

**Maximilian Zobel\***

## **Besondere Rechtsprobleme von Gesprächen oder Vereinbarungen des Aufsichtsrats mit Aktionären oder künftigen Investoren**

### **Abstract**

Wachsende Internationalisierung der Kapitalmärkte und ein stetig zunehmendes Informationsinteresse der Anleger lassen den Ruf nach einem ausgeprägten Investorendialog lauter werden. Dieser Beitrag beschäftigt sich mit den rechtlichen Anforderungen, die an einen solchen Dialog von Seiten des Aufsichtsrats zu stellen sind. Durch einen Blick auf die Praxis und einen Vergleich zur gewünschten Realität an den Märkten wird am Ende eine Empfehlung für die Ausgestaltung ausgesprochen.

---

\* Der Verfasser studiert seit dem Wintersemester 2014/15 Rechtswissenschaft an der Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg und hat den Schwerpunktbereich „Unternehmensrecht“ gewählt. Der Beitrag wurde im Rahmen eines Blockseminars bei Prof. *Dr. Stefan J. Geibel, Maître en droit (Université Aix-Marseille III)* zum Thema „Das Recht der Organe juristischer Personen“ im Sommersemester 2017 angefertigt.

## A. Einleitung

Der Investorendialog gilt als ein wesentliches Element einer guten und funktionierenden Corporate Governance.<sup>1</sup> Im Laufe der vergangenen Jahre wurden Stimmen lauter, die forderten, dass dieser Investorendialog verbessert und ausgeprägter werden müsse.<sup>2</sup> Die alleinige Konzentration des Dialogs mit den Anteilseignern in der Hauptversammlung geriet vermehrt in die Kritik als nicht mehr zeitgemäß und impraktikabel.<sup>3</sup>

Grundsätzlich ist jede Form der Kommunikation mit Aktionären zulässig, um diese an die Gesellschaft zu binden,<sup>4</sup> jedoch obliegt der Investorendialog als Teil der Geschäftsführungskompetenz (§ 76 AktG) dem Vorstand einer Aktiengesellschaft.<sup>5</sup> In der Praxis wird dies vermehrt so gehandhabt, dass nicht der Vorstand, sondern der Aufsichtsrat von diesen Gesprächen Gebrauch macht.<sup>6</sup> Dies ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass ausländischen Aktionären der Unterschied zwischen dem monistischen und dem dualistischen Leitungssystem, das praktisch nur in Deutschland vorkommt, unbekannt ist.<sup>7</sup> Vermehrt widmete sich die Wissenschaft im vergangenen Jahr beginnend den hierauf aufbauenden rechtlichen Problemen.

Anschaulich ist in diesem Zusammenhang die Entwicklung von sog. „Leitsätzen für den Dialog zwischen Investor und Aufsichtsrat“, über die Änderungsvorschläge/-beschlüsse der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex („DCGK“), bis hin zur Änderungsrichtlinie der EU-Aktionärsrechterichtlinie (RL (EU) 2017/828).

<sup>1</sup> Vgl. schon *Gode*, in: Feddersen/Hommelhoff/Schneider, Corporate Governance, 1996, S. 316 (320 ff.); *Hirt*, Perspektive aus der Praxis, ZGR 2012, 280 (289 f.).

<sup>2</sup> Vgl. *Drygala*, in: Schmidt/Lutter I, 3. Aufl. 2015, § 107 Rn. 25; *Roth*, Information und Organisation des Aufsichtsrats, ZGR 2012, 343 (367 ff.).

<sup>3</sup> *Bachmann*, Abschaffung der Hauptversammlung?, in: FS Roth, 2011, S. 37 ff.; *Schoppen*, in: Schoppen, Corporate Governance, 2015, S. 51 (77 f.).

<sup>4</sup> *Bayer*, in: MüKo-AktG I, 4. Aufl. 2016, § 67 Rn. 162; vgl. auch *v. Rosen/Gebauer*, in: v. Rosen/Seifert, Die Namensaktie, 2000, S. 127 ff.

<sup>5</sup> *Kort*, in: Großkomm-AktG IV/1, 5. Aufl. 2015, § 76 Rn. 9a; *DAV*, Stellungnahme zu Vorschlägen der Regierungskommission DCGK, NZG 2017, 57 (59); *Leyendecker-Langner*, Kapitalmarktkommunikation, NZG 2015, 44 (44).

<sup>6</sup> *Hirt/Hopt/Mattheus*, Dialog zwischen dem Aufsichtsrat und Investoren, AG 2016, 725 (728 f.), die von DAX-30-Unternehmen sprechen; *Hexel*, Kapitalmarktkommunikation, AR 2014, 121 (121); vgl. auch Manager Magazin v. November 2016, S. 60: *Werner Brandt*, Aufsichtsratsvorsitzender u.a. von RWE und Imogy, redet laut eigenen Angaben „vereinzelt“ mit Investoren.

<sup>7</sup> Vgl. *Fleischer/Bauer/Wansleben*, Investorenkontakte des Aufsichtsrats, DB 2015, 360 (362); *Bortenlänger*, Aufsichtsratsdialog in oder gar vor der Hauptversammlung?, BOARD 2014, 71 (71); *Koch*, in: Fleischer/Koch/Kropff/Lutter, 50 Jahre Aktiengesetz, 2016, S. 65 (87).

## B. Statistische Betrachtungen – Studien zu aktiver Teilhabe

Vorab sei auf verschiedene Studien verwiesen, die zeigten, dass „Verantwortlichkeit und Profitabilität sich nicht gegensätzlich gegenüberstehen, sondern vielmehr komplementär verstanden werden müssen“.<sup>8</sup>

Untersucht wurden die Auswirkungen nachhaltiger Unternehmenspraktiken auf die wirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens. Positive Effekte hatte vor allem das Investorenverhalten, das nicht nur auf kurzfristige Erfolge ausgerichtet war, sondern das Unternehmensgeschehen nachhaltig durch aktive Teilhabe beeinflusste.

Aktive Teilhabe kann den Studien zufolge auf drei Ebenen erreicht werden – durch Stimmrechtsvertretung (*proxy voting*), durch Hauptversammlungsbeschlüsse und durch einen Dialog mit dem Management.<sup>10</sup> Dieser Investorendialog führe bei erfolgreicher Annäherung von Unternehmen und (zumeist institutionellen) Investoren zu einer Wertsteigerung des Unternehmens von durchschnittlich 7,1 %.<sup>11</sup> Dementsprechend wird die Implementierung eines solchen Mechanismus in Zukunft öfter erwartet. In diesem Sinne betrachtet man auch die EU-Aktionärsrechteänderungsrichtlinie positiv,<sup>12</sup> deren Impuls ebenso der DCGK aufgegriffen hat, der nun in der Präambel institutionelle Anleger zu aktiver Teilhabe auffordert. Allerdings gilt es festzuhalten, dass die Studien nicht die Frage behandelten, inwiefern es förderlich oder gar notwendig ist, einen Investorendialog mit dem Aufsichtsrat zu führen, um dessen Fruchtbarkeit zu maximieren. Sie beantworten letztlich nur die Frage des „Ob“, aber nicht die Frage des „Wie“.

## C. Jüngste Entwicklungen des Investorendialogs

### I. Initiative „Developing Shareholder Communication“ – Leitsätze

Im Juli 2016 hat eine Arbeitsgruppe namens „Developing Shareholder Communication“ – bestehend aus Investoren, Unternehmens- und Wissenschaftsvertretern – acht Leitsätze für den Dialog zwischen Investoren und Aufsichts-

---

<sup>8</sup> Clark/Feiner/Viehs, *From the Stockholder to the Stakeholder: How Sustainability Can Drive Financial Outperformance*, 2015, S. 8.

<sup>9</sup> Dazu Hamestuk, *Proxy Voting in Deutschland: ein gescheitertes Experiment? – Der § 134 Abs. 3 S. 5 AktG im dogmatischen und rechtspolitischen Kontext*, StudZR-WissOn 2018, S. 185–203.

<sup>10</sup> Clark/Feiner/Viehs (Fn. 8), S. 46 ff.

<sup>11</sup> Dimson/Karakas/Li, *Active Ownership*, 2012, S. 6.

<sup>12</sup> Clark/Feiner/Viehs (Fn. 8), S. 49.

rat („Leitsätze“) veröffentlicht.<sup>13</sup>

## 1. Inhalt und Ziele der Leitsätze

Die Leitsätze betreffen den Aufsichtsrat als Gesamtorgan, das Zusammenspiel des Aufsichtsrats mit dem Vorstand und die Rolle seines Vorsitzenden.

Die Initiative verfolgt zwei Ziele: Einerseits sollte der Änderung der EU-Aktionärsrechterichtlinie<sup>14</sup> entgegengekommen werden, die damals noch diskutiert, im April 2017 vom EU-Parlament verabschiedet wurde und am 20.5.2017 mit Verkündung im Amtsblatt der EU in Kraft trat. Diese soll die Rolle institutioneller Investoren stärken bzw. deren Überwachungsfunktion aktiver gestalten und insgesamt mehr Transparenz in der Unternehmensführung schaffen. Die Arbeitsgruppe schließt aus der Richtlinie ein gesteigertes Bedürfnis der Investoren, den Dialog mit dem Aufsichtsrat zu suchen.<sup>15</sup> Dies führt zum zweiten Ziel dieser Leitsätze: „den Dialog so fruchtbar wie möglich [zu] gestalten“.<sup>16</sup>

## 2. Keine Entfaltung rechtlicher Geltung

Die Leitsätze haben allerdings keinerlei rechtliche Wirkung. Bei ihnen handelt es sich weder um Rechtsnormen, noch um sog. *soft law*.<sup>17</sup> Vielmehr sind sie als rein private Handlungsempfehlungen zu verstehen, die die innerhalb des geltenden Rechts bestehenden Handlungsspielräume konkretisieren und als Grundlage für den rechtlichen Diskurs beim Übertreten der Grenzen dieser Spielräume dienen sollen.<sup>18</sup>

Wohl um mehr Gewicht in Wissenschaft und Praxis zu erlangen, schlug die Arbeitsgruppe der Regierungskommission DCGK in diesen Leitsätzen vor,

---

<sup>13</sup> Die Leitsätze und die Teilnehmer der Arbeitsgruppe sind einsehbar unter: [www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-Leitsaetze-fuer-den-dialog-zwischen-investor-und-aufsichtsrat-20160705/\\$FILE/ey-Leitsaetze-fuer-den-dialog-zwischen-investor-und-aufsichtsrat-20160705.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-Leitsaetze-fuer-den-dialog-zwischen-investor-und-aufsichtsrat-20160705/$FILE/ey-Leitsaetze-fuer-den-dialog-zwischen-investor-und-aufsichtsrat-20160705.pdf) (zuletzt abgerufen am 30.7.2018); zur Zusammensetzung der Arbeitsgruppe auch *Bachmann*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung, Gesellschaftsrecht in der Diskussion, S. 135 (138 f.).

