

Laura Greimel

**Kapitalmarktkommunikation  
des Aufsichtsrats**



Nomos

Nomos Universitätsschriften

Recht

Band 979

Laura Greimel

# Kapitalmarktkommunikation des Aufsichtsrats



**Nomos**



Onlineversion  
Nomos eLibrary

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

Zugl.: Regensburg, Univ., Diss., 2020

ISBN 978-3-8487-7759-4 (Print)

ISBN 978-3-7489-2167-7 (ePDF)

1. Auflage 2020

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2020. Gesamtverantwortung für Druck und Herstellung bei der Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

*Meiner Mutter.*



## Vorwort

Nach erster anwaltlicher Praxis hatte ich den Wunsch, mich einer ausgewählten juristischen Thematik eingehend und wissenschaftlich zu widmen. Während einer Auszeit von meiner anwaltlichen Tätigkeit entstand sodann in der Zeit von August 2016 bis Oktober 2017 eine erste Fassung dieser Arbeit. Den zahlreichen Personen, die mich in vielfältiger Weise bei diesem Vorhaben unterstützt und begleitet haben, möchte ich auf diesem Weg danken.

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater *Prof. Dr. Wolfgang Servatius* für seine hervorragende Unterstützung und sein persönliches Engagement bei der Betreuung dieser Arbeit, insbesondere für eine praxisnahe Thematik. Seine konstruktiven und fachlich exzellenten Anmerkungen, abstrakten Gedanken sowie seine Diskussionsbereitschaft während unserer zahlreichen Treffen haben bedeutend zum Gelingen dieser Arbeit beigetragen. Ferner danke ich *Prof. Dr. Carsten Herresthal* für die kritische Auseinandersetzung im Rahmen seines Zweitgutachtens, dem ich wertvolle Denkanstöße entnehmen durfte.

Ein herzlicher Dank gebührt ferner *P+P Pöllath + Partners* und insbesondere dem Münchner Partner der Sozietät, *Otto Haberstock, M.C.J.* Bereits vor dem Beginn meiner Tätigkeit für die Sozietät durfte ich von ihrer großzügigen und offenen Arbeitsatmosphäre profitieren und Räumlichkeiten wie Bibliothek für die Erstellung dieser Arbeit nutzen. Auch die anschließende Finalisierung dieser Arbeit wurde von *Otto Haberstock, M.C.J.* stets unterstützt und gefördert.

Ein besonderer Dank gilt ferner *Dr. Bettina Stepanek, LL.M.* Unsere fachlichen Diskussionen und ihre konstruktiven Anmerkungen waren von großem Wert.

Mein größter Dank gilt meiner Mutter *Erika Magdalena Greimel* und meiner Schwester *Nina Sophie Greimel*, deren ungeteilte Unterstützung dieses Vorhaben erst möglich gemacht haben. Meine tiefste Verbundenheit gilt dabei meiner Mutter und ihren zahlreichen wie sorgfältigen Korrekturen. Ihre selbstlose und liebevolle Förderung meines Lebenswegs gaben mit fortwährend dem Mut und das Durchhaltevermögen, Vorhaben wie diese Arbeit, umzusetzen. Meiner Mutter ist diese Arbeit in Dankbarkeit gewidmet.

*Vorwort*

*Last but not least* gilt mein Dank dem Mann an meiner Seite, *Christian Niedermeier*, auf dessen Rückhalt ich mich bedingungslos verlassen konnte.

Diese Arbeit wurde vor Ihrer Veröffentlichung in formaler Hinsicht überarbeitet.

München, im August 2020.



# Inhaltsverzeichnis

Einführung	29
A. Problemstellung	29
B. Gang der Untersuchung	33
Erster Teil	
Kommunikation mit Investoren – eine erfolgserprobte Zielmarke deutscher Vorstandsetagen wird zur neuen Herausforderung für Aufsichtsräte	35
A. Entwicklung von <i>Investor Relations</i> zur notwendigen Leitungsfunktion in der Aktiengesellschaft	35
I. <i>Investor Relations</i> sind der Schlüssel für die Vermittlung einer guten <i>Corporate Governance</i>	35
II. Entwicklungshintergrund von <i>Investor Relations</i> in Deutschland	39
1) Eine späte Erkenntnis deutscher Unternehmen	39
2) <i>Investor Relations</i> als Garant für einen stabilen Aktienkurs	40
a) Vertrauen zum Anteilseigner ist die Grundlage	41
b) Angemessener Aktienkurs ist oberste Zielmarke	42
c) Grundlage für eine erfolgreiche Eigenkapitalbeschaffung	43
d) Steigerung von Ansehen und Bekanntheitsgrad	44
3) Zwischenergebnis	45
III. <i>Investor Relations</i> unter der Leitungsverantwortung des Vorstands	45
1) Grundsätze zur gesetzlichen Leitungsverantwortung des Vorstands	46
2) <i>Investor Relations</i> als Bestandteil der Leitungsverantwortung	47
3) Gesetzliche Mindestpflichten zur Kommunikation mit dem Kapitalmarkt	47
a) Rechnungslegungsbezogene Informationspflichten	48
b) Kapitalmarktbezogene Informationspflichten	48
c) Vorgaben der Börsenindizes	49
d) Hauptversammlungsbezogene Informationspflichten	50

