

Inhaltsübersicht

| | |
|--|-----|
| Vorwort | VII |
| Inhalt | XI |
| Einleitung | 1 |
| I. Einführung | 1 |
| II. Rechtstatsächliche Bestandsaufnahme | 7 |
| III. Ziel und Gang der Untersuchung | 9 |
| 1. Kapitel Der Investorenkontakt im Vereinigten Königreich und den USA | 11 |
| I. Hintergrund und Grundlagen | 11 |
| II. Der Aufsichtsrat als Charakteristikum der dualistischen Organisationsverfassung | 13 |
| III. Das monistische System des anglo-amerikanischen Unternehmensrechts | 14 |
| IV. Konvergenz zwischen dualistischem und monistischem Verwaltungssystem .. | 21 |
| V. Summa | 24 |
| VI. Der Investorenkontakt der nichtgeschäftsführenden Direktoren im UK | 25 |
| VII. Der Investorenkontakt der nichtgeschäftsführenden Direktoren in den USA .. | 53 |
| 2. Kapitel Entwicklung und Diskussionsstand des Investorenkontakts des Aufsichtsrats | 85 |
| I. Schubkräfte für den Bedeutungsgewinn des Investorenkontakts | 85 |
| II. Stand der Diskussion | 114 |
| 3. Kapitel Dogmatische Analyse der Zulässigkeit des Investorendialogs des Aufsichtsrats | 131 |
| I. Die These vom Aufsichtsrat als Innenorgan | 131 |
| II. Aktienrechtliche Kompetenzordnung als Schranke | 144 |
| III. Schrankenwirkung von § 111 Abs. 4 S. 1 AktG | 165 |
| IV. Methodische Herleitung eines Kommunikationsrechts | 180 |
| 4. Kapitel Aufsichtsratsinterne Ausgestaltung des Investorendialogs | 229 |
| I. Zuständigkeit | 229 |
| II. Delegation der Kommunikationsbefugnis | 261 |
| 5. Kapitel Grenzen des Investorenkontakts des Aufsichtsrats | 317 |
| I. Ausgleich der Kommunikationsbefugnisse von Vorstand und Aufsichtsrat .. | 318 |
| II. Allgemeine Grenzen des Investorenkontakts | 361 |
| III. Nachinformation der vom Dialog ausgeschlossenen Aktionäre | 464 |
| IV. Ausbau der Nachinformation der vom Dialog ausgeschlossenen Aktionäre? .. | 477 |

| | | |
|-------------------|--|-----|
| 6. Kapitel | Inhaltliche Ausgestaltung des Dialogs und Kommunikations- | |
| | ordnung | 503 |
| I. | Inhaltliche Ausgestaltung des Dialogs | 503 |
| II. | Kommunikationsordnung | 532 |
| 7. Kapitel | Bewertung von Ziff. 5.2 Abs. 2 DCGK | 541 |
| I. | Rechtliche Analyse | 541 |
| II. | Fazit | 544 |
| 8. Kapitel | Abschließende Würdigung und Ausblick | 547 |
| I. | Aus Sicht des Verbands | 547 |
| II. | Aus Sicht des Aufsichtsrats | 548 |
| III. | Aus Sicht des Vorstands | 549 |
| IV. | Aus Sicht der Aktionäre | 549 |
| V. | Aus Sicht der dualistischen Unternehmensverfassung | 550 |
| VI. | Ausblick | 551 |
| 9. Kapitel | Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse der | |
| | Untersuchung | 553 |
| | DCGK – Synopse der zitierten Kodex-Bestimmungen | 559 |
| | Abkürzungen | 561 |
| | Literatur | 567 |
| | Sachregister | 633 |

Inhalt

| | |
|--|-----|
| Vorwort | VII |
| Inhaltsübersicht | IX |
| Einleitung | I |
| <i>I. Einführung</i> | 1 |
| <i>II. Rechtstatsächliche Bestandsaufnahme</i> | 7 |
| 1. Akzeptanz in der Unternehmenspraxis | 7 |
| 2. Analyse | 8 |
| <i>III. Ziel und Gang der Untersuchung</i> | 9 |
| 1. Kapitel Der Investorenkontakt im Vereinigten Königreich und den USA | 11 |
| <i>I. Hintergrund und Grundlagen</i> | 11 |
| <i>II. Der Aufsichtsrat als Charakteristikum der dualistischen Organisationsverfassung</i> | 13 |
| <i>III. Das monistische System des anglo-amerikanischen Unternehmensrechts</i> | 14 |
| 1. USA | 17 |
| 2. Vereinigtes Königreich | 19 |
| 3. Ausschüsse (»board committees«) | 20 |
| <i>IV. Konvergenz zwischen dualistischem und monistischem Verwaltungssystem</i> | 21 |
| <i>V. Summa</i> | 24 |
| <i>VI. Der Investorenkontakt der nichtgeschäftsführenden Direktoren im UK</i> | 25 |
| 1. Cadbury Report von 1992 | 25 |
| 2. Higgs Report von 2003 | 28 |
| a) Hintergrund | 28 |
| b) Rechtstatsächliche Bestandsaufnahme | 29 |
| c) Empfehlungskatalog des Higgs Report | 30 |
| (1) senior independent director | 32 |
| (2) company secretary | 32 |
| 3. Combined Code von 2003 | 33 |
| 4. The UK Corporate Governance Code | 34 |
| a) Anwendungsbereich und Regelungstechnik | 34 |
| b) Der Investorenkontakt der nichtgeschäftsführenden Direktoren nach dem UKCGC (2016) | 35 |
| (1) Hauptversammlung | 36 |
| (2) Wahlfreiheit der Informationsquellen | 36 |