<sup>14</sup> Vgl. insbesondere Art. 3g. Der Änderungsvorschlag ist abrufbar unter: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX%3A52014PC0213> (zuletzt abgerufen am 30.7.2018);

<sup>15</sup> Leitsätze Vorb. Abs. 1 S. 1; vgl. auch *Bachmann* (Fn. 13), S. 137: „Sie [die Vorschläge zur Einbeziehung der Aktionäre in Richtlinie (EU) 2017/828] erhöhen aber den [...] bei (ausländischen) Investoren aufgebauten Druck, [...] mit dem Aufsichtsrat in einen stärkeren Gedankenaustausch zu treten.“

<sup>16</sup> Leitsätze Vorb. Abs. 3.

<sup>17</sup> Die DCGK werden gleichwohl teilweise als „*soft law*“ bezeichnet; vgl. dazu *Goette*, in: MüKo-AktG III, 4. Aufl. 2018, § 161 Rn. 23.

<sup>18</sup> So auch *Bachmann* (Fn. 13), S. 139.

eine grundsätzliche Empfehlung oder Anregung zur Kommunikation zwischen Investor und Aufsichtsrat in den Kodex aufzunehmen.

## II. Der Deutsche Corporate Governance Kodex – Vorschlag und Beschluss der Regierungskommission 2017

Am 2.11.2016 hat die Initiative scheinbar Gehör gefunden, als die Kodex-Kommission ihre Änderungsvorschläge für 2017 veröffentlichte. Die Änderungen wurden am 7.2.2017 beschlossen und sind seit Verkündung im Bundesanzeiger am 24.4.2017 in Kraft. Zwei Neuerungen stehen angesichts dieser Ausarbeitung im Vordergrund.

### 1. Die Rolle institutioneller Investoren, Präambel Abs. 3

In Anlehnung und mit Blick auf andere Rechtssysteme – genannt seien beispielsweise die Niederlande oder Großbritannien – wird mit der Neuerung des Kodex auf die Bedeutung institutioneller Investoren hingewiesen, die angehalten werden, ihre Eigentumsrechte aktiv(er) wahrzunehmen.<sup>19</sup>

Der sog. *shareholder activism* ist auf internationaler Ebene kein Novum. Seinen Ursprung fand dieses Phänomen schon in der Mitte des 20. Jahrhunderts in den USA, damals noch ausgeprägt als reines Vorschlagsrecht für Aktionäre auf Hauptversammlungen. Von dort aus entwickelte es sich über die Jahre hinweg und verbreitete sich weiter.<sup>20</sup> In den Niederlanden findet der *shareholder activism* Niederschlag im Dutch Corporate Governance Code und daneben – auf britischer Seite – gleich in doppelter Ausprägung. So enthält der UK Corporate Governance Code Ausgestaltungsempfehlungen für die Unternehmensseite, während der Stewardship Code die Rolle der Investoren in gewisser Weise dirigieren soll.

Die Neuerung in der Präambel sollte ursprünglich eine neue Ziffer 2.1.3 im DCGK darstellen. Neben Empfehlungen und Anregungen gibt der Kodex aber auch teilweise nur geltendes Recht wieder. Um durch die Formulierung<sup>21</sup> nicht den Anschein geltenden Rechts zu erwecken, rückte man von der Schaffung

---

<sup>19</sup> Schon *Hopt*, Modernisierung der Unternehmensleitung und -kontrolle, in: FS Westermann, 2008, S. 1039 (1052); vgl. *Schaefer/Hertrich*, Shareholder Activism in Germany, The IUP Journal of Corporate Governance XII/2 2013, S. 28 (36): „*shareholder activism is (yet) an ineffective and infrequent tool*“.

<sup>20</sup> *Kleinmanns*, Shareholder Activism, IRZ 2016, 341 (342); siehe auch *Gillan/Starks*, The Evolution of Shareholder Activism in the US, 2007, S. 34.

<sup>21</sup> Ursprünglich vorgeschlagener Text der Ziff. 2.1.3: „Inbesondere institutionelle Investoren sind angehalten, ihre Eigentumsrechte aktiv und verantwortungsvoll im Rahmen eines konsistenten, transparenten und die Nachhaltigkeit berücksichtigenden Regelwerks auszuüben.“.

einer neuen Ziffer ab und verlagerte diesen Passus leicht abgewandelt in die Präambel.<sup>22</sup> Diese ist nicht Teil der Entsprechenserklärung nach § 161 AktG.

## 2. Bereitschaft des Aufsichtsratsvorsitzenden, Investorendialoge zu führen, Ziffer 5.2 DCGK

Daneben wurde Ziffer 5.2 DCGK in Form einer Anregung ergänzt. „Der Aufsichtsratsvorsitzende sollte in angemessenem Rahmen bereit sein, mit Investoren über aufsichtsratspezifische Themen Gespräche zu führen.“ Ursprünglich vorgesehen war, den Investorendialog als Empfehlung („soll [...] bereit sein“) auszugestalten, um der „Beseitigung von (Rechts-)Unsicherheit“ zu dienen<sup>23</sup> und das mittlerweile „überholte“ Aktiengesetz zu korrigieren.<sup>24</sup> Mit der beschlossenen Fassung der Ziffer 5.2 DCGK reagierte die Regierungskommission auf kritische Stimmen in der Wissenschaft, nach denen die Regierungskommission ihre Rolle innerhalb der Gewaltenteilung überstrapazierte, der DCGK schließlich keine juristische Gestaltungswirkung entfaltet.<sup>25</sup> Aus der Empfehlung wurde somit eine Anregung. Die nähere Bezeichnung des Gesprächsgegenstands – ursprünglich in den Sätzen 2 und 3 enthalten<sup>26</sup> –, findet sich mittlerweile nur noch in der Begründung zu den Änderungsvorschlägen und in der Pressemitteilung über den Beschluss<sup>27</sup> wieder.

### III. EU-Aktionärsrechteänderungsrichtlinie

Nachdem auf europäischer Ebene schon seit 2014 über eine Änderung der Aktionärsrechterichtlinie diskutiert wurde, man in informellen Trilog-Verhand-

<sup>22</sup> Vgl. zur Kritik auch Stellungnahme der VGR zu den Vorschlägen, AG 2017, 1 (2).

<sup>23</sup> Erläuterungen der Änderungsvorschläge, S. 6.

<sup>24</sup> vgl. Interview des Vorsitzenden der Kommission, Manfred Gentz, zu den DCGK Anpassungen 2017, der den Investorendialog als schon bestehende „best practice“ bezeichnet; abrufbar unter: [directors-channel.com/beitraege/dcgk-anpassungen-2017-415/](http://directors-channel.com/beitraege/dcgk-anpassungen-2017-415/) (zuletzt abgerufen am 30.7.2018).

<sup>25</sup> Vgl. *DAV* (Fn. 5), S. 60; *Koch*, Investorenkontakte, BB 2016, Heft 50, Umschlagteil I; *Krämer*, Investorendialog des Aufsichtsrats, AR 2017, Heft 02, 18 (20); *Mense/Klie*, Geplante Kodex-Änderungen für 2017, GWR 2017, 1 (2); *Nikoleyczik/Graßl*, Überarbeitung des DCGK, NZG 2017, 161 (165); *VGR* (Fn. 22), S. 4.

<sup>26</sup> „Das sind Gegenstände, für die der Aufsichtsrat allein verantwortlich ist und die von ihm allein zu entscheiden sind. Bei Fragen, die nur gemeinsam von Vorstand und Aufsichtsrat zu entscheiden sind, sollen Gespräche entweder allein vom Vorstand oder vom Aufsichtsratsvorsitzenden zusammen mit dem Vorstand geführt werden.“, Vorschläge aus der Plenarsitzung vom 13.10.2016, S.10; abrufbar unter: <http://www.dcgk.de/de/konsultationen/aktuelle-konsultationen.html> (zuletzt abgerufen am 30.7.2018).

<sup>27</sup> Pressemitteilung v. 14.2.2017, S. 4; online abrufbar unter: <http://www.dcgk.de/de/kommission/die-kommission-im-dialog/detailansicht/kodexaenderungen-2017-beschlossen-vorsitzwechsel-zum-1-maerz.html> (zuletzt abgerufen am 30.7.2018).

lungen<sup>28</sup> zunächst aber nicht weiterkam, hat am 14.3.2017 das EU-Parlament die Richtlinie zur Änderung der Aktionärsrechterichtlinie gebilligt. Am 3.4.2017 nahm diese dann die letzte Hürde, als sie vom Rat der Europäischen Union verabschiedet wurde. Seit dem 17.5.2017 ist sie als Richtlinie (EU) 2017/828<sup>29</sup> in Kraft. Die Mitgliedsstaaten haben nun zwei Jahre Zeit, diese in nationales Recht umzuwandeln. Sie strebt höhere Transparenz aber auch eine stärkere Überwachung der Unternehmen durch institutionelle Anleger an, indem diese ihre Rolle aktiver wahrnehmen sollen. Insbesondere sei hierbei auf Art. 3g der Richtlinie hingewiesen. Dieser soll – nach dem Vorbild des britischen Stewardship Codes – eine „Mitwirkungspolitik“ implementieren, die nach Abs. 1 lit. a auch die Ausgestaltung eines Dialogs von institutionellen Anlegern und Unternehmen beinhaltet.

Auffällig ist, dass diese Richtlinie weder die Unternehmen verpflichtet, Mechanismen für einen funktionierenden Investorendialog aufzubauen, sondern diesen vielmehr voraussetzt, noch schreibt sie vor, dass der Aufsichtsrat bereit sein soll, Gespräche mit Investoren zu führen. Art. 3g Abs. 1 lit. a der Richtlinie erwähnt nur den Dialog der Institutionellen Investoren mit dem jeweiligen Unternehmen.

Wie der deutsche Gesetzgeber die Umsetzung letztlich ausgestalten wird, bleibt abzuwarten. Solange bietet die Richtlinie lediglich einen Anhaltspunkt und kann vor allem zur Auslegung mancher Rechtsnormen herangezogen werden. Würde die EU-Richtlinie jedoch als Argument für einen Dialog des Aufsichtsrats mit Investoren angeführt, sollte entsprechender Autor auch darauf hinweisen, dass dies seiner eigenen Interpretation einer von ihr vorausgesetzten, effektiven aktiven Teilhabe entspringt. Auf Kompetenzfragen von Vorstand oder Aufsichtsrat geht die EU-Richtlinie nicht ein.

---

<sup>28</sup> Trilog-Verhandlungen bezeichnen informelle Verhandlungen zwischen Vertretern der an der europäischen Gesetzgebung beteiligten Institutionen, dem Rat der Europäischen Union und dem Europäischen Parlament, unterstützt durch die Europäische Kommission; unterschieden werden muss zwischen dem formellen und informellen Trilog; der informelle Trilog soll ein beschleunigtes Gesetzgebungsverfahren ermöglichen; laut einer Untersuchung der Europäischen Bürgerbeauftragten, *Emily O'Reilly* im Jahre 2015 (OI/8/2015/FOR) wurden 85% der Gesetzgebungsverfahren in der Legislaturperiode von 2009-2014 dank informeller Trilogie in erster Lesung verabschiedet.

<sup>29</sup> Die Richtlinie findet sich online abrufbar unter: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?qid=1495605038027&uri=CELEX:32017L0828> (zuletzt abgerufen am 30.7.2018).