IV. <i>Investor Relations</i> sind zielgerichtete und umfassende Pflege des gesamten Kapitalmarkts	52
1) Gesetzliche Transparenz ist nur Mindestpflicht	52
a) Hauptversammlung ist als Aktionärsforum ungenügend	52
b) Deutsche Rechnungslegung hinter dem internationalen Standard	54
c) Übergesetzliche Information ist Voraussetzung anerkannter Indizes	55
2) Erwartungshaltung institutioneller Investoren ist Treiber für den umfassenden Informationsaustausch	55
a) Internationale institutionelle Investoren sind die vorherrschende Aktionärsgruppe am deutschen Aktienmarkt	56
b) <i>Investor Relations</i> sind Reaktion auf die Erwartungshaltung institutioneller Investoren	58
c) Zwischenergebnis	61
3) Einfluss internationaler Kommunikationsstandards am Beispiel von Großbritannien	62
a) <i>UK Corporate Governance Code</i>	63
b) <i>UK Stewardship Code</i>	64
c) Internationale Kommunikationsstandards finden Einzug	65
4) Die Aktionärsrechterichtlinie und die Kontrolle institutioneller Investoren auch für deutsche Unternehmen	67
5) Zwischenergebnis: Maß und Umfang für eine umfassende Pflege des Kapitalmarkts	70
a) Generalisierter Informationsmaßstab für Privatinvestoren	71
b) Fokus auf persönlicher Information institutioneller Investoren	72
V. Sorgfalts- und Organisationsanforderungen für eine umfassende Information des Kapitalmarkts	73
1) Überobligatorische Information ist kein Anspruch der Aktionäre – sondern ein Recht der Gesellschaft!	73
2) Umfassende Pflege des Kapitalmarkts ist sorgfaltsgerechte Ermessensentscheidung	76
a) Ermessensentscheidung zur sachgerechten Kommunikation mit dem Kapitalmarkt	76

b) Investoreninteressen sind Bestandteil des Unternehmensinteresses	77
c) Privilegierter Sorgfaltsmaßstab für unternehmerische Kommunikationsentscheidungen	79
3) Organisationsrechtliche Umsetzung der Sorgfaltspflicht	80
a) Leitungsverantwortung erfordert Delegation	81
b) Organisationsmodelle zur Delegation von <i>Investor Relations</i>	82
VI. Zwischenergebnis	84
B. Kapitalmarktkommunikation des Aufsichtsrats zwischen praktischem Können und gesetzlichem Dürfen	85
I. Gesetzliche Ausgangslage	86
1) Dualistisches System der Aktiengesellschaft	86
2) Aufsichtsrat ist Überwachungsorgan	87
3) Kapitalmarktkommunikation im Widerspruch zum Geschäftsführungsverbot	89
a) Der Wortlaut aus § 111 Abs. 4 S. 1 AktG steht entgegen!	89
b) Geschäftsführungsverbot als umfassender Geltungsgrundsatz für alle Aufsichtsratsmitglieder	90
c) Keine Lösung über die Delegation von Kommunikationskompetenzen durch den Vorstand	90
II. Keine abweichende Bewertung der Gesetzeslage auf Grund der Neuregelungen im DCGK und der Leitsätze	92
1) Regelung im DCGK	92
2) Die Leitsätze	94
III. Zwischenergebnis	94
IV. Fallstricke der Haftung für kompetenzwidrige Kommunikationsmaßnahmen	95
1) Kompetenzüberschreitung als mögliche Sorgfaltspflichtverletzung	95
2) Konkrete Haftungstatbestände bei Kompetenzüberschreitung des Aufsichtsrats	96
a) Innenhaftung gegenüber der Gesellschaft	98
b) Klage des Vorstands auf Grund Kompetenzüberschreitung des Aufsichtsrats	99
aa) Interorganklage von Vorstand gegen Aufsichtsrat ist zulässig	100
bb) Vertrauensverhältnis mindert praktische Relevanz	102

c) Außenhaftung gegenüber den Aktionären	103
3) Zwischenergebnis	104
V. Dialog zwischen Investoren und <i>Non Executive Directors</i> im monistischen System am Beispiel Großbritanniens	105
1) Kompetenz- und Verantwortungsverteilung im monistischen Board	106
2) Geregelter Investorendialog mit <i>Non Executive Directors</i>	108
3) Gelebter Investorendialog mit <i>Non Executive Directors</i>	110
VI. Dialogpraxis deutscher Aufsichtsräte	111
VII. Zulässigkeit von Kapitalmarktkommunikation des Aufsichtsrats in der rechtlichen Analyse	113
1) Überblick zum Forschungsstand	114
2) Kapitalmarktkommunikation des Aufsichtsrats nicht nur zulässig außerhalb des Bereichs der Geschäftsführung	116
3) Kapitalmarktkommunikation des Aufsichtsrats im Wege der Rechtsfortbildung um Annexkompetenzen	117
a) Hilfgeschäfte des Aufsichtsrats als Beispiel für eine anerkannte Annexkompetenz im Aktienrecht	119
b) Grundsätze zur Annexkompetenz im Staatsorganisationsrecht	121
c) Allgemeine Kriterien zur Konkretisierung einer Annexkompetenz im Kapitalgesellschaftsrecht	123
aa) Übertragbarkeit der Grundsätze aus dem Staatsorganisationsrecht in das Aktienrecht	124
bb) Kriterienkatalog zur Bestimmung von Annexkompetenzen im Kapitalmarktrecht	125
d) Begründung von Annexkompetenzen im Wege der Methodenlehre	127
aa) Methodische Grundsätze zur Auslegung	128
bb) Methodische Grundsätze der Rechtsfortbildung	129
4) Zwischenergebnis: Maßstäbe für die Herleitung von Annexkompetenzen zur Kommunikation mit dem Kapitalmarkt	130
a) Methodische Rückkoppelung an geschriebene Kompetenznormen	130
b) Kapitalmarktkommunikation des Aufsichtsrats ist der Rechtsfortbildung zugänglich!	132