| | |
|--|----|
| (3) Insbesondere: Investorentreffen | 37 |
| (4) senior independent director | 39 |
| c) Der Investorenkontakt der nichtgeschäftsführenden Direktoren nach dem UKCGC (2018) | 39 |
| 5. Corporate Governance und institutionelle Investoren | 41 |
| 6. The UK Stewardship Code | 44 |
| a) Hintergrund des Stewardship Code | 44 |
| b) Funktionsweise des Stewardship Code | 46 |
| c) Der Stewardship Code als Bindeglied zwischen institutioneller Investorenschaft und Corporate Governance des Beteiligungsunternehmens | 48 |
| d) Der Austausch zwischen den nichtgeschäftsführenden Direktoren des board und institutionellen Investoren | 49 |
| 7. Summa | 51 |
| <i>VII. Der Investorenkontakt der nichtgeschäftsführenden Direktoren in den USA</i> | |
| 1. Schubkräfte | 53 |
| a) Institutionalisierung des US-amerikanischen Kapitalmarkts | 54 |
| b) Shareholder Activism | 55 |
| c) Finanzkrisen und Corporate Governance | 57 |
| d) Regulatorische Änderungen | 58 |
| e) Verhaltenskodizes für institutionelle Investoren und Empfehlungskataloge der Wirtschaft | 59 |
| 2. Grundlagen | 61 |
| a) Gesetzgebungskompetenzen | 61 |
| b) Regulierungssituation und Rechtsquellen | 62 |
| (1) Recht der Einzelstaaten | 63 |
| (2) Bundesrecht | 63 |
| (3) Börsenzulassungsregeln und Bilanzierungsgrundsätze | 65 |
| (4) Empfehlungskataloge als Instrumente der Selbstregulierung | 65 |
| 3. Regulatorischer Rahmen und praktische Ausgestaltung des Austauschs zwischen den nichtgeschäftsführenden Direktoren des board und Anteilseignern | 67 |
| a) The Delaware General Corporation Law | 67 |
| b) SEC – Code of Federal Regulations (CFR) | 67 |
| c) Listing Rules | 70 |
| d) Prinzipienkataloge der Wirtschaft | 71 |
| (1) The Conference Board - Guidelines for Engagement | 72 |
| (2) The Shareholder-Director Exchange Protocol | 74 |
| (3) Business Roundtable – Principles of Corporate Governance | 76 |
| (4) Commonsense Principles of Corporate Governance 2.0 | 78 |
| (5) Sonstige | 78 |
| (6) Bewertung: | 80 |
| 4. Summa | 82 |

| | | |
|-------------------|---|-----------|
| 2. Kapitel | Entwicklung und Diskussionsstand des Investorenkontakts des Aufsichtsrats | 85 |
| <i>I.</i> | <i>Schubkräfte für den Bedeutungsgewinn des Investorenkontakts</i> | 85 |
| 1. | Die Macht des Kapitalmarkts | 85 |
| 2. | Institutionalisierung des deutschen Kapitalmarkts | 85 |
| 3. | Internationalisierung der Aktionärsstruktur | 88 |
| 4. | Aktionärsaktivismus (Shareholder Activism) | 89 |
| 5. | Funktionsverlust der Hauptversammlung als Kommunikations- und Informationskanal | 93 |
| 6. | Untauglichkeit der Hauptversammlung als individueller Informationskanal zum Aufsichtsrat | 96 |
| 7. | Der Aufsichtsrat im Wandel | 100 |
| a) | Funktionswandel und Professionalisierung des Aufsichtsrats | 100 |
| b) | Schubkräfte des Wandels | 102 |
| (1) | Regulierungsimpulse des Gesetzgebers | 103 |
| (2) | Judikatur des BGH | 104 |
| (3) | DCGK | 105 |
| 8. | EU-Aktionärsrechterichtlinie und Umsetzung durch ARUG II | 106 |
| a) | Identifizierung der Aktionäre | 107 |
| b) | Indienstnahme institutioneller Anleger, Vermögensverwalter und Stimmrechtsberater | 108 |
| c) | Reform des Say on Pay | 109 |
| d) | Bewertung | 112 |
| 9. | Summa | 112 |
| <i>II.</i> | <i>Stand der Diskussion</i> | 114 |
| 1. | Literatur | 114 |
| 2. | Rechtsprechung | 116 |
| a) | OLG Zweibrücken, Beschl. v. 28.05.1990 – 3 W 93/90 | 116 |
| b) | LG Stuttgart, Urte. v. 29.10.1999 – 4 KfH O 80/98 | 117 |
| c) | LG Frankfurt/M., Beschl. v. 16.2.2017 – 3-05 O 132/15 | 118 |
| d) | OLG Stuttgart, Urte. v. 29.02.2012 – 20 U 3/11 | 119 |
| 3. | Deutscher Corporate Governance Kodex (DCGK) | 119 |
| a) | Hintergrund und Entstehungsgeschichte von Ziff. 5.2. Abs. 2 DCGK | 119 |
| b) | Konsultationsverfahren vom 2.11.2016 bis zum 15.12.2016 | 120 |
| c) | Beschlossene Fassung von Ziff. 5.2 Abs. 2 DCGK | 123 |
| 4. | Arbeitsgruppe »Developing Shareholder Communication« – Leitsätze für den Dialog zwischen Investor und Aufsichtsrat | 123 |
| a) | Die Initiative »Developing Shareholder Communication« | 124 |
| b) | Zielsetzung und Hintergrund der Initiative | 124 |
| c) | Das Kommunikationsmodell der »Leitsätze« | 126 |
| (1) | Prinzipielle Zulässigkeit und Zweckmäßigkeit des Dialogs | 126 |
| (2) | Inhaltliche Ausgestaltung und Grenzen des Dialogs | 126 |
| (3) | Personelle Ausgestaltung des Dialogs | 126 |
| d) | keine Bindungswirkung | 127 |
| e) | Rezeption der »Leitsätze« | 127 |

