

Schriften des Augsburg Center for  
Global Economic Law and Regulation

Arbeiten zum Internationalen Wirtschaftsrecht  
und zur Wirtschaftsregulierung



Pirmin J. Schauer

# Aufsichtsratskommunikation

Ein Beitrag zur Definition der Rolle des Aufsichtsrats  
und seines Vorsitzenden im Bereich der Investor Relations  
einer kapitalmarktorientierten Aktiengesellschaft



**Nomos**

**Augsburg Center  
for Global  
Economic Law and Regulation**



Augsburger Zentrum  
für Internationales Wirtschaftsrecht  
und Wirtschaftsregulierung

Centre pour  
le droit international et la régulation  
économiques, Augsburg

Schriften des Augsburg Center for  
Global Economic Law and Regulation

Arbeiten zum Internationalen Wirtschaftsrecht  
und zur Wirtschaftsregulierung

herausgegeben von

Prof. Dr. Thomas M. J. Möllers, Universität Augsburg

Prof. Dr. Matthias Rossi, Universität Augsburg

Band 84

Pirmin J. Schauer

# Aufsichtsratskommunikation

Ein Beitrag zur Definition der Rolle des Aufsichtsrats  
und seines Vorsitzenden im Bereich der Investor Relations  
einer kapitalmarktorientierten Aktiengesellschaft



**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.: Augsburg, Univ., Diss., 2021

ISBN 978-3-8487-8133-1 (Print)

ISBN 978-3-7489-2549-1 (ePDF)

1. Auflage 2021

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2021. 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 wunderbaren frau in liebe gewidmet*



## Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde von der Juristischen Fakultät der Universität Augsburg im Wintersemester 2020/2021 als Dissertation angenommen. Gesetzgebung, Rechtsprechung und Literatur wurden bis Dezember 2020 berücksichtigt.

Mein aufrichtigster Dank gilt meinem akademischen Lehrer, Herrn Professor Dr. *Thomas M.J. Möllers*, der diese Arbeit nicht nur angeregt hat, sondern mich während meiner gesamten Assistenzzeit an seinem Lehrstuhl fachlich und persönlich auf großartige Weise gefördert und unterstützt hat. Herrn Professor Dr. *Michael Kort* danke ich sehr herzlich für seine Bereitschaft, die Zweitbegutachtung der Arbeit zu übernehmen. Ich fühle mich geehrt, dass die Herausgeber der Schriften des ACELR, Herr Professor Dr. *Thomas M.J. Möllers* und Herr Professor Dr. *Matthias Rossi* diese Arbeit in die Reihe aufgenommen haben.

Meine Kollegen haben die „Lehrjahre“ an der juristischen Fakultät zu einem ganz besonderen Lebensabschnitt gemacht. Besonders danke ich Dr. *Natalie Höck* und *Dominic Merk*, die mir zu jeder Zeit fachlich und freundschaftlich verbunden zur Seite standen. Darüber hinaus bin ich Dr. *Tobias Madel* zu herzlichem Dank verpflichtet. Seine stete Bereitschaft zu fachlicher Diskussion und seine klugen Anmerkungen waren überaus wertvoll.

Meine Eltern *Sylvia* und *Hermann Herz* haben mich nicht nur während der Entstehung dieser Arbeit vorbehaltlos unterstützt, sondern mich darüber hinaus während meiner gesamten Ausbildung mit Hingabe gefördert. Sie haben mir Möglichkeiten eröffnet, für die ich immer dankbar sein werde. Meine Großmutter *Klara*, meine Schwester *Frederike* und mein Bruder *Andre* sind mir zu jeder Zeit ein wertvoller Rückhalt gewesen. Danke für Alles! *Thomas Buchschuster* bin ich innigst dankbar für seine stete Unterstützung und unsere unvergleichliche Freundschaft. Der unermüdliche Zuspruch und die Unterstützung meiner wundervollen Frau *Anja Schauer* haben die Promotion vom ersten Tag an vorangetrieben – ihr sei diese Arbeit gewidmet.

Augsburg im Januar 2021

Pirmin J. Schauer, LL.M. (Cambridge)



# Inhaltsverzeichnis

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## *Inhaltsverzeichnis*

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

## Abkürzungsverzeichnis

A.A./a.A.	andere Ansicht
a.a.O.	am angegebenen Ort
ABl.	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für civilistische Praxis (Zeitschrift)
a.E.	am Ende
AG	Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG 1937/Aktiengesetz 1937	Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien (Aktiengesetz) v. 30.1.1937, RBGl. I, S. 107.
Aktionärsrechte-RiL II	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, ABl. L 132 vom 20.5.2017, S. 1–25.
Aktionärsrechte-RiL	Richtlinie 2007/36/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. Juli 2007 über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften, ABl. L 184 vom 14.7.2007, S. 17–24.
AR	Der Aufsichtsrat (Zeitschrift)
Aufl.	Auflage
BB	Betriebsberater (Zeitschrift)
BC	Zeitschrift für Bilanzierung, Rechnungswesen und Controlling (Zeitschrift)
Bd.	Band
beckOGK	beck-online.Großkommentar
Beschl.	Beschluss
BGBI.	Bundesgesetzblatt, hrsg. vom Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz
BGH/BGHZ	Bundesgerichtshof; Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen (amtliche Sammlung)
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (Zeitschrift)
BR-Drs.	Deutscher Bundesrat – Drucksache

## Abkürzungsverzeichnis

BT-Drs.	Deutscher Bundestag – Drucksache
BVerfG/BVerfGE/BVerfGK	Bundesverfassungsgericht; Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts (amtliche Sammlung); Kammerentscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
bzw.	beziehungsweise
CA 2006/Company Act	Companies Act 2006 (An Act to reform company law and restate the greater part of the enactments relating to companies; to make other provision relating to companies and other forms of business organisation; to make provision about directors' disqualification, business names, auditors and actuaries; to amend Part 9 of the Enterprise Act 2002; and for connected purposes) v. 8. November 2006, <a href="https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents">https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents</a> .
CEO	Chief Executive Officer
CRIM-MAD	Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie), ABl. L 173 vom 12.6.2014, S. 179–189.
DAI	Deutsches Aktieninstitut e.V.
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex (soweit nicht anderweitig spezifiziert in der Fassung v. 16. Dezember 2019)
DIRK	Deutscher Investor Relations Verband e.V. (ehemals: Kreis)
DÖV	Die öffentliche Verwaltung (Zeitschrift)
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
ECGI	European Corporate Governance Institute
et al.	und andere (et alii, et aliae, et alia)
EU	Europäische Union
EuR	Europarecht (Zeitschrift)
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
f./ff.	(fort-) folgender/folgende/folgendes
F.A.Z.	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FS	Festschrift (für)

Gesellschaftsrechts-RiL	Richtlinie (EU) 2017/1132 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über bestimmte Aspekte des Gesellschaftsrechts, ABL. L 169 vom 30.6.2017, S. 46–127.
GmbHR	Die GmbH-Rundschau (Zeitschrift)
Großkomm	Großkommentar
GRUR	Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht (Zeitschrift)
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
Hinweisbeschl.	Hinweisbeschluss
h.L.	herrschende Lehre
h.M.	herrschende Meinung
Hrsg.	Herausgeber
Hs.	Halbsatz
i.E.	im Ergebnis
i.V.m.	in Verbindung mit
JA	Juristische Arbeitsblätter (Zeitschrift)
JuS	Juristische Schulung (Zeitschrift)
JW	Juristische Wochenschrift (Zeitschrift)
JZ	Juristenzeitung (Zeitschrift)
Kapital-RiL	Richtlinie 2012/30/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. Oktober 2012 zur Koordinierung der Schutzbestimmungen, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften im Sinne des Artikels 54 Absatz 2 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter für die Gründung der Aktiengesellschaft sowie für die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten, ABL. L 315 vom 14.11.2012, S. 74–97.
KK	Kölner Kommentar
KSzW	Kölner Schrift zum Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
LG	Landgericht
lit.	littera
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen

## Abkürzungsverzeichnis

MAR/Marktmissbrauchsverordnung	Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl. L 173 vom 12.6.2014, S. 1–61.
Marktmissbrauchs-RiL	Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. L 96 vom 12.4.2003, S. 16–25.
MünchKomm	Münchener Kommentar
NJW	Neue Juristische Wochenschrift (Zeitschrift)
NVwZ	Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht (Zeitschrift)
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (Zeitschrift)
OLG	Oberlandesgericht
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht (Zeitschrift)
RdA	Recht der Arbeit (Zeitschrift)
RGBL	Reichsgesetzblatt
RGZ	Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen
Rn.	Randnummer
S.	Seite (alternativ im Rahmen von Gesetzeszitatzen: Satz)
sec.	Section
SE-Verordnung	Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE), ABl. L 294 vom 10.11.2001, S. 1–21.
Slg.	Sammlung der Rechtsprechung des Gerichtshofes und des Gerichts Erster Instanz
sog.	sogenannter/sogenannte/sogenanntes
SZW	Schweizer Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht

Transparenz-RiL	Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. L 390 vom 31.12.2004, S. 38–57.
UAbs.	Unterabsatz
Übernahme-RiL	Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote, ABl. L 142 vom 30.4.2004, S. 12–23.
Urt.	Urteil
USA	Vereinigte Staaten von Amerika
v.	von/vom
Vereinigtes Königreich/UK	Vereinigtes Königreich von Großbritannien und Nordirland
vgl.	vergleiche
VGR	Wissenschaftliche Vereinigung für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht e.V.
WM	Wertpapiermitteilungen – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht (Zeitschrift)
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (Zeitschrift)
ZCG	Zeitschrift für Corporate Governance (Zeitschrift)
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht (Zeitschrift)
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (Zeitschrift)
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
ZVersWiss	Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft (Zeitschrift)
ZVglRWiss	Zeitschrift für vergleichende Rechtswissenschaft (Zeitschrift)
ZZP	Zeitschrift für Zivilprozess (Zeitschrift)



## Einleitung – Phänomenologie eines aufsichtsratsgeführten Investorendialogs

Die Corporate Governance einer börsennotierten Aktiengesellschaft unterliegt einem stetigen Wandel. Immer wieder werden tradierte Vorgehensweisen hinterfragt, innovative Mechanismen erprobt und internationale Standards implementiert. Während die Rahmenbedingungen sich stetig verändern, muss das Recht sich anpassen, manchmal gar völlig neu erfinden. Die Entwicklung des Rechts verläuft insoweit parallel zur Veränderung der ökonomischen Wirklichkeit – wenngleich zumeist mit einem kleinen Rückstand, den das deliberative Verfahren der Gesetzgebung zwangsläufig mit sich bringt. Wenn das Recht sich zu weit von den Standards der Praxis, von der gelebten Corporate Governance, entfernt, wird schnell der Vorwurf laut, es sei unpraktisch und lebensfremd.

