

Investor Relations und informationelle Gleichbehandlung im Aktien-, Konzern- und Kapitalmarktrecht*

von

Prof. Dr. HOLGER FLEISCHER, Dipl.-Kfm., LL.M., Max-Planck-Institut,
Hamburg

Inhaltsübersicht ZGR 2009, 505 – 541

I. Thema	505
II. Betriebswirtschaftliche Grundlagen der Investor Relations	506
1. Entwicklung, Begriff und Organisation der Investor Relations	506
2. Zielsystem der Investor Relations	508
3. Zielgruppen der Investor Relations	509
4. Instrumente der Investor Relations	509
5. Erfolgsmessung der Investor Relations	510
III. Rechtliche Rahmenbedingungen der Investor Relations	511
1. Kapitalmarktrechtliche Schranken bevorzugter Informationserteilung an Analysten	511
2. Aktienrechtliche Schranken bevorzugter Informationserteilung an we- sentlich beteiligte Gesellschafter	520
3. Konzernrechtliche Schranken bevorzugter Informationserteilung	529
IV. Schluss	541

I. Thema

„All investors are equal but some investors are more equal than others“¹ – so könnte man ein Kernproblem der Investor Relations aus gesellschafts- und kapitalmarktrechtlicher Sicht zusammenfassen. Der Vorstand einer börsennotierten Aktiengesellschaft sieht sich von verschiedener Seite immer wieder dem Wunsch nach bevorzugter Informationserteilung gegenüber, und er muss dann überlegen, ob manche Marktteilnehmer tatsächlich gleicher sind als andere. Drei Beispiele mögen die typischen Problemfelder veranschaulichen, die im Weiteren betrachtet werden:

* Schriftliche Fassung eines Vortrags vor dem Arbeitskreis Wirtschaft und Recht am 30. Januar 2009 in Hamburg.

1 Frei nach GEORGE ORWELL, *Animal Farm*, 1945, Chapter 10, S. 87.

Beispiel Nr. 1: Kapitalmarktrecht und informationelle Gleichbehandlung. Der Finanzvorstand wird in einer Analystenveranstaltung oder am Rande einer Roadshow gebeten, die Ertragserwartung für die nächsten Quartale zu erläutern. Darf er dieser Bitte nachkommen, wenn es sich um nicht öffentlich bekannte, *kurserhebliche* Umstände handelt? Wie verhält es sich mit Informationen *unterhalb* der Schwelle der Kursrelevanz?

Beispiel Nr. 2: Aktienrecht und informationelle Gleichbehandlung. Der Vorstandsvorsitzende möchte mit einem Großaktionär eine mögliche Kapitalerhöhung sondieren. Ist eine solche *punktueller* Vorabunterrichtung aktienrechtlich zulässig? Wie liegt es, wenn ein ausländischer Investmentfonds ein größeres Aktienpaket erwerben will, dies aber von *dauerhaften* Informationsprivilegien abhängig macht?

Beispiel Nr. 3: Konzernrecht und informationelle Gleichbehandlung. Die Konzernobergesellschaft verlangt von ihrem Tochterunternehmen nach Übernahme der *einheitlichen Leitung* die Herausgabe von Business-Plänen, Absatzdaten, Kundenlisten und Kalkulationen. Ist der Tochtervorstand berechtigt oder verpflichtet, dem nachzukommen? Wie steht es, wenn es sich nur um einen Fall *einfacher Abhängigkeit* handelt?

II. Betriebswirtschaftliche Grundlagen der Investor Relations

Vor einer *rechtlichen* Einordnung empfiehlt es sich, kurz auf die *wirtschaftliche* Bedeutung von Investor Relations einzugehen. Sie spielt für die aktien- und kapitalmarktrechtliche Würdigung eine nicht ganz unwesentliche Rolle.

1. Entwicklung, Begriff und Organisation der Investor Relations

Begriff und Konzept der Investor Relations können auf eine über fünfzigjährige Entwicklung zurückblicken: Das US-amerikanische Unternehmen *General Electric* hatte schon im Jahre 1953 unter dem Titel „Investor Relations“ ein auf Privatanleger zugeschnittenes Kommunikationsprogramm entwickelt.² Praxis und Wissenschaft haben diesen Ansatz rasch verbreitert

² Zur Vorreiterrolle von *General Electric* etwa THOMPSON, in: Lake/Graham (eds.), *Investor Relations*, 1990, S. 7: „In 1953, the public relations department at General Electric Company developed a communications programme aimed at the GE shareholder base, largely individual investors. It was called an ‚investor relations‘ programme, the first time the term was used in a formal context.“; ferner WINKLER/EWENZ-SANDTEN, in: Gerke/Steiner, *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*, 3. Aufl., 2001, Stichwort: *Investor Relations*, Sp. 1168, 1169.

und weiter verfeinert.³ Demgegenüber konnten Investor Relations in Deutschland trotz einer Pionierstudie aus dem Jahre 1968⁴ lange Zeit nicht Fuß fassen: Werbung für die eigenen Aktien galt als anrühlich⁵ und in einem bankdominierten System der Unternehmensfinanzierung zudem als verzichtbar. Dies änderte sich erst in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre: Markante Zwischenstationen bildeten die Gründung der ersten Investor-Relations-Abteilung durch BASF im Jahre 1988⁶ und die Konstituierung des Deutschen Investor Relations Kreises (DIRK) im Jahre 1994⁷. Die Gründe für eine aktivere Kommunikationspolitik der Unternehmen liegen auf der Hand: die steigende Zahl der Aktionäre, der zunehmende Druck auf Vorstände, den *Shareholder Value* zu steigern, die Globalisierung der Kapitalmärkte und der wachsende Einfluss angelsächsischer Investoren mit klaren Vorstellungen von wertorientierter Kapitalmarktcommunication.⁸

Heute sind Investor Relations, verstanden als Pflege der Beziehungen zu aktuellen und potentiellen Kapitalgebern⁹, auch hierzulande fest etabliert. Ihre *theoretische* Durchdringung beschäftigt Finanzierungs- und Marketinglehrstühle¹⁰, die plastisch von „Finanzmarketing“¹¹ oder „Beschaffungs-

3 Vgl. etwa BEVERIDGE, *Financial Public Relations*, 1963; sowie die Gründung des international maßgeblichen *National Investor Relations Institute* (NIRI) im Jahre 1969.

4 Vgl. die Münchener Doktorarbeit von HARTMANN, *Die große Publikumsgesellschaft und ihre Investor Relations*, 1968, S. 1: „Die Investor Relations sind im deutschen Schrifttum vollständig unbekannt geblieben.“

5 Dazu SCHNORRENBERG, *Investor Relations Management*, 2008, S. 11.

6 Vgl. DIRK, *Handbuch Investor Relations*, 2004, S. V; ferner GÜNTHER/OTTERBEIN, *ZfB* 66 (1996), 389, 391 f.

7 Zu dieser Einrichtung für den Informations- und Erfahrungsaustausch von IR-Beauftragten deutscher Großunternehmen, die dem in Fn. 3 genannten *National Investor Relations Institute* vergleichbar ist, WINKLER/EWENZ-SANDTEN, aaO (Fn. 2), Sp. 1168, 1170 f.

8 Vgl. etwa KNÜPPEL/LINDNER, *Die Aktie als Marke*, 2001, S. 5; SERFLING/GROßKOPFF/RÖDER, *AG* 1998, 272; ferner FRANKEN/HEINSIUS, *FS Budde*, 1995, S. 213, 219 ff.

9 So die Kurzdefinition von KÜTING/HÜTTEN, in: Lück, *Lexikon der Rechnungslegung und Abschlußprüfung*, 4. Aufl., 1998, Stichwort: Investor Relations, S. 416; ganz ähnlich VOLKART, *Corporate Finance*, 2. Aufl., 2006, S. 57: „Die Gestaltung der Beziehungen einer Publikumsgesellschaft zu den außenstehenden Kapitalgebern (Finanzinvestoren, *investors' community*) läßt sich unter dem Begriff der Investor Relations zusammenfassen.“; ferner ACHLEITNER/BASSEN, *Investor Relations am Neuen Markt*, 2001, S. 3, 7, die neben „Investor Relations i. e.S.“ noch von „Investor Relations i. w.S.“ sprechen und darin neben der Kommunikationspolitik zusätzlich die Dividenden-, Titel-, Emissions- und Börsenpolitik einschließen.

10 Vgl. ALLENDORF, *Investor Relations deutscher Publikumsgesellschaften – eine theoretische und empirische Wirkungsanalyse*, 1996, S. 43: „Grenzbereich zwischen dem Finanzbereich und dem Absatzbereich“.

marketing für Eigenkapital¹² sprechen. Von ihrer enormen *praktischen* Bedeutung zeugt die organisatorische Anbindung: Investor-Relations-Abteilungen indexnotierter deutscher Aktiengesellschaften sind nach einer jüngeren Erhebung zu 76 % unmittelbar dem Vorstand, zumeist dem Finanzvorstand oder dem Vorstandsvorsitzenden, zugeordnet.¹³ Man sieht: Investor Relations sind Chefsache!¹⁴

2. Zielsystem der Investor Relations

Die unterschiedlichen *Teilziele* von Investor-Relations-Maßnahmen lassen sich zu einem *Gesamtsystem*¹⁵ finanzwirtschaftlicher und kommunikationspolitischer Ziele zusammenfassen.¹⁶ Zu den *finanzwirtschaftlichen* („ökonomischen“) Zielen gehört es, den Aktionärskreis zu erweitern, den Aktienkurs langfristig zu maximieren¹⁷, die Volatilität der Kursbewegungen zu verringern und hierdurch die Kapitalkosten des Unternehmens zu senken¹⁸. Als *kommunikationspolitische* („vorökonomische“¹⁹) Ziele werden die Gewinnung

11 Grundlegend SÜCHTING, ZfgK 1966, 654 unter der Überschrift „Finanzmarketing auf den Absatzmärkten“; ferner JÄGER, NZG 2000, 186.