VIII. Teleologische Argumente für eine Annexkompetenz zur Kapitalmarktkommunikation des Aufsichtsrats	134
1) Kommunikation des Aufsichtsrats birgt Vorteile für Unternehmen und Investoren	135
2) Unterschiede zwischen monistischer und dualistischer Struktur stehen nicht entgegen	136
3) Kein Entgegenstehen des dualistischen Kompetenzgefälles	140
a) Professionalisierung der Überwachungsaufgabe	141
aa) Überwachung und Beratung auch ex ante und Beratung bei der strategischen Unternehmensplanung	141
bb) Gesteigerte Verantwortlichkeit des Aufsichtsrats nach §§ 111, 116, 93 AktG	144
cc) Beteiligung an der Unternehmensleitung	146
dd) Unterstützung durch den Abschlussprüfer	148
b) Professionalisierung der Funktion Aufsichtsrat	149
4) Zwischenfazit	151
a) Zwischenfazit: Sachgerechte Wahrnehmung der Kontrollaufgabe erfordert Information über Investorenbelange	151
b) Keine starre Trennung von Leitung und Kontrolle der Kapitalmarktkommunikation	154
5) Kein Verbot zur Kapitalmarktkommunikation auf Grund der Kategorisierung des Aufsichtsrats als „Innenorgan“	157
a) Aktienrecht regelt Außenkontakte des Aufsichtsrats!	158
aa) Prüfungsbericht des Aufsichtsrats nach § 171 Abs. 2 AktG und Erläuterung durch den Aufsichtsratsvorsitzenden nach § 176 Abs. 1 S. 2 AktG	158
bb) Autonome Erklärungen des Aufsichtsrats nach § 161 Abs. 1 AktG, § 289a HGB	160
b) Aufsichtsrat und Aufsichtsratsvorsitzender in der Öffentlichkeit	161
c) Zwischenergebnisse	163
aa) Zwischenergebnis: Begriffliche Einordnung als Innenorgan für Kompetenzabgrenzung nicht zielführend	163

bb) Zwischenergebnis: Informeller Austausch mit der Öffentlichkeit und dem Kapitalmarkt anerkannt	164
cc) Zwischenergebnis: Realakt bedarf keiner Vertretungsmacht	166
6) Informationsaustausch als Korrelat zur Kontrollverantwortung institutioneller Investoren	166
a) Kapitalmarktkommunikation des Aufsichtsrats als Grundsatz guter <i>Corporate Governance</i> nach Ziff. 5.2 Abs. 2 DCGK	166
b) Akt-RL verpflichtet auch Deutschland zur Investorenkontrolle	168
c) Verantwortung institutioneller Investoren wird Grundsatz Guter <i>Corporate Governance</i> nach dem DCGK	170
d) Zwischenergebnis	171
7) Der Aufsichtsrat ist ein durch die Aktionäre legitimiertes Organ!	171
C. Ergebnis: Kapitalmarktkommunikation durch den Aufsichtsrat im Rahmen seiner Sachkompetenzen ist zulässig!	174
Zweiter Teil Inhalte und Grenzen für eine zulässige Kapitalmarktkommunikation durch den Aufsichtsrat	178
A. Kompetenzielle Grenzen für die Kapitalmarktkommunikation	178
I. Allgemeine Schranken aus der gesetzlichen Kompetenzverteilung	180
1) Kommunikationsleitung des Vorstands	180
2) Loyalitätspflicht gegenüber Gesellschaft und Vorstand	181
3) One Voice Policy	182
4) Information des Vorstands	183
II. Einzelne Aufsichtsratskompetenzen und ihre inhaltlichen Grenzen für die Annexkompetenz zur Kommunikation	184
1) Investorendialog zur retrospektiven Überwachungsaufgabe	184
a) Vermittlung von Informationen aus dem Aufsichtsrat gegenüber Investoren	185
aa) Investorendialog zu den Inhalten des Aufsichtsratsberichts	186

aaa.	Kein Entgegenstehen der Aktionärsversammlung als Adressat	186
bbb.	Ermessensgerechte Erläuterung der Berichtsthemen im Individualdialog	187
bb)	Dialog über Inhalte der Entsprechungserklärung zum DCGK	188
b)	Vermittlung von Investoreninformationen in den Aufsichtsrat	190
aa)	Passives Entgegennehmen von Informationen	192
bb)	Einbezug in den Vorstandsdialog nach dem Vorbild des UKCGC	192
cc)	Investoren als Quelle vorstandsunabhängiger Informationsversorgung des Aufsichtsrats	194
aaa.	Der Vergleich zum Gesellschaftsmitarbeiter als Quelle vorstandsunabhängiger Information	194
bbb.	Ein Vergleich zu Dritten als Quelle vorstandsunabhängiger Information	196
ccc.	Zwischenergebnis: Investoren als erforderliche Informationsquelle zur sachgerechten Überwachung	196
c)	Praktische Beispiele für den Dialog zur retrospektiven Überwachungsaufgabe	198
aa)	Dialog zur Ausgestaltung des Überwachungsprozesses und der Binnenorganisation	198
aaa.	Dialog zur Vorbereitung auf die Hauptversammlung	199
bbb.	Keine Bindung des Aufsichtsrats an Investorenstandards	200
bb)	Dialog zu internen Kontrollsystemen	201
d)	Zwischenfazit: Dialogbefugnisse zur retrospektiven Überwachung	202
2)	Investorendialog zur Unternehmensstrategie im Grenzbereich zwischen Vorstand und Aufsichtsrat	203
a)	Meinungsstand zum Strategiedialog	205
b)	Analyse der konkurrierenden Zuständigkeitsbereiche	206
aa)	Das Initiativrecht zur Strategieentwicklung als Grenze jeden Aufsichtsratshandelns	206