| | | |
|-------------------|--|-----|
| 3. Kapitel | Dogmatische Analyse der Zulässigkeit des Investorendialogs des Aufsichtsrats | 131 |
| <i>I.</i> | <i>Die These vom Aufsichtsrat als Innenorgan</i> | 131 |
| 1. | Vom Innenorgan zum Kommunikationsverbot? | 133 |
| 2. | Singuläre Aufgabenzuweisungen mit Außenwirkung | 134 |
| | a) Berichterstattung gegenüber der Hauptversammlung nach § 171 Abs. 2 AktG | 134 |
| | b) § 176 Abs. 1 S. 2 AktG | 135 |
| | c) Entsprechenserklärung nach § 161 AktG | 135 |
| | d) Stellungnahme nach § 27 WpÜG | 136 |
| | e) Erklärung zur Unternehmensführung nach § 289f HGB | 137 |
| | f) Ziff. 5.2 Abs. 1 S. 2 DCGK | 138 |
| 3. | Mehrdeutigkeit der Schlussfolgerung | 139 |
| 4. | Kritische Analyse und Stellungnahme: | 141 |
| <i>II.</i> | <i>Aktienrechtliche Kompetenzordnung als Schranke</i> | 144 |
| 1. | Aktienrechtliches Trennungsprinzip | 145 |
| 2. | Materielle Ausfüllung des Trennungsprinzips | 146 |
| | a) Leitungs- und Geschäftsführungsaufgabe des Vorstandes, §§ 76, 77 AktG | 147 |
| | b) Investor Relations | 149 |
| | (1) Allgemeines | 149 |
| | (2) Investor Relations als Leitungs- und Geschäftsführungsmaßnahme | 150 |
| | c) Entzug der Investor Relations für den Aufsichtsrat durch § 111 Abs. 4 S. 1 AktG? | 151 |
| | (1) Außenkommunikation als kompetenzrechtlich neutrale Maßnahme? | 151 |
| | (2) Kritische Würdigung | 153 |
| | (3) Adressat des Geschäftsführungsverbots nach § 111 Abs. 4 S. 1 AktG | 154 |
| | (4) Wertung des § 131 Abs. 4 AktG? | 155 |
| | (a) Auskunftserteilung durch die Gesellschaft | 155 |
| | (b) Stellungnahme | 157 |
| | (5) Bagatellgrenze | 158 |
| | (6) Kritische Analyse und Stellungnahme | 159 |
| | (7) § 111 Abs. 4 S. 1 AktG als bloße inhaltliche Schranke? | 162 |
| | (8) Kritische Analyse und Stellungnahme: | 163 |
| | (9) Zwischenergebnis | 165 |
| <i>III.</i> | <i>Schrankenwirkung von § 111 Abs. 4 S. 1 AktG</i> | 165 |
| 1. | § 111 Abs. 4 S. 1 AktG als unüberwindbare Grenze | 165 |
| 2. | Kein generelles Kommunikationsverbot aus § 111 Abs. 4 S. 1 AktG | 166 |
| 3. | Vermittelnde Auffassung: partielles sachbezogenes Kommunikationsrecht kraft Annexkompetenz | 167 |
| | a) Fleischer/Bauer/Wansleben | 169 |
| | b) Leyendecker-Langner | 169 |
| | c) Hirt/Hopt/Mattheus | 169 |
| | d) Regierungskommission DCGK | 170 |
| | e) Begründungsansatz nach Koch | 171 |
| | f) Rechtsherleitung nach Bachmann | 172 |
| 4. | Kritische Würdigung und Stellungnahme: | 174 |

| | | |
|------|---|-----|
| a) | Kein gesetzliches Subordinationsverhältnis | 174 |
| b) | Kein organisationsrechtlicher Widerspruch zu § 111 Abs. 4 S. 1 AktG | 175 |
| c) | Legislatorische Indizien | 178 |
| d) | Ergebnis | 180 |
| IV. | <i>Methodische Herleitung eines Kommunikationsrechts</i> | 180 |
| 1. | Kommunikationsrecht kraft Annexkompetenz? | 180 |
| a) | Implizit mitgeschriebene Gesetzgebungszuständigkeiten im Staatsorganisationsrecht | 181 |
| (1) | Kompetenz kraft Sachzusammenhangs | 183 |
| (2) | Kompetenz kraft Annexes | 185 |
| (3) | Verhältnis zwischen Kompetenz kraft Sachzusammenhangs und Annexkompetenz | 186 |
| (4) | Kompetenz kraft Natur der Sache | 187 |
| b) | Die »Annexkompetenz« im Kapitalgesellschaftsrecht | 188 |
| (1) | Erscheinungsformen der »Annexkompetenz« im Kapitalgesellschaftsrecht | 189 |
| (a) | Hilfszuständigkeit | 190 |
| (b) | Übergreifende Zuständigkeit und stärkerer Sachzusammenhang | 191 |
| (c) | Beseitigung von Interessenkonflikten | 193 |
| (d) | Untergeordneter Nebenzweck | 194 |
| (2) | Dogmatische Kategorisierung der Fallgruppen | 195 |
| c) | Kommunikationsrecht des Aufsichtsrats kraft Annexes? | 195 |
| (1) | Kritische Würdigung | 196 |
| (2) | Zwischenergebnis | 199 |
| 2. | Kommunikationsrecht kraft Sachzusammenhangs | 199 |
| a) | Sachzusammenhangsformel nach BVerfGE 3, 407 – »Baurechtsgutachten« | 200 |
| b) | Untergeordneter Nebenzweck | 201 |
| c) | Vermeidung von Interessenkonflikten | 203 |
| d) | Stärkerer Sachzusammenhang | 207 |
| (1) | Kommunikationsrecht als Ausfluss der Sachbefugnis? | 207 |
| (2) | Stärkerer Sachzusammenhang als methodischer Fremdkörper im Rahmen der Unternehmenskommunikation? – Systemwidrigkeit der Schlussfolgerung? | 208 |
| (3) | Teleologische Beförderung des Sachzusammenhangs | 210 |
| (a) | Historische Konzeption des Aufsichtsrats als Aktionärs-Ausschuss | 210 |
| (b) | Würdigung | 212 |
| (c) | Aufsichtsrat als Repräsentations- und Interessenorgan | 212 |
| i. | Gesetzliche Ausprägungen | 214 |
| ii. | Würdigung | 217 |
| (d) | Informationsfluss bei fremder Geschäftsbesorgung als allgemeines zivilrechtliches Prinzip | 218 |
| i. | Auskunfts- und Rechenschaftspflicht als allgemeiner Rechtsgrundsatz | 218 |
| ii. | Prinzipal-Agent-Konflikt(e) innerhalb des Aktienrechts | 219 |
| iii. | Vorstand – Anteilseigner | 220 |
| iv. | Aufsichtsrat – Anteilseigner | 221 |