12 ELSCHEN, Geleitwort zu Faltz, Investor Relations und Shareholder Value, 1999, S. V.

13 Dazu TIFFE, Beurteilung von Investor-Relations-Maßnahmen aus Sicht von Finanzanalysten, 2007, S. 27; ferner STREUER, in: DIRK, Handbuch Investor Relations, 2004, S. 267, 268 ff, der drei organisatorische Modelle vorstellt: IR als Unterabteilung anderer Funktionsbereiche (Modell I), IR-Abteilung mit direkter Zuordnung zum Vorstand (Modell II), IR als originäre Vorstandsfunktion (Modell III).

14 So etwa KNÜPPEL/LINDNER, aaO (Fn. 8), S. 259, 265.

15 Von einem „Zielsystem“ sprechen SERFLING/GROßKOPFF/RÖDER, AG 1998, 272, 273; sowie WINKLER/EWENZ-SANDTEN, aaO (Fn. 2), Sp. 1168, 1171.

16 Vgl. ACHLEITNER/BASSEN, in: Knüppel/Lindner, Die Aktie als Marke, 2001, S. 25, 30 ff; ALLENDORF, aaO (Fn. 10), S. 43 ff.

17 Nuancierend KÜTING/HÜTTEN, aaO (Fn. 9), S. 416: „Optimierung der Bewertung der eigenen Aktien“; abschwächend auch DÜRR, Investor Relations, 2. Aufl., 1995, S. 22: „Das Hauptziel von IR ist [...] eine nachhaltige Unternehmensbewertung zu erreichen, die fair das gegenwärtige Geschäft und zukünftige Wachstumsmöglichkeiten reflektiert.“; ferner JÄGER, NZG 2000, 186, 187: „Heute steht bei den Zielen einer seriös betriebenen Investor Relations ein jederzeit angemessener und fairer Aktienkurs eindeutig im Vordergrund.“

18 Dazu mit empirischen Erhebungen über die Bedeutung der einzelnen Ziele aus Emittentensicht ACHLEITNER/BASSEN, aaO (Fn. 16), S. 25, 31; ferner ALLENDORF, aaO (Fn. 10), S. 43 f.

19 RIDDER, Investor-Relations-Qualität: Determinanten und Wirkungen, 2006, S. 40.

und Vermehrung von Anlegervertrauen, die Imageverbesserung, die leichtere Mitarbeiterrekrutierung und ein besseres Krisenmanagement genannt.²⁰

3. Zielgruppen der Investor Relations

Zu den Zielgruppen der Investor Relations zählen zuvörderst institutionelle Anleger und Informationsintermediäre (z.B. Finanzanalysten oder Wirtschaftsjournalisten)²¹, in zweiter Linie auch Privatanleger²². Jede Gruppe hat unterschiedliche Informationsbedürfnisse. Finanzanalysten und institutionelle Investoren legen besonderen Wert auf Erläuterungen zu den langfristigen Ertragsaussichten, der Unternehmensstrategie und der Innovationskraft des Unternehmens.²³ Neben den Beziehungen zu den Eigenkapitalgebern (*Shareholder Relations*) gewinnt die Kontaktpflege mit den Fremdkapitalgebern (*Creditor Relations*) zunehmend an Bedeutung.²⁴

4. Instrumente der Investor Relations

Die Instrumente der Investor Relations lassen sich unter verschiedenen Gesichtspunkten systematisieren. Eine erste Gruppierung sondert *gesetzlich vorgeschriebene* und *freiwillige* Informationen: Die Beachtung der zahlreichen Vorschriften zur regelmäßigen und anlassbezogenen Kapitalmarktberichterstattung bildet gleichsam die *Pflicht*, die Verbreitung zusätzlicher, oft zukunftsbezogener Informationen die *Kür* der Investor Relations.²⁵ Nach einer zweiten Einteilung sind *unpersönliche* Kommunikationsinstrumente (z.B. Geschäftsberichte, Pressemitteilungen, Aktionärsbriefe, Internet-Auftritt) und *persönliche* Instrumente mit direkter Ansprache der Zielgruppe

20 Näher ACHLEITNER/BASSEN, aaO (Fn. 16), S. 25, 31; ferner ALLENDORF, aaO (Fn. 10), S. 44 f.

21 Vgl. GÜNTHER/OTTERBEIN, ZfB 66 (1996), 389, 411: „Primäre Zielgruppen sind institutionelle Anleger und Finanzanalysten“; ferner RIDDER, aaO (Fn. 19), S. 34, der die institutionellen Investoren als wichtigste Zielgruppe nennt; sowie TIFFE, aaO (Fn. 13), S. 34, die Finanzanalysten als wichtigste Zielgruppe bezeichnet.

22 Monographisch HARZER, *Investor Relations für Privatanleger*, 2006.

23 Vgl. ACHLEITNER/BASSEN, aaO (Fn. 16), S. 25, 36.

24 Vgl. KÜTING/HÜTTEN, aaO (Fn. 9), S. 416, 417; ausführlich KLEIN, in: Achleitner/Bassen, *Investor Relations am Neuen Markt*, 2001, S. 693 unter der Überschrift „Investor Relations für Corporate Bonds“; sehr früh bereits HARTMANN, aaO (Fn. 4), S. 170: „Ob-ligationärspflege“.

25 So DÜRR, aaO (Fn. 17), S. 9 ff, 21 ff.

(z. B. Hauptversammlung, Analystenveranstaltungen, Roadshows, Werkbesichtigungen, Telefonkonferenzen, Einzelgespräche) zu unterscheiden.²⁶

Emittenten, die im *Prime Standard* des regulierten Marktes der Frankfurter Wertpapierbörse notiert sind, müssen nach § 68 BörsO mindestens einmal jährlich eine Analystenveranstaltung außerhalb der Bilanzpressekonferenz durchführen. Bei institutionellen Investoren und Analysten erfreuen sich darüber hinaus sog. *One-on-Ones*, die entweder in den Räumlichkeiten des Emittenten oder auf Roadshows stattfinden, besonderer Beliebtheit²⁷; manche Investmentfonds erwerben sogar nur dann Aktien, wenn sie die Gelegenheit zu einem Einzelgespräch mit dem Management erhalten²⁸. Sollten die Vorstandsmitglieder anlässlich solcher Roadshows mündliche Falschinformationen verlautbaren, droht ihnen nach einer aktuellen, aber bisher zu wenig beachteten Entscheidung des BGH eine persönliche *Außenhaftung* nach den Grundsätzen des Verschuldens bei Vertragsschluss schon bei *leichter Fahrlässigkeit* (§ 311 Abs. 2 Nr. 2, Abs. 3 BGB).²⁹

5. Erfolgsmessung der Investor Relations

So gesichert die Aussagen über Ziele und Instrumente von Investor Relations sind, so wenig weiß die wissenschaftliche Forschung bisher über deren Wirkung.³⁰ Eindeutige Ursache-Wirkungszusammenhänge zwischen Investor-

26 Vgl. FALTZ, *Investor Relations und Shareholder Value*, 1999, S. 66 ff, 75 ff; GÜNTHER/OTTERBEIN, *ZfB* 66 (1996), 389, 404 ff, 407 ff; JÄGER, *NZG* 2000, 186, 187 f; TIFFE, aaO (Fn. 13), S. 37 ff, 46 ff.

27 Dazu JANßEN, in: Achleitner/Bassen, *Investor Relations am Neuen Markt*, 2001, S. 565, 572 f; sowie TIFFE, aaO (Fn. 13), S. 51: „Speziell in Einzelgesprächen (so genannten One-on-Ones) werden im Vergleich zu Gruppengesprächen kritischere und bedeutendere Fragen gestellt, da Analystenhäuser untereinander konkurrieren und keiner seinem Konkurrenten den gleichen Wissensstand gönnt.“

28 Vgl. JANßEN, aaO (Fn. 27), S. 565, 572.

29 Vgl. BGH ZIP 2008, 1526 (Präsentationsveranstaltung für die Kapitalerhöhung einer AG) mit folgendem Leitsatz: „Treten organschaftliche Vertreter einer kapitalsuchenden Gesellschaft Anlageinteressenten persönlich mit dem Anspruch gegenüber, sie über die für eine Anlageentscheidung wesentlichen Umstände zu informieren, so haften sie für die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit ihrer Angaben nach den Grundsätzen des Verschuldens bei Vertragsschluss (c.i.c.).“; dazu MÜLBERT/LEUSCHNER, *JZ* 2009, 158; sowie die Kurzkommentare von KLÖHN, *LMK* 2008, 267718; KOCHER, *BB* 2008, 1980; und FRISCH, *EWiR* 2008, 643, 644, letzterer mit der eindringlichen Warnung: „Die Richtigkeit der Information für Investoren läßt sich professionell sicherstellen. Zur Vorbereitung ist ein Coaching für die organschaftlichen Vertreter sinnvoll.“

30 Zusammenfassend TIFFE, aaO (Fn. 13), S. 55: „Erfolgsmessung von IR-Aktivitäten ist seit über 20 Jahren ein brisantes und noch relativ unerforschtes Thema.“