Eines dieser Phänomene sich wandelnder Erwartung an die aktienrechtliche Corporate Governance ist Gegenstand dieser Arbeit: die Aufsichtsratskommunikation.<sup>1</sup> Im vergangenen Jahrzehnt wurde es zunehmend üblich, dass der Aufsichtsrat und insbesondere sein Vorsitzender aktiv den Kontakt zu bedeutenden Investoren suchen oder zumindest deren Anfragen nach persönlichen Gesprächen stattgeben. Sukzessive hat der Aufsichtsrat auf diese Weise eigene Investor Relations entwickelt, die nun neben den allgemeinen (vom Vorstand verantworteten) Investor Relations der Gesellschaft stehen.

---

\* Alle zitierten Internetseiten waren bei Abschluss des Manuskripts abrufbar.

1 Die im Verlauf dieser Arbeit häufig genutzten Begriffe der Aufsichtsratskommunikation, der Investor Relations und der Investorengespräche werden nach dem folgenden Begriffsverständnis verwendet: die Aufsichtsratskommunikation stellt einen Oberbegriff für jede öffentliche und nicht-öffentliche Stellungnahme (gleichwelcher Form) durch den Aufsichtsrat dar. Die Investor Relations umfassen ein spezifisches Instrumentarium an Maßnahmen, die der allgemeinen Vertrauenspflege zu den Anteilseignern und zum Markt dienen. Investorengespräche sind eine spezifische Maßnahme der Investor Relations, die einen bilateralen, nicht-öffentlichen Dialog umfasst.

I. Von fordernden Investoren und nachgiebigen Aufsichtsräten

Triebfeder dieser Entwicklung war in erster Linie ein völlig neues Selbstverständnis der an deutschen Aktiengesellschaften beteiligten Investoren. Besonders prägnant brachte *Larry Fink*, CEO von BlackRock, diese Haltung auf den Punkt. In einem Brief an die Vorstände und Direktoren der Gesellschaften, an denen BlackRock beteiligt ist, forderte er nicht nur ein Ende kurzfristig profitorientierten Denkens und eine Rückbesinnung der Unternehmen auf ihre soziale Aufgabe in der Gesellschaft, sondern er machte auch deutlich, dass Investoren diese Entwicklung künftig als wichtige Partner aktiv begleiten und dabei ihr eigenes Know-how einbringen sollen:

„The time has come for a new model of shareholder engagement – one that strengthens and deepens communication between shareholders and the companies that they own.“<sup>2</sup>

Ein ganz entscheidender Aspekt dieses (neuen) Selbstverständnisses von Investoren ist die Erwartung, in die Unternehmensplanung und die strategische Ausrichtung miteinbezogen zu werden und zu diesem Zwecke auch bilaterale Gespräche mit Vertretern des Unternehmens – wozu nach der Vorstellung der Investoren in einer Aktiengesellschaft der Vorstand und der Aufsichtsrat zählen – zu führen.<sup>3</sup> Während inländische Investoren in der Vergangenheit in dieser Hinsicht wohl noch zurückhaltender agierten, transportieren internationale Investoren dieses Selbstverständnis zunehmend auch in den deutschen Markt. Schon angesichts der Bedeutung internationaler Investoren im DAX dürfte dies kaum überraschen.<sup>4</sup>

---

2 Siehe den vollständigen Brief auf <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/2018-larry-fink-ceo-letter>. Dort heißt es unter anderem weiter: „Where activists do offer valuable ideas – which is more often than some detractors suggest – we encourage companies to begin discussions early, to engage with shareholders like BlackRock, and to bring other critical stakeholders to the table. But when a company waits until a proxy proposal to engage or fails to express its long-term strategy in a compelling manner, we believe the opportunity for meaningful dialogue has often already been missed.“

3 Exemplarisch *N.N.*, FAZ v. 16.4.2013, S. 19: „Britischer Fondsmanager F&C wünscht besseren Dialog“.

4 Siehe dazu EY, Pressemitteilung v. 26.6.2019, [https://www.ey.com/de\\_de/news/2019/06/immer-mehr-dax-aktien-in-auslaendischer-hand](https://www.ey.com/de_de/news/2019/06/immer-mehr-dax-aktien-in-auslaendischer-hand), wonach durchschnittlich knapp 55 % der Aktien einer DAX-Gesellschaft in ausländischer Hand sind; ebenso *N.N.*, [goingpublic.de](https://www.goingpublic.de) v. 8.6.2020, <https://www.goingpublic.de/going-public-und-being-public/wem-gehört-der-dax/>. Es gilt der Grundsatz „Money knows no

Solche Gespräche liegen nicht nur im Interesse von (internationalen) Investoren.<sup>5</sup> Durch die Gespräche bekommt der Aufsichtsrat überhaupt erst die Möglichkeit, sich umfassend nach außen zu präsentieren. Noch immer ist die Arbeit vieler Aufsichtsräte für die (Kapitalmarkt-) Öffentlichkeit eine Blackbox. In der Folge wird diese öffentliche Unauffälligkeit bisweilen als Beteiligungslosigkeit oder gar Schwäche verstanden; bei Fehlentwicklungen in einem Unternehmen wird nicht selten sehr schnell mit dem Finger auf den Aufsichtsrat gezeigt und ein Überwachungsdefizit moniert. Nicht anders als der Öffentlichkeit wird es ein internationaler Investor empfinden, wenn sich Aufsichtsräte mit Verweis auf ein scheinbares rechtliches Kommunikationsverbot Gesprächen verweigern, wo der Investor es doch sonst gewohnt ist, neben dem CEO als Vertreter des Managements auch mit dem Chairman of the Board zu sprechen. Besonders drastisch ist die Situation in Krisenzeiten, weil die Folgen dann existenzbedrohlich werden können. Wenn etwa Fehlentwicklungen nicht entgegengewirkt wurde, kommt es schnell zu einer Vertrauenskrise, die schwerwiegende Auswirkungen auf die Stellung der Gesellschaft am Markt haben kann. Verloren gegangenes Vertrauen kann der Aufsichtsrat allerdings nicht zurückgewinnen, wenn er sich nicht öffentlich oder in bilateralen Gesprächen äußern kann, sondern ein „Hinterzimmerorgan“ verbleibt.

Mit persönlichen Gesprächen oder öffentlichen Äußerungen des Aufsichtsrats gehen sowohl Chancen als auch Gefahren einher. Zu den Risiken gehört selbstverständlich die hohe mediale Aufmerksamkeit und der Nachrichtenwert, wenn Aufsichtsräte sich aus der Deckung wagen und öffentlich Stellung beziehen, insbesondere wenn sie dabei besonders offensiv oder meinungsstark auftreten. Ein Negativbeispiel, das auch rechtlicher Aufarbeitung bedurfte, sind die Äußerungen von *Ferdinand Piëch*, die er im Rahmen des Übernahmeverfahrens zwischen der Porsche AG und der Volkswagen AG auf Sardinien tätigte. Gegenüber einer Runde Journalisten gab er an, er wisse nicht, wie hoch die Risiken der Übernahme für Porsche seien, eine Information, die er nach eigenen Angaben als einfaches Aufsichtsratsmitglied nicht beschaffen konnte, bevor er anschließend hinzufügte, „Porsche muss die grundlegenden Probleme selber lösen.“

---

fatherland [...] nor does information“, so schon *Drucker*, Post-capitalist society, 1993, S. 129 ff.; *Fleischer*, Gutachten F zum 64. Deutschen Juristentag 2002, S. 16. Besonders stark vertreten sind Investoren aus dem europäischen Ausland und aus Nordamerika.

5 So betont etwa *Hexel*, AR 2014, 121, dass auch die DGB-Mitgliedsgewerkschaften Aufsichtsratsvorsitzende zu Sondergesprächen eingeladen haben.

VW wird das nicht tun.“<sup>6</sup> Besondere Brisanz erhielten die Äußerungen aufgrund der Tatsache, dass *Ferdinand Piëch* sowohl Mitglied des Aufsichtsrats der Porsche AG als auch Aufsichtsratsvorsitzender der Volkswagen AG gewesen war. Umgekehrt können öffentliche Stellungnahmen des Aufsichtsrats aber auch zu einer Beruhigung in angespannten Situationen führen. Exemplarisch kann der Machtkampf im Vorstand der Volkswagen AG am Jahresende 2020 herangezogen werden. Der Vorstandsvorsitzende *Herbert Diess* ist im Rahmen eines internen Machtkampfs mit dem Betriebsrat in Bedrängnis geraten.<sup>7</sup> Die geschlossene und deutliche Unterstützungsbekundung des Aufsichtsrats hat hier zu einer deutlichen Beruhigung der Situation beigetragen und ermöglicht dem Vorstand, den Fokus künftig wieder auf seine Kernaufgaben zu legen.<sup>8</sup>

## II. Von Traditionalisten und Modernisten: Skepsis im Aktienrecht

Aus aktienrechtlicher Perspektive bereiten aufsichtsratsgeführte Investorengespräche und andere (öffentliche) Kommunikationsmaßnahmen gewisse Bauchschmerzen, war doch lange Zeit die Vorstellung vorherrschend, der Aufsichtsrat sei ein reines Innenorgan ohne eigenen Wirkungsbereich nach außen, der die Kapitalmarktkommunikation vollständig dem Vorstand zu überlassen habe. Innerhalb der Diskussion um die Zulässigkeit der Aufsichtsratskommunikation war an vielen Stellen zu spüren, dass der eigentliche Streitstand viel weiter reicht, als es diese Einzelfrage zunächst vermuten ließe. Es geht um nicht weniger als die Frage, inwieweit sich das deutsche Aktienrecht für internationale Standards der Corporate Governance öffnet und bereit ist, die tradierte Kompetenzordnung zu hinterfragen. Einerseits sehen sich zahlreiche Stimmen als *Traditionalisten*,

---

6 Siehe dazu *N.N.*, FAZ v. 1.3.2012, S. 12 mit Blick auf das Verfahren vor dem OLG Stuttgart; zur Sachverhaltsaufarbeitung siehe auch OLG Stuttgart, Urt. v. 29.2.2012, 20 U 3/11, BeckRS 2012, 5280. Zur juristischen Aufarbeitung des Übernahmeverfahrens siehe *Möllers*, NZG 2014, 361 ff.

7 Siehe dazu *Germis*, FAZ-online v. 1.12.2020, <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/vw-chef-herbert-diess-im-machtkampf-um-wolfsburg-17078275.html>.