| | | |
|-------------------|---|------------|
| v. | Stellungnahme: Transposition auf das Verhältnis zwischen Aufsichtsrat und Aktionären | 221 |
| vi. | Kein allgemeines Auskunftsrecht | 222 |
| (e) | Aktivierung institutioneller Anleger | 223 |
| i. | Zielsetzung und inhaltliche Ausgestaltung | 223 |
| ii. | Stärkere Selbstbeaufsichtigung der Gesellschaften | 224 |
| iii. | Austausch als Instrument der Einflussnahme | 225 |
| (4) | Abschließende Würdigung | 226 |
| 4. Kapitel | Aufsichtsratsinterne Ausgestaltung des Investorendialogs | 229 |
| <i>I.</i> | <i>Zuständigkeit</i> | <i>229</i> |
| 1. | »Leitsätze für den Dialog zwischen Investor und Aufsichtsrat« | 229 |
| 2. | Ziff. 5.2 Abs. 2 DCGK | 229 |
| 3. | Stand der Diskussion | 230 |
| a) | Originäre Zuständigkeit des Aufsichtsratsvorsitzenden kraft eigenem Recht | 232 |
| b) | Rechtsträgerschaft des Gesamtaufwichtsrats | 234 |
| 4. | Kritische Analyse: | 235 |
| a) | Praktische Zweckmäßigkeitserwägungen | 235 |
| b) | Zuständigkeitsbegründung im Wege einer Gesamtanalogie? | 236 |
| (1) | Normative Beförderung der Sonderstellung des Aufsichtsratsvorsitzenden | 236 |
| (2) | Kritische Analyse | 237 |
| (a) | Regelungslücke und deren Planwidrigkeit | 237 |
| (b) | Vergleichbare Interessenlage | 238 |
| i. | Allgemeiner Rechtsgrundsatz? | 238 |
| (i) | § 80 Abs. 1 S. 1 AktG | 239 |
| (ii) | § 90 Abs. 1 S. 3 AktG | 240 |
| (iii) | §§ 184 Abs. 1 S. 1, 188 Abs. 1, 195 Abs. 1 S. 1, 207 Abs. 2 S. 1, 223, 229 Abs. 3 AktG | 242 |
| (iv) | § 29 Abs. 2 MitbestG – Stichentscheidungsrecht des Aufsichtsratsvorsitzenden | 244 |
| (v) | § 176 AktG – Erläuterungspflicht des Aufsichtsrats- vorsitzenden | 246 |
| ii. | Stellungnahme | 247 |
| iii. | Zwischenergebnis | 250 |
| c) | Zuständigkeitsbegründung kraft Amtes? | 250 |
| (1) | Allgemeines Aufgabenspektrum des Aufsichtsratsvorsitzenden | 252 |
| (2) | Kritische Würdigung | 253 |
| (3) | Übertrag auf den Investorenkontakt | 257 |
| 5. | Rechtsbegründung als Ausgangspunkt der Zuständigkeitsbestimmung | 258 |
| a) | Aufsichtsrats als Träger der organschaftlichen Befugnisse | 258 |
| b) | Akzessorietät der Kompetenz kraft Sachzusammenhangs | 259 |
| c) | Ergebnis | 260 |
| <i>II.</i> | <i>Delegation der Kommunikationsbefugnis</i> | <i>261</i> |
| 1. | Bestellung eines Kommunikationsausschusses | 261 |
| a) | § 111 Abs. 6 AktG | 262 |
| b) | Grenzen der Organisations- und Delegationsautonomie | 262 |

| | | |
|-------|---|-----|
| c) | Kein Delegationsverbot? | 264 |
| d) | Allgemeine Schranken der Ausschussbildung | 266 |
| (1) | Zahl der Ausschussmitglieder | 267 |
| (2) | Ausschussbesetzung | 267 |
| (a) | Allgemeine Grundsätze | 268 |
| (b) | Der Mitbestimmung unterliegende Gesellschaften | 269 |
| i. | Bessere Eignung der Anteilseignervertreter? | 270 |
| ii. | Unzulässige Diskriminierung der Arbeitnehmervertreter? | 271 |
| iii. | Würdigung | 273 |
| (i) | Übertragung der Wertung von Ziff. 5.3.3 DCGK? | 273 |
| (ii) | Sachliche Rechtfertigung | 274 |
| (iii) | Zwingende Arbeitnehmerbelange? | 275 |
| 2. | Delegation an den Aufsichtsratsvorsitzenden | 276 |
| a) | Stand der Diskussion | 277 |
| b) | Kritische Analyse | 278 |
| (1) | Gebot der persönlichen Amtswahrnehmung, § 111 Abs. 6 AktG | 278 |
| (a) | Keine Adressatenstellung des Aufsichtsrats nach § 111 Abs. 6 AktG | 279 |
| (b) | Verpflichtung des Aufsichtsrats als Organ | 280 |
| (c) | Anwendung auf die Delegation des Investorenkontakts und Stellungnahme | 281 |
| (2) | Delegationsfähigkeit | 282 |
| (a) | Delegationsverbot hinsichtlich der Willensbildung | 283 |
| (b) | Begrenzte Delegationsbefugnis | 285 |
| i. | Begrenzung innerhalb des Übertragungsbeschlusses | 285 |
| ii. | Übertrag der Grundsätze im Recht des Vorstands | 287 |
| iii. | Sonstige Ansätze | 288 |
| (c) | Übertrag auf den Investorenkontakt | 288 |
| i. | Keine Geltung für den Investorenkontakt | 289 |
| ii. | Fehlende wertungsmäßige Übertragbarkeit | 290 |
| (i) | § 111 Abs. 2 S. 1 AktG | 290 |
| (ii) | Kein zwingender Widerspruch zu § 108 Abs. 1 AktG | 291 |
| (iii) | Fehlende Tauglichkeit der Mindermeinungen | 292 |
| iii. | Zwischenergebnis | 293 |
| iv. | Notwendigkeit einer Begrenzung des Handlungsermessens? | 294 |
| v. | Geltung für den Investorenkontakt? | 294 |
| vi. | Ergebnis | 296 |
| c) | Übertragungsbeschluss | 297 |
| (1) | Mehrheitserfordernis | 297 |
| (a) | Grundsatz | 297 |
| (b) | Qualifizierte Mehrheitserfordernisse nach den Mitbestimmungs- gesetzen | 297 |
| (c) | Übertragung auf die Delegation des Investorenkontakts? | 298 |
| i. | Zwingender Charakter des Prinzips der einfachen Mehrheit | 298 |
| ii. | Normative Absicherung des Übergewichts des Einflusses der Anteilseignervertreter | 300 |
| iii. | Aufsichtsratsvorsitzender als Vertreter des Gesamtaufichts- rats | 301 |
| (2) | Zwischenergebnis | 302 |

