annexkompetenz zum Investorendialog	156
1.	Ausschluss durch § 111 Abs. 4 S. 1 AktG?	157
a)	Investor Relations und § 111 Abs. 4 S. 1 AktG	157
b)	Außenkommunikation und Leitung	158
c)	Risiken bei der Auswahl der Gesprächspartner	159
d)	Grundsatz-Ausnahme-Verhältnis für den Dialogeintritt	160
e)	Fazit	163

2.	Verstoß gegen das Gleichbehandlungsgebot aus § 53a AktG?	164
a)	Grundlagen und Verhältnis zu § 131 Abs. 4 AktG	164
b)	Investorenkontakte des Vorstands	166
c)	Investorenkontakte des Aufsichtsrats	170
d)	Stellungnahme zu § 53a AktG	172
aa)	Keine Vergleichbarkeit mit Investorenkontakten des Vorstands	172
bb)	Geringe Eingriffsintensität	173
cc)	Natur des Dialogs	174
dd)	Fazit	176
3.	Begründung der Annexkompetenz	176
a)	Informationsweitergabe und Informationsaufnahme	176
b)	Notwendigkeit und Erforderlichkeit	177
c)	Regelungslücke, Vereinbarkeit und Abstraktheit	181
d)	Perspektive der Investoren oder des Aufsichtsrats?	183
e)	Repräsentation der Gesellschaft?	184
f)	Repräsentation des Aufsichtsrats?	184
g)	Kontrolle als Bezugspunkt der Annexkompetenz	188
h)	Fazit	191
VIII.	Fazit zum „Ob“	192
D.	Der Dialog in der Praxis	195
I.	Allgemeine Schranken der Kapitalmarktkommunikation	195
1.	Insiderrechtliche Vorgaben	196
2.	Verschwiegenheitspflicht	197
II.	Die aufsichtsratsinterne Kompetenzverteilung	199
1.	Originäre Kompetenz der Aufsichtsratsvorsitzenden?	200
2.	Nachinformation des Aufsichtsrats	203
3.	Einsetzen eines Kommunikationsausschusses?	205
4.	Fazit	206
III.	Die Rolle des Vorstands	207
1.	Grundsätzliche Erwägungen	207
2.	Anbahnung des Investorendialogs	208
a)	Investorenkontakte des Vorstands vorhanden	209
b)	Erstmalige Aufnahme von Gesprächen	210

c) Fazit	211
3. Pflicht zur Nachinformation des Vorstands?	212
a) Bestehen einer Nachinformationspflicht	212
b) Ausgestaltung der Nachinformationspflicht	213
4. Fazit	214
IV. Parameter der Teilnehmerswahl	214
1. Investorendialog nur mit institutionellen Investoren?	215
a) Treuhänderische Stellung	216
b) Der besondere Beitrag institutioneller Investoren	217
c) Neue Transparenzpflichten, neue Privilegien?	220
d) Professionalität, professionelle Kunden und institutionelle Anleger	221
e) Fazit	224
2. Varianten der Teilnehmerswahl	227
a) Nachteile der Begrenzung auf institutionelle Investoren	227
b) Wichtige Investoren, alle Investoren oder feste Beteiligungsschwelle?	228
c) Abwägung	229
aa) Wichtige Investoren	229
bb) Öffentlicher Investorendialog	229
cc) Beteiligungsschwelle	230
3. Fazit – Beteiligungsschwelle empfehlenswert	230
V. Nachinformationspflicht der Gesellschaft?	231
1. Ausgangslage	231
2. Bisheriger Meinungsstand	232
3. Anwendung auf Auskünfte des Aufsichtsrats?	234
4. Investorendialog mit Vorabentscheidung des Vorstands	236
VI. Themen des Dialogs	237
1. Keine Grenzen für das Zuhören	237
2. Ausführungen des Aufsichtsrats	238
3. Fazit	240
VII. De lege ferenda	241
1. Vorschläge Landsittel	242
2. Gesetzliche Regelung notwendig?	243

E. Entwurf einer Kommunikationsordnung	245
I. Erlass, Aufhebung, Geltungsdauer	245
II. Inhalt	247
1. Gegenstand der Kommunikationsordnung	247
2. Kommunikationsausschuss	248
3. Abstimmung mit dem Vorstand	250
4. Gesprächsthemen	252
5. Auswahl der Teilnehmer	252
6. Nachinformation der Aktionäre	253
III. Vorschlag	255
F. Ergebnis	259
Literaturverzeichnis	265

A. Einführung

I. Investor, angelsächsisch, sucht

*Kommunizieren verboten?*¹ Diese Frage beschäftigt in den letzten Jahren die Gemüter deutscher Aufsichtsräte. Den Anstoß gaben angelsächsische *institutionelle Investoren*: von der monistischen Unternehmensstruktur geprägt, suchten sie auch hier nach jemandem, der dem *Chairman of the Board* entspricht. Sie fanden den Aufsichtsratsvorsitzenden und richteten ihre Anfragen an diesen.² Im Anschluss mussten sich Aufsichtsratsvorsitzende jedoch fragen: *Darf ich überhaupt mit Investoren sprechen?*