8 Siehe dazu die Pressemitteilung des Aufsichtsrats der Volkswagen AG, <https://www.volkswagen-newsroom.com/de/pressemitteilungen/volkswagen-aufsichtsrat-beschliesst-konzern-vorstandspersonalien-und-neuorganisation-staerkerer-fokus-auf-kosten-geplant-6722/download>; außerdem *Germis*, FAZ-online v. 14.12.2020, <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/vw-aufsichtsrat-stuetzt-vorstandschef-herbert-diess-17102686.html>.

die sich vor allem für den Erhalt der bestehenden aktienrechtlichen Kompetenzordnung einsetzen wollten, der zufolge nach ihrer Ansicht jegliche Kommunikationskompetenz allein dem Vorstand zustehe. Auf der anderen Seite bildet sich eine Gruppe von (scheinbaren) *Modernisten*, die vor allem die Annäherung des Rechts an die Wirtschaftswirklichkeit und die Konvergenz zwischen deutscher Corporate Governance und internationalen Standards propagierten.<sup>9</sup>

Unweigerlich führt dies zu der Frage, ob das Aktienrecht sich damit nicht zu weit von der Praxis entfernt hätte. Pointiert fragt *Jens Koch* in einem seiner Beiträge zur Diskussion „Ist das deutsche Aktienrecht ‚lebensfremd‘?“<sup>10</sup> Zahlreiche Autoren würden an dieser Stelle wohl gerne beherzt bejahen; Der Vorwurf sei „kaum von der Hand zu weisen“, sollte sich das Aktienrecht tatsächlich dem von Investoren gewünschten Dialog verschließen.<sup>11</sup> Dabei sollte jedoch nicht vorschnell geurteilt werden: Lebensfremd wäre doch vor allem eine Regelung, die nicht alle Bedürfnisse der beteiligten Akteure berücksichtigt und sich nicht um einen Ausgleich aller relevanten Interessen bemüht.

Damit ist unweigerlich das Ziel dieser Arbeit definiert. Es ist zu untersuchen, welche Möglichkeiten das Aktienrecht de lege lata bereits für Investorengespräche des Aufsichtsrats bietet und wo solchen Gesprächen Grenzen gesetzt sind. Zugleich soll die Arbeit nicht an dieser Stelle stehen bleiben, sie will ebenso analysieren, welche Entwicklungsmöglichkeiten für das Aktienrecht bestehen und wie de lege ferenda noch intensiver auf die praktische Corporate Governance und die weltweiten Entwicklungen eingegangen werden kann.

---

9 Selbstverständlich führt diese strenge Lagerbildung zu einer deutlichen Überspitzung der Meinungslage, die es später deutlich feiner zu unterscheiden gilt, siehe § 6 II. Ähnlich ist die Lagerbildung auch bei *Hopt*, ECGI – Law Working Paper No. 365/2017, exemplarisch auf S. 6.

10 *Koch*, AG 2017, 129.

11 *Landsittel*, Investorenkommunikation, 2019, S. 121; ähnlich *Fleischer/Bauer/Wansleben*, DB 2015, 360, 364; *Mertens/Cahn*, in: KK-AktG, 3. Aufl. 2013, § 107 Rn. 61: „[...] weder zeitgemäß noch im Unternehmensinteresse erforderlich“; *Stöbr*, in: *Grundel/Zaumseil*, Der Aufsichtsrat im System der Corporate Governance, 2012, S. 311, 325; zurückhaltender *Bachmann*, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2016, 2017, S. 135, 143, der die Lebensfremdheit zwar nicht ausschließt, ihr aber argumentativ lediglich einen nicht näher erläuterten Reservecharakter beimisst.

### *III. Gang der Untersuchung*

Diese Arbeit widmet sich im Kern der Frage der kompetenzrechtlichen Zulässigkeit von Investor-Relations-Maßnahmen des Aufsichtsrats im Allgemeinen und von aufsichtsratsgeführten Investorengesprächen im Besonderen. Gleichwohl sollen über die Frage der Kommunikationskompetenz hinaus auch weitere kompetenzrechtliche Folgefragen beleuchtet werden, die für eine ganzheitliche Untersuchung des Phänomens aufsichtsratsgeführter Gespräche unumgänglich sind.

Die Arbeit ist dazu in drei Teile gegliedert. Zunächst ist die Ausgangslage zu analysieren (1. Teil). Es wird aufgezeigt, wie das Aktienrecht im Sinne guter Corporate Governance versucht, die Kompetenzbereiche von Vorstand und Aufsichtsrat einerseits klar voneinander zu trennen und andererseits – zur Verbesserung der Kontrolle durch Kompetenzverschränkung – Teilbereiche in die gemeinsame Verantwortung der Organe zu übertragen (§ 1). Sobald die Leitplanken der aktienrechtlichen Kompetenzordnung definiert worden sind, soll in einem zweiten Schritt thematisiert werden, inwieweit sich Kommunikationsmaßnahmen und Investor Relations im Allgemeinen in dieses System integrieren lassen. Dabei kommt man nicht umhin zu zeigen, welche Bedeutung Investor Relations aus betriebswirtschaftlicher Perspektive für ein Unternehmen haben und welche verschiedenen Ausprägungsformen diese annehmen können (§ 2). Investor Relations entsprechen einem tief in der aktienrechtlichen Corporate Governance verwurzelten Bedürfnis der Aktionäre – als wirtschaftliche Eigentümer des Unternehmens – mehr über die Arbeit der Leitungsorgane der Gesellschaft und die Lage der Gesellschaft zu erfahren. Wenn der Aktionär die Leitung der Gesellschaft in fremde Hände legt, entstehen Informationsasymmetrien, die das Gesetz versucht durch Informationsrechte wieder auszugleichen. Bestehen zwischen den Aktionären und dem Aufsichtsrat Informationsasymmetrien und welche Lösungsansätze sieht das Gesetz zu deren Verringerung vor? (§ 3) Der erste Teil der Untersuchung schließt mit einem Blick über die Grenzen des deutschen Aktienrechts hinaus in das Vereinigte Königreich (UK; § 4): Viele Investoren entstammen dem weiteren anglo-amerikanischen Rechtskreis und sind daher vor allem mit der dortigen Corporate Governance vertraut. Mithilfe einer funktionalen Rechtsvergleichung sollen die wichtigsten Parallelen und Unterschiede beleuchtet werden, um sodann Rückschlüsse auf die Übertragbarkeit der Vorschriften zum aufsichtsratsgeführten Investorendialog aus dem Recht des UK auf das deutsche Recht zu ziehen.

Der zweite Teil der Arbeit widmet sich der Kernfrage dieser Untersuchung, namentlich der kompetenzrechtlichen Zulässigkeit von aufsichtsratsgeführten Investorengesprächen (2. Teil). Dazu wird zunächst das einzige Regelwerk beleuchtet, das hierzu eine klar befürwortende Anordnung trifft, der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK). Diese Haltung des DCGK wird zum Anlass genommen, nicht nur die dort getroffene Regelung kritisch zu prüfen, sondern auch andere Leitlinien aus dem Bereich des Soft Law zu analysieren und auf deren rechtliche Bedeutung hin zu untersuchen (§ 5). Sodann soll sich der Blick auf das Aktienrecht und die Frage richten, inwieweit dieses einem aufsichtsratsgeführten Investorendialog entgegensteht. Im Anschluss an die rechtlichen Hürden werden die Möglichkeiten analysiert, inwiefern das Aktienrecht in dieser Frage der Rechtsfortbildung zugänglich ist (§ 6). Anders als im deutschen Aktienrecht vorgesehen, bricht das europäische Gesellschaftsrecht die Uniformität der Gesellschafter zunehmend auf und weist der Gruppe der institutionellen Investoren besondere Stewardship-Pflichten zu. Es gilt in diesem Zusammenhang die Bedeutung der Stewardship zu untersuchen und zu hinterfragen, ob mit diesen Pflichten auch besondere Rechte einhergehen (§ 7). Wenn es um kapitalmarktaktive Gesellschaften geht, darf das Kapitalmarktrecht nicht ausgeblendet werden. Daher ist es unverzichtbar zu prüfen, inwieweit kapitalmarktrechtliche Wertungen der gesellschaftsrechtlichen Kompetenzzuweisung widersprechen oder diese stützen (§ 8).

Im dritten Teil befasst sich die Arbeit schließlich mit der Frage, wie der Aufsichtsrat die im Gang dieser Untersuchung entwickelten Kommunikationskompetenzen wahrnehmen kann (3. Teil). Der Blick richtet sich zunächst auf die Art und Weise der Entscheidungsfindung ob der Aufsichtsrat im Rahmen der Investor Relations tätig werden möchte. Ein besonderer Fokus gilt dabei dem Verhältnis zum Vorstand und der Notwendigkeit der interorganschaftlichen Zusammenarbeit im Sinne einer einheitlichen Unternehmenskommunikation (§ 9). Obwohl der Aufsichtsrat als Kollegialorgan konzipiert ist, richten sich die Gesprächsanfragen von Investoren vorrangig an den Aufsichtsratsvorsitzenden. Daher wird dessen Stellung innerhalb des Organs näher analysiert und sodann Möglichkeiten aufgezeigt, wie der Aufsichtsrat seinen Vorsitzenden mit der Gesprächsführung betrauen kann (§ 10). Der dritte Teil der Arbeit schließt mit einer Untersuchung der Grenzen der Informationsweitergabe. Diese wurden schon vielfach mit Fokus auf den (allein) kommunizierenden Vorstand thematisiert, seltener allerdings unter Berücksichtigung eines an der Unternehmenskommunikation beteiligten Aufsichtsrats. Ein besonderer Fokus gilt in diesem Zusammenhang der Aktionärsgleichbehandlung und

den Möglichkeiten, besonders wichtigen oder engagierten Aktionären eine informationelle Vorzugsbehandlung einzuräumen (§ 11).

Zum Abschluss der Arbeit werden die wesentlichen Ergebnisse zusammengefasst. Außerdem soll der Blick in die Zukunft gerichtet werden, indem die Perspektiven der Aufsichtsratskommunikation im speziellen und die Entwicklungsmöglichkeiten der aktienrechtlichen Corporate Governance im Allgemeinen beleuchtet werden (§ 12).

#### IV. Empirie – Der Status quo

Um dieses umfangreiche Vorhaben mit empirischen Daten zu unterfüttern, wird zum Auftakt dieser Arbeit im Folgenden zunächst der status quo analysiert.