Relations-Maßnahmen und dem Kernziel der Unternehmenswertsteigerung haben sich mangels geeigneter Meßmethoden noch nicht herstellen lassen.³¹ Ebenso wenig ist es gelungen, eine direkte Kausalität zwischen Kapitalmarktkommunikation und Eigenkapitalkosten nachzuweisen.³² Zur Erfolgsmessung der Investor Relations wird daher – *faute de mieux* – der Aufmerksamkeitsgrad am Kapitalmarkt herangezogen, der sich etwa in der Analysten-Coverage und der Finanzberichterstattung niederschlägt.³³

III. Rechtliche Rahmenbedingungen der Investor Relations

Ein aktueller Praxisleitfaden für Investor Relations Management beginnt mit dem Stoßseufzer: „Die Kommunikation muss zunehmend juristischen Vorgaben folgen.“³⁴

1. Kapitalmarktrechtliche Schranken bevorzugter Informationserteilung an Analysten

a) Insiderrechtliches Weitergabeverbot (§ 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG)

Die geringsten Schwierigkeiten ergeben sich bei Analystengesprächen: § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG verbietet es, einem anderen eine Insiderinformation unbefugt mitzuteilen. Dieses kapitalmarktrechtliche Weitergabeverbot gilt selbstverständlich auch gegenüber Finanzanalysten oder Wirtschaftsjournalisten.³⁵ Sperrvermerke oder Vertraulichkeitsvereinbarungen vermögen daran

31 Vgl. STEINER/HESSELMANN, in: Achleitner/Bassen, Investor Relations am Neuen Markt, 2001, S. 97, 116; STREUER, in: DIRK, Handbuch Investor Relations, 2004, S. 77, 81; TITTE, aaO (Fn. 13), S. 55 f.

32 Vgl. STREUER, aaO (Fn. 31), S. 77, 81.

33 Näher STREUER, aaO (Fn. 31), S. 79, 87 ff; ausführlich zur externen und internen Erfolgsmessung auch STEINER/HESSELMANN, aaO (Fn. 31), S. 97, 105 ff.

34 SCHNORRENBERG, Investor Relations Management. Praxisleitfaden für erfolgreiche Finanzkommunikation, 2008, S. 11.

35 Vgl. ASSMANN, in: Assmann/Schneider, Komm. z. WpHG, 4. Aufl., 2006, § 14 Rdn. 82; BACHMANN, FS Schwark, 2009, unter II 2 b; DRYGALA, WM 2001, 1313, 1318; EKKENGA, NZG 2001, 1, 3, 4 f; PAWLIK, in: Kölner Komm. z. WpHG, 2007, § 14 Rdn. 55; SCHÄFER, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, 2. Aufl., 2007, § 14 WpHG Rdn. 42; SCHWARK/SCHWARK, Komm. z. Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., 2004, § 14 Rdn. 45; VERSE, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, 2006, S. 533 f; ZETZSCHE, Aktionärsinformation in der börsennotierten Aktiengesellschaft, 2006, S. 375.

nichts zu ändern.³⁶ Ebenso wenig kann der Vorstand einwenden, die Hintergrundgespräche beugten doch nur einer unzutreffenden Berichterstattung vor und dienten damit dem Unternehmensinteresse³⁷ oder gar der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes³⁸. Die *selektive* Informationsweitergabe bleibt – zumal im Lichte der *Grongaard*-Entscheidung des EuGH³⁹ – *unbefugt*, weil der Gesetzgeber das Interesse an informationeller Chancengleichheit und Insiderprävention höher gewichtet. Eine Ausnahme gilt lediglich für die Weitergabe von Insiderinformationen an (Sell-Side-)Analysten, die im Auftrag der Gesellschaft tätig werden.⁴⁰ Im Übrigen verbleibt dem Vorstand nur die Möglichkeit, zeitgleich mit dem Analystengespräch eine Ad-hoc-Mitteilung nach § 15 Abs. 1 WpHG mit der betreffenden Information zu veröffentlichen.⁴¹

b) Selektive Informationsweitergabe unterhalb der Schwelle der Kursrelevanz

Nach § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG bezieht sich das Weitergabeverbot nur auf solche Umstände, die geeignet sind, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis der Insiderpapiere *erheblich* zu beeinflussen. Hieraus folgt, dass die selektive Informationsweitergabe an Finanzanalysten unterhalb der Schwelle der Kursrelevanz insiderrechtlich statthaft ist.⁴²

Zweifel könnte man allenfalls deshalb hegen, weil Finanzanalysten in der Lage sind, die ihnen exklusiv anvertraute „kleine Sensation“ mit öffentlich bekannten Umständen zu kombinieren und so eine neue, kursrelevante Information zu kreieren. Indes lehnen Erwägungsgrund 31 der Marktmissbrauchsrichtlinie⁴³ und § 13 Abs. 2 WpHG eine solche *Mosaiktheorie* jedenfalls dann ab, wenn die Finanzanalyse ausschließlich auf öffentlich bekannten

36 Vgl. ASSMANN, aaO (Fn. 35), § 14 WpHG Rdn. 101; PAWLIK, aaO (Fn. 35), § 14 WpHG Rdn. 55; SCHWARK, aaO (Fn. 35), § 14 WpHG Rdn. 45.

37 Dagegen zutreffend PAWLIK, aaO (Fn. 35), § 14 WpHG Rdn. 55.

38 Dagegen zutreffend ASSMANN, aaO (Fn. 35), § 14 WpHG Rdn. 82.

39 Vgl. EuGH Rs. 384/02, Slg. 2005, I-9939 Rdn. 34, wonach die Weitergabebefugnis eine „eng auszulegende Ausnahme“ darstellt und nur dann gerechtfertigt ist, wenn sie für die Ausübung einer Arbeit oder eines Berufes oder für die Erfüllung einer Aufgabe „unerlässlich“ ist und der „Grundsatz der Verhältnismäßigkeit“ gewahrt ist.

40 Dazu PAWLIK, aaO (Fn. 35), § 14 WpHG Rdn. 54; SCHWARK, aaO (Fn. 35), § 14 WpHG Rdn. 45.

41 So auch VERSE, aaO (Fn. 35), S. 533 f und ZETZSCHE, aaO (Fn. 35), S. 375.

42 Wie hier DRYGALA, WM 2001, 1313, 1320 f; SEIBT, ZGR 2006, 501, 511; VERSE, aaO (Fn. 35), S. 534; WILDE, ZGR 1998, 423, 461.

43 Richtlinie 2003/6/EG vom 28. Januar 2003, ABl. L 96/16 vom 12. April 2003.

Umständen beruht. Man wird auf dieser Linie noch einen weiteren Schritt vorangehen und auch den vorliegenden Fall vom Insiderverbot ausnehmen dürfen: *Erstens* ist es für ein Vorstandsmitglied nicht zumutbar, ein mögliches Zusammenfließen öffentlich und nicht öffentlich bekannter Umstände in der Person des Finanzanalysten zu antizipieren.⁴⁴ *Zweitens* strebt die Marktmissbrauchsrichtlinie keine *absolute* Gleichbehandlung aller Marktteilnehmer an, sondern nur eine solche, die sich auf kurserhebliche Informationen bezieht.⁴⁵ *Drittens* verneint auch das US-amerikanische Kapitalmarktrecht in solchen Fällen einen Verstoß gegen die funktional vergleichbare *Regulation Fair Disclosure*⁴⁶, von der noch gesondert zu handeln ist⁴⁷.

Die Folgefrage, ob unterhalb der Erheblichkeitsschwelle die aktien- und kapitalmarktrechtlichen Gleichbehandlungsgebote der §§ 53a, 131 Abs. 4 AktG und § 30a Abs. 1 Nr. 1 WpHG in die Bresche springen⁴⁸, ist ebenfalls zu verneinen: Zunächst sollen Finanzanalysten nach ihren Berufsgrundsätzen ohnehin keine Finanzinstrumente halten oder handeln, die von ihnen analysiert werden.⁴⁹ Unabhängig davon stünde eine bevorzugte Informationserteilung in keinem inneren Zusammenhang mit ihrer Aktionärseigenschaft.⁵⁰

c) Gleichbehandlung nach Deutschem Corporate Governance Kodex (Ziff. 6.3 Satz 2)

Allerdings könnte der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK) der informationellen Chancengleichheit auch bei Analystengesprächen zum Durchbruch verhelfen: Gemäß Ziff. 6.3 Satz 1 DCGK wird die Gesellschaft die Aktionäre bei Informationen gleich behandeln. Sie soll ihnen nach Satz 2 unverzüglich *sämtliche* neuen Tatsachen zur Verfügung stellen, die Finanz-

44 Vgl. DRYGALA, WM 2001, 1313, 1321.

45 Vgl. ASSMANN, aaO (Fn. 35), vor § 12 WpHG Rdn. 45.

46 Vgl. SEC, Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading, unter II B 2: „At the same time, an issuer is not prohibited from disclosing a non-material piece of information to an analyst, even if, unbeknownst to the issuer, that piece helps the analyst complete a ‘mosaic’ of information that, taken together, is material.“; dazu auch JENNINGS, 32 St. Mary’s L.J. 543, 578 (2001).