bb)	Gemeinsame Aufgabe mit qualitativ differenziertem Beitrag	207
c)	Abgestufte Dialogbefugnisse im Strategiebereich	208
aa)	Informationsmittlung zum Beratungsprozess und der Rolle des Aufsichtsrats	208
bb)	Informationsmittlung zu Inhalten der Unternehmensstrategie im direkten Spannungsfeld zum Vorstand	209
aaa.	Allgemeine und wiederholende Markt- und Strategieaussagen sind zulässig	209
bbb.	Eigene Einschätzung im Bereich der Unternehmensstrategie nur in Abstimmung mit dem Vorstand	210
(i)	Kein Ausschluss des eigenständigen Aufsichtsratsdialogs	211
(ii)	Zwischenergebnis: Zustimmungsvorbehalt des Vorstands für die Kommunikation der aufsichtsrats eigenen Einschätzung	211
(iii)	Zwischenergebnis: Leitlinien für den Dissensfall	212
cc)	Informationsmittlung in den Aufsichtsrat für eine sachgerechte Beratungsaufgabe	214
aaa.	Beratung erfordert Informationsniveau nahe des Vorstands	215
bbb.	Zustimmungspflichtiges Informationsrecht gegenüber Investoren	216
d)	Maßstäbe zur Kommunikation im Bereich strategischer Maßnahmen mit Zustimmungspflicht des Aufsichtsrats	217
aa)	Übertragbarkeit der Ergebnisse zur Beratung auf den Dialog um zustimmungspflichtige Maßnahmen	218
bb)	Ausgestaltung des Investorendialogs über zustimmungspflichtige Maßnahmen	219
aaa.	Dialoggegenstände vergleichbar der Beratungsaufgabe	219
bbb.	Besondere Zustimmungsverantwortung des Aufsichtsrats korreliert mit gesteigerter Dialogverantwortung	221



ccc. Zwischenergebnis: Zustimmungspflicht hat erhöhte Verantwortung des Aufsichtsrats zu berücksichtigen	223
3) Zwischenfazit: Dialogbefugnisse zu geteilten Kompetenzen	223
4) Investorendialog zu ausgewählten strategischen und zustimmungspflichtigen Entscheidungen	225
a) Dialog zu <i>Compliance</i> -Untersuchungen	225
aa) Äußerst zurückhaltende Kommunikation zur Überwachung von <i>Compliance</i> -Untersuchungen	226
bb) Kommunikation zur eigenen <i>Compliance</i> -Verantwortung des Aufsichtsrats bei Fehlverhalten des Vorstands	227
cc) Kommunikation zur ersatzweisen <i>Compliance</i> -Verantwortung des Aufsichtsrats bei Befangenheit des Vorstands	229
b) Untergeordnete Rolle des Aufsichtsrats bei M&A-Verhandlungen des Vorstands mit einem externen Transaktionspartner	229
aa) Der Austausch mit dem Transaktionspartner ist ausschließliche Leitungsaufgabe	230
bb) Austausch mit Investoren im Zusammenhang mit der Zustimmungsverantwortung bedarf der Absprache mit dem Vorstand	231
cc) Due Diligence	233
c) Keine abweichenden Ergebnisse für eine Transaktion mit einem Aktionär	234
d) Kommunikationsverantwortung des Aufsichtsrats bei konkreten Finanzierungsvorhaben	235
aa) Auf den Vorstand abgestimmte Kommunikation zur Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital	235
aaa. Kapitalmarktkommunikation des Vorstands zur Vorbereitung der Kapitalmaßnahme	236
bbb. Abgestimmte Einschätzung des Aufsichtsrats gegenüber bestehenden Investoren	237
bb) Beschränkte Übertragbarkeit auf nicht zustimmungspflichtige Finanzierungsvorhaben	238

5) Investorendialog zur Zusammensetzung und Vergütung des Aufsichtsrats	239
a) Dialog des Aufsichtsrats im Unternehmensinteresse erforderlich	240
b) Dialog zur Besetzung des Aufsichtsrats	241
aa) Umfassende Kommunikation zur Zusammensetzung des Aufsichtsrats	242
bb) Umfassende Kommunikation bei der Kandidatenauswahl	243
aaa. Kommunikation zum Besetzungsprozess	244
bbb. Austausch zu Einzelkandidaten	244
(i) Präsentation eigener Kandidaten ist zulässig	244
(ii) Ermessensgerechte Berücksichtigung von Investorenkandidaten	246
(a) Grenze der Kommunikation ist unzulässige Vorwegbindung des Aufsichtsrats	246
(b) Berücksichtigung von Investorenvorschlägen für einen ermessensgerechten Kandidatenvorschlag	247
(iii) Vorschlag von Alternativkandidaten	248
c) Dialog zum Vergütungssystem des Aufsichtsrats	249
aa) Fehlende Sachkompetenz zur Begründung einer Kommunikationskompetenz	250
bb) Kommunikation im Rahmen einer delegierten Verteilungszuständigkeit	251
6) Investorendialog zu Bestellung, Abberufung und Vergütung des Vorstands	252
a) Sachgerechte Information des Kapitalmarkts zum Personalthema Vorstand nur durch den Aufsichtsrat	253
b) Inhalte für den Dialog zur Ernennung des Vorstands	254
aa) Grenze der Kommunikation ist unzulässige Vorwegbindung des Aufsichtsrats	254
bb) Dialog zur Zusammensetzung des Vorstands	255
cc) Dialog zur Kandidatenauswahl von Kompetenz erfasst	256
aaa. Nachfolgeplanung in Zusammenarbeit mit dem Vorstand	257