Angesichts der in Deutschland vorzufindenden Beteiligungsverhältnisse ist es nicht verwunderlich, dass angelsächsische institutionelle Investoren den entscheidenden Anstoß für den Untersuchungsgegenstand gaben. Nach einer aktuellen Studie halten institutionelle Investoren mehr als die Hälfte aller Anteile der DAX-30-Unternehmen; ein Großteil davon entfällt auf institutionelle Investoren aus dem anglo-amerikanischen Raum.³

Der Dialog mit Investoren – unabhängig davon, wer ihn auf Unternehmensseite führt – ist in den vergangenen Jahren in den Fokus der Praxis gerückt. Unternehmenszusammenbrüche⁴ und -skandale –

1 *Sorkin*, <https://dealbook.nytimes.com/2014/07/21/investors-to-directors-can-we-talk/>

2 Vgl. *Cromme*, zit. nach *Schoppen*, in: *Schoppen*, *Corporate Governance*, S. 51 (66 f.); *Roth*, ZGR 2012, 343 (368); *Bommer/Steinbach*, BOARD 2013, 219 (219); *Börsig/Löbke*, in: FS Hoffmann-Becking, S. 125 (133 f., 145); *E. Vetter*, AG 2014, 387 (388). Zur Einstellung angelsächsischer Investoren zur deutschen Corporate Governance *Schoppen*, in: *Schoppen*, *Corporate Governance*, S. 13 (19); zu Investor Relations und institutionellen Investoren auch *Decher*, in: GK-AktG, § 131 Rn. 34, 482.

3 *Deutscher Investor Relations Verband/Ipree*, *Investoren der Deutschland AG 5.0* (2018); vgl. auch *Weber-Rey*, in: FS Seibert, S. 1057 (1060 ff.).

4 Vgl. *Hoffmann/Preu*, *Der Aufsichtsrat*, Rn. 102.4; *Ulmer*, AcP 202 (2002), 143 (146).

beispielsweise der Skandal um die Bilanzfälschungen bei *Enron*⁵ oder das sog. *Dieseldgate*⁶ rund um den Volkswagenkonzern – und die globale Finanz- und Wirtschaftskrise haben das Vertrauen in die Führung der Unternehmen geschwächt und auf rechtspolitisch unerwünschte Entwicklungen aufmerksam gemacht. Die Optimierung des rechtlichen Regelungsrahmens ist auch infolge des internationalen Drucks zur Gewährleistung wettbewerbsfähiger Corporate-Governance-Strukturen vermehrt in den Blickpunkt geraten. Allerdings stehen nicht nur die Manager im Fokus, auch die Aufsichtsorgane werden zunehmend hinterfragt.⁷ Die auf die Hauptversammlung konzentrierte *Shareholder Communication* ist bereits vor der hier diskutierten Beteiligung des Aufsichtsrats Gegenstand von Kritik gewesen.⁸ Der Investorendialog des Aufsichtsrats ist eine Facette dieser Debatte um zukunftsgerichtete *Shareholder Communication* und ist als solche in die globale *Corporate Governance* Bewegung eingebettet. Die Bewegung hat eindeutige Spuren in der Praxis hinterlassen, wovon unzählige Corporate Governance Kodizes auf der ganzen Welt zeugen.

In den letzten Jahren hat die Bewegung eine neue Richtung genommen und sich vertieft mit *Eigentümpflichten* auseinandergesetzt. Schon der britische *Walker Report* hat die mangelnde Ausübung und Wahrnehmung der Eigentümerrechte als Mitursache für die Krise ausgemacht.⁹ Die Europäische Kommission ist dieser Analyse größtenteils

5 FAZ v. 8.2.2002 (Enron-Skandal, Bilanzticks biblischen Ausmaßes).

6 Ein Überblick über alle relevanten Meldungen bei der Tagesschau, Link: <https://www.tagesschau.de/thema/dieseldgate/>.

7 Lutter/Krieger/Verse, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats Rn. 46; Fleischer, ZGR 2011, 155 (157); Hopt, ZGR 2019, 507 (514 f.); Gerum, Das deutsche Corporate-Governance-System, S. 25; Lentfer, Einflüsse der internationalen Corporate Governance Diskussion, S. 27; Roth/Wörle, ZGR 2004, 565 (569 ff.); Merkner/Schmidt-Bendun, AG 2011, 734 (735); Grundeil/Zaumseil, in: Grundeil/Zaumseil, Der Aufsichtsrat im System der Corporate Governance, S. 17; Schilling, Der Aufsichtsrat ist für die Katz, FAZ Nr. 199 v. 27.8.1994, S. 11.

8 Bachmann, in: FS Roth, S. 37 ff.; Bachmann, AG 2011, 181 (190 f.); Bachmann, in: VGR, Gesellschaftsrecht im Dialog 2016, S. 136 (160 f.); Schoppen, in: Schoppen, Corporate Governance, S. 51 (77 f.); Baums, in: Schoppen, Corporate Governance, S. 40 (41); siehe auch schon G.H. Roth, Das Treuhandmodell des Investmentrechts, S. 206.