Viele Unternehmen halten Investorengespräche des Aufsichtsrats für eine faktische Notwendigkeit, die aus der zunehmenden Internationalisierung der Aktionärsstruktur und der gesteigerten Bedeutung institutioneller Aktionäre aus dem anglo-amerikanischen Raum folgt. Nichtsdestotrotz darf nicht unberücksichtigt bleiben, dass diese Gespräche für die meisten Aufsichtsräte eine ungewohnte Aufgabe darstellen werden und bis dato regelmäßig ein Fremdkörper in der allgemeinen Investor-Relations-Politik eines Unternehmens sind. Interessant ist daher ein Überblick über die Stimmungslage in deutschen Aufsichtsräten im Hinblick auf diese Gespräche und verschiedene Fragen im Zusammenhang mit dem Problemfeld. Bis dato wurden mehrere Studien und Untersuchungen veröffentlicht, die die Haltung und Stimmungslage unter Aufsichtsräten und in Gesellschaften untersuchen.<sup>12</sup>

Bei der Kondensation der Haupteckdaten aus diesen Studien gibt es einige Unsicherheitsfaktoren. Zunächst ist zu beachten, dass der Faktor Zeit für einige Verzerrungen gesorgt haben könnte. Während die Debatte um die rechtliche Zulässigkeit von Investorengesprächen durch den Aufsichtsrat in der juristischen Diskussion flächendeckend bereits seit 2014 zu entdecken ist, hat die intensive Diskussion um die Äußerungen des DCGK

---

12 Hengeler Müller/Heiner Thorborg, Aufsichtsräte in Deutschland, 2017; Noerr/Hering Schuppener/von Werder, Die Rolle des Aufsichtsrats in der Krisenkommunikation, 2018; Tietz/Hammann/Hoffmann, AR 2019, 69 ff.; Rubwedel/Weitzel, AR 2018, 69 ff.; Probst/Theisen, AR 2014, 154 ff.; Probst/Theisen, AR 2016, 154 ff.; aus kommunikations- und wirtschaftswissenschaftlicher Perspektive Nieber, Die neue Rolle des Aufsichtsrates in der Kapitalmarktkommunikation, 2017.

zu deren Zulässigkeit im Herbst 2016 alle Beteiligten noch einmal gesondert sensibilisiert. Die Aussagen des DCGK und seiner Regierungskommission kommt eine hohe öffentliche Beachtung zu. Daher ist es nicht auszuschließen, dass sich das Stimmungsbild unter den Unternehmensvertretern verändert hat. Es scheint insbesondere denkbar, dass Aufsichtsräte die Zulässigkeit und Erforderlichkeit der Gespräche nach den Ausführungen des DCGK nicht mehr gesondert in Frage stellen.

Ein weiteres Problem ist die hohe Varianz in der Methodik der bisherigen Untersuchungen. So reichen die unterschiedlichen Ansätze von leitfadenbasierten Expertengesprächen<sup>13</sup>, strukturierten Interviews<sup>14</sup> über schriftliche Umfragen<sup>15</sup> bis hin zur empirischen Untersuchung von veröffentlichten Geschäftsordnungen der Aufsichtsräte, Corporate-Governance-Berichten<sup>16</sup> und Presstexten<sup>17</sup>. Ebenso divergiert der Adressatenkreis, der von den Meinungsumfragen oder für Experteninterviews überhaupt erst angesprochen wurde erheblich.<sup>18</sup>

Zuletzt können nicht alle Studien für sich in Anspruch nehmen, repräsentativ zu sein, insbesondere ob der Tatsache, dass der Rücklauf regelmäßig überschaubar ist.<sup>19</sup> Die ohnehin schon sehr kleinen Stichproben werden zusätzlich dadurch in ihrer Aussagekraft geschwächt, dass etwa

---

13 Noerr/Hering Schuppener/von Werder, Die Rolle des Aufsichtsrats in der Krisenkommunikation, 2018, S. 35; Nieber, Die neue Rolle des Aufsichtsrates in der Kapitalmarktkommunikation, 2017, S. 64 f.

14 Probst/Theisen, AR 2014, 154; Probst/Theisen, AR 2016, 154.

15 Hengeler Müller/Heiner Thorborg, Aufsichtsräte in Deutschland, 2017, S. 4; Tietz/Hammann/Hoffmann, AR 2019, 69, 70.

16 Ruhwedel/Weitzel, AR 2018, 69 ff.

17 Noerr/Hering Schuppener/von Werder, Die Rolle des Aufsichtsrats in der Krisenkommunikation, 2018, S. 38 f.

18 So etwa alle Aufsichtsräte in DAX, MDAX und SDAX-Unternehmen (Hengeler Müller/Heiner Thorborg, Aufsichtsräte in Deutschland, 2017, S. 4 f.), nicht näher bestimmte Aufsichtsräte, die teilweise Mandate bei Gesellschaften im Prime Standard haben (Probst/Theisen, AR 2014, 154; Probst/Theisen, AR 2016, 154), ausgewählte Aufsichtsratsvorsitzende (Noerr/Hering Schuppener/von Werder, Die Rolle des Aufsichtsrats in der Krisenkommunikation, 2018, S. 35), in Deutschland tätigen IR-Praktikern (Tietz/Hammann/Hoffmann, AR 2019, 69, 70) oder einem ausgewählte Experten, die selbst nicht unbedingt Aufsichtsräte sein mussten, sondern lediglich faktisch sehr nah am Problemkreis der Investorendialog arbeiten (Nieber, Die neue Rolle des Aufsichtsrates in der Kapitalmarktkommunikation, 2017, S. 64 ff. mit einer Übersicht der Befragten Experten und deren Stellung in ihrem Unternehmen auf S. 66).

19 Hengeler Müller/Heiner Thorborg, Aufsichtsräte in Deutschland, 2017, S. 5 nimmt trotzdem an, dass sich die Ergebnisse trotz der sehr kleinen Stichprobe verallgemeinern lassen; eher zurückhaltend hingegen Noerr/Hering Schuppener/von Wer-

zwischen Aufsichtsräten, die von der Anteilseignerseite bestellt wurden und Aufsichtsräten, die ihr Mandat im Rahmen der gesetzlichen Mitbestimmung wahrnehmen, eklatante Unterschiede in der Wahrnehmung der Investorenkontakte und deren Bewertung bestehen können. Je nach Zusammensetzung der Befragten können sich daher weitere Verschiebungen ergeben.

Diese Bedenken schließen den Nutzen bisheriger empirischer Forschung nicht aus, sie sind lediglich in der Analyse zu berücksichtigen. Im Folgenden werden daher die Hauptkenntnisse zahlreicher Studien und Umfragen vorgestellt.

## 1. Stimmungslage hinsichtlich aufsichtsratsgeführten Investorengesprächen

Es bietet sich an, mit der Grundfrage zu beginnen. Bereits mehrere Studien thematisierten die Frage, was Aufsichtsräte und Aufsichtsratsvorsitzende ganz generell von Investorengesprächen halten und ob sie diesen eher positiv oder negativ gegenüberstehen. Basierend auf einer Umfrage im Herbst 2014 stellten *Probst/Theisen* bereits zu diesem frühen Zeitpunkt fest, dass diese Frage polarisiert und die Aufsichtsräte in Deutschland spaltet.<sup>20</sup> Während 41,2 % der Befragten eine unmittelbare Kommunikation generell ablehnten, sprach sich immerhin eine relative Mehrheit von 47,1 % dafür aus, Investorengespräche „mit internationalen Investoren“<sup>21</sup> durchzuführen, solange bestimmte Grenzen eingehalten werden, etwa die Aktionärsgleichbehandlung.<sup>22</sup> Zwei Jahre später stellten dieselben Autoren eine ähnlich gelagerte Frage, als es um die Frage ging, ob der DCGK eine Aussage über den Investorendialog treffen sollte. Gleichwohl ist in dieser Konstellation zu beachten, dass es durchaus Aufsichtsräte geben könnte, die zwar grundsätzlich einem Dialog aufgeschlossen gegenüberstehen, aufgrund der bestehenden Rechtsunsicherheit eine Kodexempfehlung dazu aber ablehnen. In der Befragung im Herbst 2016 sprachen sich fast

---

*der*, Die Rolle des Aufsichtsrats in der Krisenkommunikation, 2018, S. 36, wonach die Erhebung nicht in Anspruch nehmen könne, repräsentativ zu sein.

20 *Probst/Theisen*, AR 2014, 154, 155; Teilnehmer der Umfrage waren 52 Aufsichtsräte mit durchschnittlich 3,56 Mandaten, die aus 185 Gesellschaften zu berichten wussten. 14 Teilnehmer waren überdies Aufsichtsrat einer Gesellschaft, die zu diesem Zeitpunkt im Prime Standard gelistet war.

21 So die eng gewählte Fragestellung von *Probst/Theisen*, AR 2014, 154, 155.

22 *Probst/Theisen*, AR 2014, 154, 155.

zwei Drittel der Befragten dagegen aus, dass der DCGK eine Empfehlung (die dem *comply or explain* Mechanismus des § 161 AktG unterliegt<sup>23</sup>) zum Investorendialog aufnehmen sollte. Lediglich 35,1 % der Befragten befürworteten eine solche Empfehlung. Als Gründe für die Zurückhaltung wurden unter anderem Zweifel an der rechtlichen Zulässigkeit und mit Blick auf das dualistische System und eine Hemmschwelle, in operative Angelegenheiten des Vorstands einzugreifen, genannt.<sup>24</sup> Dazu sehr gut passt eine weitere empirische Erkenntnis von *Probst/Theisen* aus ihrer Umfrage 2017. Gefragt nach einer möglichen weiteren Internationalisierung des DCGK sprach sich eine knappe relative Mehrheit von 46,3 % der Befragten gegen die weitere Annäherung des Kodex an internationale best practices aus (während 42,6 % dies befürworteten).<sup>25</sup> Berücksichtigt man den Umstand, dass auch die deutsche Diskussion um die Zulässigkeit und Notwendigkeit von Investorengesprächen des Aufsichtsrats hauptsächlich durch internationalen Druck von institutionellen Investoren entstanden ist, kann man der Frage nach der Internationalisierung durchaus auch eine Indizwirkung für den Investorendialog entnehmen. Durch alle Umfragen von *Probst/Theisen* zwischen 2014–2017 zieht sich daher das Muster, dass zwei in etwa gleich große Gruppen sich gegenüberstehen und die Investorengespräche jeweils eher positiv oder eher negativ sehen.

Bestätigt wurde dieses Ergebnis im Jahr 2017 zunächst durch eine Umfrage von *Hengeler Mueller/Heiner Thorborg*, die ergab, dass knapp 24 % der befragten Aufsichtsräte grundsätzlich eher positiv und ebenso viele eher negativ gegenüber dem Investorendialog eingestellt sind.<sup>26</sup> Bemerkenswert war hier insbesondere die große Unsicherheit bei den Befragten, sodass knapp 39 % angaben, in der Frage unentschieden zu sein und knapp 14 % gar keine Beurteilung vornehmen konnten, was insgesamt sogar die absolute Mehrheit der Teilnehmer ausmacht.<sup>27</sup> Dieses Ergebnis passt sehr gut, zur oben aufgezeigten kritischen Grundhaltung gegenüber einer Empfehlung im DCGK.

In einer neueren Untersuchung durch leitfragenorientierte Experteninterviews befragte die Rechtsanwaltskanzlei *Noerr* zwölf Aufsichtsratsvorsitzende von DAX, MDAX und SDAX-Unternehmen zu ihrer Haltung gegen-

---

23 Dazu ausführlich § 5 IV 2.

24 *Probst/Theisen*, Der Aufsichtsrat 2014, 154, 155; *Probst/Theisen*, Der Aufsichtsrat 2016, 154, 155.

25 *Probst/Theisen*, AR 2017, 154, 157.

26 *Hengeler Müller/Heiner Thorborg*, Aufsichtsräte in Deutschland, 2017, S. 12 f.

27 *Hengeler Müller/Heiner Thorborg*, Aufsichtsräte in Deutschland, 2017, S. 13.