bbb. Faktischer Einfluss und Vorschlagsrechte der Aktionäre	258
ccc. Zwischenergebnis: Dialog zu Einzelkandidaten vorbehaltlich einer ermessensgerechten Personalentscheidung	259
dd) Dialog über die Zuweisung von Geschäftsbereichen	259
c) Dialog zur Abberufung des Vorstands	260
aa) Vertrauensentzug bleibt Hauptversammlungszuständigkeit	260
bb) Zurückhaltung bei der Information über den Rücktritt eines Vorstandsmitglieds	262
d) Dialog zur Vergütung des Vorstands	263
aa) Dialog zur Festsetzung der Vergütung	265
aaa. Keine Einschränkung des Dialogs zum Vergütungssystem auf Grund der Hauptversammlungszuständigkeit	266
bbb. Investorendialog sichert Zustimmung der Hauptversammlung	269
ccc. Keine Einschränkung des Dialogs zur individuellen Vergütung auf Grund der Hauptversammlungszuständigkeit	270
bb) Dialog im Rahmen der Herabsetzung der Vergütung	271
7) Zwischenfazit: Dialogbefugnisse um die Personalkompetenz	272
8) Investorendialog zur Bestellung des Abschlussprüfers	274
B. Grenzen aus dem Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre	276
I. Grundsatz der informationellen Gleichbehandlung im Aktiengesetz	276
II. Das Nachinformationsrecht in § 131 Abs. 4 S. 1 AktG als Ausdruck der Gleichbehandlung	278
1) Meinungsstreit zu den Voraussetzungen des § 131 Abs. 4 S. 1 AktG	279
2) Auskunftserzwingungsverfahren steht Auslegung nach dem Gleichbehandlungsgebot nicht entgegen	281
III. Bevorzugte Informationserteilung außerhalb des Schutzbereichs einer Gleichbehandlung	282

IV. Kontaktaufnahme und Entgegennahme von Information außerhalb der Geltung des Gleichheitssatzes?	284
1) Gesetzlicher Geltungsbereich des Gleichheitssatzes	285
2) Eine Gleichmachung der Aktionäre ist nicht Aufgabe der Gesellschaft	286
3) Zwischenfazit: Jede Dialogsituation ist am Gleichbehandlungsgrundsatz zu messen	287
V. Sachliche Rechtfertigung bevorzugter Informationerteilung durch den Aufsichtsrat	288
1) Vorbereitung der Hauptversammlung als sachliches Differenzierungskriterium	291
a) Vorausinformationen durch den Vorstand gerechtfertigt vor Grundlagenentscheidungen der Hauptversammlung	291
b) Übertragbarkeit der Grundsätze auf Vorausinformationen durch den Aufsichtsrat zur Vorbereitung einer Hauptversammlung	293
aa) Abstimmungspflicht bei initiativer Vorstandskompetenz auch für die Investorenauswahl	293
aaa. Abstimmungspflicht bei Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital	294
bbb. Abweichungen bei der regulären Kapitalerhöhung	295
ccc. Maßstäbe für die abstimmungspflichtige Entscheidung	295
bb) Eigene Kompetenzen des Aufsichtsrats mit Zustimmungspflicht der Hauptversammlung	296
aaa. Vorschlagsrecht zur Wahl der Mitglieder des Aufsichtsrats und des Abschlussprüfers	296
bbb. <i>Say on pay</i> Votum der Hauptversammlung	297
cc) Eigene Berichterstattung des Aufsichtsrats an die Hauptversammlung	298
2) Die Vorbereitung besonderer gesellschaftsrechtlicher Maßnahmen als Differenzierungskriterium	299
a) Gerechtfertigte Vorausinformation durch den Vorstand und ihre Übertragbarkeit auf die Dialogbefugnisse des Aufsichtsrats	299

b) Grundlagenentscheidungen ohne Hauptversammlungszustimmung im originären Zuständigkeitsbereich des Aufsichtsrats	301
aa) Die Personalentscheidung als sachliche Rechtfertigung	301
bb) Information über den Rücktritt eines Vorstandsmitglieds sachlich gerechtfertigt?	302
cc) Zustimmungspflicht des Aufsichtsrats als sachliche Rechtfertigung	304
dd) Compliance Verantwortung des Aufsichtsrats als sachliche Rechtfertigung	304
3) Generelles Informationsprivileg für bedeutende institutionelle Investoren sachlich gerechtfertigt?	305
a) Ermessensgerechtes Informationsprivileg für institutionelle Investoren im Vorstandsdiallog	306
aa) Investor Relations sind zentrales Unternehmensinteresse	306
bb) Wünschenswerte Verwaltungskontrolle bedeutender Investoren	307
cc) Besonderes Interesse an institutionellen Investoren	308
aaa. Anlageinteressen vereinbar mit Unternehmensinteressen	308
bbb. Bevorzugter Austausch mit institutionellen Investoren international geregelt	309
ccc. Deutsche Annäherung mit der Akt-RL	310
ddd. Zwischenfazit: Ermessensgerechte Bevorzugung institutioneller Investoren durch den Vorstand ist sachgerecht	311
b) Gleichlauf der Ergebnisse für einen institutionalisierten Dialog institutioneller Investoren mit dem Aufsichtsrat	312
c) Zwischenergebnis	314
VI. Anspruch auf Nachinformation aus § 131 Abs. 4 S. 1 AktG auch bei sachwidriger Vorabinformation durch den Aufsichtsrat?	315
1) Vorstandshandeln als Voraussetzung der herrschenden Meinung und der jüngsten Rechtsprechung	316
2) Der Gesellschaft zurechenbares Verhalten	317