#### D. Zwischenfazit

Es gilt festzuhalten, dass es einheitlich als förderlich für Unternehmen betrachtet wird, einen Investorendialog zu führen und dass dies in jüngerer Zeit auf vielen Ebenen hervorgehoben wurde. Vor allem werden institutionelle Investoren in den Mittelpunkt aktiver Teilhabe gerückt. Zwar begründet dies noch keine Rechte oder Pflichten für den Aufsichtsrat, zeigt aber die allgemeine Anerkennung des Investorendialogs als starkes Schwert aktiver Teilhabe und legt mögliche Gestaltungsfragen für den Gesetzgeber offen.

#### E. Der Investorendialog in der Rechtsvergleichung

Im Vereinigten Königreich hat sich der Investorendialog über Jahre verfestigt und als ein beständiger Wert guter Corporate Governance erwiesen. Vergleichbare Dialogpraxen haben sich an vielen europäischen Kapitalmärkten und in den Vereinigten Staaten ebenfalls durchsetzen können,<sup>30</sup> sodass der folgende Vergleich mit dem britischen Modell lediglich als *ein* Exempel dienen soll.

#### I. Leitungssystem im angelsächsischen Raum

Im Gegensatz zum deutschen dualistischen Modell, in dem die Leitung des Unternehmens dem Vorstand obliegt und die Überwachung dem Aufsichtsrat, bedient sich Großbritannien eines monistischen Modells, in dem beide Aufgaben von einem *Board* bzw. Verwaltungsrat geführt werden.

Das *Board*-System unterscheidet zwischen einerseits den *executive directors*, den geschäftsführenden Direktoren, die letztlich dem Vorstand entsprechen, und andererseits den *non-executive directors*, die wie die Mitglieder des Aufsichtsrats dafür zuständig sind, dass die Interessen der Kapitalgeber gegenüber denen des Managements bzw. Vorstands angemessen berücksichtigt werden.<sup>31</sup>

#### II. UK Corporate Governance Code und UK Stewardship Code

Im Vereinigten Königreich ist der Investorendialog ausdrücklich vorgesehen. Seit dem sog. Cadbury Report, dem ersten Corporate Governance Kodex im Vereinigten Königreich aus dem Jahre 1992, kennt das angelsächsische Recht jedenfalls die Empfehlung für einen solchen. Heute wird er einerseits vom UK Corporate Governance Code (UK CG Code) für Unternehmen in einem eigenen Abschnitt (E.1: Dialogue with Shareholders) und andererseits vom ge-

<sup>30</sup> So Hirt/Hopt/Matthews (Fn. 6), S. 728; Aggarwal/Erel/Ferreira/Matos, *Journal of Financial Economics* 100 (2011), 154 (154 ff.).

<sup>31</sup> Vgl. zur grds. Unterscheidung zwischen dualistischem und monistischem Leitungssystem Eberspächer, in: Spindler/Stilz II, 3. Aufl. 2015, Art. 38 SE-VO Rn. 3 f.; ausführlich Leyens, *Deutscher Aufsichtsrat und U.S.-Board*, *RabelsZ* 67 (2003), 57 ff.

samten UK Stewardship Code für institutionelle Investoren<sup>32</sup> aufgegriffen. Beide Kodizes stehen wie der DCGK auf einer „*comply or explain*“-Basis.

### III. Zuständigkeit, Ausführung und Themen

Zuständig für den Dialog ist nach dem Hauptprinzip des UK CG Codes das gesamte *Board*,<sup>33</sup> demnach auch die nicht-geschäftsführenden Direktoren. Jedoch obliegt es dem *Chair*, dem Vorsitzenden, dafür Sorge zu tragen, dass die Ansichten der Aktionäre, dem ganzen *Board* gegenüber kommuniziert werden.<sup>34</sup> Der Vorsitzende, der im Regelfall ein *non-executive director* ist, hat insofern eine „Initiativpflicht“ gegenüber den Anteilseignern.<sup>35</sup>

Die Zuständigkeit des gesamten *Boards* zeigt sich weitergehend auch daran, dass allen nicht-geschäftsführenden Direktoren nach dem UK CG Code die Möglichkeit gegeben werden soll, an den Dialogen teilzunehmen.<sup>36</sup>

Besonders hinzuweisen ist auf den *senior independent director*. Als einer der nicht-geschäftsführenden Direktoren in diese Rolle gewählt, dient er Aktionären als zusätzlicher Kontaktpunkt, wenn das Verlangen nach einem Dialog auf dem normalen Wege mit dem *Chair* nicht befriedigt wurde.<sup>37</sup>

Es zeigt sich insofern ein besonderes Interesse des Rechtssystems daran, dass das *Board* versteht, was die Investoren beschäftigt und diese wiederum sehen können, ob das *Board* richtig besetzt ist oder sie ggf. einschreiten müssen.<sup>38</sup> Dies spiegelt sich auch in den Themen wider, die der Stewardship Code für die Gespräche vorsieht: Unternehmenskultur, Besetzung und Vergütung des *Boards*, aber auch die Unternehmensstrategie und deren Umsetzung.<sup>39</sup>

---

<sup>32</sup> „The Code is directed in the first instance to institutional investors, by which is meant asset owners and asset managers with equity holdings in UK listed companies.”, UK Stewardship Code, Application of the Code, Abs. 2; zum Begriff der institutionellen Investoren, siehe *Faber*, in: Hommelhoff/Hopt/v. Werder, Handbuch Corporate Governance, 2. Aufl. 2010, S. 219 ff.

<sup>33</sup> „There should be a dialogue with shareholders based on the mutual understanding of objectives. The board [...] has responsibility for ensuring that a satisfactory dialogue with shareholders takes place.”, UK CG Code, E.1: Main Principle.

<sup>34</sup> UK CG Code, E.1: Code Provisions E.1.1.

<sup>35</sup> Wohl auch *Hirt/Hopt/Matthens* (Fn. 6), S. 727.

<sup>36</sup> UK CG Code, E.1: Code Provisions E.1.1.

<sup>37</sup> UK CG Code, A.4: Code Provisions A.4.1 und E.1.1.

<sup>38</sup> *Hirt/Hopt/Matthens* (Fn. 6), S. 727: „Informationsfunktion“ und „Rechenschaftsfunktion“.

<sup>39</sup> „Stewardship activities include monitoring and engaging with companies on matters such as strategy, performance, risk, capital structure, and corporate governance, including culture and remuneration.”, UK Stewardship Code, Principle 1 S. 1.

#### IV. Die Praxis des Investorendialogs im Vereinigten Königreich

Der Dialog zwischen *Board* und institutionellen Investoren ist im Vereinigten Königreich bereits gelebte und anerkannte Praxis.<sup>40</sup> Nicht nur wird den Wünschen der Investoren nach Gesprächen entsprochen, vielmehr gehen die Unternehmen auf ihre größten Aktionäre aktiv zu und bieten Gespräche an. Diese müssen nicht zwingend nur mit dem *Chair* erfolgen, sondern erfolgen ebenso mit den Vorsitzenden verschiedener Ausschüsse. Dies kommt dem Informationsbedürfnis der Aktionäre bestmöglich entgegen, indem sie einen Eindruck über die *non-executive directors* in den wesentlichen Rollen erlangen und ferner im Nominierungsprozess für die *Board*-Besetzung ihr Wissen und ihre Erfahrungen einfließen lassen können.<sup>41</sup>

#### V. Fazit

International gewinnt die Frage, wer den Investorendialog führen darf, keinerlei Bedeutung. Dies überrascht allerdings wenig, führt man sich die Unterschiede zwischen dem deutschen dualistischen und dem *Board*-Systems vor Augen. Anlegern, die aus dem Ausland kommen, ist der Unterschied zwischen diesen beiden Systemen nicht geläufig, weshalb sie weiterhin den Dialog mit dem Aufsichtsrat suchen werden. In der Diskussion um die Kompetenz des Aufsichtsrats, das Gespräch mit Investoren zu suchen, sollte man sich stets die „Gefahr“ der Verwischung der Grenzen beider Systeme vor Augen halten.

#### F. Der Investorendialog nach deutschem Recht

Klarstellend gilt zu Beginn dieser Betrachtung festzuhalten, dass nicht die Informationsaufnahme des Aufsichtsrats von Seiten der Investoren zu problematisieren ist, sondern die Informationsweitergabe durch den Aufsichtsrat in den Fokus genommen wird.<sup>42</sup>

#### I. Kompetenz des Aufsichtsrats

Zunächst stellt sich die Frage, ob der Aufsichtsrat *de lege lata* überhaupt befugt ist, einen solchen Investorendialog zu führen.

---

<sup>40</sup> So *Hirt/Hopt/Mattheus* (Fn. 6), S. 727.

<sup>41</sup> *Ebd.*

<sup>42</sup> Vgl. *Vetter*, Shareholder Communication, AG 2016, 873 (874), [...] Vorstellung, dass nur „Gehör für ihre Anliegen“ (Anliegen der Investoren) geschenkt wird, geht an „Realität [...] vorbei“; das Zuhören eines Aufsichtsratsmitglieds liegt unter einer Relevanz- bzw. Bagatellgrenze, so *Koch*, Investorengespräche des Aufsichtsrats, AG 2017, 129 (134); *Fleischer/Bauer/Wansleben* (Fn. 7), S. 365: „keine Kontaktsperre“.

## 1. Organkompetenz des Aufsichtsrats

### a) Erwartungshaltung und Praxis

Die Kompetenz des Aufsichtsrats mit (potentiellen) Investoren Gespräche zu führen, wird teilweise – so auch in der Begründung der Änderungsvorschläge für den DCGK – damit begründet, dass die Beteiligten einen solchen Kontakt zum einen erwarten, es zum anderen bereits der gelebten Praxis entspreche. Ein Verbot dessen sei schlechthin „lebensfremd“<sup>43</sup> und führe zur Unattraktivität des deutschen Kapitalmarkts. Dies münde wiederum im Abzug v.a. institutioneller Investoren, was schwerwiegende volkswirtschaftliche Folgen nach sich zöge. Diese Argumente mögen der Wahrheit entsprechen, vermögen allerdings nicht in rechtlicher Hinsicht zu überzeugen. Insofern kann nur das (Aktien-) Gesetz ausschlaggebend sein.<sup>44</sup> Der – nach *Georg Jellinek* – normativen Kraft des Faktischen kann für die Beantwortung dieser Frage nur indizielle Wirkung zukommen.<sup>45</sup> Richtigerweise dürfen Argumente, die die Erwartungshaltung und/oder die Rechtslage in anderen Staaten betreffen, nicht völlig ausgeblendet werden. Sie betreffen aber zunächst die rechtspolitische Wünschbarkeit und sind schließlich in die rechtstatsächliche Folgenbetrachtung zu integrieren.<sup>46</sup>

### b) Rechtliche Würdigung

#### aa) Aufsichtsrat als Binnenorgan

Teilweise wird die Ansicht vertreten, dass der Aufsichtsrat nach dem gesetzlichen Leitbild ein reines Binnenorgan sei, er somit keine Kompetenz besitze, überhaupt nach außen aufzutreten, und im Speziellen mit Aktionären und künftigen Investoren zu sprechen.<sup>47</sup> Dieser Ansicht kann allerdings entgegengehalten werden, dass auch das Aktiengesetz bestimmte Aufgabenbereiche des Auf-

---

<sup>43</sup> Vgl. Erläuterungen der Änderungsvorschläge vom 13. Oktober 2016, S. 6, abrufbar unter: <https://www.dcgk.de/de/konsultationen/aktuelle-konsultationen.html> (zuletzt abgerufen am 30.7.2018); *Fleischer/Bauer/Wansleben* (Fn. 7), S. 364: „Redeverbot [ist] lebensfremd“; *Mertens/Cahn*, in: *KölnKomm-AktG II/2*, 3. Aufl. 2013, § 107 Rn. 61: „Kommunikationsverbot [...] weder zeitgemäß noch erforderlich“; Leitsätze, Vorb. Abs. 3: „schon heute in deutschen Unternehmen praktiziert“; siehe auch *Hirt/Hopt/-Mattheus* (Fn. 6), S. 728.