9 Walker Review, A review on corporate governance in UK banks and other financial industry entities, Final recommendations, 26 November 2009, 5.10 – 5.12; siehe auch Cromme, in: FS Hoffmann-Becking, S. 283 (291 f.).

gefolgt.¹⁰ Nach mehreren Grünbüchern und Aktionsplänen hat der europäische Gesetzgeber die Aktionärsrechterichtlinie per Änderungsrichtlinie (nachfolgend „**Zweite Aktionärsrechterichtlinie**“) aktualisiert und dabei institutionellen Anlegern Transparenzpflichten auferlegt.¹¹ Die neuen Regelungen werden zu vermehrten Gesprächsanfragen an Aufsichtsratsvorsitzende führen und die Relevanz des Untersuchungsgegenstands erhöhen. Der deutsche Gesetzgeber hat die Richtlinie mit dem Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie vom 12. Dezember 2019 (nachfolgend „**ARUG II**“) in deutsches Recht umgesetzt;¹² am 1. Januar 2020 ist das Gesetz in Kraft getreten. Das hier einschlägige Stichwort lautet *Stewardship*. Dahinter verbirgt sich die Pflicht institutioneller Investoren – gegenüber ihren eigenen Anlegern und Geldgebern – zur Überwachung ihrer Portfoliogesellschaften. Der Name *Stewardship* deutet bereits an, dass es sich um ein *Legal Transplant* – also um ein aus deutscher Sicht fremdes Rechtsinstitut – aus dem angelsächsischen Rechtskreis handelt. Folgerichtig war es auch das Vereinigte Königreich, das im Jahr 2012 den ersten sog. *Stewardship Code* erließ. Der britische *Stewardship Code* hat bis heute viele Nachahmer auf der ganzen Welt gefunden und ist auch für Deutschland vorgeschlagen worden.¹³ Der angestrebte, systematische Einbezug institutioneller Investoren in die Corporate Governance der Gesellschaften ist für dualistische Systeme jedoch keineswegs unproblematisch, wie im Folgenden aufgezeigt wird.¹⁴

Ein weiterer Faktor, der nicht unerwähnt bleiben soll, ist die zunehmende *Internationalisierung der Finanzmärkte*, ihre Verknüpfung und Verflechtung sowie die infolgedessen gestiegene Bedeutung des

¹⁰ Siehe unten S. 21 ff.

¹¹ Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre.

¹² BGBl. 2019 I, 2637 ff.

¹³ *Hein*, Die *Stewardship-Verantwortung* institutioneller Investoren, S. 72 ff., S. 336 ff.; vgl. auch die Darstellung bei *Becker/v. Werder*, AG 2016, 761 (774).

¹⁴ Kritisch *Hommelhoff*, in: *Liber amicorum Martin Winter*, S. 255 (256 ff.); *Hommelhoff*, in: *VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2011*, S. 175 (186); vgl. auch *Arnold*, *Die Steuerung des Vorstandshandelns*, S. 92 ff.

Kapitalmarktes in Deutschland.¹⁵ Das gestiegene Interesse institutioneller Investoren an der Arbeit deutscher Aufsichtsräte ist Symptom der finanziellen Verflechtung auf internationaler Ebene. Hinzu kommt der gesellschaftliche Wandel bedingt durch disruptive Entwicklungen wie die Globalisierung und die Digitalisierung. Neue Kommunikationsplattformen führen zu einem schnelleren Austausch von Nachrichten und vergrößern die Gruppe der am Unternehmen Interessierten. Die vernetzte Welt stellt Unternehmen und ihre Führungsorgane vor neue Herausforderungen – eine davon ist der Investorendialog.¹⁶

Der Investorendialog des Aufsichtsrats ist ein vielschichtiges Thema mit unterschiedlichen Facetten, das auf große Resonanz gestoßen ist, weil es viele politisch und emotional aufgeladene Probleme tangiert. Die Relevanz des Untersuchungsgegenstandes zeigt sich bereits daran, dass es an einem Grundprinzip des deutschen Aktienrechts rüttelt: der *dualistischen Unternehmensordnung*.¹⁷ Bei der Auseinandersetzung um den Investorendialog des Aufsichtsrats schwingt im Hintergrund immer die Frage mit: Hat das deutsche System ausgedient? Kommt es nun zur „*Verboardisierung*“¹⁸ des Aufsichtsrats? Aber nicht „nur“ die dualistische Unternehmensordnung steht auf dem Spiel, auch die *Rolle des Aufsichtsratsvorsitzenden* und die diesbezügliche Diskrepanz von Gesetz und Wirklichkeit wird – zum wiederholten Male – kritisch hinterfragt.¹⁹ Sogar die Gewerkschaften nehmen an der Diskussion teil, weil sie eine schleichende *Erosion der Mitbestimmung* befürchten.²⁰

15 Vgl. *Schaefer*, NZG 2007, 900 (900 f.); *Arnold*, Die Steuerung des Vorstandshandelns, S. 1 ff.; *Speckbacher*, Die Betriebswirtschaft 1997, 630 (635); *Bommer/Steinbach*, BOARD 2013, 219 (219).

16 Vgl. *Schilha/Theusinger*, NZG 2019, 521 (522); *Franken/Heinsius*, in: FS Budde, S. 213 (220).

17 Vgl. *Hommelhoff/Suchan*, Audit Committee Quarterly I/2011, S. 7.

18 *Theisen*, ZGR 2013, 1 (24 f.); *Drygala*, in: Schmidt/Lutter, § 111 AktG Rn. 5.

19 *Bachmann*, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2016, S. 135 (171 ff.); *J. Vetter*, in: FS E. Vetter, S. 833 (833 ff.); *Koch*, in: Fleischer/Koch/Kropff/Lutter, 50 Jahre AktG, S. 65 (90 ff.).