| | | |
|-------------------|--|------------|
| 3. | Keine endgültige oder ausschließliche Zuständigkeitsbegründung kraft Delegation | 303 |
| 4. | Teilnahmerecht der übrigen Aufsichtsratsmitglieder? | 303 |
| | a) Stand der Diskussion | 304 |
| | b) Teilnahmerecht nach § 109 Abs. 2 AktG analog? | 305 |
| | (1) Planwidrige Regelungslücke | 306 |
| | (2) Vergleichbare Interessenlage | 306 |
| | (3) Stellungnahme: | 306 |
| | c) Sonstige Rechtsgrundlage für Teilnahmerecht? | 309 |
| 5. | Berichterstattung gegenüber dem Aufsichtsrat im Falle einer Aufgabenübertragung | 309 |
| | a) Stand der Diskussion | 310 |
| | b) Analyse und Stellungnahme | 311 |
| | c) Analoge Anwendung von § 107 Abs. 3 S. 8 AktG? | 311 |
| | d) Informationsansprüche des einzelnen Aufsichtsratsmitglieds? | 313 |
| | (1) Individuelles Informationsrecht analog § 90 Abs. 3 S. 2 AktG? | 314 |
| | (2) Kritische Würdigung und Stellungnahme | 315 |
| | e) Ergebnis | 316 |
| 5. Kapitel | Grenzen des Investorenkontakts des Aufsichtsrats | 317 |
| <i>I.</i> | <i>Ausgleich der Kommunikationsbefugnisse von Vorstand und Aufsichtsrat</i> | <i>318</i> |
| 1. | Ausgleichsmodelle der Literatur | 320 |
| | a) Querschnittskompetenz des Vorstands zur Kapitalmarktcommunication als Schranke des Aufsichtsrats | 320 |
| | b) Schnittmengenmodell | 322 |
| | c) Interorganschaftliches Loyalitätsprinzip | 323 |
| | d) Ziff. 5.2 Abs. 2 DCGK – »aufsichtsratsspezifische« Themen | 324 |
| | e) Ausgleich schon bei der Begründung des Kommunikationsrechts | 325 |
| | f) Prinzip der Praktischen Konkordanz | 326 |
| | g) Gesellschaftsinteresse als Ausgleichskriterium | 327 |
| 2. | Kritische Analyse | 329 |
| | a) Keine Abgrenzung anhand des Gesellschaftsinteresses | 329 |
| | b) Interorganschaftliches Verhältnis zwischen Vorstand und Aufsichtsrat | 331 |
| | c) Arten der Zuständigkeiten des Aufsichtsrats | 331 |
| | d) keine Bereichsausnahme i. S. d. Regierungskommission DCGK | 333 |
| | e) Unvermögen des Vorstands und zwingendes Informationsbedürfnis als zusätzliche Begrenzung? | 334 |
| 3. | Aktienrechtliches Trennungsprinzip als Schranke der Konnex-Kompetenz des Aufsichtsrats | 337 |
| | a) Kommunikation außerhalb der eigenen Sachbefugnisse | 338 |
| | b) Kommunikation im Rahmen der sachlichen Zuständigkeit | 338 |
| | c) Leitungsautonomie nach § 76 Abs. 1 AktG und Geschäftsführungsverbot nach § 111 Abs. 4 S. 1 AktG als Schranken | 339 |
| | (1) Eigenverantwortlichkeit der Leitungsaufgabe nach § 76 Abs. 1 AktG | 339 |
| | (2) Faktischer Eingriff in die Leitungsautonomie | 342 |
| | (3) Verstoß gegen § 111 Abs. 4 S. 1 AktG | 343 |
| | (4) Rechtsschutzmöglichkeiten des Vorstands | 345 |