über möglichen Kommunikationsmaßnahmen des Aufsichtsrats.<sup>28</sup> Ohne den jeweiligen prozentualen Anteil offenzulegen, ergab die Studie, dass sich die Aufsichtsratsvorsitzenden in zwei Gruppen unterteilen ließe: eine „konservative“ Gruppe, die Gesprächen eher kritisch gegenübersteht, und eine zweiten Gruppe, die das dualistische System eher „moderner“ interpretieren würde und Gesprächen eher aufgeschlossen gegenüberstehe.<sup>29</sup> Die Autoren erwecken jedoch insgesamt den Anschein, dass die zweite Gruppe leicht überwiegt: „Nach unserem bisherigen Eindruck [...] scheinen im Ergebnis viele Aufsichtsratsvorsitzende grundsätzlich zur Kommunikation bereit zu sein. Darauf deutet auch die steigende mediale Präsenz von Aufsichtsratsvorsitzenden hin.“<sup>30</sup> Nennenswert scheint darüber hinaus insbesondere, dass die befragten Aufsichtsratsvorsitzenden sich mit dem geltenden Rechtsrahmen scheinbar wohl fühlen und keinen unmittelbaren Änderungsbedarf anregen.<sup>31</sup> Die Studienbetreiber schließen daraus, dass die intensive juristische Diskussion der Thematik scheinbar bislang wenig praktische Auswirkung auf die Aufsichtsratspraxis gehabt hat.<sup>32</sup> In dieser wesentlichen Frage widerspricht die *Noerr*-Studie damit den Eindrücken aus vorherigen Untersuchungen.

## 2. Weitere empirische Erkenntnisse im Problemkreis des Investorendialogs

Gleichwohl ist nicht nur die Grundfrage nach der allgemeinen Meinung zu Investorengesprächen von Interesse, sondern auch eine Reihe weiterer

---

28 *Noerr/Hering Schuppener/von Werder*, Die Rolle des Aufsichtsrats in der Krisenkommunikation, 2018, S. 36. Die befragten Aufsichtsräte vertreten die Erfahrung aus 15 Unternehmen. Die Studie erhebt selbst nicht den Anspruch repräsentativ zu sein.

29 *Noerr/Hering Schuppener/von Werder*, Die Rolle des Aufsichtsrats in der Krisenkommunikation, 2018, S. 36.

30 *Noerr/Hering Schuppener/von Werder*, Die Rolle des Aufsichtsrats in der Krisenkommunikation, 2018, S. 36; im begleitend dazu erschienen Beitrag *Schilba/Theusinger*, NZG 2019, 521, 527 sprechen die Autoren davon, dass die Mehrheit der Aufsichtsratsvorsitzenden bereit sei, sich der Herausforderung der Kommunikation zu stellen.

31 *Noerr/Hering Schuppener/von Werder*, Die Rolle des Aufsichtsrats in der Krisenkommunikation, 2018, S. 37; *Schilba/Theusinger*, NZG 2019, 521, 527.

32 *Noerr/Hering Schuppener/von Werder*, Die Rolle des Aufsichtsrats in der Krisenkommunikation, 2018, S. 37; *Schilba/Theusinger*, NZG 2019, 521, 527.

Fragen, etwa zur konkreten Ausgestaltung der Gespräche oder zu deren künftiger Entwicklung.

Zunächst einmal hat eine Umfrage 2014 ergeben, dass die vom Aktiengesetz vorgesehenen, formalisierten Kommunikationsmaßnahmen in den Augen der Aufsichtsräte eine höhere Wertigkeit einnehmen als zusätzliche Kommunikationsakte. So sehen Aufsichtsräte den schriftlichen Aufsichtsratsbericht als die wichtigste Form der Kommunikation an, gefolgt von dessen Erläuterung im Rahmen der Hauptversammlung und sodann erst alle übrigen Kommunikationsakte wie etwa Investorengespräche.<sup>33</sup> Daran zeichnet sich der ungebrochene Fokus des Aufsichtsrats auf die Hauptversammlung ab. Es ist anzunehmen, dass sich daran auch heute nichts geändert hat, da nur im Forum der Hauptversammlung der Aufsichtsrat *alle* Aktionäre gleichermaßen anspricht.

Die Umfrage von *Tietz/Hammann/Hoffmann* fragte Aufsichtsräte danach, wie Gespräche in der Praxis tatsächlich vonstattengehen (so sie denn stattfinden), begonnen bei der Initiative zum Dialog bis hin zu den konkreten Gesprächsthemen.<sup>34</sup> So kam die Umfrage etwa zu dem Ergebnis, dass es zumeist die Investoren sind, die proaktiv auf eine Gesellschaft zugehen, um den Kontakt zum Aufsichtsrat zu fordern.<sup>35</sup> Deutlich seltener ergreift der Aufsichtsrat oder die Investor-Relations-Abteilung die Initiative zum Dialog. Ganz generell geben über 70 % der Befragten an, dass ihr Aufsichtsrat tatsächlich nach außen kommuniziert, lediglich 25,5 % verneinen dies.<sup>36</sup> Wenn ein Dialog stattfindet, dann ist es ganz überwiegend der Aufsichtsratsvorsitzende, der den Dialog führt (68,6 % aller Aufsichtsräte geben dies an); lediglich ein geringer Anteil der Aufsichtsräte berichtet, dass auch Ausschussvorsitzende den Dialog führen (2 %).<sup>37</sup> Dabei wird der Aufsichtsratsvorsitzende in der Hälfte der Fälle aktiv von der Investor-Relations-Abteilung unterstützt.<sup>38</sup> Die Investor-Relations-Abteilung begleitet dabei den Dialog unmittelbar oder wird zumindest im Zusammenhang mit dem Dialog beratend oder vorbereitend tätig. Nichtsdestotrotz ist auch festzustellen, dass die Investor-Relations-Abteilung mehr als einem

---

33 *Probst/Theisen*, AR 2014, 154.

34 *Holle*, ZIP 2019, 1895 ff. etwa nahm die Studie zum Anlass für seinen Beitrag über die zulässigen Gesprächsthemen im Dialog.

35 *Tietz/Hammann/Hoffmann*, AR 2019, 69, 70 f. Die Investoren formulieren ihre Forderung überwiegend gegenüber der Investor-Relations-Abteilung und nur seltener unmittelbar beim Aufsichtsrat.

36 *Tietz/Hammann/Hoffmann*, AR 2019, 69, 70.

37 *Tietz/Hammann/Hoffmann*, AR 2019, 69, 70.

38 *Tietz/Hammann/Hoffmann*, AR 2019, 69, 71.

Drittel der Fälle lediglich passiv durch Information ex post (20,6 %) oder überhaupt nicht (17,6 %) am Investorendialog beteiligt ist.<sup>39</sup> Der Investorendialog findet weit überwiegend als persönliches Gespräch statt (56,9 %), beliebt sind jedoch auch Telefonate (33,4 %) und der Kontakt via Email (24 %).<sup>40</sup> Außerhalb des bilateralen Verhältnisses von nur einem Investor und einem Vertreter des Aufsichtsrats sind auch Kommunikationsmaßnahmen durch die Presse (27,5 %) zu beobachten.<sup>41</sup> Die Teilnahme an Roadshows und Capital Market Days hat hierzulande hingegen noch weniger praktische Relevanz.<sup>42</sup>

Von besonderer Bedeutung im Rahmen der Diskussion um die Zulässigkeit des Investorendialogs sind die Themen die der Aufsichtsrat mit Investoren besprechen möchte. Wohl auch deswegen, haben *Tietz/Hammann/Hoffmann* die Befragten ein Ranking erstellen lassen, welche Themen mit welcher Priorität in Investorengesprächen erörtert werden. Im Ergebnis zeigt sich, dass die Unternehmensentwicklung und –strategie nicht nur der am häufigsten als „Thema Nr. 1“ aufgeführte Gesprächsgegenstand ist, sondern auch in über 55 % der Gespräche als eines der drei Top-Themen gelistet wird.<sup>43</sup> In 44 % der Gespräche wird das Thema Unternehmensentwicklung und –strategie hingegen gar nicht thematisiert.<sup>44</sup> Weitere Themen, die von zumindest einem Drittel der Befragten als eines der drei Top-Themen qualifiziert wurde sind die Vergütung des Vorstands, die Zusammensetzung des Aufsichtsrats, die Auswahl und Bestellung des Vorstands und allgemeine Corporate Governance Themen.<sup>45</sup> Andere Themen wie die Vergütung des Aufsichtsrats oder die Abschlussprüfung spielen in der Praxis nach Aussage der Befragten eine nachrangige Rolle.<sup>46</sup> Besonders wichtig ist hier allerdings eine Differenzierung. Die Autoren stellten fest, dass die Gewichtung der Themen in DAX-30-Unternehmen sich deutlich von den übrigen Befragten unterscheidet. In DAX-30-Unternehmen liegt der Fokus deutlich mehr auf originär vom Aufsichtsrat zu verantwortenden Bereichen, sodass die beliebtesten Themen hier die allgemeine Corporate Governance, die Zusammensetzung des Aufsichtsrats

---

39 *Tietz/Hammann/Hoffmann*, AR 2019, 69, 71.

40 *Tietz/Hammann/Hoffmann*, AR 2019, 69, 70.

41 *Tietz/Hammann/Hoffmann*, AR 2019, 69, 70.

42 *Tietz/Hammann/Hoffmann*, AR 2019, 69, 70.

43 *Tietz/Hammann/Hoffmann*, AR 2019, 69, 70.

44 *Tietz/Hammann/Hoffmann*, AR 2019, 69, 70.

45 *Tietz/Hammann/Hoffmann*, AR 2019, 69, 70.

46 *Tietz/Hammann/Hoffmann*, AR 2019, 69, 70.

und die Vergütung des Aufsichtsrats sind.<sup>47</sup> Insgesamt ist in neuerer Zeit insbesondere zu beobachten, dass der Investorendialog auch zur Beruhigung aktivistischer Aktionäre genutzt wird, denen zur Vermeidung von Konflikten bereits frühzeitig Möglichkeiten zum Dialog angeboten werden sollen.<sup>48</sup>

Abschließend gefragt nach den Entwicklungsperspektiven der Aufsichtsratskommunikation, stellte knapp die Hälfte der Befragten fest, dass sie eine Zunahme der Kommunikationsaufgaben für den Aufsichtsrat erwarten, während nur 5 % davon ausgehen, dass das Thema wieder an Bedeutung verlieren wird.<sup>49</sup> Bemerkenswert ist, dass die übrigen 45 % der Befragten davon ausgehen, dass sich der Investorendialog bereits jetzt ein Niveau erreicht hat, das sich vorerst nicht weiter verändern wird.<sup>50</sup> Hier schließt sich der Kreis zur oben festgestellten Spaltung, die die deutschen Aufsichtsräte in der generellen Frage um den Investorendialog teilt. Es ist wohl nicht davon auszugehen, dass der bereits jetzt kritische Teil der Aufsichtsräte diese Ansicht zeitnah aufgibt, um dann aktiv in Investorengespräche einzusteigen.