3) Anpassung des Nachinformationsrechts auf das aktuelle Investor Relations-Verständnis konsequent	318
4) Zwischenergebnis: § 131 Abs. 4 S. 1 AktG auch auf Informationen des Aufsichtsrats anwendbar!	319
5) Maßnahmen zur effizienten Informationsversorgung auch außerhalb der Hauptversammlung	320
a) Nachinformationsanspruch garantiert keine effiziente Gleichbehandlung	320
b) Kein Auskunftsverlangen außerhalb der Hauptversammlung	321
c) Sachgerechte Nachinformation der übrigen Aktionäre über das Internet	322
C. Grenzen aus dem Grundsatz der aktienrechtlichen Verschwiegenheit	323
I. Der Vorstand als Herr der Geschäftsgeheimnisse	325
1) Maßstäbe für eine Offenlegung von vertraulichen Informationen gegenüber Investoren	326
a) Verschwiegenheit über objektive Geheimnisse oder vertrauliche Angaben	327
b) Offenlegung bei überwiegendem Gesellschaftsinteresse	328
2) Zwischenergebnis	330
II. Informationshoheit des Aufsichtsrats über vertrauliche Angaben aus der originären Sphäre	330
1) Rechtsprechung und Literatur befürworten Dispens im Aufsichtsrat	331
2) Beschränkung der Dispositionsbefugnis auf Beratungsgeheimnisse ist unzutreffend	332
3) Eigene Ermessensentscheidung des Aufsichtsrats zur Selbstbefreiung	333
III. Zwischenergebnis: Dispositionsbefugnis des Aufsichtsrats über vertrauliche Angaben im Investorendialog	334
IV. Der Vertraulichkeitsdispens im Dialog des Aufsichtsrats	334
1) Dispositions- sowie Kommunikationsbefugnis richtet sich nach dem jeweils ausschließlichen Zuständigkeitsbereich	334
2) Ausschließliche Dispositionsbefugnis des Vorstands für zustimmungspflichtige Geschäfte und Strategiethemata	336
3) Vertraulichkeit bleibt indisponibel Einzelfallentscheidung	338

V. Vertraulichkeitsschranke für ausgewählte Dialogsituationen	339
1) Vertraulichkeit von individuellen Personalbelangen	339
a) Schutz der Verschwiegenheit von Information über Einzelkandidaten	339
aa) Dispositionsbefugnis des Kandidaten über Eigeninteressen	340
bb) Disposition des Aufsichtsrats über Gesellschaftsinteressen	342
b) Verschwiegenheitsinteresse am Rücktritt eines Aufsichtsrats- oder Vorstandskandidaten	343
aa) Interesse an später Offenlegung vs. Vorbereitung der neuen Personalie	343
bb) Interessenabwägung zu Gunsten der Offenlegung bei Sicherung der Vertraulichkeit	344
c) Offenlegung der Individualvergütung ist gerechtfertigt, soweit gesetzliche Transparenzpflichten reichen	345
aa) Keine Vertraulichkeitsschranke für die Aufsichtsratsvergütung	345
bb) Offenlegung der individuellen Vorstandsvergütung im Rahmen der gesetzlichen Transparenzverpflichtungen gerechtfertigt	345
cc) Regelmäßig kein Gesellschaftsinteresse an einer gesetzesübersteigenden Offenlegung der individuellen Vorstandsvergütung	346
2) Vertraulichkeit von Transaktionsvorhaben	347
a) Transaktionsvorhaben als Geschäftsgeheimnis des Vorstands	347
b) Verschwiegenheitsvorbehalt für die Offenlegung aufsichtsrats eigener Dokumente in der <i>Due Diligence</i>	349
3) Begrenzung des Aufsichtsratsberichts durch Vertraulichkeitsaspekte und ihre Auswirkung auf den Investorendialog	350
a) Berichterstattung des Aufsichtsrats an die Hauptversammlung bis zur Grenze des § 131 Abs. 3 AktG	351
aa) Berichterstattung zur allgemeinen Überwachung	352
bb) Detaillierte Berichterstattung zu Überwachungsmaßnahmen	352

cc) Die Vertraulichkeitsschranke aus § 131 Abs. 3 AktG	353
dd) Zwischenergebnis	355
b) Beschränkte Übertragung der Verschwiegenheitsgrenzen auf den vertrauensvollen Einzeldialog	355
Dritter Teil Die Binnenorganisation zur Umsetzung der <i>Investor Relations</i> -Verantwortung im Aufsichtsrat	358
A. Zuständigkeitsverteilung zwischen Plenum, Kapitalmarktausschuss und Aufsichtsratsvorsitzendem für die Ausführung des Investorendialogs	358
I. Aufsichtsratsvorsitzender oder Gesamtaufsichtsrat?	358
1) Gremiovorbehalt gegenüber Aufsichtsratsvorsitzendem als Gesprächspartner der Praxis	358
a) Zuständigkeit des Aufsichtsratsvorsitzenden ist vorherrschender Meinungsstand	358
b) Die gesetzliche Zuständigkeitsverteilung	360
aa) Zuständigkeitsvorbehalt zu Gunsten des Plenums	360
bb) Abgeleitete Zuständigkeiten des Vorsitzenden	361
c) Investorendialog grundsätzlich in der Zuständigkeit des Plenums	363
aa) Zuständigkeitsregel in der Sachkompetenz als richtiger Ansatzpunkt	363
bb) Originäre Zuständigkeit des Vorsitzenden widerspricht Gesetzessystematik	364
cc) Delegation löst Widerspruch zum Gremiovorbehalt	366
d) Zwischenergebnis	368
2) Maßstäbe für die Delegation von Plenumsbefugnissen	368
a) Delegationsrahmen für Willenserklärungen beschränkt sich auf „Abgabe“ der Erklärung	369
b) Grundsätze zu Willenserklärungen auf den Realakt der Kommunikation nur eingeschränkt übertragbar	370
c) Zwischenfazit: Umfassende Delegation nur innerhalb klarer Grenzen	372
aa) Definierter Ermessensspielraum des Vorsitzenden auch für bestimmte Willenserklärungen	372