<sup>44</sup> Ebenso *Koch* (Fn. 42), S. 131.

<sup>45</sup> *Vetter* (Fn. 42), S. 874; vgl. ferner *Bachmann* (Fn. 13), S. 143, solche Argumente haben „Reservecharakter“, sie können bei einem Patt in der Auslegung den Ausschlag geben.

<sup>46</sup> So *Koch* (Fn. 42), S. 133.

<sup>47</sup> Vgl. *Herrler*, in: *Grigoleit*, 2013, § 120 Rn. 13; *Nikoleyczik/Graßl* (Fn. 25), S. 165; *Ibrig*, *Börsen-Zeitung* v. 29.10.2016, S. 9; siehe die Stellungnahmen zu den Änderungsvorschlägen des DCGK von *ver.di*, S. 2 und vom *DGB*, S. 1, beide abrufbar unter: <https://www.dcgk.de/de/konsultationen/ingereichte-stellungnahmen.html> (zuletzt abgerufen am 30.7.2018).

sichtsrats vorsieht, in denen er nach außen tätig wird: So muss er beispielsweise den Jahresabschluss prüfen, darüber vor der Hauptversammlung berichten (§§ 171 Abs. 2, 176 Abs. 1 S. 2 AktG) oder erklären, inwiefern das Unternehmen dem DCGK entspricht (§§ 161 AktG, 289a HGB). Diese Informationen dienen dem Kapitalmarkt und der Öffentlichkeit,<sup>48</sup> sodass man nicht davon sprechen kann, er trete nur im Innenverhältnis der Gesellschaft gegenüber den Anteilseignern auf; er nimmt gleichfalls Aufgaben gegenüber Dritten wahr. Der Streit um die Frage des „Binnenorgans“ Aufsichtsrat ist somit wenig ergiebig, da der Auftritt nach außen gesetzlich nicht *per se* ausgeschlossen ist.<sup>49</sup>

#### bb) Keine ausdrückliche Gestattung im Aktiengesetz

Im Aktiengesetz selbst findet man keine ausdrückliche Normierung der Kompetenz des Aufsichtsrats, Investorengespräche führen zu dürfen.

Dies bietet zwei Ansatzmöglichkeiten. Während man einerseits darauf abstellen könnte, dass die fehlende gesetzliche Normierung bedeutet, dass keine Kompetenz besteht,<sup>50</sup> könnte man aber auch der Auffassung sein, dass es keiner ausdrücklichen Regelung bedarf.<sup>51</sup>

Der Gedanke, es bedürfe für ein rechtmäßiges Handeln einer gesetzlichen Ermächtigungsgrundlage, kommt aus dem Öffentlichen Recht und kann für das Zivilrecht nicht fruchtbar gemacht werden.<sup>52</sup> Zwar ist dem Aufsichtsrat im Umkehrschluss nicht alles erlaubt, was das Aktiengesetz nicht verbietet, es sind aber die allgemeinen Kompetenzregeln und Grenzen des Aktiengesetzes zu beachten. Dem steht die dem Vorstand zugewiesene Geschäftsführungskompetenz gegenüber, die sich mit Blick auf die §§ 76 Abs. 1, 111 Abs. 4 S. 1 AktG und auf die Bedeutung der *Investor Relations* einem Investorendialog des Aufsichtsrats verwehrt und ihm somit im Rahmen der Kompetenzen klare Grenzen zieht.<sup>53</sup> Der Einordnung als Maßnahme der Geschäftsführung entkommt man aber, nimmt man an, dass lediglich zwanglose Gespräche des Aufsichtsrats

<sup>48</sup> Hirt/Hopt/Mattheus (Fn. 6), S. 731 f.; vgl. auch Lutter/Krieger/Verse, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, 6. Aufl. 2014, Rn. 611 ff.; a.A. Vetter, Kapitalmarktkommunikation, AG 2014, 387 (389).

<sup>49</sup> Vgl. Hopt/Roth, in: Großkomm-AktG V, 4. Aufl. 2005, § 107 Rn. 468; Degenhart, Börsen-Zeitung v. 25.3.2017, S. 9: „das Aktiengesetz [untersagt] dem Aufsichtsrat die Kommunikation nicht“; Bachmann (Fn. 13), S. 145: „Ebenso unzweifelhaft wie der Umstand, dass sich das Wirken des Aufsichtsrats in erster Linie auf den Vorstand [...] richtet, ist das Faktum, dass damit nicht jedes wirken nach außen verboten ist.“; Koch (Fn. 7), S. 88.

<sup>50</sup> Wohl Hexel (Fn. 6), S. 121.

<sup>51</sup> Roth (Fn. 2), S. 369.

<sup>52</sup> Bachmann (Fn. 13), S. 145.

<sup>53</sup> So auch Vetter (Fn. 48), S. 389.

oder die reine „Kontaktpflege“ noch keine Maßnahmen der Geschäftsführung sind.<sup>54</sup> Dem ist allerdings vehement zu widersprechen, schließlich hat ein Aufsichtsratsmitglied keine Handhabe und keine vorherige Kontrolle über die Themen des Gesprächs oder dessen Verlauf. Auch in zwanglosen Gesprächen kann ein erfahrener Investor wertvolle Informationen gewinnen, insbesondere, wenn er es mit einem weniger erfahrenen Aufsichtsratsmitglied zu tun hat.<sup>55</sup>

### cc) Rechtsfortbildende Annexkompetenz

Es könnte aber möglich sein, diese Geschäftsführungszuweisung an den Vorstand im Wege der Rechtsfortbildung zu überwinden, wenn man den Investorendialog als eine Annexkompetenz des Aufsichtsrats sieht.

#### (1) Überwachung und *one voice policy*

Verschiedenen Stellen des Aktiengesetzes ermächtigen das Kontrollorgan, nach außen tätig zu werden. Eine Fortentwicklung dieser eigenen Öffentlichkeitsarbeit in Form eines Investorendialogs wäre also denkbar.<sup>56</sup> Primärer Anknüpfungspunkt wären die Kompetenzen, die der Aufsichtsrat hat.

Grundsätzlich obliegt ihm die Überwachung des Vorstands.<sup>57</sup> Als Annex könnte man ihm nun zubilligen, über die damit verbundenen Fragen auch in den Dialog zu treten. Vorausgesetzt ist aber, dass dies kraft Natur der Sache zwingend geboten wäre. Eine solche Annahme ist abzulehnen. Nicht jeder, der irgendwelche Entscheidungen im Unternehmen trifft, darf seine Gedanken auch nach außen tragen. Dem Unternehmen und dem stabilen Kapitalmarkt liegt etwas daran, dass das Unternehmen nach außen einheitlich auftritt und mit einer Stimme spricht (sog. *one voice policy*).<sup>58</sup>

---

<sup>54</sup> Leyendecker-Langner (Fn. 5), S. 46, hält solche Gespräche vorbehaltlich der Einhaltung der „one-voice-policy“ für zulässig; Bachmann (Fn. 13), S. 145 und Koch (Fn. 7), S. 88 f.: „Je formeller das Investorentreffen, desto näher an Geschäftsführungskompetenz des Vorstands“.

<sup>55</sup> Degenhart (Fn. 49), S. 9.

<sup>56</sup> Ibrüg (Fn. 47), S. 9; Fleischer/Bauer/Wansleben (Fn. 7), S. 365: „communication follows competence“.

<sup>57</sup> Für eine bestmögliche Überwachung des Vorstands bedarf es eines Investorendialogs, so Gentz, Aufsichtsrat und Vorstand im Wandel der Zeit in Kurvenlage, Halbjahresbericht des Deutschen Aktieninstituts, 1. HJ 2016, 37 (38 f.).

<sup>58</sup> Vgl. Grunewald, Einfluss des Aufsichtsrats auf die Geschäftsführung, ZIP 2016, 2009 (2010 f.); Vetter (Fn. 48), S. 394; Cromme/Claassen, in: Hommelhoff/Hopt/v. Werder, Handbuch Corporate Governance, 2. Aufl. 2010, S. 603 (622).

## (2) Geschäftsführungskompetenz als Grenze der Annexkompetenz

Die grundsätzliche Geschäftsführungskompetenz des Vorstands erfasst auch und gerade Investorengespräche bzw. die Kommunikation nach außen, selbst wenn dies durch Stellen für *Public* oder *Investor Relations* geschieht,<sup>59</sup> geht es hier schließlich um die Beschaffung oder Erhaltung der Existenzgrundlage der Aktiengesellschaft, das Kapital. Eine Übertragung dieser Geschäfte als Annex ist somit grundsätzlich unzulässig.<sup>60</sup>

Etwas anderes ergibt sich, wenn man die *one voice policy* und die Geschäftsführungsbefugnis als Grenze der Annexkompetenz betrachtet, was folgendem Ergebnis führen würde: Der Aufsichtsrat ist für Themen aus seinem „originären Aufgabenbereich“ zur Kommunikation mit Investoren befugt, während Fragen der „originären Unternehmensführung“ ausschließlich dem Vorstand obliegen.<sup>61</sup> Bei Überschneidungen der Themen hat der Aufsichtsrat den Vorstand zu unterstützen aber keine Kritik an dessen Arbeit zu äußern. Über dem Dialog schwebt somit der „Grundsatz zum loyalen Zusammenwirken“, der präventiv vermeiden will, dass Konflikte nach außen getragen werden und Missverständnisse entstehen.<sup>62</sup> Eine strukturierte Themenauswahl und klare Themenzuweisung sollte somit als Grenzziehung für die Annexkompetenz des Aufsichtsrats dienen. Grundsätzlich ist die Kompetenz des Aufsichtsrats, Dialoge mit Investoren zu führen, also nicht ausgeschlossen.

## 2. Aufsichtsratsvorsitzender als Organvertreter

Es erscheint in der Praxis schwer vorstellbar, dass der Investor sich mit dem gesamten Aufsichtsrat unterhalten soll. Der Gedanke liegt deshalb nahe, dass man, wie der DCGK es in der neuen Ziff. 5.2 anregt, den Aufsichtsratsvorsitzenden diese Gespräche führen lässt. Diese Auffassung findet auch in der Literatur Zustimmung.<sup>63</sup>

Zunächst sollte man sich aber der Rolle des Aufsichtsratsvorsitzenden bewusst werden. Der Aufsichtsrat ist ein Kollegialorgan, dessen Vorsitzender kein ei-

---

<sup>59</sup> DAV (Fn. 5), S. 59.