47 Näher unten III. 1. e).

48 Befürwortend SCHNEIDER/SINGHOF, FS Kraft, 1997, S. 585, 599 f; ablehnend DRYGALA, WM 2001, 1313, 1322.

49 Vgl. DVFA-Verhaltenskodex, Stand: Mai 2007, Ziff. 4.

50 So auch SEIBT, ZGR 2006, 501, 509 f; VERSE, aaO (Fn. 35), S. 533; WILDE, ZGR 1998, 423, 463.

analysten und vergleichbaren Adressaten mitgeteilt worden sind.⁵¹ Beim Wort genommen werden hiervon auch Informationen unterhalb der Schwelle der Kurserheblichkeit erfasst.⁵² Ob man dies unter Hinweis auf die um Kürze bemühten Kodexformulierungen korrigieren kann⁵³, erscheint zweifelhaft.⁵⁴ Die jüngste Auswertung der Entsprechenserklärungen i.S.d. § 161 AktG hat ergeben, dass *alle* der im DAX, TecDAX, MDAX und SDAX notierten Emittenten der Empfehlung in Ziff. 6.3 DCGK folgen.⁵⁵ Sollte dies zutreffen⁵⁶, herrschten in Deutschland hinsichtlich der informationellen Parität der Kapitalanleger wahrhaft paradiesische Zustände.

d) Prospektrechtliches Gleichbehandlungsgebot (§ 15 Abs. 5 WpPG)

Spezielle Vorgaben für die Investor Relations bei Primärmarkttransaktionen enthält § 15 Abs. 5 WpPG: Nach Satz 1 muss der Anbieter wesentliche Informationen, die sich an qualifizierte Anleger oder besondere Anlegergruppen richten, einschließlich Informationen, die im Verlauf von Veranstaltungen betreffend Angebote von Wertpapieren mitgeteilt werden, *allen* qualifizierten Anlegern oder *allen* besonderen Anlegergruppen mitteilen, an die sich das Angebot richtet. Muss ein Prospekt veröffentlicht werden, sind solche Informationen nach Satz 2 in den Prospekt oder einen Nachtragsprospekt

51 Dazu RINGLEB, in: Ringleb/Kremer/Lutter/v. Werder, Deutscher Corporate Governance Kodex, 3. Aufl., 2008, Rdn. 1221 ff.

52 So wird die Empfehlung verstanden von BACHMANN, FS Schwark, unter III 3; MEHRINGER, Das allgemeine kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungsprinzip, 2007, S. 187; SEIBT, ZGR 2006, 501, 518 ff.

53 In diese Richtung SEIBT, ZGR 2006, 501, 518; ferner GÖHNER/ZIPFEL, in: Pfitzer/Oser/Orth (Hrsg.), Deutscher Corporate Governance Kodex, 2. Aufl., 2005, S. 234: „Zwar verlangt die Kodexempfehlung nicht ausdrücklich das dritte Tatbestandsmerkmal, dass die Tatsache geeignet sein muß, den Börsenkurs erheblich zu beeinflussen. Dass dieses ungeschriebene Tatbestandsmerkmal vorliegen muß, ergibt sich unter Zugrundelegung der allgemeinen Ziele des Corporate Governance Kodex. Da danach die Transparenz nicht dazu führen soll, dass dem Aktionär aufgrund zu vieler Informationen die wesentlichen Informationen verborgen bleiben, können von der Kodexvorschrift nur solche Informationen erfasst werden, die auch preiserheblich sind.“

54 Vgl. RINGLEB, aaO (Fn. 51), Rdn. 1224: „Die Kodexempfehlung erstreckt sich auf ‚sämtliche‘ neuen Tatsachen und sieht folglich insoweit keine weiteren Einschränkungen vor, die etwa auf die Wesentlichkeit einer Tatsache abstellen.“

55 Vgl. v. WERDER/TALAUICAR, DB 2008, 825, 829; ebenso für das Vorjahr DIES., DB 2007, 869, 871.

56 Zweifelnd BACHMANN, FS Schwark, unter III 3, der darauf verweist, daß es sich um Selbstauskünfte der Emittenten handele, die mit Vorsicht zu genießen seien.

aufzunehmen. Damit besteht – gemeinschaftsrechtlich festgeschrieben⁵⁷ – ein Anspruch aller Anleger auf informationelle Gleichbehandlung.⁵⁸ Die früher verbreitete Praxis einer selektiven Informationsweitergabe bei Analystenveranstaltungen oder Einzelgesprächen ist damit unvereinbar.⁵⁹ Dies gilt auch und gerade für Prognosen⁶⁰ und Planzahlen, die der Emittent in den Prospekt aufnehmen muss, wenn er sie ausgewählten Finanzanalysten anlässlich einer Roadshow zur Verfügung gestellt hat.⁶¹ Wie bei § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG, aber im Unterschied zu Ziff. 6.3 Satz 2 DCGK, gilt dies allerdings nur für *wesentliche* Informationen.⁶²

e) Regulation Fair Disclosure als Vorbild der Kodex-Vorschrift

Die Empfehlung in Ziff. 6.3 Satz 2 DCGK ist – wie andere auch – ein *legal transplant*. Als rechtsvergleichendes Regelungsvorbild dient ihr die US-amerikanische *Regulation Fair Disclosure (Regulation FD)* vom Oktober 2000, die schon die Regierungskommission Corporate Governance dem deutschen Kodexgeber ans Herz gelegt hatte.⁶³ Dieses Regelwerk bildete eine Reaktion der SEC auf die berühmte *Dirks*-Entscheidung des *Supreme Court* aus dem Jahre 1983, die einer Anwendung des Insiderrechts auf Finanzanalysten enge Grenzen gezogen hatte: Die rigorose Anwendung von *Rule 10b-5*,

57 Vgl. Art. 15 Abs. 5 der Prospektrichtlinie, RL 2003/71/EG vom 4. November 2003, ABl. L 345/64 vom 31. Dezember 2003.

58 Vgl. BACHMANN, FS Schwark, unter II 3; SCHÄFER/LA CORTE, in: Habersack/Mülberr/Schlitt, Handbuch der Kapitalmarktinformation, 2008, § 8 Rdn. 9; SINGHOF/WEBER, in: Habersack/Mülberr/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 2. Aufl., 2008, § 3 Rdn. 45; rechtspolitische Kritik bei WIENEKE, NZG 2005, 109, 113, der ein weiteres „Austrocknen“ anderer Kommunikationswege hinsichtlich sensibler, zukunftsbezogener Informationen befürchtet.

59 Vgl. GROß, Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., 2009, § 15 WpPG Rdn. 2; HEIDELBACH/PREUßE, BKR 2006, 316, 322; RAUCH, in: Holzborn, Komm. z. WpPG, 2008, § 15 Rdn. 9; SCHLITT/SINGHOF/SCHÄFER, BKR 2005, 251, 257.

60 Näher zu Prognosen im Kapitalmarktrecht FLEISCHER, AG 2006, 2.

61 Vgl. EKKENGA, BB 2005, 561, 562; GROß, aaO (Fn. 59), § 15 WpPG Rdn. 2; SCHLITT/SINGHOF/SCHÄFER, BKR 2005, 251, 257.

62 Vgl. HEIDELBACH/PREUßE, BKR 2006, 316, 322; WIENEKE, NZG 2005, 109, 113.

63 Vgl. BAUMS (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, 2001, Rdn. 143, wo es unter der Überschrift „Gleichbehandlung bei Informationen“ heißt: „Die Regierungskommission regt an, in den Corporate Governance-Kodex folgende Regel aufzunehmen: ‚Die Aktionäre erhalten Zugang zu sämtlichen Informationen, die Finanzanalysten und vergleichbaren Adressaten mitgeteilt worden sind. Zur zeitnahen und gleichmäßigen Information der Aktionäre und Anleger nutzt das Unternehmen auch die Kommunikationsmedien wie etwa das Internet.‘“

so die damalige Begründung, würde die wichtige Rolle der Finanzanalysten für den Kapitalmarkt über Gebühr beeinträchtigen.⁶⁴

17 Jahre später sah sich die SEC – wie zuvor schon die *New York Stock Exchange*⁶⁵ – zu einem härteren Vorgehen veranlasst, weil die verbreitete Praxis selektiver Informationsweitergabe das Vertrauen breiter Anlegerschichten beeinträchtigte und Marktabwanderungen zur Folge habe.⁶⁶ Darüber hinaus fürchtete die SEC langfristig um die Unabhängigkeit der Finanzanalysten, wenn diese sich einmal auf eine bevorzugte Informationserteilung durch den Emittenten eingestellt hätten.⁶⁷ Sie hat deshalb in Rule 100(a) der *Regulation FD* angeordnet, dass ein Emittent Informationen, die er bestimmten anderen Personen⁶⁸, z. B. Finanzanalysten, zugänglich macht, auch der Öffentlichkeit mitteilen muss, und zwar bei einer absichtlichen Informationsweitergabe gleichzeitig, bei einer unbeabsichtigten Weitergabe baldmöglichst. Diese Veröffentlichungspflicht ist dogmatisch und kompetenziell nicht dem Insiderrecht, sondern dem Recht der Kapitalmarktberichterstattung zuzuschlagen.⁶⁹ Eine tatbestandliche Parallele besteht aller-

64 Vgl. *DIRKS v. SEC*, 463 U.S. 646, 658 f (1983): „Imposing a duty to disclose or abstain solely because a person receives knowingly material non-public information from an insider and trades on it could have an inhibiting influence on the role of market analysts, which the SEC itself recognizes is necessary to the preservation of a healthy market. It is commonplace for analysts to ‘ferret out and analyze information’ [...], and this often is done by meeting with and questioning corporate officers and others who are insiders. And information that the analysts obtain normally may be the basis for judgments as to the market worth of a corporation’s securities.”

65 Vgl. HAZEN, *The Law of Securities Regulation*, 5th ed. 2005, § 12.19[4]: „Regulation FD [...] is not a novel idea. For example, the New York Stock Exchange has for a long time had a policy against selective disclosure to analysts.”