bb)	Erst-Recht-Schluss-Übertragung auf Realakte der Kapitalmarktkommunikation	374
II.	Umfang und Grenzen für eine Delegation von Kompetenzen zur Kommunikation mit Investoren	374
1)	Dialogführung des Aufsichtsratsvorsitzenden innerhalb klarer Grenzen des Gremiums	375
a)	Grundlagenbeschluss über das „ob“ der Kommunikation	375
b)	Konkreter Rahmen für das „wie“ der Kommunikation	375
aa)	Zulässige Themen für den Investorendialog	376
bb)	Kriterien für die Auswahl des Dialogpartners	377
2)	Bedeutende Kommunikationssituationen verbleiben dem Gremienvorbehalt!	378
a)	Dialog über die Teilnahme an strategischen Entscheidungen unter Abstimmung mit dem Vorstand	379
aa)	Gremienzuständigkeit setzt gefundene Ergebnisse fort	380
bb)	Plenumsentscheidung verringert Haftungsrisiko im Aufsichtsrat	380
cc)	Plenumsentscheidung ermöglicht Abstimmung mit dem Vorstand	381
b)	Dialog unter der Offenlegung vertraulicher Informationen	382
aa)	Gremienbeschluss für vertrauliche Informationen aus der Sphäre des Aufsichtsrats	382
bb)	Gremienbeschluss vor Offenlegung vertraulicher Informationen	383
III.	Organisationsrechtliche Umsetzung	383
1)	Beschlussfassungen und Mehrheitsanforderung für das Gremium	384
2)	Exkurs: Errichtung eines Kapitalmarktausschusses	385
a)	Aufgaben und Zuständigkeiten für einen Kapitalmarktausschuss	386
aa)	Keine Schranke auf Grund geschriebener oder ungeschriebener Delegationsverbote	386

bb) Gremium delegiert verbleibende Kommunikationskompetenzen	389
aaa. Grundlagenbeschluss über das „ob“ der Kommunikation verbleibt beim Plenum	389
bbb. Übertragung der fortlaufenden Aufgaben zur Kapitalmarktkommunikation unter Ausführung des Vorsitzenden	390
b) Besetzung des Kapitalmarktausschusses	391
aa) Investor Relations-Kompetenz und Aufsichtsratsvorsitzender als Ausschussvorsitzender	392
bb) Unabhängige Mitglieder	393
cc) Keine Arbeitnehmervertretung im Kapitalmarktausschuss	393
c) Interaktion mit Vorstand, Aufsichtsrats- und Ausschussmitgliedern und der <i>Investor Relations</i> -Abteilung	394
3) Informationsfluss zwischen Ausschuss, Plenum und Vorstand	396
a) Informationsaustausch mit dem Vorstand	396
b) Informationsaustausch mit dem Plenum	397
B. Kapitalmarktkommunikation des Aufsichtsrats verankert in einer Kommunikationsordnung als Regelwerk zwischen Vorstand und Aufsichtsrat	398
I. Kommunikationsordnung als Geschäftsordnung des Aufsichtsrats	399
1) Rechtsnatur der Geschäftsordnung ist Parallelwertung zur Informationsordnung	399
2) Abstimmungsbedürftigkeit zwischen Vorstand und Aufsichtsrat als Besonderheit der Kommunikationsordnung	401
3) Kommunikationsordnung in der Geschäftsordnung des Aufsichtsrats verankert	402
4) Zwischenergebnis	403
II. Vorschlag für eine Kommunikationsordnung	403

Vierter Teil Zusammenfassung und Thesen	411
Erster Teil Kommunikation mit Investoren – eine erfolgserprobte Zielmarke deutscher Vorstandsetagen wird zur neuen Herausforderung für Aufsichtsräte	411
A. Entwicklung von <i>Investor Relations</i> zur notwendigen Leitungsfunktion in der Aktiengesellschaft	411
B. Kapitalmarktkommunikation des Aufsichtsrats zwischen praktischem Können und gesetzlichem Dürfen	412
Zweiter Teil Inhalte und Grenzen für eine zulässige Kapitalmarktkommunikation durch den Aufsichtsrat	416
A. Kompetenzielle Grenzen für die Kapitalmarktkommunikation	416
B. Grenzen aus dem Grundsatz zur Gleichbehandlung der Aktionäre	421
C. Grenzen aus dem Grundsatz der aktienrechtlichen Verschwiegenheit	424
Dritter Teil Die Binnenorganisation zur Umsetzung der <i>Investor Relations</i> -Verantwortung im Aufsichtsrat	426
A. Zuständigkeitsverteilung zwischen Plenum, Kapitalmarktausschuss und Aufsichtsratsvorsitzendem für die Ausführung des Investorendialogs	426
B. Kapitalmarktkommunikation des Aufsichtsrats verankert in einer Kommunikationsordnung als Regelwerk zwischen Vorstand und Aufsichtsrat	429
Schrifttum	431



# Einführung

## A. Problemstellung

„Der Aufsichtsratsvorsitzende sollte in angemessenem Rahmen bereit sein, mit Investoren über aufsichtsratspezifische Themen Gespräche zu führen.“<sup>1</sup>

Diese Anregung wurde im April 2017 in den Kreis der anerkannten Standards für eine gute und verantwortungsvolle Unternehmensführung in der deutschen Aktiengesellschaft aufgenommen. Auf den ersten Blick fehlt es an Konsistenz mit dem herkömmlich deutschen Rechtsverständnis von *Investor Relations*-Verantwortung.