<sup>60</sup> Treffend *Weber-Rey*, Aufsichtsrat in der europäischen Perspektive, NZG 2013, 766 (770): „Deresponsibilisierung“.

<sup>61</sup> *Leyendecker-Langner* (Fn. 5), S. 45.

<sup>62</sup> So *Hirt/Hopt/Mattheus* (Fn. 6), S. 733, die von konkurrierenden Kompetenzen ausgehen, die es in Einklang zu bringen gelte; vgl. auch *Bachmann* (Fn. 13), S. 146 ff.

<sup>63</sup> *Hirt/Hopt/Mattheus* (Fn. 6), S. 734; *Roth* (Fn. 2) S. 369; *Drinhausen/Marsch-Barner*, Die Rolle des Aufsichtsratsvorsitzenden, AG 2014, 337 (349 f.); siehe auch Leitsätze, Leitsatz 1; sehr pauschal *Lutter/Krieger/Verse* (Fn. 48), Rn. 683.

genständiges Organ ist,<sup>64</sup> sondern *primus inter pares*. Er nimmt zwar eine besondere Rolle ein, indem er die Belange des Aufsichtsrats nach außen wahrnimmt,<sup>65</sup> bedarf aber, um rechtsgeschäftliche Erklärungen abzugeben, eines Beschlusses des Kollegialorgans.<sup>66</sup> Der reine Dialog mit Aktionären und potentiellen Investoren ist nicht von rechtlicher Qualität, ihm ist aber eine nicht zu geringe Bedeutung zuzumessen. Die Themen des Dialogs – seien sie auch „aufsichtsratspezifisch“ – bergen stets das Risiko, einer besonderen Vertraulichkeit zu unterliegen, die nicht unterwandert werden darf.<sup>67</sup>

### 3. Lösungsvorschlag: Kommunikationsordnung

Eine Möglichkeit wäre es entsprechend, den Vorsitzenden per Beschluss zu legitimieren, Gespräche zu führen und bestimmte Themen aufzugreifen.<sup>68</sup>

Vor diesem Hintergrund könnte man über die Implementierung einer Kommunikationsordnung nachdenken. Diese hat den Zweck, dem Aufsichtsratsvorsitzenden im Vorhinein die Zuständigkeit zu übertragen.

Eine solche muss ebenso wie die einzelnen Ermächtigungsbeschlüsse vom Gesamtaufichtsrat verabschiedet werden. Grundsätzlich unterliegen dessen Beschlüsse dem einfachen Mehrheitserfordernis. Abweichungen bzw. Verschärfungen ergeben sich bei mitbestimmungsrechtlichen Belangen beispielsweise aus § 124 Abs. 3 S. 5 AktG oder §§ 8 Abs. 1, 13 Abs. 1 MontanMitbestG.

Wird der Aufsichtsratsvorsitzende ermächtigt, mit dem Kapitalmarkt in gewisser Eigenverantwortung zu kommunizieren, so werden durch den Ausschluss von Vertretern der Arbeitnehmerseite auch Mitbestimmungsfragen betroffen. Rechtsfortbildend könnte man insofern fordern, dass eine einfache Mehrheit nicht mehr ausreichend sein darf. Ein teilweise vorgeschlagener einstimmiger Beschluss, um dem rechtlichen Graubereich zu entgehen,<sup>69</sup> ist nach Auffassung des Verfassers nicht notwendig. Diesem wird ausreichend begegnet, indem man eine qualifizierte Mehrheit fordert, die aus der Mehrheit der Stimmen der An-

<sup>64</sup> H.M., vgl. *Lutter/Krieger/Verse* (Fn. 48), Rn. 678; *Mertens/Cahn*, in: KölnKomm-AktG II/2 (Fn. 43), § 107 Rn. 38; *Vetter* (Fn. 42), S. 875 m.w.N.

<sup>65</sup> *Kremer*, in: Ringleb/Kremer/Bachmann, DCGK, 6. Aufl. 2016, Rn. 1268.

<sup>66</sup> *KG*, NZG 2007, 312 (314); *OLG Stuttgart*, AG 1993, 85 (86); *Hoffmann-Becking*, in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts IV (Aktiengesellschaft), 4. Aufl. 2015, § 31 Rn. 21; *Spindler*, in: *Spindler/Stilz I*, 3. Aufl. 2015, § 107 Rn. 43.

<sup>67</sup> Vgl. *Hijffer/Koch*, 12. Aufl. 2016, § 111 Rn. 34; *Drygala*, in: *Schmidt/Lutter I* (Fn. 2), § 116 Rn. 35; *Vetter*, in: *Marsch-Barner/Schäfer*, Handbuch börsennotierte AG, 3. Aufl. 2014, § 29 Rn. 19; *Vetter* (Fn. 42), S. 875; a.A. *Roth* (Fn. 2) S. 370.

<sup>68</sup> Siehe auch *Vetter* (Fn. 42), S. 875, der je nach Gesprächsgegenstand differenziert, welche Aufsichtsratsmitglieder am Beschluss beteiligt werden sollen.

<sup>69</sup> So *Koch* (Fn. 42), S. 136.

teilseigner und der Mehrheit der Stimmen der Arbeitnehmervertreter besteht. Diese Kommunikationsordnung sollte ferner festhalten, welche Themen in diesen Dialog aufgenommen werden dürfen und welche nicht.<sup>70</sup>

#### 4. Fazit

Eine Kompetenz des Aufsichtsrats, durch seinen Vorsitzenden Investorendialoge führen zu dürfen, ist auf Grundlage der jetzigen Gesetzgebung nicht gänzlich abzulehnen. Zu beachten ist hierbei die grundsätzlich durch den Vorstand zu erfolgende Außenkommunikation, die nicht im Widerspruch zur Kommunikation des Aufsichtsrats stehen soll. Es empfiehlt sich, eine sog. Kommunikationsordnung zu schaffen.

## II. Konstellationen des Investorendialogs

Neben dem Dialog im eigentlichen Sinne können sich noch andere Situationen der Außenkommunikation des Aufsichtsrats ergeben, die hier der Vollständigkeit halber erwähnt werden.

### 1. Hauptversammlung

Einerseits kann sich die Kommunikation des Aufsichtsrats auf die Hauptversammlung erstrecken. Der Aufsichtsrat hat bei der Hauptversammlung anwesend zu sein, § 118 Abs. 3 AktG. Darüber hinaus legt er einen schriftlichen Bericht über die Prüfung des Jahresabschlusses und des Lageberichts vor und erläutert diesen, § 171 Abs. 2 AktG. Dem Wortlaut des § 131 AktG zufolge hat nur der Vorstand das Recht bzw. die Pflicht, Fragen der Aktionäre zu beantworten. Handelt es sich aber um Themen, die in den originären Aufgabebereich des Aufsichtsrats fallen, empfiehlt sich wiederum die oben erläuterte Annexlösung.<sup>71</sup> So entgeht man sinnlosen und zeitraubenden internen Abstimmungen des Vorstands und des Aufsichtsrats, bei denen Erstgenannter sich letztlich nur die Auskunft des Aufsichtsratsmitglieds zu eigen macht.<sup>72</sup>

---

<sup>70</sup> Vgl. auch *Koch* (Fn. 7), S. 90 ff.; *Bommer/Steinbach*, Aufsichtsräte für den Kapitalmarkt, BOARD 2013, 219 (223).

<sup>71</sup> Lediglich Recht, Auskunft zu erteilen, keine Pflicht mangels Anspruch aus § 131 Abs. 4 AktG; vgl. auch *Hoffmann-Becking* (Fn. 66), § 38 Rn. 7; *Bachmann* (Fn. 13), S. 156 f.

<sup>72</sup> *Kersting*, in: KölnKomm-AktG III/1, 3. Aufl. 2009, § 131 Rn. 72; *Vetter*, Auskünfte des Aufsichtsrates, in: FS Westermann, 2008, S. 1589 (1592 ff.); *Butzke*, Die Hauptversammlung der Aktiengesellschaft, 2011, Abschnitt G Rn. 28; *Ihrig/Schäfer*, Rechte und Pflichten des Vorstands, 2014, Rn. 1122.

## 2. Öffentlichkeit

Anders zu bewerten sind hingegen öffentliche Auftritte des Aufsichtsrats. Solche haben grundsätzlich zu unterbleiben. Ein eindrucksvolles Beispiel ist das „Sardinien-Interview“ *Ferdinand Piëch*s, mit dem sich schließlich das *OLG Stuttgart* zu befassen hatte.<sup>73</sup> Zwar lässt das *Gericht* selbst offen, ob Mitglieder des Aufsichtsrats berechtigt sind, sich öffentlich zu äußern, jedoch macht es klar, dass treuwidrige Äußerungen, die beispielsweise einen internen Konflikt nach außen tragen, unzulässig sind. Um einem solchen Fall vorzubeugen, gilt es gerade vor dem Hintergrund des „Sardinien-Interviews“, Öffentlichkeitsarbeit gegenüber der Presse oder anderen Medien zu untersagen. Die Gefahr, die Kreditwürdigkeit des Unternehmens herabzusetzen oder Missdeutungen und Fehlverständnisse heraufzubeschwören, wiegt zu schwer.<sup>74</sup>

## 3. Fazit

Der Dialog des Aufsichtsrats sollte demnach nur im geschlossenen Kreis, wie es das Wort „Dialog“ denklingsch meint, erfolgen, aber auch im Rahmen der Hauptversammlung eine Kommunikation ermöglicht werden. Die Anwesenden der Hauptversammlung sind allesamt Anteilseigner der Gesellschaft, sollten also umfassend informiert sein. Öffentliche Äußerungen des Aufsichtsrats, die keinen Adressaten mit unmittelbarem Gesellschaftsbezug haben, überstrapazieren diese Befugnis jedoch.

## III. Besondere Rechtsprobleme des Investorendialogs – Grenzen der Annexkompetenz

Nachdem die Frage der Kompetenz und des Ausfüllens dieser beantwortet ist, eröffnen sich weitere Probleme in diesem Zusammenhang, die vor allem den Inhalt und den Adressaten der Gespräche betreffen.

### 1. Das Insiderrecht

Die Art. 14 lit. c und 10 Marktmissbrauchsverordnung (MMVO) verbieten die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen i.S.v. Art. 7 MMVO.

Nicht herausgegeben werden dürfen Informationen, die, wenn sie öffentlich bekannt würden, erhebliche Kursschwankungen zur Folge haben. Problematisch ist schon die Feststellung, ab wann eine Information Kursrelevanz aufweist. Nimmt man die Grenze bei 5% an?<sup>75</sup> Ist dann aber jede Weitergabe von

---

<sup>73</sup> *OLG Stuttgart*, ZIP 2012, 625 ff.

<sup>74</sup> Vgl. auch *Bachmann* (Fn. 13), S. 159.

<sup>75</sup> *Hirt/Hopt/Mattheus* (Fn. 6), S. 736.

Informationen, die den Kurs weniger als 5% beeinflussen, in Ordnung?<sup>76</sup> Das lässt sich nicht allgemeingültig beantworten. Vielmehr wird dies die rechtswissenschaftliche Diskussion und die Rechtsprechung weiterhin beschäftigen.