### 3. Der aufsichtsratsgeführte Investorendialog in der Unternehmensberichterstattung

Das weitgehend subjektive Meinungsbild aus den Befragungen von Aufsichtsräten kann um eine objektive Perspektive ergänzt werden, wenn die Unternehmensberichterstattung analysiert wird. Bereits für das Geschäftsjahr 2017 wurde untersucht, inwiefern DAX-30-Gesellschaften in von ihnen veröffentlichten Informationen über Investorengespräche des Aufsichtsrats berichten.<sup>51</sup> Die Autoren überprüften dazu die veröffentlichten Corporate-Governance-Berichte der DAX-30-Gesellschaften und (falls vorhanden) die veröffentlichten Geschäftsordnungen der Aufsichtsräte. Hinsichtlich der Geschäftsordnung als Vergleichswert war bereits festzu-

---

47 Tietz/Hammann/Hoffmann, AR 2019, 69, 70.

48 Probst/Theisen, AR 2019, 154, 157; auch Landsittel, Investorenkommunikation, 2019, S. 33 ff. widmet dem Phänomen des „Shareholder Activism“ ein ganzes Kapitel, in dem sie darlegt, dass Investorengespräche insbesondere der Umwerbung von aktivistischen Aktionären oder gar der Befriedung von bestehenden Konflikten dienen kann. Dazu auch § 2 III.

49 Tietz/Hammann/Hoffmann, AR 2019, 69, 71.

50 Tietz/Hammann/Hoffmann, AR 2019, 69, 71.

51 Rubwedel/Weitzel, AR 2018, 69 ff.

stellen, dass lediglich 13 von 30 Gesellschaften überhaupt eine Geschäftsordnung des Aufsichtsrats veröffentlichten, wovon nur 5 (also lediglich 17 % der DAX-30-Gesellschaften) eine Regelung zum Investorendialog enthielten.<sup>52</sup> Fernerhin haben vier weitere Gesellschaften in ihrem Corporate Governance Bericht zum Investorendialog Stellung genommen und darauf hingewiesen, dass ein solcher stattfindet.<sup>53</sup> Es bleibt damit zunächst festzuhalten, dass lediglich 9 von 30 Unternehmen überhaupt eine formale Angabe über den Investorendialog in ihrer Berichterstattung machen.<sup>54</sup> Auf der Gegenseite waren 2017 70 % der DAX-30-Gesellschaften ohne formelle Aussage über den Investorendialog.

#### 4. Ergebnisse

Im Zuge der Analyse des empirischen Materials lassen sich einige Grundtendenzen festhalten. Zunächst fällt auf, dass die deutschen Aufsichtsräte in der Frage des „ob“ eines Investorendialogs gespalten sind, wobei sich der Eindruck verfestigt hat, dass wohl eine knappe Mehrheit diesen grundsätzlich befürwortet. Dabei ist allerdings kaum zu leugnen, dass die Aufsichtsräte nach wie vor nicht vollends von der Rechtmäßigkeit und Erforderlichkeit der Gespräche überzeugt sind. Dies könnte auch dazu geführt haben, dass Studien eine erhebliche Skepsis gegenüber faktisch bedeutsamen Empfehlungen im DCGK zum aufsichtsratsgeführten Investorendialog entgegenbringen.

Diese subjektiven Vorbehalte ändern aber nichts an der Tatsache, dass der Aufsichtsrat – oftmals dem Drängen internationaler Investoren nachgebend – Investorengespräche tatsächlich führt. Über 70 % der Befragten bejahten diese Frage. Zumeist ist der Aufsichtsratsvorsitzende dabei von aufsichtsratsseitig beteiligt. Dabei ist auffällig, dass die Initiative häufig von den Investoren ausgeht und diese proaktiv nach persönlichen Gesprächen fragen; andere Gesprächsformen spielen hingegen eine untergeordnete Rolle. Thematisch unterscheiden sich die Gespräche bisweilen. Während in DAX-30-Gesellschaften allgemeine Themen der Corporate

---

52 *Ruhwedel/Weitzel*, AR 2018, 70. Insgesamt ist diese prozentuale Angabe jedoch wenig aussagekräftig, wenn weniger als 50 % der Gesellschaften überhaupt eine Geschäftsordnung veröffentlichten.

53 *Ruhwedel/Weitzel*, AR 2018, 70 f.

54 *Ruhwedel/Weitzel*, AR 2018, 71. Über ganz konkrete Gespräche berichten lediglich 17 % der Gesellschaften.

Governance die Gespräche dominieren, sind es in anderen börsennotierten Gesellschaften eher Fragen der allgemeinen Unternehmensführung und -strategie.

Unumstößlich zeigen die empirischen Daten also, *dass* der aufsichtsratsgeführte Investorendialog wie vielfach propagiert Realität ist. Gleichwohl keimen Zweifel an der Zulässigkeit auch unter den Aufsichtsräten, die seltener selbst proaktiv Gespräche initiieren und den DCGK eher zur Zurückhaltung ermahnen. Bringt man die Investorengespräche daher in Zusammenhang mit „guter Corporate Governance“ und „gelebter Praxis“<sup>55</sup>, muss auch diese andere, zweite Seite der Medaille beleuchtet werden.

Solange der Hinweis auf die „gelebte Praxis“ vor allem dazu gedacht ist, Aufsichtsräte zu einem „kleinen dogmatischen Ruck“<sup>56</sup> zu motivieren und rechtliche Zweifel zu überwinden, muss diesem Ansinnen klar widersprochen werden. Der pauschale Rekurs auf die gelebte Praxis ist dann nicht mehr als ein Ruf nach einer „normativen Kraft des Faktischen“, der richtigerweise ungehört bleiben muss: Am Ende geht es darum, dass die Praxis sich an die gesetzlichen Vorschriften hält, ohne diese nach eigenem Gutdünken zu verschieben.<sup>57</sup> In welcher Weise die gesetzlichen Vorschriften einen aufsichtsratsgeführten Investorendialog allerdings bereits jetzt zulassen wird Gegenstand dieser Arbeit sein.

---

55 So etwa die Behauptung der Regierungskommission DCGK in ihrer Pressemitteilung vom 14.2.2017 zur Verkündung der Kodexänderungen, S. 3, <https://www.dcgk.de/de/kommission/die-kommission-im-dialog/detailansicht/kodexaenderung-en-2017-beschlossen-vorsitzwechsel-zum-1-maerz.html>; außerdem *Initiative DSC*, AG 2016, R300; *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 728; *Bortenlänger*, BOARD 2014, 71; *Hexel*, AR 2014, 121 spricht von einer „schleichenden Praxis“; *Hopt*, ZGR 2019, 507, 526.

56 Etwas zynisch *Koch*, AG 2017, 129, 131; *Koch* kritisiert jedoch wohl nicht nur den dogmatischen Ruck in kompetenzrechtlicher Hinsicht, sondern auch den tatsächlichen Ruck in der Form, dass Aufsichtsräte auch ihre allgemeinen Bedenken überwinden sollten.

57 So *Koch*, AG 2017, 129, 130. Seiner Aussage immanent ist der Vorwurf, dass die Diskussion weniger an Rechtserkenntnis als an rechtlichen Wünschen entbrannt ist.

# Teil 1: Rechtliche und ökonomische Grundpfeiler der Informationsverteilung in Aktiengesellschaften

## § 1 Die aktienrechtliche Kompetenz- und Informationsordnung

### *I. Die zwingende Organtrias in der Aktiengesellschaft*

Der aufsichtsratsgeführte Investorendialog spielt in der Praxis bereits eine gewichtige Rolle. Die dagegen gerichteten Bedenken zweifeln in erster Linie an der Vereinbarkeit der Investorengespräche mit der aktienrechtlichen Kompetenzordnung. Mithin ist die Frage nach der Zulässigkeit eigener Investor Relations des Aufsichtsrats zuallererst eine Kompetenzfrage. Angesicht dieser Tatsache ist zunächst eine Fundamentalanalyse der aktienrechtlichen Kompetenzordnung mit Fokus auf den Grenzbereich zwischen Aufsichtsrat und Vorstand geboten. Wie sind die Kompetenzen zwischen den Organen konzeptionell aufgeteilt, welche Funktionen übernehmen die Organe und welche Verschiebungen und Aufweichungen sind im Querschnitt von Vorstand und Aufsichtsrat möglich? Jeder Eingriff in das Kompetenzgefüge der Aktiengesellschaft unterliegt dabei der Maxime des Balancerhalts.

Mit der Aktiengesellschaft wird vor allem das ökonomische Bedürfnis und die Leitidee einer großen Publikumsgesellschaft mit Kapitalsammel-funktion befriedigt.<sup>58</sup> Das Aktienrecht war ursprünglich als eine einheitliche Regelung gedacht, bedarf aber mittlerweile verschiedener Modifi-

---

58 *Fleischer*, ZIP 2006, 451, der das prägnante Bild des englischen Richters Lord Blackstone bemüht, der (im übertragenen Sinne) meint „Die Aktiengesellschaft ist wie die Themse, immer anderes Wasser, aber immer dieselbe Themse“; ebenso *Habersack*, in: MünchKomm-AktG, 5. Aufl. 2019, Einleitung Rn. 5; *Kort*, in: Großkomm-AktG, 5. Aufl. 2015, vor § 76 Rn. 10; *Hoffmann-Becking*, in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Bd. 4, 5. Aufl. 2020, § 2 Rn. 5; *Spindler*, in: MünchKomm-AktG, 5. Aufl. 2019, vor § 76 Rn. 1; *Koch*, Gesellschaftsrecht, 11. Aufl. 2019, § 29 Rn. 2.

zierungen für kapitalmarktaktive Gesellschaften durch das Kapitalmarktrecht.<sup>59</sup> Die (Organ-) Struktur einer Aktiengesellschaft ist vom Aktiengesetz uneingeschränkt zwingend vorgesehen. Vorgesehen sind drei Organe, die Hauptversammlung (§§ 119 ff. AktG), der Aufsichtsrat (§§ 95 ff. AktG) und der Vorstand (§§ 76 ff. AktG).<sup>60</sup> Die Verteilung und Abgrenzung von Kompetenzen ist erneut zwingend im Aktienrecht vorgeschrieben und kann nicht privatautonom modifiziert werden (sog. Satzungsstrenge, § 23 Abs. 5 AktG).<sup>61</sup> Die Verteilung der Kompetenzen auf die Organtrias versucht eine Machtbalance zwischen den Organen herzustellen<sup>62</sup> und gleichzeitig einen möglichst verlässlichen Rahmen für die effiziente Ausübung der Kompetenzen zu schaffen.<sup>63</sup> Nicht zu Unrecht vergleicht man das Gesellschaftsinnenrecht teilweise mit dem Staatsorganisationsrecht des Grundgesetzes.<sup>64</sup> Beide Regelungssysteme zielen in ihrer Kompetenzverteilung auf die Verwirklichung der staatsrechtlichen Prinzipien von Gewaltenteilung, Gewaltenverzahnung und Gewaltenkontrolle („checks and balances“).<sup>65</sup>

Vereinfacht gesagt richten sich die Kompetenzen nach deren Funktion: Der Vorstand ist das Exekutivorgan der Gesellschaft, er führt die Geschäfte der Gesellschaft. Dabei wird er vom Aufsichtsrat überwacht. Der Hauptversammlung ist der unmittelbare Einfluss auf die Geschäftsführung ver-

---

59 Von einer „Stammregelung mit Differenzierungen“ spricht daher *Fleischer*, ZIP 2006, 451, 454 unter Verweis auf eine ähnliche Beschreibung zum schweizerischen Recht, *Klätli*, SZW 1994, 135, 137.