20 Siehe nur die Stellungnahmen vom DGB und von Ver.di im Rahmen des DCGK-Konsultationsverfahrens 2017.

Und auch die Frage nach der *Zukunftsfähigkeit der Hauptversammlung* taucht im vorliegenden Zusammenhang wieder auf.²¹

Was ist so schlimm an einem Gespräch? Diese Frage würden mit dem Untersuchungsgegenstand konfrontierte Nichtjuristen wohl stellen. Nun ist *schlimm* glücklicherweise keine rechtliche Kategorie, dennoch müsste man wohl wie folgt antworten: *Grundsätzlich* ist nichts *schlimm* an einem Gespräch, dies kann sich aber je nach Gesprächspartner und vor allem je nach Gesprächsinhalt ändern.²² Wie so oft sind die Details entscheidend – mit diesen beschäftigt sich die vorliegende Arbeit.

II. Problemstellung

Der Untersuchungsgegenstand befindet sich an der Schnittstelle von *aktienrechtlicher Unternehmensverfassung* auf der einen Seite und *Kapitalmarktkommunikation* auf der anderen Seite und weist infolgedessen mehrere sensible Punkte auf. Ausgangspunkt der Betrachtung muss die gesellschaftsrechtliche Organisationsverfassung sein, deren Grundsätze und Prinzipien mit Blick auf den Untersuchungsgegenstand der Konkretisierung bedürfen. Gleichzeitig ist das auf die Kapitalmarktkommunikation bezogene Kapitalmarktrecht als stark reguliertes Rechtsgebiet zu berücksichtigen, das jedoch andere Ziele und Zwecke verfolgt als die gesellschaftsrechtliche Organisationsverfassung. Während das Kapitalmarktrecht eindeutige Pflichten der entsprechenden Organe und Akteure formuliert, verbleibt ein nicht regulierter Bereich, in dem den Gesellschaftsorganen ein gewisser Freiraum zusteht. Diesen Freiraum vermag die Zuständigkeitsverteilung des Gesellschaftsrechts nicht bis ins letzte Detail zu füllen, weshalb aus rechtlicher Sicht mit – im Hinblick auf den Untersuchungsgegenstand – abstrakten Normen und Prinzipien gearbeitet werden muss.

21 *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725 (739); *Bachmann*, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2016, S. 135 (160 f.); *Bortenlänger/Heldt*, BOARD 2017, 191 (192).

22 Vgl. *Lutter/Krieger/Verse*, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, Rn. 268.

1. Das „Ob“

Den ersten Schwerpunkt bildet die Frage des „Ob“, womit auf die Frage nach der grundsätzlichen Zulässigkeit des Investorendialogs – unabhängig von dessen konkreter Ausgestaltung – abgezielt wird. Das Thema wird aus der Perspektive des deutschen Aktienrechts betrachtet, um zu determinieren, ob der Investorendialog des Aufsichtsrats mit der *Aktienrechtsordnung* in Einklang gebracht werden *kann*.

Für die meisten Autoren besteht das Thema aus dem Ringen zweier Kompetenzen, von denen beide nach Anerkennung trachten: Auf der einen Seite eine sog. *Annexkompetenz des Aufsichtsrats* zum Investorendialog, welche unterstützend zur Kontrollkompetenz des Aufsichtsrats hinzutritt. Auf der anderen Seite der Vorstand, dem die *allgemeine Leitungskompetenz* zusteht und über den die Außendarstellung der Gesellschaften zu organisieren ist. Während das befürwortende Schrifttum geschlossen von einer Annexkompetenz des Aufsichtsrats zum Dialog mit Investoren ausgeht und dabei erstaunliche Einigkeit demonstriert, vermisst man denselben Konsens hinsichtlich der *dogmatischen* Verankerung besagter Annexkompetenz. Daran anknüpfend ist auch die höchst praxisrelevante Frage – wo endet die Annexkompetenz des Aufsichtsrats und wo beginnt die allgemeine Kompetenz des Vorstands? – zurzeit ungeklärt. Hier wurden bislang verschiedene Ansätze vertreten, ohne dass sich eine herrschende Meinung herauschälen würde.

Die vorliegende Arbeit möchte an dieser Stelle einen Beitrag leisten, indem sie den Diskurs eingehend untersucht und analysiert, um festzustellen, ob das Aktienrecht einem Investorendialog des Aufsichtsrats einen Riegel vorschiebt. Vor allem die Figur der Annexkompetenz steht im Mittelpunkt. Das Konstrukt der Annexkompetenz darf dabei nicht widerspruchslös hingenommen werden; vielmehr gilt es, sie zu untersuchen, ihre Herkunft zu klären, und davon ausgehend ihre Übertragung in das Aktienrecht zu prüfen. Die Erkenntnisse, die sich aus der Untersuchung der Annexkompetenz ergeben, sind entscheidend, weil sie die Basis für die in der Praxis aufkommenden Detailfragen bilden und auch bilden müssen.