Für den englischen Begriff *Investor Relations* kennt die deutsche Rechtslehre zunächst kein Äquivalent. Diese Tatsache transportiert ihre eigene Aussage. Dass die deutsche Aktiengesellschaft heute wie selbstverständlich die Beziehung zu ihren Anteilseignern hegt und pflegt und dabei insbesondere ihre institutionellen Investoren mit Informationen versorgt, darf nicht darüber hinwegtäuschen, dass erst die Öffnung der Aktienmärkte in den 90er Jahren deutsche Unternehmen dazu animierte, was international längst etabliert war. Orientiert am internationalen Publizitätsverständnis der einflussreichen institutionellen Investoren erkannten deutsche Unternehmen erst spät die Notwendigkeit von gezielter Vermittlung des Unternehmenswerts an die eigenen Aktionäre als Indikator für einen langfristig stabilen Aktienkurs. Etabliert hat sich die Verantwortung für eine ordnungsgemäße Pflege des Kapitalmarkts zunächst unter der Leitung des Vorstands<sup>2</sup>: dem Vorstand obliegt zum einen die Pflicht, den stetig steigenden Publizitätspflichten aus Gesetz und Börsenordnung gerecht zu werden und darüber hinaus die Kür, gezielt die Beziehung zu bedeutenden Inves-

---

1 Ziff. 5.2 Abs.2 Deutscher *Corporate Governance* Kodex in der Fassung vom 24.4.2017 abrufbar unter <http://www.dcgk.de/de/kodex.html>.

2 Für die Zuordnung als Leitungsaufgabe: *Hopt/Roth* in: Großkommentar, AktG, § 111 Rn. 245; *Arnold* in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, § 19 Rn. 28; *Leyens*, Information des Aufsichtsrats, 385; *Lutter*, Information und Vertraulichkeit im Aufsichtsrat, Rn 401ff.; *Koch*, AG 2017, 129, 131; *Leyendecker-Langner*, NZG 2015, 44, 45; *Fleischer/Bauer/Wansleben*, DB 2015, 360, 363; *Vetter*, AG 2014, 387, 392; *Fleischer*, ZGR 2009, 505, 508; "Investor Relations sind Chefsache"; *Seibt*, Börs.Zt. v. 17.6.2017, 9, 9; *Schaefer*, NZG 2007, 900, 900.

toren zu pflegen. Deshalb war es in der deutschen Aktiengesellschaft auch herkömmlich der Vorstand, der sich in regelmäßigem Turnus den Anmerkungen der Investoren zur strategischen Ausrichtung des Unternehmens stellte.

Einmal etabliert stellen internationale Anforderungen die *Investor Relations*-Praxis in Deutschland vor eine neue Herausforderung. International investierte institutionelle Investoren geben sich nicht mehr mit dem Vorstand als Ansprechpartner zufrieden, sondern forderten in den letzten Jahren intensiv das Gespräch auch mit dem Aufsichtsrat.<sup>3</sup> Bekannt und bewährt übertragen institutionelle Investoren Standards aus der ihnen vertrauten monistischen Gesellschaftsstruktur. Denn das monistische System regelt den Dialog mit Vertretern des gesamten Führungsgremiums, sowohl mit dem Management als auch mit dem Vorsitzenden der überwachenden Direktoren.

Das internationale Transparenzverständnis, übersetzt in einen Dialog zwischen Investor und Aufsichtsrat, tangiert die Aktiengesellschaft allerdings in ihren gesetzlichen Grundfesten über die Verteilung von Zuständigkeiten und Kompetenzen. Die Geschehnisse der deutschen Aktiengesellschaft verantwortet nicht ein Gremium, sondern zwei Organe: der Vorstand, der die Gesellschaft leitet und der Aufsichtsrat, der seine Geschäftsführung überwacht.<sup>4</sup> Das gesetzliche Verständnis der Kompetenzverteilung begründet die zentralen Fragen für die Zulässigkeit von Kapitalmarktkommunikation des Aufsichtsrats: Ist die Leitungsverantwortung des Vorstands für die Information des Kapitalmarkts streng von einem Aufga-

---

3 *Kremer* in: *Kremer/Bachmann/Lutter/v. Werder*, Rn. 1269; *Bommer/Steinbach*, BOARD 2013, 219, 220; *Drinhausen/Marsch-Barner*, AG 2014, 337, 349; *Grunewald*, ZIP 2016, 2009, 2009; *Leyendecker-Langner*, NZG 2015, 44, 44, *Fleischer/Bauer/Wansleben*; DB 2015, 360, 360, 362; *Vetter*, AG 2014, 387, 387f.; *Vetter*, AG 2016, 873, 874; *Stöbr* in: *Grundeis/Zaumseil*, Der Aufsichtsrat im System der Corporate Governance, 325f.; *Degenhart*, Der Aufsichtsrat 2017, 100, 100; *Rahlmeyer*, Der Aufsichtsrat 2015, 144, 144; *Gentz*, Rede zur 15. Konferenz Deutscher Corporate Governance Kodex, S. 8, abrufbar unter: <http://www.dcgk.de/de/kommission/die-kommission-im-dialog/deteilansicht/reden-der-15-konferenz-deutscher-corporate-governance-kodex.html>; *Bortenlänger*, BOARD 2014, 71, 71; *Drygala* in: *Schmidt/Lutter*, AktG, § 107 Rn. 25; *Krämer*, Der Aufsichtsrat 2017, 18, 18.

4 Allgemeine Auffassung zur Kompetenzabgrenzung: *Lutter/Krieger/Verse*, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, § 1 Rn. 3; *Jäger*, Aktiengesellschaft, § 20 Rn. 1; *Hüffer*, AktG, § 76 Rn. 4f., § 111 Rn. 1; *Seibt* in: *Schmidt/Lutter*, AktG, § 76 Rn. 1; *Drygala* in: *Schmidt/Lutter*, AktG, § 111 Rn. 4; *Habersack* in: *MüKo*, AktG, § 111 Rn. 1; *Kort* in: *Großkommentar*, AktG, vor § 76 Rn. 2; *Mertens* in: *Kölner Kommentar*, AktG, vor § 76 Rn. 2.