60 So ausdrücklich BVerfG, Beschl. v. 7.11.1972, 1 BvR 338/68, BVerfGE 34, 103, 111; dazu *Crezelius*, ZGR 1980, 359, 365 f.; *Rittner*, JZ 1980, 113, 117 f.; *Schilling*, ZHR 144 (1980), 136, 140 sieht in der Belegschaft eines Unternehmens gar ein „viertes Unternehmensorgan“. Unter dem derzeitigen Aktienrecht ist es nicht möglich, die Organtrias durch ein einheitliches Board nach angloamerikanischem Vorbild aufzubrechen, siehe *Kort*, in: Großkomm-AktG, 5. Aufl. 2015, § 76 Rn. 5, vor § 76 Rn. 1 ff., 70 ff. Zu tatsächlicher Konvergenz von monistischem und dualistischem System siehe *Hopt*, ZHR 175 (2011), 444 ff.; *Davies/Hopt*, 61 American Journal of Comparative Law 301 ff. (2013).

61 *Spindler*, in: MünchKomm-AktG, 5. Aufl. 2019, § 76 Rn. 21.

62 *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, 14. Aufl. 2020, § 76 Rn. 5; *Möllers*, ZIP 1995, 1725, 1726; *Goette*, AG 2006, 522, 523.

63 *Spindler*, in: MünchKomm-AktG, 5. Aufl. 2019, vor § 76 Rn. 1.

64 *Möllers*, ZIP 1995, 1725, 1726; *Schwark*, in: FS Stimpel, 1985, S. 1087, 1090; so implizit auch *Schmidt*, Gesellschaftsrecht, 4. Aufl. 2002, S. 420 f.; selbstverständlich trägt dieser Vergleich nur begrenzt, dazu bereits *Wiethölter*, Interessen und Organisation der Aktiengesellschaft im amerikanischen und deutschen Recht, 1961, S. 94 ff., 139.

65 *Möllers*, ZIP 1995, 1725, 1726.

sagt; sie wird lediglich bei Satzungsänderungen und Grundlagengeschäften in das operative Geschäft der Gesellschaft aktiv miteinbezogen.

Eine ausgewogene Machtbalance und die Gewaltenverzahnung werden sichergestellt, indem die Organe in ein gegenseitiges Abhängigkeitsverhältnis versetzt werden. So obliegt es der Hauptversammlung, die Aufsichtsratsmitglieder zu bestellen, soweit diese Kompetenz nicht teilweise aufgrund des Mitbestimmungsrechts auf die Arbeitnehmerschaft übertragen ist (§ 101 AktG). Der Aufsichtsrat bestimmt in der Folge die Mitglieder des Vorstands und bestellt diese (§ 84 AktG). Umgekehrt ist der Aufsichtsrat der Hauptversammlung und der Vorstand sowohl Aufsichtsrat als auch Hauptversammlung zur Rechenschaft verpflichtet.<sup>66</sup>

Das Aktienrecht sieht keine Hierarchie der Organe vor, um deren zielgerichtetes Zusammenwirken nicht zu stören.<sup>67</sup> Maxime ihres Handelns soll allein das Gesellschaftsinteresse sein. Aufgrund der fehlenden Rechenschaftspflicht gegenüber den anderen Organen und der Macht der Entlastungsbeschlüsse genießt die Hauptversammlung verglichen mit den anderen Organen einen marginalen Sonderstatus.<sup>68</sup> Der Grundsatz der Satzungsstrenge verhindert die Begründung zusätzlicher Kompetenzen im Sinne einer Kompetenz-Kompetenz seitens der Hauptversammlung. Außerdem begründet die Bestellung von Aufsichtsratsmitgliedern durch die Hauptversammlung kein imperatives Mandat für den Aufsichtsrat – auch dieser ist allein den Interessen der Gesellschaft verpflichtet.<sup>69</sup>

---

66 Koch, in: Hüffer/Koch, AktG, 14. Aufl. 2020, § 76 Rn. 5; kritisch Landsittel, Investorenkommunikation, 2019, S. 60.

67 BVerfG, Beschl. v. 20.9.1999, 1 BvR 636/95, NJW 2000, 349, 350: „Nach der Organisationsverfassung der AG sind die Aktionäre den anderen Gesellschaftsorganen nicht übergeordnet“; Koch, in: Hüffer/Koch, AktG, 14. Aufl. 2020, § 118 Rn. 4; Goette, AG 2006, 522, 523; Möllers, ZIP 1995, 1725, 1726.

68 Kort, in: Großkomm-AktG, 5. Aufl. 2015, vor § 76 Rn. 13 und Rechenberg, Die Hauptversammlung als oberstes Organ der Aktiengesellschaft, 1986, S. 154 f., 158 ff. sprechen von einem „Basisorgan“; i.E. ebenso Vetter, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, 4. Aufl. 2018, Rn. 23.17; zustimmend Landsittel, Investorenkommunikation, 2019, S. 60; grundsätzlich kritisch Wiethölter, Interessen und Organisation der Aktiengesellschaft im amerikanischen und deutschen Recht, 1961, S. 92 f. Dieser Mangel an Rechenschaft wird derzeit für eine einzelne Gruppe von Investoren, nämlich für institutionelle Investoren in Frage gestellt, siehe § 7.

69 Hoffmann-Becking, in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Bd. 4, 5. Aufl. 2020, § 33 Rn. 7.

## II. Die Rolle des Aufsichtsrats

Im folgenden Abschnitt liegt der Fokus auf der funktionalen Abgrenzung des Aufsichtsrats von der Rolle des Vorstands. Historisch gesehen war die Trennlinie zwischen den Organen nicht immer eindeutig. Erst im Aktiengesetz 1937 wurde ein streng dualistisches System determiniert. Zentrale Vorschrift zum aktienrechtlichen Kompetenzbereich des Aufsichtsrats ist § 111 AktG. Funktionale Unterschiede zum Vorstand und zur Hauptversammlung ergeben sich im Kontext mit deren Kompetenznormen (§ 76 AktG, § 118 AktG).<sup>70</sup>

Zunächst soll die Stellung des Aufsichtsrats in der aktienrechtlichen Verfassung näher beleuchtet werden. Dazu wird eine umfangreiche historische Konzeptionsanalyse vorgenommen. Sodann wird näher aufgezeigt, wie der Aufsichtsrat sich personell zusammensetzt und wie er Handlungsfähigkeit erlangt. Es wird sich anschließend zeigen, dass dem Aufsichtsrat im Kern die Aufgabe der „Überwachung“ der Geschäftsführung zukommen soll; außerdem soll der Aufsichtsrat als Berater des Vorstands fungieren. Diese Kompetenzen geben dem Aufsichtsrat mittelbaren Einfluss auf die Geschäftsführung und beeinflussen seine Position gegenüber den Aktionären. Im Zuge dessen gilt es zu analysieren, inwiefern der Aufsichtsrat ein aktives Element der Geschäftsführung ist und ob ihm die immer wieder gehörte Bezeichnung als „Co-Leitungsorgan“ gerecht wird.

### 1. Historische Konzeption des Aufsichtsrats

Will man mögliche Aufgaben und Befugnisse des Aufsichtsrats beurteilen, hilft es, sich mit der originären gesetzgeberischen Intention für den Aufsichtsrat auseinanderzusetzen. Kontinuitäten und Diskontinuitäten zwischen den aktuellen Vorschriften zum Aufsichtsrat und deren historischen Vorläufern können weiteren Aufschluss über die konzeptionelle Reichweite der Kompetenzen geben.<sup>71</sup> Das gilt umso mehr, weil andere Rechtsordnungen mit dem monistischen System einen Weg gefunden haben, der gänzlich ohne einen Aufsichtsrat auskommt. Außerdem sieht das deutsche Recht selbst seit Einführung der SE die Möglichkeit einer monistischen

---

70 Koch, in: Hüffer/Koch, AktG, 14. Aufl. 2020, § 111 Rn. 1; Hopt/Roth, in: Großkomm-AktG, 5. Aufl. 2019, § 111 Rn. 17.

71 Zum methodischen Wert von historischen Vorschriften siehe Möllers, Juristische Methodenlehre, 3. Aufl. 2020, § 4 Rn. 149 ff.

Publikums-Kapitalgesellschaft ohne Aufsichtsrat vor.<sup>72</sup> Daher stellt sich die Frage, welche Aufgabenbereiche dem Aufsichtsrat historisch zugeordnet waren und wie sich diese im Laufe der Zeit verändert haben. Dies wirft unweigerlich Licht auf den Regelungsplan, den der deutsche Gesetzgeber bei Schaffung des Aktiengesetzes 1937 und dessen Reform 1965 für den Aufsichtsrat verfolgte, als er die gesetzliche Basis für das noch heute geltende Aktienrecht legte.

a) Das Konzessionssystem und der Aufsichtsrat

Der Ursprung aktienrechtlicher Regelungen auf deutschem Boden liegt im Königreich Preußen. Unter Mitwirkung *Friedrich Carl von Savignys*<sup>73</sup> entstand 1843 eine sehr knappe Kodifikation für das Recht der Aktiengesellschaften.<sup>74</sup> Aktiengesellschaften konnten nur mit staatlicher Genehmigung (Konzession) errichtet werden. Dies lag insbesondere an einer verbreiteten Skepsis gegenüber juristischen Personen.<sup>75</sup> So sah ein entsprechender Ministerialerlass von 1845 vor, dass Anträge auf Genehmigung einer Aktiengesellschaft nur genehmigt werden sollen, „wenn der Zweck des Unternehmens an sich aus allgemeinen Gesichtspunkten nützlich und der Beförderung wert erscheint und wegen der Höhe des erforderlichen Kapitals oder nach der Natur des Unternehmens selbst das Zusammenwirken einer größeren Anzahl von Teilnehmer bedingt [...]“.<sup>76</sup> Die Binnenstruktur der Gesellschaft war gesetzlich nur rudimentär geregelt. Das Gesetz sah lediglich eine Versammlung der Gesellschafter und ein geschäftsführendes Organ vor.<sup>77</sup> Ein unabhängiges Kontrollorgan wurde wegen der staatlich

---

72 Art. 38 lit. b) SE-Verordnung.

73 *Baums*, Gesetz über die Aktiengesellschaften für die Königlich Preussischen Staaten, 1981, S. 31 ff.; *Roth*, in: FS *Baums*, 2017, S. 1023, 1026.