Vom Begriff der Insiderinformationen erfasst und ebenso problematisch sind Personalentscheidungen. Diese können starke Auswirkungen auf den Kurs der Aktien der Gesellschaft haben, was man beispielsweise am Fall des ehemaligen Vorstandsvorsitzenden der DaimlerChrysler AG, *Jürgen Schrempp*, betrachten konnte. Nachdem der Aufsichtsrat dem vorzeitigen Ausscheiden *Schrempps* am 28.7.2005 zustimmte und dies in einer Ad-Hoc-Mitteilung bekanntgab, stieg der Aktienkurs erheblich. Eine Vielzahl von Anlegern, die ihre Aktien kurz zuvor verkauft hatten, machten daraufhin Schadenersatzansprüche geltend, weil die Information zum Rücktritt von *Jürgen Schrempp* zu spät veröffentlicht worden sei. Der *EuGH* stellte klar, dass schon ein bloßer Zwischenschritt, der einer Entscheidung eines börsennotierten Unternehmens vorausgeht, eine Insiderinformation i.S.v. § 13 Abs. 1 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) a.F.<sup>77</sup> darstellen könne, über die die Finanzmärkte zu informieren sind.<sup>78</sup>

Grundsätzlich gehört es zu den Geschäftsführungsaufgaben im weiteren Sinne nach § 76 Abs. 1 AktG, Insiderinformationen nach Art. 17 Abs. 1 MMVO ad-hoc bekanntzugeben. Gibt der Aufsichtsrat diese Informationen unbefugt im Dialog an Investoren weiter, so drohen Haft- und Geldstrafen wegen eines Verstoßes gegen das Verbot aus Art. 14 lit. c MMVO, § 119 Abs. 3 Nr. 3 WpHG.<sup>79</sup> Es kommt also auch dem Aufsichtsrat entgegen, wenn diese Gespräche nur in einem eng umgrenzten Themenkreis stattfinden und insiderrechtlich relevante Informationen außen vor bleiben. Der Dutch Corporate Governance Code begegnet diesem Problem indem er den Investorendialog kurz vor Veröffentlichung der Finanzberichte (viertel-, halb- und ganzjährlich) verbietet.<sup>80</sup> Dies kann aber nicht die Weitergabe aller Insiderinformationen vermeiden. Um Sicherheit zu erlangen, sollten am Gespräch weitere Stellen beteiligt werden.

---

<sup>76</sup> Kritisch *Koch* (Fn. 42), S. 139 f.

<sup>77</sup> Vgl. heute Art. 17 Abs. 1 MMVO.

<sup>78</sup> *EuGH*, Urt. v. 28.6.2012 – Rs. C-19/11 – *Markus Gelll ./ Daimler AG*; dazu *Hupka*, Insiderrecht im Lichte der Rechtsprechung des *EuGH*, *EuZW* 2011, 860 ff.; ausführlich *Klöhn*, Der „gestreckte Geschehensablauf“ vor dem *EuGH*, *NZG* 2011, 166 ff.

<sup>79</sup> Vgl. *Wilsing*, Vortrag bei der 17. Euroforum Jahrestagung, S. 31; abrufbar unter: [www.inform-you.de/Suche.aspx?search=Wilsing&sv=and&ab=2016&bis=2018](http://www.inform-you.de/Suche.aspx?search=Wilsing&sv=and&ab=2016&bis=2018) (zuletzt abgerufen am 30.7.2018).

<sup>80</sup> Dutch Corporate Governance Code, Principles of good corporate governance and best practice provisions, IV.3.4.

## 2. Die aktienrechtliche Verschwiegenheitspflicht

Ebenso könnte die aktienrechtliche Verschwiegenheitspflicht eine weitere Grenze für die Annexkompetenz des Aufsichtsrats bedeuten. Diese ist Ausprägung der organschaftlichen Treupflicht des Aufsichtsrats und ergibt sich aus § 116 S. 1, 2 i.V.m. § 93 Abs. 1 S. 3 AktG.<sup>81</sup>

Die Verschwiegenheitspflicht im Aktienrecht erfasst alle vertraulichen Informationen i.S.v. § 93 Abs. 1 S. 3 AktG. Das sind solche, deren Geheimhaltung im objektiven Unternehmensinteresse liegen.<sup>82</sup> Das Interesse des Unternehmens an der Geheimhaltung mancher Informationen bestimmt die Reichweite dieser Pflicht, wobei es aber nicht auf die Sichtweise des jeweiligen Aufsichtsratsmitglieds ankommt.<sup>83</sup> Zwar zeigten Studien, dass gute Beziehungen zu Investoren wichtig für eine nachhaltige Unternehmensstrategie sind, verwies man allerdings pauschal hierauf, um der Verschwiegenheitspflicht zu entgehen, würde man diese komplett aushöhlen.<sup>84</sup> Vielmehr muss an der Weitergabe einer konkreten Information ein Interesse bestehen, sie gegenüber genau diesem Investor offenzulegen.

Teilweise wird vorgeschlagen, der Aufsichtsrat solle sich durch Mehrheitsbeschluss von seiner Verschwiegenheitspflicht lösen.<sup>85</sup> Dem ist entgegenzuhalten, dass der Vorstand der „Herr der Geschäftsgeheimnisse“ ist, mithin es nicht dem Aufsichtsrat obliegt, nach Ermessen in die Definition des Unternehmensinteresses einzugreifen.<sup>86</sup> Um einer uferlosen Aushöhlung des Schweigegebots zu entgehen, kann die Verschwiegenheitspflicht eben nicht zum Gegenstand der Disposition des Aufsichtsrats gemacht werden. Eine im Vorhinein erklärte Befreiung eines Aufsichtsratsmitglieds ist weder ausdrücklich noch konkludent möglich.<sup>87</sup> Jedoch kann das Unternehmen in der Satzung oder der Aufsichtsratsordnung Hinweise und Richtlinien aufnehmen, die dem jeweiligen Aufsichtsratsmitglied für die Prüfung der Frage dienen sollen, ob eine

<sup>81</sup> *Habersack*, in: MüKo-AktG II, 4. Aufl. 2014, § 116 Rn. 43, 49 f.; *Mertens/Cahn*, in: KölnKomm-AktG II/2 (Fn. 42), § 116 Rn. 37; *Lutter/Krieger/Verse* (Fn. 48), Rn. 254.

<sup>82</sup> *BGHZ* 64, 325 (329); *BGH*, ZIP 2016, 1063 (1066); *Hopt/Roth*, in: Großkomm-AktG IV/2, 5. Aufl. 2015, § 93 Rn. 283.

<sup>83</sup> *BGH*, ZIP 2016, 1063 (1067); *Hopt/Roth*, in: Großkomm-AktG (Fn. 49), § 116 Rn. 234; *dies.* in: Großkomm-AktG IV/2, 5. Aufl. 2015, § 93 Rn. 283.

<sup>84</sup> *Koch* (Fn. 42), S. 139; ebenso *Bachmann* (Fn. 13), S. 163.

<sup>85</sup> *Hirt/Hopt/Mattheus* (Fn. 6), S. 736 f.

<sup>86</sup> *Koch* (Fn. 42), S. 139.

<sup>87</sup> *BGH*, ZIP 2016, 1063 (1067); *Werner*, Entwicklung des Rechts des Aufsichtsrats, Der Konzern 2017, 169 (171 f.).

Information vertraulich ist, sie also weitergegeben werden darf oder nicht.<sup>88</sup>

Ebenso wenig kommt eine nachträgliche Befreiung von der Verschwiegenheit durch einen Hauptversammlungsbeschluss in Betracht. Hieran zeigt sich die Zuständigkeit des Vorstands, das operative Geschäft zu leiten, wozu eben auch gehört, zu entscheiden, welche Vorgänge oder Informationen der Öffentlichkeit zugänglich gemacht werden. Über solche Fragen kann die Hauptversammlung gemäß § 119 Abs. 2 AktG nur auf Verlangen des Vorstands entscheiden, allerdings kann sie ebenso auf etwaige Schadensersatzansprüche nachgelagert verzichten.

Eine Disponibilität der Verschwiegenheitspflicht ist jedoch ausgeschlossen.

### **3. Der aktien- und kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungsgrundsatz aus § 53a AktG, § 48 Abs. 1 Nr. 1 WpHG**

In Frage steht darüber hinaus der in § 53a AktG und § 48 Abs. 1 Nr. 1 WpHG normierte Gleichbehandlungsgrundsatz aller Aktionäre.

#### *a) Grundsatz des Gleichbehandlungsgebots*

Das Gleichbehandlungsgebot verpflichtet die Aktiengesellschaft, alle Aktionäre „unter gleichen Voraussetzungen“ gleich zu behandeln.<sup>89</sup>

Relevant wird dies beispielsweise, wenn der Investorendialog nur mit bestimmten Aktionärsgruppen, die eine gewisse Beteiligung halten, geführt wird.<sup>90</sup> Insofern sind der neugefasste Abs. 3 der Präambel und Ziff. 5.2 Abs. 2 des DCGK in der Gesamtschau zu betrachten. Einerseits sollen institutionelle Investoren ihre Rechte aktiver wahrnehmen, wobei aktiv auch in dem Sinne zu verstehen ist, einen Dialog mit der „Führungsetage“ zu suchen. Auf der anderen Seite soll der Aufsichtsrat bereit sein, Gespräche mit Investoren zu führen, also gerade solchen praxisrelevanten Verlangen zu entsprechen.<sup>91</sup> Somit scheinen die Neuerungen gerade institutionelle Investoren zu privilegieren, während private und

<sup>88</sup> Reichard, Verschwiegenheitspflicht von Aufsichtsratsmitgliedern, GWR 2017, 72 (73).

<sup>89</sup> Vgl. zum Willkürverbot BGHZ 33, 175 (186); 120, 141 (150 f.); Drygala, in: Köln-Komm-AktG I, 3. Aufl. 2012, § 53a Rn. 16; und zum Verhältnismäßigkeitsprinzip des Eingriffs in Mitgliedschaftsrechte Bungeoth, in: MüKo-AktG I (Fn. 4), § 53a Rn. 15; Zöllner, Schranken mitgliederschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden, 1963, S. 351 f.

<sup>90</sup> Vgl. zur Ungleichbehandlung Hirt/Hopt/Mattheus (Fn. 6), S. 737; Bachmann (Fn. 13), S. 164 f.

<sup>91</sup> In der Praxis selten sind Anfragen von Kleinaktionären.