Die rechtliche Untersuchung der Frage wird durch lückenhafte gesetzliche Regelungen erschwert. Das Thema ist schwer greifbar, weil

das Aktiengesetz konkrete Berührungspunkte hinsichtlich des Untersuchungsgegenstands vermissen lässt. Die Kapitalmarktkommunikation – unabhängig davon, welches Organ sie durchführt – ist im Aktiengesetz nur ausschnittsweise geregelt.²³ Die Kompetenz des Vorstands zur Außenkommunikation wird durch dessen umfassende Leitungs- und Geschäftsführungsbefugnis legitimiert und ist insgesamt greifbarer. Für den Aufsichtsrat können lediglich vereinzelt Sachbefugnisse und dessen Stellung als Kontrollorgan der Aktiengesellschaft angeführt werden. Eine ausdrückliche Kommunikationskompetenz, wie sie hier in Rede steht, kann lediglich an diesen Befund geknüpft werden. Dies ist auch der Grund, warum sich die rechtliche Auseinandersetzung zum Teil um die „Lebensfremdheit“²⁴ eines Verbots des Investorendialogs oder um die unscharfe Kategorisierung des Organs als „Innenorgan“ dreht. In diesem Zusammenhang wird es maßgeblich auf die Auslegung von § 111 Abs. 4 S. 1 AktG ankommen, der eine Übertragung der Geschäftsführung auf den Aufsichtsrat untersagt.

Im Rahmen des „Ob“ ist jedoch nicht nur die Vereinbarkeit mit der aktienrechtlichen Kompetenzordnung zu beachten, sondern auch die von § 53a AktG angeordnete Gleichbehandlung der Aktionäre. Die Aussagen der Norm sind in den Kontext des Untersuchungsgegenstands zu setzen. Passend zum grundlegenden Tenor der Unbestimmtheit der gesetzlichen Ausgangslage kann auch § 53a AktG als Grundsatznorm charakterisiert werden, dessen allgemeine Aussage der Konkretisierung bedarf. Auch hier wird es so sein, dass die Auslegung der Norm zu Schranken für den Investorendialog des Aufsichtsrats führen wird. Diese Schranken sind bei der praktischen Umsetzung zu beachten.

2. Das „Wie“

Die praktische Ausgestaltung des Dialogs muss sich an der dogmatischen Beantwortung der Zulässigkeit orientieren. Das Problem der lückenhaften gesetzlichen Grundlage zieht sich wie ein roter Faden

²³ Siehe aber die Entsprechenserklärung nach § 161 AktG.

²⁴ *Fleischer/Bauer/Wansleben*, DB 2015, 360 (364).

durch die gesamte Untersuchung. Das unbestimmte Fundament erschwert die Entwicklung konkreter, rechtssicherer Aussagen für die Praxis. Die rechtliche Arbeit kann den Rahmen und die Grenzen aufzeigen, innerhalb dessen sich der Investorendialog des Aufsichtsrats zu bewegen hat. Darüber hinaus stößt die rechtliche Untersuchung an ihre Grenzen.

Mehrere Problemkreise sind hinsichtlich der Ausgestaltung des Dialogs zu untersuchen. Zu nennen wäre beispielsweise die *innere Ordnung des Aufsichtsrats*. Ist der Aufsichtsratsvorsitzende der designierte Dialogführer? Kann er aus eigener Kompetenz handeln und entscheiden? Auch das Verhältnis zum Vorstand bedarf der Untersuchung: Ist der Aufsichtsrat verpflichtet, den Vorstand einzubeziehen? Insbesondere die Frage, mit welchen Investoren der Dialog geführt werden sollte, ist von großer praktischer Relevanz. Eine nicht zu unterschätzende Fraktion innerhalb des Schrifttums hat sich dafür ausgesprochen, den Dialog auf *institutionelle Investoren* zu begrenzen. Ob dies zulässig wäre, ist – unter anderem – anhand von § 53a AktG zu überprüfen. Dies bedingt jedoch eine grundsätzliche Untersuchung des Begriffs „institutioneller Investor“, ohne die eine befriedigende Antwort nicht möglich ist.

Diese Fragen betreffen zum Teil mehrere Normen- und Regelungskomplexe. Ihre Beantwortung muss im Interesse der Kohärenz an die dogmatische Untersuchung der Zulässigkeit angelehnt sein und gleichsam aus ihr heraus erfolgen.

3. Organwandel, Internationalisierung des Kapitalmarktes und Stewardship

Eine weitere Schwierigkeit besteht darin, dass mehrere rechtliche, wirtschaftliche und regulatorische Bewegungen und Bestrebungen in den Untersuchungsgegenstand „einmünden“. Zunächst ist der *Wandel des Organs* selbst anzuführen. Der Aufsichtsrat hat über die Jahre hinweg neue Kompetenzen hinzugewonnen; seine Relevanz und auch seine

Sichtbarkeit im Wirtschaftsverkehr sind deutlich gestiegen.²⁵ Erscheint die Charakterisierung des Aufsichtsrats als „Innenorgan“ aus heutiger Sicht undifferenziert, so entsprach diese Charakterisierung jahrzehntelang der gängigen Ansicht. Die gestiegene Bedeutung des Aufsichtsrats und seine neugeschaffenen Befugnisse haben in der Folge zu der Frage geführt, ob der Aufsichtsrat nunmehr zum „*mitunternehmerischen*“ Organ mutiert sei.²⁶