74 Gesetz über die Aktiengesellschaften für die Königlich Preussischen Staaten vom 9. November 1843 (abgedruckt in *Baums*, Gesetz über die Aktiengesellschaften für die Königlich Preussischen Staaten, 1981, S. 50 ff).

75 *von Savigny*, System des heutigen römischen Rechts, Bd. II, 1840, S. 236 ff.

76 Preussischer Ministerialerlass v. 22.4.1845, Ministerialblatt für die gesamte innere Verwaltung in den Königlich Preussischen Staaten, 1845, S. 121 (abgedruckt in *Passow*, Die Aktiengesellschaft, 2. Aufl. 1922, S. 63 f.); dazu *Roth*, in: FS *Baums*, 2017, S. 1023, 1026 f.

77 *Kießling*, in: *Bayer/Habersack*, Aktienrecht im Wandel, Bd. 1, 2007, S. 193 Rn. 54.

erteilten Konzession für entbehrlich gehalten, wurde in den Gesellschaftsstatuten tatsächlich aber bereits häufig freiwillig eingerichtet.<sup>78</sup>

Der Forderung nach einem unabhängigen Überwachungsorgan<sup>79</sup> versuchte erstmals der Entwurf für ein preußisches Handelsgesetzbuch 1857 Rechnung zu tragen: Für die damals noch zahlenmäßig vorherrschende KGaA sollte ein Aufsichts- und Kontrollorgan (ein „Verwaltungsrath“) bestellt werden.<sup>80</sup> Die Befugnisse des Verwaltungsrats reichten von der Überwachung der Geschäftsführung bis hin zu eigenen Geschäftsführungsaufgaben, die ihm durch die Gesellschafterversammlung übertragen werden konnten. Der Entwurf sah in der Konsequenz einen Verzicht auf das Konzessionssystem vor.<sup>81</sup> Der Vorschlag konnte sich letztlich nicht durchsetzen und das Konzessionssystem blieb zunächst bestehen.

Das Allgemeine Deutsche Handelsgesetzbuch (ADHGB) von 1861<sup>82</sup> stellte erstmals einheitliche Vorgaben hinsichtlich der Binnenstruktur der Aktiengesellschaft und des Verhältnisses zwischen den Aktionären und der Gesellschaft für die Staaten des Deutschen Bundes, und später des Norddeutschen Bundes, auf.<sup>83</sup> Damit folgte man dem Wunsch, die Handelsbeziehungen zwischen den Einzelstaaten des Deutschen Bundes

---

78 *Kießling*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel, Bd. 1, 2007, S. 193 Rn. 53; die Bezeichnungen war uneinheitlich, „Kuratorium“, „Ausschuss“, „Verwaltungsrat“ oder „Direktorium“, ebenso der Aufgabenbereich, siehe dazu *Passow*, ZHR 64 (1909), 27, 33; *Pahlow*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel, Bd. 1, 2007, S. 237 Rn. 66.

79 Siehe etwa *Hansemann*, Die Eisenbahnen und deren Aktionäre in ihrem Verhältnisse zum Staat, 1837, S. 110 ff, 121 ff.; dazu *Kießling*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel, Bd. 1, 2007, S. 193 Rn. 54.

80 Art. 158 Entwurf eines Handelsgesetzbuches für die Preußischen Staaten nebst Motiven, 1857 (<https://reader.digitale-sammlungen.de/de/fs1/object/goToPage/bsb10290734.html?pageNo=44>); siehe auch *Kießling*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel, Bd. 1, 2007, S. 193 Rn. 55.

81 *von Hahn*, Kommentar zum Allgemeinen Deutschen Handelsgesetzbuch, 1863, Vorbemerkungen (vor Art. 173) § 7; unter Verweis darauf *Roth*, in: FS Baums, 2017, S. 1023, 1027.

82 Als allgemein bindendes Gesetz verkündet wurde das ADHGB erst im Norddeutschen Bund 1869, siehe Bundesgesetzblatt des Norddeutschen Bundes v. 5.6.1869, Nr. 32, S. 379–381. Bis dahin hatte das ADHGB keine bindende Wirkung für die Mitgliedstaaten, sondern den Status eines „Modellgesetzes“ (*Roth*, in: FS Baums, 2017, S. 1023, 1028), welches die Einzelstaaten des Deutschen Bundes selbst erlassen konnten. 27 von 31 Einzelstaaten haben das Modellgesetz implementiert, *Pahlow*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel, Bd. 1, 2007, S. 237 Rn. 2.

83 *Pahlow*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel, Bd. 1, 2007, S. 237 Rn. 2 ff.

zu vereinfachen.<sup>84</sup> Um der Pluralität der Rechtstraditionen in den Einzelstaaten ausreichend Rechnung tragen zu können, wurden binnenorganisatorische Vorschriften nur fakultativ ausgestaltet.<sup>85</sup> Die jeweiligen Gesellschaftsstatuten behielten das letzte Wort. Insbesondere der gesetzlich vorgesehene (und erstmals als solcher bezeichnete) Aufsichtsrat, der die Geschäftsführung überwachen sollte (Art. 225 Abs. 1 ADHGB), blieb zunächst eine fakultative Einrichtung.<sup>86</sup> Seine Befugnisse waren beliebig erweiterbar (Art. 231 Abs. 2 ADHGB). Der Vorstand war hingegen ausdrücklich zur Geschäftsleitung bestimmt (Art. 207 ff. ADHGB). Damit bereitete das ADHGB erstmals einen Weg für das „Dualsystem“ unter Trennung von Leitung und Kontrolle.<sup>87</sup>

## b) Obligatorischer Aufsichtsrat im Deutschen Reich

Zu Beginn der 1870er-Jahre kam es zu einem regelrechten Boom für die Gründung von Aktiengesellschaften (sog. Gründerjahre).<sup>88</sup> Grund dafür war eine Reform der aktienrechtlichen Vorschriften des ADHGB, die die Überwachung von Aktiengesellschaften nach dem Vorbild Englands und Frankreichs fortan in den Binnenbereich der Gesellschaften verlegen wollte.<sup>89</sup> Im Gegenzug wurde auch im Norddeutschen Bund das Konzessionsystem abgeschafft.<sup>90</sup> Die Vorschriften galten ab 1871 auch im neuen deutschen Kaiserreich. Ersatz für die fehlende staatliche Konzessionsaufsicht war die binnengesellschaftliche Kontrolle durch einen nunmehr zwingen-

---

84 Roth, in: FS Baums, 2017, S. 1023, 1027 betont, dass in den Einzelstaaten des Deutschen Bundes stellenweise gar keine besonderen Vorschriften zur Aktiengesellschaft galten, in anderen Staaten hingegen der französische Code de Commerce.

85 Pablow, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel, Bd. 1, 2007, S. 237 Rn. 59.

86 Art. 225 Abs. 1 ADHGB: „Der Aufsichtsrath hat den Vorstand bei seiner Geschäftsführung in allen Zweigen der Verwaltung zu überwachen und zu dem Zweck sich von dem Gange der Angelegenheiten der Gesellschaft zu unterrichten“; siehe dazu Pablow, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel, Bd. 1, 2007, S. 237 Rn. 66.

87 Pablow, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel, Bd. 1, 2007, S. 237 Rn. 70.

88 Vgl. die Zahlen bei Passow, Die Aktiengesellschaft, 2. Aufl. 1922, S. 17 f.

89 Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch v. 11.6.1870, Bundesgesetzblatt des Norddeutschen Bundes, S. 375 (abgedruckt in Schubert/Hommelhoff (Hrsg.), Hundert Jahre modernes Aktienrecht, 1985, S. 107 ff.).

90 Roth, in: FS Baums, 2017, S. 1023, 1028.

den Aufsichtsrat (Art. 209 Nr. 6 ADHGB). Aus dem Konzessionssystem wurde damit ein Normativsystem.<sup>91</sup>

Die Gründe für die Schaffung eines Aufsichtsrats waren vielfältig. Mit der Abkehr vom Konzessionssystem fiel die staatliche Aufsicht über die Errichtung des Geschäfts und den laufenden Geschäftsfortgang weg; die Überwachung wurde damit zur originären Aufgabe der Gesellschafter.<sup>92</sup> Die bis dato bestehende Versammlung aller Gesellschafter konnte diese Aufgabe aber nur unzureichend erfüllen und keine effektive Überwachung gewährleisten. Mit nur einem Zusammentreffen pro Jahr wäre eine fortlaufende Überwachung der Geschäftsführung unmöglich gewesen. Praktischer schien es, eine „verkürzte Generalversammlung“ mit repräsentativen Vertretern der Anteilseigner abzuhalten.<sup>93</sup> Die Idee des Aufsichtsrats als „Aktionärsausschuss“ war damit begründet. Der Aufsichtsrat bildete somit ein institutionelles Bindeglied zwischen der Geschäftsführung und den Anteilseignern.<sup>94</sup> Der praktische Erfolg des Aufsichtsrats blieb jedoch vorerst hinter den Erwartungen zurück.<sup>95</sup> Das zentrale Defizit lag in der fehlenden Kompetenztrennung zwischen operativer Geschäftsführung und überwachendem Aufsichtsrat.<sup>96</sup>

Auf die Gründerphase folgte eine schwerwiegende Depression ab 1873 (sog. Gründerkrach). Viele der erst kurz zuvor gegründeten Aktiengesellschaften waren auf dem Weg in den Konkurs oder bereits in der Liquidation; die von den Investoren erworbenen Aktien oft wertlos.<sup>97</sup> Mit den Erfahrungen aus der Krise wurde das Aktienrecht bereits 1884 erneut

---

91 *Lieder*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel, Bd. 1, 2007, S. 318 Rn. 2 ff.; *Lieder*, Der Aufsichtsrat im Wandel der Zeit, 2006, S. 104, 187 f.; *Hommelhoff*, AG 2016, 684, 686: „von der paternalistisch-fürsorglichen Aufsicht des Staates zur eigenverantwortlichen Selbstkontrolle vornehmlich durch den Aufsichtsrat“.

92 *Hopt/Roth*, in: Großkomm-AktG, 5. Aufl. 2019, § 95 Rn. 3; *Lieder*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel, Bd. 1, 2007, S. 318 Rn. 11, 70 ff.

93 *Lieder*, Der Aufsichtsrat im Wandel der Zeit, 2006, S. 78 f.; *Lieder*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel, Bd. 1, 2007, S. 318 Rn. 71 ff.

94 *Primker*, in: Endemann, Handbuch des deutschen Handels-, See- und Wechselrechts, Bd. 1, 1881, S. 580.

95 Deziert dazu *Lieder*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel, Bd. 1, 2007, S. 318 Rn. 76 ff.; so auch die amtliche Begründung zur Reform des Aktienrechts 1884, abgedruckt in *Schubert/Hommelhoff* (Hrsg.), Hundert Jahre modernes Aktienrecht, 1985, S. 458 ff.

96 *Fleischer*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel, Bd. 2, 2007, S. 430 Rn. 6.

97 *Hofer*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel, Bd. 1, 2007, S. 388 Rn. 2 ff.