Kleinaktionäre ungerecht behandelt würden.<sup>92</sup>

Verwunderlich ist allerdings, dass jüngst in der Wissenschaft eine Diskussion hochkocht, inwiefern der Investorendialog des Aufsichtsrats seine Grenzen im Gleichbehandlungsgebot findet; ist doch anerkannt, dass der Vorstand Investorendialoge führt und führen darf und hierbei den gleichen Schranken unterliegt.<sup>93</sup> Das bedeutet, die Gleichbehandlung ist grundsätzlich kein besonderes Rechtsproblem, das sich nur für den Aufsichtsrat stellt.<sup>94</sup>

Jedoch ergibt sich ein besonderes Rechtsproblem aus dem Nachinformationsanspruch des Aktionärs bei der Hauptversammlung aus § 131 Abs. 4 AktG. Dieser Anspruch ist Ausfluss aus § 53a AktG<sup>95</sup> und soll den Informationsvorsprung einzelner Investoren beseitigen.

b) *Das Urteil des LG Frankfurt a. M.*

Am 16.2.2016 entschied das *Landgericht Frankfurt a. M.*, dass einem Aktionär im Rahmen der Hauptversammlung nicht das erweiterte Auskunftsrecht nach § 131 Abs. 4 AktG zustehe, wenn ein anderer Aktionär ebendiese Information zuvor durch Mitglieder des Aufsichtsrats erlangt hatte. Der Nachinformationsanspruch des § 131 Abs. 4 AktG sei demnach nicht gegeben, wenn einem anderen Aktionär, der nicht Mitglied des Aufsichtsrats ist, die Teilnahme an Aufsichtsratssitzungen ermöglicht wurde.<sup>96</sup> Dies entspricht mancher Auffassung in der Literatur, das Recht aus § 131 Abs. 4 AktG stehe dem Aktionär nur zu, wenn die Information außerhalb der Hauptversammlung von Seiten des Vorstandes erteilt wurde.<sup>97</sup>

Angesichts der vorbezeichneten Entwicklung und einer möglichen Verlagerung des Investorenkontakts vom Vorstand auf den Aufsichtsrat ist es höchst bedenklich, diesen Anspruch nur bei Informationen von Seiten des Vorstands zu gewähren.<sup>98</sup> Schließlich soll nun auch der Aufsichtsrat in Person seines Vorsitzenden „Rede und Antwort stehen“. In dem Fall würde der Durchschnittsaktionär in seinem Recht auf informationelle Gleichbehandlung beschnitten,

---

<sup>92</sup> *Kleinmanns* (Fn. 20), S. 342, schließt solche von vornherein als aktivistische Aktionäre aus, die dem Begriff des *shareholder activism* unterfallen.

<sup>93</sup> *LG Hannover*, AG 2007, 825 (827); *Thaeter/Guski*, *Shareholder Activism*, AG 2007, 301 (306).

<sup>94</sup> Zustimmung *Krämer* (Fn. 25), S. 19.

<sup>95</sup> Vgl. nur Begründung des RegE AktG 1965 bei *Kropf*, AktG, 1965, S. 187.

<sup>96</sup> *LG Frankfurt a. M.*, Beschl. v. 16.2.2016 – 3-5 O 132/15 –, juris Rn. 24.

<sup>97</sup> *Kubis*, in: MüKo-AktG III (Fn. 17), § 131 Rn. 143 f. m.w.N.

<sup>98</sup> *Koch* (Fn. 42), S. 138; *Krämer* (Fn. 25), S. 19; wohl auch *DAV* (Fn. 5), S. 59.

während institutionelle Investoren privilegiert würden.<sup>99</sup>

Es empfiehlt sich daher, das Nachauskunftsrecht auf Informationen, die vom Aufsichtsrat gewährt wurden, auszudehnen. Dafür spricht einerseits der Wortlaut des § 131 Abs. 4 AktG, in dem die Beschränkung auf Vorstandsinformationen keine Stütze findet. Zwar hat sich das *LG Frankfurt a. M.* auf ein breites Fundament in der Rechtswissenschaft gestützt, das ebenfalls ein Nachauskunftsrecht im Falle der Informationsweitergabe durch den Aufsichtsrat verweigert. Vorausgesetzt haben die Autoren allerdings, dass der Investorenkontakt, die *Investor Relations*, dem Vorstand obliegt, es sich somit nur um eine „unbefugte“ Informationsweitergabe handeln könne.<sup>100</sup> Das Gegenargument aus der Praxis, § 131 Abs. 4 AktG habe wenig Bedeutung oder werde „nicht gelebt“,<sup>101</sup> kann nicht begründen, warum man den Aktionären dieses Recht verweigern sollte. Tatsächlich besteht die Hürde für den Aktionär aber in der Beweisführung, da es ihm obliegt, den Nachweis eines vertraulichen Gesprächs zu erbringen.<sup>102</sup> Doch weder die praktische Relevanz eines Anspruchs noch starke Beweisschwierigkeiten sind Gründe, die für das grundsätzliche Versagen eines Anspruchs sprechen, sie sind vielmehr *argumentum ad absurdum*. Spricht man dem Aufsichtsrat eine Annexkompetenz zum Führen des Investorendialogs zu, muss auch das Nachauskunftsrecht des Aktionärs auf Informationen erstreckt werden, die im Rahmen solcher Gespräche weitergegeben wurden.<sup>103</sup>

#### 4. Vereinbarungen des Aufsichtsrats im Investorendialog

Eine mögliche Folge des Investorendialogs können Vereinbarungen zwischen dem Aufsichtsrat und dem jeweiligen Investor sein. In der Praxis kommen solche Vereinbarungen insbesondere in Übernahmesituationen vor, in denen Vereinbarungen zwischen gegenwärtigen oder zukünftigen Großaktionären (als Investoren) mit dem Vorstand einer AG getroffen werden, durch die der Vorstand (unter anderem) unterschiedliche Verpflichtungen hinsichtlich der

<sup>99</sup> Ebenso kritisch *Mense/Klie* (Fn. 25), S. 3; *dies.*, Deutscher Corporate Governance Kodex 2017, BB 2017, 771 (773).

<sup>100</sup> Vgl. *Hüffer/Koch* (Fn. 67), § 131 Rn. 40; *Kersting*, in: KölnKomm-AktG III/1 (Fn. 72), § 131 Rn. 433 f.; *Reger*, in: Bürgers/Körper, 3. Aufl. 2014, § 131 AktG Rn. 28; *Spindler*, in: Schmidt/Lutter I (Fn. 2), § 131 Rn. 96.

<sup>101</sup> *Hirt/Hopt/Matthens* (Fn. 6), S. 738 f.

<sup>102</sup> *Kubis*, in: MüKo-AktG III (Fn. 17), § 131 Rn. 141.

<sup>103</sup> Zustimmung *Koch* (Fn. 42), S. 138; alternative Lösungsvorschläge sind die Transparenzschaffung des Aufsichtsrats in seinem Bericht an die Hauptversammlung (*Ibrig*, [Fn. 47] S. 9), allerdings ist die rechtliche Handhabe dessen schwierig, da dem Aktionär diesbezüglich kein Anspruch zur Seite steht; andererseits schlägt *Vetter* (Fn. 42), S. 875 vor, ein Aktionärsforum als dauerhafte Kommunikationsplattform nutzbar zu machen nach § 127a AktG.

Leitung der Gesellschaft übernimmt, mittels derer den Investoren die geplante Übernahme der Gesellschaft erleichtert werden soll.<sup>104</sup>

*a) Grundsätzliche Geschäftsführungskompetenz des Vorstands*

Eine solche Vereinbarung, die für beide Seiten Rechte und Pflichten begründet, unterfällt als solche grundsätzlich der Geschäftsführungskompetenz des Vorstands i.S.v. § 76 AktG, ihr Abschluss kann gemäß § 111 Abs. 4 AktG nicht dem Aufsichtsrat übertragen werden. Sollte der Aufsichtsratsvorsitzende in einem solchen Dialog Vereinbarungen mit Aktionären oder potentiellen Investoren treffen, so entfalten diese keine Bindungswirkung. Gemäß § 111 Abs. 4 AktG dürfen dem Aufsichtsrat keine Aufgaben der Geschäftsführung übertragen werden.<sup>105</sup> Erwägenswert in diesem Zusammenhang ist allerdings die Beteiligung des Aufsichtsrats, handelt es sich bei einer Investorenvereinbarung doch im Normalfall um ein Geschäft von grundlegender Bedeutung i.S.d. Ziff. 3.3. S. 1 DCGK, das einen Zustimmungsvorbehalt i.S.v. § 111 Abs. 4 S. 2 AktG begründen kann.<sup>106</sup>

*b) Kein Vertragsabschlussrecht*

Zwar durchbrechen Zustimmungsvorbehalte das Geschäftsführungsverbot aus § 111 Abs. 4 S. 1 AktG,<sup>107</sup> geben dem Aufsichtsrat aber noch nicht das Recht, in diesem Fall selbst Vereinbarungen im Rahmen von Gesprächen abzuschließen. Ferner muss es ihm auch untersagt sein, über mögliche Vereinbarungen des Investors mit dem Vorstand zu sprechen, da er sonst wiederum die Kompetenz und Autorität des Vorstands unterwandern bzw. untergraben würde. Eigene Einwände sind diskret gegenüber dem Leitungsorgan der Gesellschaft geltend zu machen, aber nicht nach außen zu tragen. Weder ist der Aufsichtsrat befugt, Vereinbarungen von sich aus mit Investoren zu treffen, noch ist der Vorstand befugt, sich seiner Leitungsverantwortung zu entziehen, indem er sich dieser Abschlusskompetenz entäußert.<sup>108</sup>

---

<sup>104</sup> *Emmerich*, in: *Emmerich/Habersack*, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 8. Aufl. 2016, § 291 AktG Rn. 24d; *Reichert/Ott*, Investorenvereinbarung mit der Zielgesellschaft, in: FS Goette, 2011, S. 397 ff.; *Seibt/Wunsch*, Managementgarantien bei M&A-Transaktionen, ZIP 2008, 1093 ff.; Beispiel: „*Continental/Schaeffler*“ (2008); dazu *Habersack*, Beteiligungstransparenz adieu?, AG 2008, 817 ff.

<sup>105</sup> Zu grds. Diskussionen bzgl. Investorenvereinbarungen vgl. *Kiefner*, Investorenvereinbarungen zwischen Aktien- und Vertragsrecht, ZHR 178 (2014), 547 (551 ff.).

<sup>106</sup> *Kiem*, Investorenvereinbarungen im Lichte des Aktien- und Übernahmerechts, AG 2009, 301 (305 f.); vgl. auch *Habersack* in: MüKo-AktG II (Fn. 81), § 111 Rn. 111 f.

<sup>107</sup> *Hoffmann-Becking* (Fn. 66), § 29 Rn. 51.

<sup>108</sup> Dazu *Koch* (Fn. 7), S. 93 f.

#### IV. Themen des Investorendialogs

Vielfach hat sich im Laufe der Darstellung gezeigt, dass die Themenauswahl des Investorendialogs ein zentraler Aspekt ist. Man wird sich darauf einigen müssen, dass als Annex lediglich solche Themen behandelt werden dürfen, für die der Aufsichtsrat sachlich zuständig ist.<sup>109</sup> Hierfür bieten die von der Arbeitsgruppe „Developing Shareholder Communication“ ausgearbeiteten Leitsätze einen Ansatzpunkt. Nach Leitsatz 1 soll der Dialog solche Themen erfassen, die in den Aufgaben- und Verantwortungsbereich des Aufsichtsrats fallen. In den folgenden Leitsätzen wird dies konkretisiert.<sup>110</sup>

##### 1. „Aufsichtsratsspezifische Themen“

Während die Zusammensetzung und Vergütung des Aufsichtsrats (Leitsatz 2) zwar der Hauptversammlung gemäß den §§ 101 Abs. 1 S. 1, 113 Abs. 1 AktG obliegt, ist es der Aufsichtsrat, der diese Beschlüsse nach § 124 Abs. 3 S. 1 AktG vorzubereiten hat. Eine Diskussion dessen mit Investoren erscheint auch nützlich, beispielsweise um eine angemessene Vergütungsgrenze zu finden. Gleiches gilt für Aufgaben, die ihm das Aktiengesetz zuweist. Dies betrifft die Ausgestaltung der Überwachungs- und Mitwirkungsprozesse (Leitsatz 3) als Hauptaufgabe des Aufsichtsrats aus § 111 Abs. 1 AktG oder Näheres zur Bestellung und Arbeit des Abschlussprüfers (Leitsatz 6).