66 Vgl. SEC, *Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading*, Sec. Ex. Act Rel. 43,154 73 SEC Dock. 3 (2000), unter II A: „We believe that the practice of selective disclosure leads to a loss of investor confidence in the integrity of our capital markets.”

67 Vgl. SEC, aaO (Fn. 66), unter II A: „Regulation FD is also designed to address another threat to the integrity of our markets: the potential for corporate management to treat material information as a commodity to be used to gain or maintain favor with particular analysts or investors. [...] In the absence of a prohibition on selective disclosure, analysts may feel pressured to report favourably about a company or otherwise slant their analysis in order to have continued access to selectively disclosed information.”

68 Dazu Rule 100(b); näher LOSS/SELIGMAN, *Fundamentals of Securities Regulation*, 5th ed. 2004, S. 953 f; eine Ausnahme gilt nach Rule 100(b)(2) für Ratingagenturen; dazu auch SEC, aaO (Fn. 66), unter II B 1 a; in Deutschland fehlt eine vergleichbare Bereichsausnahme, doch nimmt die Praxis die Vorabinformation von Ratingagenturen hin; vgl. BaFin, *Emittentenleitfaden*, 2005, S. 31; PAWLIK, aaO (Fn. 35), § 14 WpHG Rdn. 54; sehr früh schon FRANKEN/HEINSIUS, *FS Budde*, S. 213, 221; kritisch aber MENNICKE, in: Fuchs, *Komm. z. WpHG*, 2009, § 14 Rdn. 265.

69 Die Rechtsgrundlage bilden Sec. 13a und 15d des *Securities Exchange Act 1934*.

dings insoweit, als nur erhebliche (*material*⁷⁰) Informationen zu veröffentlichten sind, mithin keine absolute Gleichbehandlung geboten ist.

f) Rechtspolitische Beurteilung

„Who is Afraid of Regulation FD?“⁷¹ lautet – literarisch angehaucht – einer der zahlreichen Zeitschriftenbeiträge, der sich mit dem rechtspolitischen Für und Wider der *Fair Disclosure* beschäftigt. Die *theoretischen Beurteilungen* einer informationellen Gleichbehandlung, wie sie auch Ziff. 6.3 DCGK als *best practice* empfiehlt⁷², gingen schon bei Verabschiedung der *Regulation FD* auseinander.⁷³ Ihre *Befürworter* stützen sich auf Fairnesserwägungen⁷⁴, die zugleich das Anlegervertrauen in die Kapitalmärkte stärken und damit die Kapitalkosten für börsennotierte Unternehmen verringern sollen. Ihren *Kritikern* sind Fairnesserwägungen von vornherein suspekt⁷⁵; sie befürchten Effizienzverluste, weil die Informationsbereitschaft der Emittenten gegenüber Finanzanalysten tendenziell abnehme und die Preisbildung an den Aktienmärkten daher ungenauer ausfalle.⁷⁶ Außerdem halten sie ein nachlassendes Interesse der Finanzanalysten an Nebenwerten für möglich.⁷⁷

70 Näher dazu MUDD, 89 Wash. U. L.Q. 971 (2002) 971, 984 ff, die den „murky materiality standard“ beklagt und für dessen Präzisierung durch die SEC eintritt.

71 So der Titel von AGRAWAL/CHADHA/CHEN, Journal of Business 79 (2006) 2811.

72 Allgemein auch RUDOLF, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Handbuch der Kapitalmarktinformation, 2008, § 1 Rdn. 45: „Fair Disclosure beinhaltet eine zeitlich und inhaltlich gleichwertige Information aller Kapitalmarktteilnehmer. [...] Unternehmensvertreter sollten daher wesentliche Informationen zeitgleich und nicht nur über selektive Kanäle bekanntgeben. Privatgespräche und sog. ‚Off-the-Record-Statements‘ sind ebenso zu vermeiden wie ein Informationsboykott des Unternehmens gegenüber kritisch eingestellten Finanzanalysten oder Medien.“

73 Dazu etwa HAZEN, aaO (Fn. 65), § 12.19[4], S. 547 mit Fn. 87: „For example, SEC Commissioner Unger dissented from the regulation’s adoption.“

74 Vgl. etwa TISHBI, 35 Loyola L.A. L. Rev. 1131, 1154 (2002): „[T]he SEC made an essential covenant with the common investor, that all participants in the market thereafter would be equal. This pledge more than makes up for any increased volatility or information chill. To paraphrase Arthur Levitt, it is a promise that makes markets possible. It is a promise that must be kept.“

75 Vgl. etwa MORGAN, 66 Mo. L. Rev. 959, 999 (2001): „To argue against the idea of fairness is to fight a steeply uphill battle; equality of information is consonant with the nation’s democratic egalitarian notions. One’s burden, however, is alleviated when what appears to be fair is revealed to be insidious.“; ausführlich und kritisch auch FOX, 41 Va. J. Int’l L. 653, 665 ff (2001).

76 Kritisch schon sehr früh FISCHEL, 13 Hofstra L. Rev. 127, 140 ff (1984).

77 Vgl. CHOI/FISH, 113 Yale L.J. 269, 286 (2003).

Ein gutes Dutzend *empirischer Studien*⁷⁸, wie so häufig auf den US-amerikanischen Kapitalmarkt beschränkt, ergibt bisher ebenfalls kein einheitliches Meinungsbild. Verschiedene Untersuchungen haben keine nennenswerte Informationsverschlechterung nach Einführung der *Regulation FD* feststellen können⁷⁹ und finden sogar Belege dafür, dass die freiwillige Berichterstattung der Emittenten über zukunftsbezogene Umstände *zugenommen* hat.⁸⁰ Anderen Studien zufolge hat die Qualität der Kapitalmarktinformation über kleinere Unternehmen und High-Tech-Firmen *abgenommen* und bei diesen in der Folge zu höheren Kapitalkosten geführt.⁸¹ Die *gleichzeitige* Information aller Kapitalmarktteilnehmer scheint danach als Kommunikationskanal

78 Vgl. außer den in den nachfolgenden Fußnoten genannten Studien etwa noch BAGNOLI/WATTS/ZHANG, *Reg-FD and the Competitiveness of All-Star-Analysts*, *J. Account. Public Policy* 27 (2008), 295; CHIYACHANTANA/JIANG/TAECHAPIROONGTONG/WOOD, *The Impact of Regulation Fair Disclosure on Information Asymmetry and Trading: An Intraday Analysis*, *The Financial Review* 39 (2004), 549; FINDLAY/METHEW, *An Examination of the Differential Impact of Regulation FD on Analysts' Forecast Accuracy*, *The Financial Review* 41 (2006), 9; GOFF/HULBURT/KEASLER, *Isolating the Information Content of Equity Analysts' Recommendation Changes, Post Reg FD*, *The Financial Review* 43 (2008), 303; MAYEW, *Evidence of Management Discrimination among Analysts during Earnings Conference Calls*, *Journal of Accounting Research* 46 (2008), 627; MENSAH/YANG, *An Empirical Evaluation of Analysts' Herding Behavior Following Regulation Fair Disclosure*, *J. Account. Public Policy* 27 (2008), 317; MOHANRAM/SUNDER, *How has Regulation FD affected the Operation of Financial Analysts?*, *Contemporary Accounting Research* 23 (2006), 491.

79 Vgl. BAILEY/LI/MAO/ZHONG, *Journal of Finance* 58 (2003), 2487, 2512: „Our summary of voluntary corporate disclosure suggests that it is not true that Reg FD has reduced the quantity of information. Our evidence on the accuracy of quarterly analyst forecasts indicates that Reg FD has not caused the quality of these forecasts to deteriorate.”

80 Vgl. HEFLIN/SUBRAMANYAM/ZHANG, *The Accounting Review* 78 (2003), 1, 34: „[W]e find no reliable evidence of significant deterioration in the information environment prior to earnings announcements, after implementation of FD. On the contrary, some of our analyses suggest an improvement. For example, we find improved information efficiency of stock prices and a substantial increase in the frequency with which firms voluntarily disclose forward-looking earnings-related information.”

81 Vgl. AHMED/SCHNEIBLE, *Journal of Corporate Finance* 13 (2007), 282, 297: „Rather, contrary to the assertions of the SEC, FD has worsened the information environment for some forms (particularly small, high tech firms). Taken together these results suggest that, for small and high technology firms, FD succeeded in elimination selective disclosure but that this was accompanied by a decrease in the average quality of information available about these firms.”; ferner IRANI/KARAMANOU, *Accounting Horizons* 17 (2003), 15, 26: „We document a decrease in analyst following and an increase in analyst forecast dispersion, findings which support the ‘chilling’ of information argument given by FD opponents.”

kein gleichwertiger Ersatz für vertrauliche Gespräche mit Finanzanalysten zu sein.⁸²

Angesichts dieses zwiespältigen Befundes⁸³ sind schneidige Reformempfehlungen für das deutsche und europäische Kapitalmarktrecht fehl am Platze. Rechtspolitisch und rechtsökonomisch erwägenswert erscheint allein eine Auflockerung des strengen Gleichbehandlungsgebots in Ziff. 6.3 DCGK⁸⁴: Beschränkt auf *kursrelevante* Informationen ließe sich der Wertungsgleichklang der deutschen Kodexempfehlung mit ihrem US-amerikanischen Vorbild in *Regulation FD* („material non-public information“) wieder herstellen. Mehr noch: Auch das europäische Kapitalmarktrecht verfolgt bei der Entfaltung der informationellen Gleichbehandlung ein „materiality“-Konzept, wie verschiedene Vorschriften in der Bilanz-⁸⁵, Prospekt-⁸⁶ und Marktmissbrauchsrichtlinie⁸⁷ belegen. Den Finanzanalysten bliebe dann ein kleiner Informationsvorsprung („a step ahead of public knowledge“⁸⁸), der ihnen einen Anreiz zur aktiven Informationssuche im Interesse informationseffizienter Kapitalmärkte böte.