| | |
|---|------------|
| (5) Schlussfolgerungen für die Kommunikationstätigkeit des Aufsichtsrats: Abstimmung mit dem Vorstand | 345 |
| (6) Ergebnis | 346 |
| d) Vergleich mit Begrenzungsmodellen | 346 |
| 4. Organschaftliche Loyalitätspflicht | 349 |
| a) Grundlage | 350 |
| b) Organschaftliche Loyalitätspflicht im Rahmen der Kommunikationstätigkeit | 352 |
| (1) Vorherige Informationspflicht? | 353 |
| (2) Nachträgliche Mitteilungspflicht? | 355 |
| 5. Gebot der einheitlichen Unternehmenskommunikation – »One Voice Policy« .. | 356 |
| a) Grundlage und Bindungswirkung der One Voice Policy? | 357 |
| b) Aufsichtsratsbezogene »One Voice Policy« | 360 |
| <i>II. Allgemeine Grenzen des Investorenkontakts</i> | <i>361</i> |
| 1. Verbot der Weitergabe von Insiderinformationen, Art. 14 lit. c) i. V. m. Art. 10 Abs. 1, Art. 7 MMVO | 361 |
| a) Kein Weitergabeverbot bei fehlender Tatbestandlichkeit | 362 |
| b) Übertrag auf den Investorenkontakt des Aufsichtsrats | 363 |
| c) Unbefugte Weitergabe | 364 |
| (1) Grøngaard-Bang-Entscheidung des EuGH vom 22.11.2005 | 365 |
| (2) Gesetzliche Weitergabepflichten? | 366 |
| (a) Informationsweitergabe an Anteilseigner in und außerhalb der Hauptversammlung | 367 |
| (b) Investorenkontakt des Aufsichtsrats: keine gesetzliche Pflichtaufgabe | 368 |
| (3) Anwendung der allgemeinen Grundsätze | 369 |
| (a) Meinungsstand | 369 |
| (b) Stellungnahme und Zwischenergebnis | 371 |
| (c) Notwendigkeit einer Neubewertung im Lichte der beabsichtigten Aktivierung institutioneller Investoren? | 371 |
| i. Indienstnahme institutioneller Anleger, Vermögensverwalter und Stimmrechtsberater durch die EU-Aktionärsrichtlinie | 372 |
| ii. Beförderung durch DCGK | 372 |
| iii. Analyse und Stellungnahme | 373 |
| (i) Anerkennenswertes Interesse des Weitergebenden | 374 |
| (ii) Geeignetheit | 375 |
| (iii) Erforderlichkeit | 376 |
| (iv) Angemessenheit | 378 |
| iv. Ergebnis | 379 |
| 2. Der verbandsrechtliche Gleichbehandlungsgrundsatz nach § 53a AktG | 380 |
| a) Stand der Diskussion | 381 |
| b) Sachliche Rechtfertigung der informationellen Privilegierung | 383 |
| (1) Sachliche Rechtfertigung ausschließlich im Gesellschaftsinteresse | 383 |
| (2) Argumentum e contrario aus § 131 Abs. 4 AktG? | 385 |
| (3) Übertrag der für die Investor Relations des Vorstands geltenden Grundsätze? | 386 |

| | | |
|------|---|-----|
| (a) | Informationelle Privilegierung einzelner Aktionäre durch den Vorstand im Lichte des aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgebots . . . | 387 |
| (b) | Fallkonstellationen einer anlassbezogenen Informationsweitergabe | 388 |
| (c) | Generelles Informationsprivileg wesentlich beteiligter Gesellschafter? | 389 |
| (d) | Recht versus Realität | 391 |
| (e) | Übertragung auf den Investorenkontakt des Aufsichtsrats? | 392 |
| (4) | Ziff. 5.2 Abs. 2 DCGK als sachlicher Grund? | 392 |
| (a) | Würdigung | 393 |
| (b) | Ergebnis | 397 |
| (5) | Dialog als Instrument zur Beförderung der Corporate Governance . . . | 398 |
| (a) | Meinungsstand | 398 |
| (b) | Kritische Analyse | 399 |
| i. | Aktivierung und Indienstnahme institutioneller Investoren für die Corporate Governance? | 399 |
| ii. | Dialog als Transmitter zwischen »Stewardship«-Pflichten und Gesellschaftsinteresse an der Beförderung der Qualität der Corporate Governance | 399 |
| iii. | Corporate Governance und institutionelle Investoren | 400 |
| (i) | Institutionelle Investoren im Beziehungsgeflecht der Corporate Governance | 400 |
| (ii) | Indienstnahme institutioneller Investoren als »Stewards« ihrer Portfoliounternehmen | 401 |
| iv. | Stellungnahme und Conclusio | 404 |
| (i) | Effizienz und besondere Wirkungskraft des Dialogs als Vollzugsinstrument | 405 |
| (ii) | Beförderung der Bereitschaft zum Halten des Investments | 406 |
| (c) | Ergebnis | 406 |
| c) | Auswahl der am Dialog zu beteiligenden Investoren | 407 |
| (1) | Zuständigkeit für die Auswahlentscheidung | 407 |
| (2) | Kein freies Auswahlermessen – Geltung des § 53a AktG | 407 |
| (3) | Auswahlkriterien zur Bestimmung des Teilnehmerkreises | 408 |
| (a) | Offene Veranstaltung für alle Aktionäre? | 408 |
| (b) | Der Dialog als exklusives Instrument für institutionelle Investoren? | 409 |
| i. | Ziff. 1 Abs. 3 S. 1 DCGK vs. Ziff. 5.2 Abs. 2 DCGK? | 409 |
| ii. | Stellungnahme | 411 |
| (c) | Bestimmung des Teilnehmerkreises: | 413 |
| i. | Kriterienkatalog des Schrifttums | 413 |
| ii. | Kritische Stellungnahme und Lösungsvorschlag | 414 |
| (i) | Vermessung des maßgeblichen Beteiligungsumfanges | 416 |
| (ii) | Stimmrechtsanteil als Anknüpfungspunkt: Übertrag der 3%-Grenze nach § 33 Abs. 1 S. 1 WpHG | 418 |
| (aa) | Teleologische Beförderung der Tauglichkeit der 3%-Meldeschwelle als Auswahlkriterium | 419 |
| (bb) | Zwischenergebnis | 421 |