Die Informationspolitik hinsichtlich des eigenen Aufgabenbereichs sollte dem Aufsichtsrat übertragen werden, da nur er umfassend darüber Auskunft geben kann.<sup>111</sup> Unerlässlich für die Zulässigkeit ist, dass dem Beratungsgeheimnis ausreichend Rechnung getragen wird und – wie es auch die Leitsätze vorsehen – keine konkreten Namen genannt werden, um der Offenbarung kursrelevanter Informationen vorzubeugen.

##### 2. Unzulässige Themen

Allerdings bieten die Leitsätze auch Anlass zur Kritik, insoweit sie das Kompetenzgefüge und die erläuterten Schranken außer Acht lassen.

###### *a) Vorstandsbestellung, -abberufung und -vergütung*

Leitsatz 4 betrifft die Vorstandsbestellung, -abberufung und dessen Vergütung. Die Kompetenz des Aufsichtsrats hierfür ergibt sich aus den §§ 84 Abs. 1 und 3, 87 AktG, die demnach zwar ureigene Aufgaben des Überwachungsorgans sind, allerdings bei näherer Betrachtung kompetenzübergreifende Frage betref-

<sup>109</sup> So auch *Bachmann* (Fn. 13), S. 175.

<sup>110</sup> Zu zwanglosen, informellen Treffen siehe bereits oben unter **F. I. 1. b)** (bb).

<sup>111</sup> I.E. ebenso *Mertens/Cahn*, in: *KölnKomm-AktG II/2* (Fn. 42), § 107 Rn. 61.

fen. Durch die (Ab-)Bestellung eines Vorstandsmitglieds und dessen Vergütung greift der Aufsichtsrat nämlich mittelbar in die Geschäftsführung ein. Die Komposition der Mitglieder im Vorstandsgremium bestimmt maßgeblich, in welcher Weise die Geschäftsführung gehandhabt und vorangetrieben wird, ebenso wie sie den Börsenwert des Unternehmens beeinflussen kann.

Die Vergütung verfolgt den Zweck, dass der Vorstand sich seiner Arbeit uneingeschränkt widmen kann. Durch die Höhe und Gestaltung nach § 87 Abs. 1 S. 1 AktG ist es dem Aufsichtsrat möglich, Einfluss auf das Handeln des Vorstands zu nehmen. Das Recht der Beeinflussung dessen durch die Aktionäre erschöpft sich im Beschluss über die Billigung des Vergütungssystems nach § 120 Abs. 4 AktG sollte das entsprechende Unternehmen einen solchen Mechanismus vorsehen. Mit Verweis auf § 23 Abs. 5 AktG ist jede andere Einflussnahme auszuschließen.

Darüber hinaus lässt es sich nicht vermeiden, dass Personaldiskussionen, in denen eine Abberufung im Raum steht, auf die betroffene Person schließen lassen, selbst wenn keine Namen genannt werden. Dialoge über die Abberufung von Vorstandsmitgliedern haben somit zu unterbleiben, sie schwächen die Position des gesamten Leitungsorgans.<sup>112</sup>

Dies korreliert mit der Schwierigkeit, den Dialog und das Insiderrecht unter einen Hut zu bringen. Da schon Personalentscheidungen erhebliche Relevanz für den Aktienwert haben können, würde sich in der Folge bei eintretender kursrelevanter Schwankung entsprechend die Frage nach der Haftung des Aufsichtsratsvorsitzenden stellen.<sup>113</sup>

Zur Schaffung von Rechtssicherheit und im Sinne einer klaren Vermeidung von Eingriffen in die Geschäftsführung, dürfen diese spezifischen Themen nicht in den Dialog mit Investoren aufgenommen werden.

#### *b) Strategieentwicklung und Umsetzung*

Die Strategieentwicklung und Umsetzung ist unzweifelhaft der Geschäftsführung zuzuordnen, es handelt sich um die wichtigste Aufgabe des Vorstands. Eine sehr eingeschränkte Äußerungsbefugnis<sup>114</sup> sollte man nur im Falle eines gemeinsamen Dialogs bei gleichzeitiger Anwesenheit des Vorstands gewähren und auch nur in Form von nicht-desavouierenden Ergänzungen. Eine Kom-

---

<sup>112</sup> Koch (Fn. 42), S. 134; a.A. wohl Bachmann (Fn. 13), S. 174.

<sup>113</sup> Koch (Fn. 42), S. 140.

<sup>114</sup> Drygala, in: Schmidt/Lutter I (Fn. 2), § 107 Rn. 25; Hirt/Hopt/Mattheus (Fn. 6), S. 734.

petenz des Aufsichtsrats, solche Themen im geschlossenen Kreis zu behandeln, ist ausgeschlossen wegen des § 116 Abs. 1 S. 4 AktG. Sie unterminiert die Arbeit des Vorstands auf unkontrollierte Weise und darf mithin nicht offengelegt und erläutert werden.<sup>115</sup> Darauf aufbauenden Fragen, beispielsweise ob der Aufsichtsrat die Arbeit des Vorstands unterstütze, kann dann kaum mehr ausgewichen werden, sodass dessen Autorität verloren ginge.<sup>116</sup> Anlehnend an den UK Corporate Governance Code empfiehlt es sich, sollte ein Dialog auf dieses Themenfeld gelenkt werden, lediglich die Präferenzen der Aktionäre zu erfragen, nicht aber die Strategie zu erläutern.<sup>117</sup>

## V. Beteiligung weiterer Akteure

Wird ein Dialog der Anregung des DCGK folgend durch den Aufsichtsratsvorsitzenden geführt, so fällt eine exakte Abgrenzung zwischen rechtlich Zulässigem und Verbotenem äußerst schwer. Es empfiehlt sich dementsprechend, weitere Akteure an der Durchführung oder jedenfalls an der Vorbereitung eines solchen Dialogs zu beteiligen.

### 1. Briefing durch *Investor Relations* und Rechtsabteilung

Im Vorbereitungsstadium könnte man den Aufsichtsratsvorsitzenden darauf verweisen, ein Briefing mit Mitarbeitern der *Investor Relations* oder der Rechtsabteilung durchzuführen. Dies dient einerseits der Schaffung von Konsistenz mit den Aussagen des Vorstands<sup>118</sup> und bewahrt somit die *one voice policy* des Unternehmens. Andererseits soll es dem Aufsichtsratsvorsitzenden seine rechtlichen Grenzen aufzeigen.

Ergänzend böte es sich an, den Vorstandsvorsitzenden hinzuzuziehen, um präventiv weiteres Konfliktpotential durch Aussagen zu entschärfen.

### 2. Kommunikationsausschuss

Ebendies kann entsprechend auf die Beteiligung am Dialog selbst übertragen werden. Man sollte sich stets im Klaren darüber sein, dass ein vorheriges Briefing nicht die gleiche Wirkung entfalten kann, wie eine gewisse Kontrolle während des Gesprächs selbst. Dies wird umso wichtiger, wenn der Aufsichtsratsvorsitzende noch unerfahren ist. Es bietet sich daher an, einen Kommunikationsausschuss zu implementieren.<sup>119</sup>

---

<sup>115</sup> *Ibrig* (Fn. 47), S. 9; zustimmend *Koch* (Fn. 42), S. 134.

<sup>116</sup> Vgl. *DAV* (Fn. 5), S. 59.

<sup>117</sup> *Roth* (Fn. 2) S. 368.

<sup>118</sup> *Wilsing* (Fn. 79), S. 29.

<sup>119</sup> Vgl. *Vetter* (Fn. 42), S. 875.

Ein solcher sollte einerseits aus Vertretern der Arbeitnehmer- und der Anteilseignerseite im Aufsichtsrat bestehen. So entgeht man dem Problem des juristischen Graubereichs, welcher Mehrheit es für eine Ermächtigung von Seiten des Aufsichtsrats für dessen Vorsitzenden bedarf. Andererseits sollte er aber auch aus einem Vorstandsmitglied und ggf. Vertretern der *Investor Relations* und Rechtsabteilung bestehen, um Geschlossenheit nach außen zu präsentieren, aber auch Gefahren des Insiderrechts o.ä. zu entgehen.

Die Beteiligung des Vorstands hierbei könnte zwar dazu führen, dass sich die Investoren womöglich mit ihrer Kritik an diesem und dessen Arbeit zurückhalten könnten. Allerdings soll der Investorendialog des Aufsichtsratsvorsitzenden gerade solche Themen unstrittig nicht umfassen, um die Autorität des Vorstands nicht zu untergraben.

Das Einsetzen eines solchen Kommunikationsausschusses dürfte der sicherste Weg sein, Rechtsproblemen aus dem Weg zu gehen.

## **VI. Zusammenfassung**

Der Dialog des Aufsichtsrats kann förderlich für eine gute Corporate Governance wie auch Voraussetzung für eine Wertsteigerung der Gesellschaft sein. Ein solcher, der der Praktikabilität halber durch den Aufsichtsratsvorsitzenden erfolgen würde, sollte aber nur in engen Grenzen und unter Beachtung kompetenzrechtlicher Schranken erfolgen. Vereinbarungen oder deren Thematisierung zwischen Aufsichtsrat und Investoren haben zu unterbleiben.

## **G. Ausblick und Empfehlung**

Nachdem der Investorendialog des Aufsichtsratsvorsitzenden nun vom DCGK (vorerst) als Anregung aufgenommen wurde, stellt sich die Frage, wie sich die Praxis aber auch der Gesetzgeber in naher Zukunft verhalten wird. In der Praxis erscheint es geboten, dass der Aufsichtsratsvorsitzende alleine behutsam mit dem Investorendialog umgeht und auf diesen nur ausnahmsweise zurückgreift. Solange die Kompetenzfrage nicht durch den Gesetzgeber abschließend geklärt ist, stehen dem Aufsichtsratsvorsitzenden, der der Anregung des DCGK folgt, haftungsrechtliche Fragen gegenüber, die er sich vor Augen führen muss.

Es gilt zunächst abzuwarten, wie der Gesetzgeber mit der neu verabschiedeten EU-Aktionärsrechteänderungsrichtlinie umgehen wird, die er innerhalb der nächsten zwei Jahre in nationales Recht umzusetzen hat. Ihm sei ans Herz gelegt bei dieser Gelegenheit auch die Frage eines solchen Dialogs zu klären. So lange ist die Implementierung eines Kommunikationsausschusses, wie er oben beschrieben wird, zu empfehlen, um u.a. Verstößen gegen Insiderrecht aus dem

Weg zu gehen. *Shareholder Activism* – auch oder gerade in Form des Investorendialogs – mag den Wert des Unternehmens zwar steigern, ist aber nichts wert, solange das Unternehmen nicht nach außen geschlossen auftritt und mit einer Stimme spricht.