82 Vgl. GOMES/GORTON/MADUREIRA, *Journal of Corporate Finance* 13 (2007), 300, 330: „We found that small firms were adversely affected by Reg FD; their cost of capital rose. Some small firms just completely stopped being followed by analysts, and consistent with the investor recognition hypothesis, the cost of capital increased for those firms. Moreover, public communication does not seem to be a good substitute for private one-on-one communication, where there is a free give and take, especially for firms communicating complex information.“

83 Kritisch zu den Ereignisstudien COLLVER, *Journal of Corporate Finance* 13 (2007), 270, 279: „This result highlights an important caveat for these types of event studies: the event period is unique and cannot be artificially repeated. It is possible that during the sample period other events could have altered the information environment for one or more of the firms in the sample. The regression models may not completely control for these unspecified events.“

84 Dezidiert in diesem Sinne SEIBT, ZGR 2006, 501, 518 ff.

85 Vgl. etwa Art. 46 Abs. 1 lit. a der Bilanzrichtlinie, RL 78/660/EWG vom 25. Juli 1978, ABl. L 222/11 vom 14. August 1978.

86 Vgl. etwa Art. 5 Abs. 2 und Art. 15 Abs. 5 der ProspektRL (Fn. 57).

87 Vgl. Art. 1 Nr. 1 der MarktmissbrauchsRL (Fn. 43).

88 ELKIND V. LIGGETT & MYERS, 635 F.2d 156, 168 (2d Cir. 1980); darauf anspielend auch der Aufsatztitel von DRYGALA, WM 2001, 1281: „A Step Ahead of the Crowd“.

2. Aktienrechtliche Schranken bevorzugter Informationserteilung an wesentlich beteiligte Gesellschafter

a) Verbandsrechtliche Gleichbehandlungsgebote (§§ 53a, 131 Abs. 4 AktG)

Der Wunsch nach bevorzugter Informationserteilung vereint unterschiedliche Aktionärskulturen: Er wird von traditionsbewussten Patriarchen teils in Familienhand befindlicher Gesellschaften ebenso geäußert⁸⁹ wie von modernen Fondsmanagern, die den Vorstand zum Frage- und Antwortspiel nach London oder New York einbestellen⁹⁰. Eine verbandsrechtliche Schranke selektiver Informationsweitergabe errichtet § 53a AktG, wonach Aktionäre unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln sind. Dogmatisch handelt es sich um ein *relatives* Gleichbehandlungsgebot, das Ungleichbehandlungen unter bestimmten Umständen zulässt.⁹¹

Ganz der informationellen Gleichbehandlung nimmt sich § 131 Abs. 4 AktG an: Danach kann *jeder* Aktionär *in* der Hauptversammlung eine Auskunft verlangen, die *inem* Aktionär *außerhalb* der Hauptversammlung wegen seiner Eigenschaft als Aktionär gegeben worden ist. Der Wortlaut der Vorschrift deutet auf eine *absolute* (unbedingte) Gleichbehandlungspflicht⁹², doch sprechen bessere Gründe für eine differenzierte Betrachtung⁹³: § 131 Abs. 4 AktG und § 53a AktG sind, wie die Gesetzesmaterialien bestätigen⁹⁴, Holz vom gleichen Stamme, so dass eine *sachlich gerechtfertigte* Ungleichbehandlung kein Nachinformationsrecht auslöst.

Abstimmungsprobleme zwischen den beiden Gleichbehandlungsgeboten stellen sich noch in anderer Hinsicht: Nach ganz h.M. entfaltet die Rechtsfolge des § 131 Abs. 4 AktG – Nachinformation aller übrigen Aktionäre in der nächsten Hauptversammlung – Sperrwirkung gegenüber einem unmittelbar auf § 53a AktG gestützten Auskunftsanspruch außerhalb der Hauptver-

89 Zu dieser Praxis bei Familienpools etwa HOPT, ZGR 1997, 1, 26; SCHNEIDER/SINGHOF, FS Kraft, S. 585, 599.

90 Dazu HOPT, in: Grundmann, Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrechts, 2000, S. 307, 329; SCHNEIDER/SINGHOF, FS Kraft, S. 585, 599; allgemein illustrativ v. WERDER, ZGR 1998, 69, 80 f.

91 Näher BACHMANN, ZHR 170 (2006), 144, 173 ff.

92 In diesem Sinne BACHMANN, aaO (Fn. 35), unter II 1 a; ZÖLLNER, in: Kölner Komm. z. AktG, 2. Aufl., 1985, § 131 Rdn. 60; wohl auch DECHER, in: Großkomm. z. AktG, 4. Aufl., 2001, § 131 Rdn. 338; HOFFMANN-BECKING, FS Rowedder, 1994, S. 155, 165.

93 Wie hier HENZE/NOTZ, in: Großkomm. z. AktG, 4. Aufl., 2004, § 53a Rdn. 58; SEIBT, ZGR 2006, 501, 508 f; VERSE, aaO (Fn. 35), S. 510 ff; ZIEMONS, AG 1999, 492, 496.

94 Vgl. Begr. RegE bei KROPPF, 1965, S. 187: „Das erfordert der Grundsatz der gleichmäßigen Behandlung aller Aktionäre.“

sammlung.⁹⁵ Allerdings ziehen zwei neuere Monographien dieses Spezialitätsargument mit beachtlichen Gründen in Zweifel: Unter Hinweis auf das gemeinschaftsrechtliche Fundament der Gleichbehandlungspflicht in Art. 42 der Kapitalrichtlinie⁹⁶ und Art. 17 Abs. 1 der Transparenzrichtlinie⁹⁷ rügen sie, dass eine Nachinformation nach Jahr und Tag dem Gebot wirksamer, verhältnismäßiger und abschreckender Sanktionen nicht genüge.⁹⁸ Sollte sich diese Ansicht durchsetzen, gewönne der aktienrechtliche Grundsatz informationeller Gleichbehandlung jene Schlagkraft, die dem Nachauskunftsrecht des § 131 Abs. 4 AktG bisher fehlt.⁹⁹

b) Punktuelle Vorausinformation an wesentlich beteiligte Gesellschafter

In einer ersten Problemannäherung wird man dem Vorstand jedenfalls dann eine vertrauliche Fühlungnahme mit wesentlich beteiligten Gesellschaftern gestatten, wenn dies zur Vorbereitung eines Hauptversammlungsbeschlusses *notwendig* ist und Geheimhaltungsinteressen der Unterrichtung aller Aktionäre entgegenstehen.¹⁰⁰ Als Paradebeispiel dient seit jeher die Vorabinformation über eine mögliche Kapitalerhöhung.¹⁰¹ Deren Erfolg steht und fällt häufig mit der Mitwirkung der Großaktionäre.¹⁰² Es gehört daher zu den Sorgfaltsanforderungen an einen ordentlichen und gewissenhaften Vorstand, sich zunächst der Unterstützung wesentlich beteiligter Gesellschafter zu

95 Vgl. DECHER, aaO (Fn. 92), § 131 AktG Fn. 363; HOFFMANN-BECKING, FS Rowedder, S. 155, 157 ff; HÜFFER, Komm. z. AktG, 8. Aufl., 2008, § 131 Rdn. 42; SPINDLER, in: Schmidt/Lutter, Komm. z. AktG, 2008, § 131 Rdn. 94; WILDE, ZGR 1998, 423, 462 f.

96 Richtlinie 77/91/EWG vom 13. Dezember 1976, ABl. L 26/1 vom 31. Januar 1977.

97 Richtlinie 2004/109/EG vom 15. Dezember 2004, ABl. L 390/38 vom 31. Dezember 2004.

98 Vgl. VERSE, aaO (Fn. 35), S. 513 ff; mit anderer Begründung ZETSCHE, aaO (Fn. 35), S. 307 f, der von einer „Teilkonsumtion“ des verbandsrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatzes ausgeht; sympathisierend BACHMANN, FS Schwark, unter II 1 b; schon früher ECKARDT, in: Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff, Komm. z. AktG, 1974, § 131 AktG Rdn. 161 ff; JOUSSEN, DB 1994, 2485, 2486.

99 Von einem „stumpfen Schwert“ sprechen WILDE, ZGR 1998, 423, 462; und BACHMANN, FS Schwark, unter II 1 a.

100 Für eine Anerkennung dieser Fallgruppe mit Formulierungsunterschieden im einzelnen auch HOPT, ZGR 1997, 1, 26; KALSS, Anlegerinteressen, 2001, S. 314 ff; SCHNEIDER/SINGHOF, FS Kraft, S. 585, 602 f; VERSE, aaO (Fn. 35), S. 535; ZETSCHE, aaO (Fn. 35), S. 365 ff; offen lassend VEIL, ZHR 172 (2008), 239, 266; abw. SCHÄFER, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, 2. Aufl., 2009, § 13 Rdn. 60.