| | |
|---|-----|
| (iii) Auswahlermessen des Aufsichtsrats unterhalb eines Stimmrechtsanteils i. H. v. 3% | 421 |
| d) Restriktion auf Rechtsfolgenreihe? | 422 |
| (1) Kritische Analyse und Stellungnahme | 423 |
| (2) Ergebnis | 425 |
| 3. Kapitalmarktrechtliches Gleichbehandlungsgebot, § 48 Abs. 1 Nr. 1 WpHG .. | 425 |
| a) Inhaltliche Reichweite | 426 |
| b) Erfordernis einer sachlichen Rechtfertigung | 428 |
| c) Eigenständige Bedeutung gegenüber § 53a AktG | 429 |
| 4. Ziff. 6.1 S. 1 DCGK | 429 |
| 5. Verschwiegenheitspflicht nach § 116 Abs. 1 S. 1, 2 i. V. m. § 93 Abs. 1 S. 3 AktG | 431 |
| a) Geltungskraft und Relevanz der Verschwiegenheitspflicht für den Investorendialog | 432 |
| b) Inhaltliche Reichweite der Verschwiegenheitspflicht | 433 |
| (1) Gesellschaftsgeheimnisse | 433 |
| (2) Vertrauliche Angaben | 435 |
| c) Suspensiveffekt für den Investorendialog | 436 |
| d) Durchbrechung der Verschwiegenheitspflicht im Rahmen des Investorenkontakts | 436 |
| (1) Stand der Diskussion | 438 |
| (2) Dispositionsbefugnis des Aufsichtsrats über die Verschwiegen- heitspflicht | 439 |
| (a) Ausschließliche Dispositionsbefugnis des Vorstands | 439 |
| (b) Begrenzte Dispositionsbefugnis des Aufsichtsrats | 440 |
| (c) Stellungnahme | 441 |
| (3) Offenlegungsbefugnis über die der Vertraulichkeit entzogenen Umstände? | 444 |
| (4) Zwischenergebnis | 445 |
| (5) Materiellen Voraussetzungen einer Selbstbefreiung | 445 |
| (a) Gesellschaftsinteresse als maßgebliches Beurteilungskriterium .. | 445 |
| i. Gewährung eines Beurteilungsspielraums? | 446 |
| ii. Stellungnahme | 448 |
| (b) Aufsichtsratsinterne Zuständigkeit | 450 |
| i. Stand der Diskussion | 450 |
| ii. Allgemeines Meinungsbild | 452 |
| iii. Kritische Analyse und Stellungnahme | 453 |
| (c) Entscheidungsform: Beschlussfassung mit einfacher Mehrheit .. | 457 |
| (d) Zulässigkeit eines Generaldispenses bzw. antizipierten Freigabebeschlusses? | 457 |
| (e) Delegationsmöglichkeit? | 459 |
| i. Allgemeine Grundsätze | 459 |
| ii. Delegation an einen Ausschuss | 460 |
| iii. Übertragung auf den Aufsichtsratsvorsitzenden | 461 |
| e) Conclusio und Folgenbetrachtung für den Dialog mit Investoren | 462 |
| III. <i>Nachinformation der vom Dialog ausgeschlossenen Aktionäre</i> | 464 |
| 1. Nachinformationsrecht aus § 131 Abs. 4 AktG | 465 |
| a) Außertatbestandlichkeit von Auskünften des Aufsichtsrats? | 466 |

| | |
|--|-----|
| (1) Herkömmliche Auffassung | 466 |
| (2) Erforderlichkeit einer Neubewertung im Lichte des Investorendialogs des Aufsichtsrats? | 467 |
| (a) Stand der Diskussion | 468 |
| (b) Kritische Analyse und Stellungnahme | 468 |
| i. Wortlaut | 469 |
| ii. Systematik | 469 |
| iii. Telos | 470 |
| b) Ergebnis | 472 |
| 2. Ziff. 6.1 S. 2 DCGK – »Fair Disclosure« | 472 |
| a) Anwendungsvoraussetzungen | 473 |
| (1) Wesentliche neue Tatsachen als Weitergabegegenstand | 473 |
| (2) Aktionäre als tauglicher Empfängerkreis der Informationen? | 475 |
| (3) Unverzügliche Offenlegung | 476 |
| b) Bewertung und Summa | 477 |
| IV. <i>Ausbau der Nachinformation der vom Dialog ausgeschlossenen Aktionäre?</i> . . | 477 |
| 1. Konzeptionelle Schwächen des erweiterten Auskunftsanspruch aus § 131 Abs. 4 AktG | 478 |
| 2. Konzeptionelle Schwächen von Ziff. 6.1 S. 2 DCGK | 481 |
| 3. Ausdehnung der Nachinformation zwecks informationeller Gleichbehandlung . . | 482 |
| a) Lösungsvorschläge de lege lata | 483 |
| (1) Veröffentlichung der Protokolle des Aufsichtsrats | 483 |
| (2) Inhaltliche Ergänzung des Aufsichtsratsberichts nach §§ 171 Abs. 2, 176 Abs. 1 S. 2 AktG? | 483 |
| (a) Kritische Analyse | 484 |
| i. Pro | 484 |
| ii. Contra | 486 |
| iii. Zwischenergebnis | 487 |
| (b) Fakultative Erweiterung? | 487 |
| (c) Ergebnis | 487 |
| (3) Aktionärsforum, § 127a AktG | 488 |
| (a) Eignungsbewertung des Aktionärsforum, § 127a AktG | 489 |
| (b) Ergebnis | 490 |
| (4) Corporate Governance Bericht, Ziff. 3.10 S. 1, 2 DCGK | 490 |
| (a) Zulässigkeit einer inhaltlichen Anreicherung um Angaben betreffend den Investorendialog | 490 |
| (b) Kritische Analyse | 492 |
| (c) Ergebnis | 493 |
| b) Lösungen de lege ferenda | 494 |
| (1) Veröffentlichung auf der Website der Gesellschaft | 494 |
| (2) Stellungnahme | 495 |
| (3) Implementierung einer Echtzeit-Übertragung | 497 |
| (4) Stellungnahme | 497 |
| (5) Zwischenergebnis | 498 |
| (6) Niederlegung innerhalb des DCGK | 498 |
| (a) Art der Kodex-Bestimmung | 498 |
| (b) Standort | 500 |
| (7) Schicksal von § 131 Abs. 4 AktG? | 501 |