Als zweiter Punkt ist die *Internationalisierung der Kapitalmärkte* und ihre Folgen für den Wirtschaftsstandort Deutschland anzusprechen. Während vor einiger Zeit die sogenannte „*Deutschland AG*“ die Realität der börsennotierten Gesellschaften bestimmte, sehen diese sich heutzutage mit einer komplexeren Situation konfrontiert.²⁷ Die Verwaltungsorgane müssen sich einer neuen, angelsächsisch geprägten Aktionärsgruppe annehmen. Die Ansprüche und Gewohnheiten der „neuen“ Aktionäre stimmen jedoch mit den hiesigen Gepflogenheiten nicht immer überein.²⁸ Die Rede ist hier von *institutionellen Investoren*, die aufgrund ihrer schieren Größe und der von ihnen verwalteten Vermögen, ihren Forderungen Nachdruck verleihen können. Allein die Fülle an Literatur, die zur Wirkungsweise, zum Einfluss und zu den Zielen institutioneller Investoren erschienen ist, lässt deren Relevanz für den Kapitalmarkt und für Kapitalgesellschaften erahnen.²⁹

Zuletzt soll auch die *Stewardship-Bewegung* Erwähnung finden, die als Antwort auf die globale Finanzkrise und auf zahlreiche Fälle von

25 Lutter/Krieger/Verse, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, Rn. 46; Lentfer, Einflüsse der internationalen Corporate Governance-Diskussion, S. 27; Gerum, Das deutsche Corporate-Governance-System, S. 25; Roth/Wörle, ZGR 2004, 565 (569 ff.).

26 Dazu Lutter, in: FS Albach, S. 225 (226 ff.).

27 Beyer, in: Streeck/Höpner, Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG, S. 118 ff.; Winkler, Die Verantwortung institutioneller Anleger als Aktionäre in Publikumsgesellschaften, S. 77 ff.; Achleitner/Betzer/Gider, European Financial Management Vol. 16 No. 5 (2010), 805 (805 ff.; 815); Seibert, in: FS Westermann, S. 1505 (1505); Schaefer, NZG 2007, 900 (900 f.); Bessler/Drobtetz/Holler, Capital Markets and Corporate Control, S. 1 ff.

28 Schaefer, NZG 2007, 900 (900 f.); vgl. auch Ulmer, AcP 202 (2002), 143 (144 f.) und Kocher, DB 2016, 2887 (2887 ff.).

29 Siehe nur Schoppen, in: Schoppen, Corporate Governance, S. 13 (19); Decher, in: GK-AktG, § 131 Rn. 482; Hein, Die Stewardship-Verantwortung institutioneller Investoren; Winkler, Die Verantwortung institutioneller Anleger als Aktionäre in Publikumsgesellschaften; Hell, NZG 2019 338 ff. jeweils m.w.N.

Unternehmensfehlverhalten *aktive Eigentümerschaft* fordert. Insbesondere institutionelle Anleger werden in die Pflicht genommen. Die Forderung nach aktiver Eigentümerschaft steht im Widerspruch zu dem anerkannten Verhalten der *rationalen Apathie*, das Aktionären bislang unterstellt und zugestanden worden ist.³⁰ Dieses Vorhaben wird maßgeblich auf europäischer Ebene vorangetrieben und von der zweiten Aktionärsrechterichtlinie verkörpert.

In Deutschland transportiert das ARUG II die Vorgaben der zweiten Aktionärsrechterichtlinie in das Aktiengesetz. Die rechtlichen Rahmenbedingungen entstehen derzeit vor unseren Augen und betreffen indirekt auch den Investorendialog des Aufsichtsrats. Freilich bleibt unklar, ob der Investorendialog des Aufsichtsrats das *Spiegelbild* der Stewardship-Bewegung sein soll und kann. Stewardship und Investorendialog können Hand in Hand gehen – zwingend ist dieser Schluss, insbesondere für dualistische Unternehmenssysteme, jedoch nicht. Tritt man dafür ein – für die neuen Stewardship-Pflichten und den Investorendialog des Aufsichtsrats als zwei Seiten einer Medaille – ergeben sich daraus Folgeprobleme, die bereits bei der Unschärfe des Begriffs „*institutioneller Investor*“ beginnen und dort nicht enden.

III. Konzeption

Die Untersuchung nähert sich dem Thema aus rechtstatsächlicher Sicht, um ein Grundverständnis von den zugrundeliegenden Problemen herzustellen. Dabei gilt es, drei verschiedene Erzählstränge auszumachen: Den Wandel des Aufsichtsrats vom Kontrolleur zum Berater, den Aufstieg einer neuen, mächtigen Aktionärsklasse und die globale Stewardship-Bewegung. Alle drei haben zur Bedeutung des Untersuchungsgegenstands beigetragen und stehen mit ihm im Zusammenhang. Die Kenntnis der begleitenden Umstände fördert die Durchdringung der Problematik und ist der rechtlichen Untersuchung vorangestellt.