101 Vgl. bereits JANBERG, AG 1965, 191, 193; DUDEN, FS v. Caemmerer, 1978, S. 493, 509

102 Näher SCHNEIDER/SINGHOF, FS Kraft, S. 585, 603.

vergewissern, bevor er den aufwendigen Weg zur Vorbereitung einer Kapitalerhöhung einschlägt.¹⁰³

Ähnliche Gründe dürften für die Vereinbarkeit des sog. *Pilotfishing* oder *Pre-Sounding* mit dem verbandsrechtlichen Gleichbehandlungsgebot sprechen. Dabei handelt es sich um die Ansprache einiger weniger ausgewählter Investoren vor einem geplanten Börsengang¹⁰⁴ oder bei Kapitalerhöhungen börsennotierter Unternehmen¹⁰⁵, um Anhaltspunkte für die Investorenakzeptanz und Unternehmensbewertung zu gewinnen. Ein solcher „Markttest“ unter Ausschluss der Öffentlichkeit hilft, Schwächen in der *Equity Story* oder Fehleinschätzungen in der Bewertung frühzeitig zu erkennen und im Interesse des Emittenten möglichst geräuschlos zu beseitigen.¹⁰⁶ Bei Sekundärmarkttransaktionen¹⁰⁷ bedarf allerdings die insiderrechtliche Zulässigkeit des *Pilotfishing* einer besonders sorgfältigen Prüfung.¹⁰⁸

Darüber hinaus sind im Einzelfall auch *nicht hauptversammlungspflichtige Maßnahmen* denkbar, bei denen eine Vorabinformation der Großaktionäre im Unternehmensinteresse liegen kann.¹⁰⁹ Genannt wird etwa der Fall, dass ein Großaktionär sein Aktienpaket veräußern will und der hierüber unterrichtete Vorstand unter den übrigen Großaktionären nach einem Käufer sucht, um eine drohende Belastung des Aktienkurses bei einer Veräußerung über die Börse zu vermeiden.¹¹⁰ Schwieriger liegt es, wenn der veräußerungswillige Großaktionär die Durchführung einer Due Diligence verlangt.

103 Vgl. DUDEN, FS v. Caemmerer, S. 493, 510 mit dem Zusatz: „[D]ie spezielle Gewinnung des Großaktionärs setzt weitergehende Informationen über die entscheidungserheblichen Tatsachen, insbesondere Interna des Unternehmens, voraus als der Generalappell an ein Aktionärspublikum“; ähnlich KALSS, aaO (Fn. 100), S. 315.

104 Vgl. SCHÄFER/LA CORTE, aaO (Fn. 58), § 8 Rdn. 17.

105 Vgl. SCHÄFER/LA CORTE, aaO (Fn. 58), § 14 Rdn. 10.

106 Vgl. RUDOLF, aaO (Fn. 72), § 1 Rdn. 20; SCHÄCKER/BREHM, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 2. Aufl., 2008, § 2 Rdn. 36.

107 Bei Primärmarkttransaktionen liegt in der Regel noch kein Insiderpapier i.S.d. § 12 WpHG vor; vgl. SCHÄFER/LA CORTE, aaO (Fn. 58), § 8 Rdn. 18.

108 So auch SINGHOF/WEBER, aaO (Fn. 58), § 3 Rdn. 40a mit Fn. 112; ferner SCHÄFER/LA CORTE, aaO (Fn. 58), § 14 Rdn. 11, nach denen häufig noch keine Insiderinformation vorliegt, da die Durchführung der Kapitalerhöhung noch nicht hinreichend wahrscheinlich sei; allgemein kritisch auch ZETZSCHE, aaO (Fn. 35), S. 375: „Nach der hier vertretenen Auffassung ist es somit unzulässig, ohne gleichzeitige Information aller Anleger einen Beschlußvorschlag über eine Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsaus-schluß oder die Höhe der Abfindung mit Analysten und institutionellen Anlegern zu diskutieren, um die Marktreaktionen abzuschätzen.“

109 Wie hier HOPT, ZGR 1997, 1, 16, 26; SCHNEIDER/SINGHOF, FS Kraft, S. 585, 602; VERSE, aaO (Fn. 35), S. 538 f.

110 Vgl. HOPT, ZGR 1997, 1, 16.

Nach zutreffender h.M. hat er darauf keinen Anspruch¹¹¹, doch ist der Vorstand unter Umständen berechtigt, ihm vertrauliche Informationen zu überlassen, um eine reibungslose Veräußerung zu fördern.¹¹² In einem solchen Fall gibt § 131 Abs. 4 AktG den übrigen Aktionären keinen Anspruch auf Erteilung der gleichen Information, weil die Veräußerung von Splitteranteilen gerade keinen tieferen Informationseinblick erfordert.¹¹³

c) Generelles Informationsprivileg für wesentlich beteiligte Gesellschafter?

Es bleibt die Frage, ob sich die bevorzugte Informationserteilung an Großaktionäre über diese Sonderfälle hinaus auf eine breitere Grundlage stellen lässt.

aa) Die These effizienter Ungleichbehandlung

Begründungsansätze für ein generelles Informationsprivileg finden sich vor allem im schweizerischen Schrifttum: Unter dem Schlagwort der *effizienten Ungleichbehandlung* halten es verschiedene Stimmen für statthaft, dass der Vorstand mit einzelnen Großaktionären eine besonders intensive Kommunikation pflegt, soweit er dies im Hinblick auf das langfristige Unternehmensinteresse für sinnvoll und geboten erachtet.¹¹⁴ Die rechtsökonomische Rechtfertigung hierfür ist zweigeteilt: Zum einen hofft man, dass Aktionäre eher bereit sind, größere Blockpositionen einzugehen, wenn sie einen privilegierten Informationszugang erhalten, weil sie dann die firmenspezifischen Risiken, die mit einem nicht diversifizierten Aktienportfolio verbunden sind,

111 Vgl. FLEISCHER/KÖRBER, in: Berens/Brauner/Strauch, Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 5. Aufl., 2008, S. 273, 276, 286; HEMELING, ZHR 169 (2005) 274, 286 ff; HENZE/NOTZ, aaO (Fn. 93), § 53a AktG Rdn. 58 mit Fn. 179; HÜFFER, aaO (Fn. 95), § 93 AktG Rdn. 8; abw. KRÖMKER, NZG 2003, 418; DERS., M&A-Review 2008, 201, 203, der meint, die Informationsverweigerung laufe auf eine „faktische Vinkulierung“ hinaus.

112 Näher FLEISCHER/KÖRBER, aaO (Fn. 111), S. 273, 280 ff, 284 ff m.w.N.; ferner HEMELING, ZHR 169 (2005) 274, 288: „Die Situation ist insoweit vergleichbar mit der Vorabinformation eines Großaktionärs vor einer Kapitalerhöhung.“

113 Wie hier HENZE/NOTZ, aaO (Fn. 93), § 53a AktG Rdn. 58; zur Statthaftigkeit sachlicher Differenzierungen auch im Rahmen von § 131 Abs. 4 AktG bereits oben III. 2. a).

114 Grundlegend HOFSTETTER, SZW 1996, 222; vertiefend RUFFNER, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Kapitalgesellschaft, 2000, S. 263 ff; aus dem deutschen Schrifttum JANKE, Gesellschaftsrechtliche Treuepflicht, 2003, S. 240 ff.

besser abschätzen können.¹¹⁵ Zum anderen sieht man in dem dauerhaften Informationsvorteil eine Belohnung für die von Großaktionären wahrgenommene Kontrollfunktion über das Management, von der letztlich alle Aktionäre in Form höherer Kurse und geringerer Kursausschläge profitierten.¹¹⁶ Mit einem ähnlichen Belohnungsgedanken versucht man bekanntlich im US-amerikanischen Schrifttum zu begründen, warum es – auch aus Sicht der Minderheitsaktionäre – durchaus effizient sein kann, einem Großaktionär gewisse Sondervorteile (*private benefits*) zuzubilligen.¹¹⁷

bb) Stellungnahme

Ungeachtet ihrer theoretischen Eleganz lässt sich die These einer effizienten Ungleichbehandlung *nicht* mit dem geltenden Recht in Einklang bringen.¹¹⁸ Nach der aktienrechtlichen Kompetenzverteilung obliegt die Überwachung des Vorstands zuvörderst dem Aufsichtsrat (§ 111 Abs. 4 Satz 1 AktG), der hierfür über umfangreiche Informationsrechte verfügt (§ 90 AktG). Mit diesem zwingenden Organisationsgefüge wäre es nicht vereinbar, Großaktionäre durch ein generelles Sonderinformationsrecht gleichsam in den Stand eines „Schattenaufsichtsrats“¹¹⁹ zu erheben. Gegen eine Differenzierung spricht auch die gesetzliche Ausformung des mitgliederschaftlichen Informations-

115 Vgl. RUFFNER, aaO (Fn. 114), S. 264, der in Fn. 180 zusätzlich darauf verweist, daß sich mit diesem Argument auch ein privilegierter Informationszugang von Großaktionären begründen läßt, die nicht als aktive (Kontroll-)Aktionäre auftreten.

116 Vgl. RUFFNER, aaO (Fn. 114), S. 264 f.

117 Vgl. etwa GILSON/GORDON, 152 U. Pa. L. Rev. 785 (2003): „Because there are costs associated with holding a concentrated position and with exercising the monitoring function, some private benefits of control may be necessary to induce a party to play that role. Thus, from the public shareholders' point of view, the two facets of the agency problem present a tradeoff. The presence of a controlling shareholder reduces the managerial agency problem, but at the cost of the private benefits agency problem. Non-controlling shareholders will prefer the presence of a controlling shareholder so long as the benefits from reduction in managerial agency costs are greater than the costs of private benefits of control.“

118 Wie hier VERSE, aaO (Fn. 35), S. 532 f; zum schweizerischen Recht auch BÖCKLI/BÜHLER, SZW 2005, 101, 108 ff; ferner FORSTMOSE/MEIER-HAYOZ/NOBEL, Schweizerisches Aktienrecht, 1996, § 39 Rdn. 68: „Im Hinblick auf die tatsächliche Stellung dieser Aktionäre kann man für solche Begehren Verständnis haben. [...] Im Lichte des Gleichbehandlungsgrundsatzes sind aber solche Privilegien problematisch.“; noch strenger HUGUENIN JACOBS, Das Gleichbehandlungsprinzip im Aktienrecht, 1994, S. 244: „Sowohl bezüglich der periodischen wie auch der punktuellen, der obligatorischen wie der freiwilligen Informationsabgabe gilt das absolute Gleichbehandlungsprinzip“; sowie KUNZ, Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht, 2001, § 8 Rdn. 73 ff.