| | | |
|-------------------|--|-----|
| 6. Kapitel | Inhaltliche Ausgestaltung des Dialogs und Kommunikations- | |
| | ordnung | 503 |
| <i>I.</i> | <i>Inhaltliche Ausgestaltung des Dialogs</i> | 503 |
| 1. | Allgemeines | 503 |
| 2. | Stand der Diskussion | 504 |
| | a) Inhaltliche Ausgestaltung und Grenzen des Dialogs nach den | |
| | »Leitsätzen für den Dialog zwischen Investor und Aufsichtsrat« | 504 |
| | b) Ziff. 5.2 Abs. 2 DCGK: Beschränkung des Dialogs auf »aufsichts- | |
| | ratsspezifische« Themen | 505 |
| | c) Meinungsbild des Schrifttums | 506 |
| | (1) Konsensbereich | 506 |
| | (2) Umstrittener Bereich | 508 |
| | d) Stellungnahme | 508 |
| 3. | »Drei-Stufen-Modell« | 509 |
| | a) 1. Stufe: Abstrakte Reichweite der Kommunikationskompetenz | 509 |
| | b) 2. Stufe: Vermessung im Interorganverhältnis | 510 |
| | c) 3. Stufe: Abgleich mit den sonstigen, allgemeinen Schranken | 510 |
| 4. | Anwendung auf die Themen des Dialogs im Rahmen der Diskussion | 510 |
| | a) Sachgegenstände der ausschließlichen Zuständigkeit des Aufsichts- | |
| | rats | 510 |
| | b) Überwachungsaufgabe nach § 111 Abs. 1 AktG und Bericht des | |
| | Aufsichtsrats nach § 171 Abs. 2 AktG | 511 |
| | (1) Meinungsstand | 511 |
| | (2) Überwachungsaufgabe, § 111 Abs. 1 AktG und Berichterstattung | |
| | nach § 171 Abs. 2 AktG als Ausnahmen vom Konsensbereich? | 513 |
| | c) Bestellung und Abberufung von Vorstandsmitgliedern | 514 |
| | (1) 1. und 2. Stufe | 515 |
| | (2) 3. Stufe | 516 |
| | (a) Insiderrechtliche Weitergabeverbot, Art. 14 lit. c) | |
| | i. V. m. Art. 10 Abs. 1, Art. 7 MMVO | 516 |
| | i. Kursrelevanz | 516 |
| | ii. Personelle Veränderung als mehrstufiger Geschehens- | |
| | ablauf | 517 |
| | iii. Zwischenschritte und Endereignis als Insiderinformation | 518 |
| | iv. Bedeutung für den Dialog und Stellungnahme | 519 |
| | (b) Interorganschaftliche Loyalitätspflicht | 520 |
| | (c) Widerspruch zu § 84 AktG | 521 |
| | d) Strategieprozess und Strategieumsetzung | 522 |
| | (1) Konfliktpotential | 522 |
| | (2) Meinungsstand | 522 |
| | (3) Kritische Analyse | 524 |
| | (a) 1. Stufe | 524 |
| | (b) 2. Stufe | 525 |
| | i. Intensität der Beratungsaufgabe | 525 |
| | ii. Folgenbetrachtung für das Kommunikationsrecht des | |
| | Aufsichtsrats | 526 |
| | (c) 3. Stufe | 527 |

| | |
|---|------------|
| i. Verschwiegenheitspflicht, § 116 Abs. 1 S. 1, 2 i. V. m. § 93 Abs. 1 S. 3 AktG | 527 |
| ii. Interorganschaftliche Loyalitätspflicht und One Voice Policy .. | 528 |
| (d) Ergebnis | 529 |
| e) Unternehmensfinanzierung | 529 |
| (1) Meinungsstand | 529 |
| (2) Kritische Analyse | 530 |
| (a) 1. und 2. Stufe | 531 |
| (b) 3. Stufe | 532 |
| II. <i>Kommunikationsordnung</i> | 532 |
| 1. Erlassbefugnis und Voraussetzungen | 533 |
| 2. Inhalt | 534 |
| a) Absichtserklärung bzw. Öffnungsbeschluss | 534 |
| b) Aufsichtsratsinterne Zuständigkeit | 534 |
| c) Themen des Dialogs | 535 |
| (1) Abstrakte Bestimmung des Kommunikationsradius | 535 |
| (2) Konkrete Aufschlüsselung des Themenkatalogs | 536 |
| d) Information des Gesamtaufsehensrats | 536 |
| e) Abstimmung mit dem Vorstand | 537 |
| f) Information der übrigen Aktionäre | 538 |
| 7. Kapitel Bewertung von Ziff. 5.2 Abs. 2 DCGK | 541 |
| <i>I. Rechtliche Analyse</i> | 541 |
| 1. Rechtsträgerschaft der Kommunikationsbefugnis und die Rechtstellung des Aufsichtsratsvorsitzenden im Dialog | 541 |
| 2. Inhaltliche Ausgestaltung | 542 |
| <i>II. Fazit</i> | 544 |
| 8. Kapitel Abschließende Würdigung und Ausblick | 547 |
| <i>I. Aus Sicht des Verbands</i> | 547 |
| <i>II. Aus Sicht des Aufsichtsrats</i> | 548 |
| <i>III. Aus Sicht des Vorstands</i> | 549 |
| <i>IV. Aus Sicht der Aktionäre</i> | 549 |
| <i>V. Aus Sicht der dualistischen Unternehmensverfassung</i> | 550 |
| <i>VI. Ausblick</i> | 551 |
| 9. Kapitel Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse der Untersuchung | 553 |
| DCGK – Synopse der zitierten Kodex-Bestimmungen | 559 |
| Abkürzungen | 561 |
| Literatur | 567 |
| Sachregister | 633 |