Hiernach steht die Frage nach der rechtlichen Zulässigkeit des Investorendialogs des Aufsichtsrats im Fokus. Dabei werden zur Vorbe-

³⁰ Hommelhoff, in: Liber amicorum für Martin Winter, S. 255 (257 f.).

reitung des Hauptteils verständnisfördernde Vorfragen untersucht. Ausgangspunkt ist der zusammengesetzte Titel der Untersuchung – „Investorendialog“. Einerseits ist darauf einzugehen, welche Art der Kommunikation sich hinter dem Begriff „Dialog“ verbirgt, und andererseits ist zu klären, wer oder was in diesem Zusammenhang als „Investor“ gilt. Hiernach, gewissermaßen als zweiter Teil der Vorfragen und als Überleitung zur rechtlichen Problematik, soll die Stellung des Aufsichtsrats in der Aktiengesellschaft beleuchtet werden. Im Fokus steht der Aufsichtsrat als Kontrollorgan und die Natur seiner Kontrollaufgabe. Dabei wird herausgearbeitet, dass die Kommunikation mit dem Prinzipal Teil der Kontrollaufgabe jedes Agenten ist. Die Wortwahl indiziert, dass hier nicht nur rechtliche, sondern auch ökonomische Methoden zum Einsatz gekommen sind. Daran anknüpfend werden der Meinungsstand und weitere Quellen mit Blick auf den Untersuchungsgegenstand ausgewertet. Im Mittelpunkt der rechtlichen Diskussion steht die Annexkompetenz, die dogmatischer Vertiefung bedarf. Die verfassungsrechtliche Herkunft der Annexkompetenz und ihre Rezeption im Gesellschaftsrecht werden nachgezeichnet, um so einen sachgemäßen Rahmen für die Entwicklung der eigenen Antwort zu finden.

Auf Basis dieser Vorarbeiten wird die eigene Stellungnahme entwickelt. Dabei wird in ausschließender Weise vorgegangen: Zunächst muss untersucht werden, ob das Aktienrecht überhaupt Raum für besagte Annexkompetenz des Aufsichtsrats lässt. Dazu werden der Meinungsstand ausgewertet und die Hauptwidersacher einer Annexkompetenz – § 111 Abs. 4 S. 1 und § 53a AktG – identifiziert und eingehend untersucht. Erst hiernach kann die positive Begründung der Annexkompetenz in Angriff genommen werden. Die dogmatischen Erkenntnisse müssen sodann in die Beantwortung der praxisrelevanten Fragen eingebettet werden. Am Anfang stehen die allgemeinen Schranken der Kapitalmarktkommunikation, die den einzuhaltenden Rahmen vorgeben. Hiernach werden verschiedene Praxisprobleme untersucht. Ziel ist es, mit dem geltenden Recht in Einklang stehende Leitlinien für die Praxis zu entwickeln. Gleichzeitig wird die Perspektive *de lege ferenda* mitgedacht, um Handlungspotenzial des Gesetzgebers zu identifizieren. Die Arbeit mündet in der Entwicklung einer Kommunikationsordnung, die als Vorlage für betroffene Aktiengesell-

schaften und ihre Aufsichtsräte dienen kann. Die Ergebnisse richten sich insbesondere an große, börsennotierte Aktiengesellschaften, da kleine Gesellschaften oder Familiengesellschaften in geringerem Maße von der vorliegenden Problematik betroffen sind.

IV. Gang der Untersuchung

Die Untersuchung besteht aus sechs Kapiteln. Das *erste Kapitel* ist der bereits begonnenen Einführung, Problemstellung und Konzeption der Arbeit gewidmet.

Das *zweite Kapitel* zeichnet die Entwicklung des rechtlichen Regelungsrahmens nach. Im Verlaufe des Kapitels wird die Einbettung des Themas in die bereits angesprochenen Entwicklungen deutlich. Zunächst wird das infolge des Zusammenwachsens der Kapitalmärkte veränderte Umfeld der Aufsichtsratsstätigkeit beschrieben. Dabei wird der Aufstieg der neuen Investorenklasse sowie dessen Konsequenzen untersucht. Zum besseren Hintergrundverständnis werden exemplarische Rechtsquellen der angelsächsischen Rechtsordnung, die Rückschlüsse auf die Forderungen und Vorstellungen angelsächsischer zu lassen, einbezogen. Für den deutschen Rechtsraum sind die Bestrebungen auf europäischer Ebene von größerer Bedeutung, weshalb die neue Aktionärsrechterichtlinie mit Blick auf den Untersuchungsgegenstand ausgewertet wird. Die von der Initiative „Developing Shareholder Communication“ veröffentlichten „Leitsätze für den Dialog zwischen Investor und Aufsichtsrat“ (nachfolgend „**Leitsätze**“) markieren einen bedeutenden Entwicklungsschritt für die deutsche Diskussion und leiten zur Lage in der Bundesrepublik über. Daran anknüpfend wird die Änderung des Deutschen Corporate Governance Code (nachfolgend „**DCGK**“) besprochen. Den Abschluss des Kapitels markiert das mit der neuen Aktionärsrechterichtlinie korrespondierende ARUG II.

Das *dritte Kapitel* beschäftigt sich mit der Zulässigkeit des Investordialogs aus Sicht des Aktienrechts. Die Untersuchung wird durch Vorfragen eingeleitet, die das Thema begrenzen und einen Überblick über den *Status Quo* der hiesigen Dialogpraxis geben. Die Aufarbeitung des Themas wird durch die wechselseitige Beziehung zwischen

der Zulässigkeit des Dialogs und dessen Ausgestaltung erschwert. Die Frage der Zulässigkeit ist abhängig von der konkreten Ausgestaltung, während die konkrete Ausgestaltung wiederum von der Frage der Zulässigkeit abhängt. Daher wird im Rahmen der Vorfragen lediglich die „Grundform“ des Dialogs als *vertraulicher Dialog* bestimmt und sodann auf absolute Zulässigkeithindernisse untersucht. Ein Abschnitt über die Rolle des Aufsichtsrats im Gefüge der Aktiengesellschaft schließt sich an, wodurch die kommunikative Ebene der Kontrolltätigkeit sichtbar gemacht wird. Hierbei wird auf die ökonomische Analyse der Rechts in Form der *Prinzipal-Agent-Theorie* zurückgegriffen. Der darauffolgende Abschnitt beschäftigt sich mit dem vorhandenen Meinungsstand. Im Anschluss werden zwei weitere Quellen, das ARUG II und eine im Rahmen einer Gesetzesbegründung gefallene Äußerung des Gesetzgebers, untersucht. Nach der Auswertung der relevanten Meinungen und Quellen, wird die Annexkompetenz, ihre Herkunft, Natur und Übertragbarkeit in das Kapitalgesellschaftsrecht, untersucht. Auf Basis der gewonnenen Erkenntnisse erfolgt die Entwicklung des eigenen Ansatzes. Dabei wird zunächst negativ geklärt, ob eine Annexkompetenz überhaupt in Betracht kommt, um sodann die positive Begründung der Kompetenz einzuleiten. Die Begründung der Annexkompetenz markiert den Schlusspunkt dieses Kapitels.

Das *vierte Kapitel* ist den Praxisfragen gewidmet. Begonnen wird mit einem Überblick zu allgemeinen Schranken der Kapitalmarktcommunication, die unabhängig von den Spezialproblemen rund um den Investorendialog Beachtung erfordern. Hiernach steht die aufsichtsratsinterne Kompetenzverteilung im Blick. Dabei ist der Frage nachzugehen, ob dem Aufsichtsratsvorsitzenden eine eigene Dialogkompetenz zukommt, oder ob diese originär dem Plenum zusteht. Des Weiteren wird die Frage der organinternen Nachinformation sowie die Gründung eines neuen Ausschusses untersucht. Besondere Relevanz kommt der Rolle des Vorstands zu. Dessen Integration wird sowohl mit Blick auf die Anbahnung des Investorendialogs als auch mit Blick auf dessen Nachbereitung betrachtet. Besonderes Augenmerk wird ferner der Auswahl der Gesprächsteilnehmer gewidmet. Bisher lag der Fokus auf institutionellen Investoren. Ausgehend davon wird die Begrenzung des Dialogs auf institutionelle Investoren untersucht und anderen Modellen gegenübergestellt. Das Kapitel endet mit einem Blick auf die infra-

ge kommenden Dialogthemen und auf potenzielle Entwicklungen *de lege ferenda*.

Das *fünfte Kapitel* der Arbeit beschäftigt sich mit dem Entwurf einer Kommunikationsordnung, die betroffenen Aufsichtsräten und Aktiengesellschaften als Vorlage dienen soll. Dabei gilt es, die bis dahin gewonnenen Erkenntnisse in praxistauglicher Form zu verpacken.

Die Arbeit schließt mit dem *sechsten und letzten Kapitel*, in dem die zentralen Erkenntnisse der Untersuchung anhand von 12 Thesen zusammengefasst sind.

B. Entwicklung des Regelungsrahmens

Der Investorendialog des Aufsichtsrats ist ein Thema, das durch externe Einflüsse an Relevanz gewonnen hat.³¹ Auf seinem Weg nach Deutschland hat der Untersuchungsgegenstand verschiedene Etappen erklommen. Diese Etappen werden nachfolgend aufgezeigt. Das Kapitel beginnt mit dem angelsächsischen Rechtskreis, in dem der Kontakt zu Investoren bereits früh Thema war und der diesbezüglich eine Vorreiterrolle einnimmt. In diesem Zusammenhang wird auf den *UK Corporate Governance Code* (nachfolgend „**UK CGC**“), den *UK Stewardship Code* und die Lage in den *Vereinigten Staaten* eingegangen. Hiernach wird anhand der *zweiten Aktionärsrechterichtlinie* der Blick auf die kontinentaleuropäische Entwicklung gerichtet. Zuletzt steht die Entwicklung in Deutschland im Fokus, insbesondere die von einer namhaften Gruppe veröffentlichten *Leitsätze*, der aktualisierte *DCGK* und das *ARUG II*.

I. UK CGC

Die ersten Impulse für den Investorendialog kamen aus dem angelsächsischen Rechtskreis. Der Investorendialog hat sich dort über Jahre hinweg etabliert und ist fester Bestandteil der Corporate Governance geworden. Aufgrund der Prominenz des angelsächsischen *One-Tier-System* rezipierten viele Länder diese Entwicklung. Der Aufsichtsrat als institutionell vom Leitungsorgan getrenntem Aufsichtsorgan ist eine Besonderheit des dualistischen Systems, das seinen Ursprung in Deutschland hat.³² Auf internationaler Ebene konnte sich das dualisti-

31 Rechtsvergleichende Überblicke bei *Strampelli*, *Knocking at the Boardroom Door*, SSRN; *Hopt*, ECGI Working Paper N° 365, S. 1 f.; *Marsch-Barner*, in: *Marsch-Barner/Schäfer*, Hb börsennotierte AG, § 2 Rn. 2,9 ff.

32 *Lutter/Krieger/Verse*, *Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats*, Rn. 3.