119 ASSMANN, AG 1997, 50, 57.

rechts: § 131 Abs. 4 AktG unterscheidet gerade nicht zwischen Groß- und Kleinaktionären¹²⁰; die Eigenschaft des Großaktionärs *als solche* bildet nach h.M. keinen hinreichenden Sachgrund für eine Vorzugsbehandlung.¹²¹

Aus kautelarjuristischer Sicht könnte man allenfalls erwägen, das Informationsprivileg auf eine satzungsmäßige Grundlage zu stellen, indem man eine *neue Aktiengattung* schafft, die sich durch *zusätzliche Informationsrechte* auszeichnet.¹²² § 53a AktG stünde dem nicht entgegen, weil § 11 Satz 1 AktG klarstellt, dass Aktien *verschiedene* Rechte gewähren können, sofern die Satzung dies vorsieht.¹²³ Jedoch dürfte eine solche „Informationsaktie“ mit § 23 Abs. 5 AktG unvereinbar sein, weil § 131 i.V.m. § 118 Abs. 1 AktG das Auskunftsrecht der Aktionäre als hauptversammlungsgebundenes Recht konzipiert¹²⁴ und grundsätzlich weder eine Bevorzugung noch eine Benachteiligung einzelner Aktionäre duldet.¹²⁵

De lege lata ist lediglich diskutabel, dass der Vorstand im Zwiegespräch mit wesentlich beteiligten Aktionären bereits *bekannt*e Informationen erläutert und vertieft oder entstandene Missverständnisse ausräumt, ohne hierbei *kursrelevante* Neuigkeiten preiszugeben.¹²⁶ Eine solche *Relativierung* des § 53a AktG könnte den Vorwurf der Lebensfremdheit entkräften, dem sich

120 Vgl. HENZE/NOTZ, aaO (Fn. 93), § 53a AktG Rdn. 58; abw. noch JANBERG, AG 1965, 191, 193.

121 Vgl. BayObLG NZG 2002, 1020, 1021; HOFFMANN-BECKING, FS Rowedder, S. 155, 166 f; HÜFFER, aaO (Fn. 95), § 131 AktG Rdn. 38.

122 So der Vorschlag von LOGES/DISTLER, ZIP 2002, 467, 470 f; referierend, aber ohne eigene Stellungnahme, POLTE, Aktiengattungen, 2005, S. 42.

123 Vgl. FLEISCHER, in: Schmidt/Lutter, Komm. z. AktG, 2008, § 53a AktG Rdn. 32 m.w.N.: „satzungsmäßige Differenzierung“.

124 Im Ergebnis ebenso ZETZSCHE, aaO (Fn. 35), S. 318 f.

125 Im Ergebnis ebenso ECKARDT, aaO (Fn. 98), § 131 AktG Rdn. 18.

126 In diese Richtung für das Gleichbehandlungsgebot im schweizerischen Aktienrecht BÖCKLI/BÜHLER, SZW 2005, 101, 110 f unter der Überschrift „Erläuterung, Vertiefung und Verdichtung von Informationen“; ferner BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 3. Aufl., 2004, § 13 Rdn. 701: „Als Ausgangspunkt wird man dem Verwaltungsrat jeder Gesellschaft zugestehen müssen, daß er die Aktionäre danach unterschiedlich behandelt, ob sie überhaupt mit substantiellen Informationsbegehren während des Geschäftsjahres an ihn herantreten. Wer sich besonders interessiert, darf auch vom Verwaltungsrat mit gewissen zusätzlichen Informationen bedient werden. Es geht dabei nicht um kursrelevante Neuigkeiten, sondern um eine Erläuterung und eine Verdichtung bzw. Vertiefung von Informationen unterhalb der Schwelle der Kursrelevanz.“; vorsichtig differenzierend auch NOBEL, Schweizerisches Finanzmarktrecht, 1997, § 10 Rdn. 39; ferner WATTER/ROTH PELLANDA, in: Baseler Komm. z. Obligationenrecht II, 3. Aufl., 2008, Art. 717 Rdn. 30.

ein *absolutes* Paritätsgebot ausgesetzt sieht¹²⁷, und der gestiegenen Bedeutung des unterjährigen Meinungsaustausches zwischen Verwaltung und wesentlich beteiligten Aktionären¹²⁸ Rechnung tragen. Dies wäre *mehr* als der Großaktionär bei rigoroser Handhabung des Gleichbehandlungsgebots erwarten darf, aber *weniger* als ein privilegierter Informationsstatus. Konzeptionell läge hierin ein weiterer Anwendungsfall der Ausstrahlung kapitalmarktrechtlicher Wertungen (§ 14 Abs. 1 i.V.m. § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG) auf das Verbandsrecht (§ 53a AktG). Für nicht börsennotierte Aktiengesellschaften müsste das Kriterium der Kursrelevanz freilich modifiziert werden.

d) Sonstige Schranken

aa) Organschaftliche Verschwiegenheitspflicht (§ 93 Abs. 1 Satz 3 AktG)

Neben dem Gleichbehandlungsgebot zieht auch die organschaftliche Verschwiegenheitspflicht einer Vorausinformation äußere Grenzen. Bei den erbetenen Auskünften wird es sich häufig um vertrauliche Angaben handeln, so dass der Schutzbereich des § 93 Abs. 1 Satz 3 AktG berührt ist. Die Amtspflicht, Stillschweigen zu bewahren, gilt grundsätzlich auch gegenüber Großaktionären.¹²⁹ Entgegen dem strengen Gesetzeswortlaut bildet sie allerdings keine starre (Auskunfts-)Schranke; sie kann überwunden werden, wenn dem Unternehmensinteresse im Einzelfall mit einer selektiven Informationsweitergabe besser gedient ist.¹³⁰ Erweist es sich als unumgänglich, den Großaktionär ins Vertrauen zu ziehen oder ihm anlässlich einer Due Diligence zusätzliche Informationen zu überlassen, so steht dem § 93 Abs. 1 Satz 3 AktG nicht entgegen.¹³¹

127 Vgl. SCHNEIDER, FAZ Nr. 23 vom 27. Januar 2006, S. 11: „Es wäre einfach lebensfremd, wenn man das verbieten würde.“; ferner BÖCKLI/BÜHLER, SZW 2005, 101, 110: „Die wirklichkeitsfremde These dagegen, es sei in bezug auf die Informationsversorgung der Aktionäre stets eine wörtlich ‚absolute‘ Gleichbehandlung durchzusetzen, ist abzulehnen.“

128 Dazu BÖCKLI, aaO (Fn. 126), § 13 Rdn. 701: „Jede andere Stellungnahme wäre mit den heutigen Vorstellungen über Transparenz und Wichtigkeit des Kontaktes zwischen Gesellschaftsspitze und interessierten Aktionären in der Zeit zwischen den Generalversammlungen unvereinbar.“

129 Vgl. SPINDLER, Münchener Komm. z. AktG, 3. Aufl., 2008, § 93 Rdn. 108; VEIL, ZHR 172 (2008), 239, 244.

130 Vgl. FLEISCHER, in: Spindler/Stilz, Komm. z. AktG, 2007, § 93 Rdn. 154; HOPT, in: Großkomm. z. AktG, 4. Aufl., 1999, § 93 Rdn. 209; MERTENS, in: Kölner Komm. z. AktG, 2. Aufl., 1988, § 93 Rdn. 82; WILDE, ZGR 1998, 423, 460.

131 Allgemein dazu FLEISCHER, aaO (Fn. 130), § 93 AktG Rdn. 157; HOPT, aaO (Fn. 130), § 93 AktG Rdn. 211; speziell im Hinblick auf die Gestattung einer Due Diligence

bb) Insiderrechtliches Weitergabeverbot (§ 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG)

Jede Weitergabe kursrelevanter Informationen an Großaktionäre unterliegt darüber hinaus insiderrechtlichen Schranken. Hier zeichnet sich indes eine weitgehende Synchronisierung verbands- und kapitalmarktrechtlicher Wertungen ab: Sofern die Vorabinformation an Großaktionäre aus Gründen des Unternehmensinteresses sachlich gerechtfertigt ist, wird sie häufig auch befugt i.S.d. § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG sein.¹³² Anerkannt ist dies namentlich für die Vorabinformation im Vorfeld einer Kapitalerhöhung¹³³ und die Zusatzinformation bei einem Paketverkauf¹³⁴. Allerdings wird man im Lichte der *Groon-gard*-Entscheidung des EuGH stets sorgfältig prüfen müssen, ob die im Unternehmensinteresse liegende Weitergabe der Insiderinformation wirklich „unerlässlich“¹³⁵ ist.¹³⁶ Dieser zweite Analyseschritt ist auch deshalb geboten, weil die vom Insiderhandelsverbot geschützten Markt- und Anlegerinteressen mit den von § 53a AktG geschützten Aktionärsinteressen nicht deckungsgleich sind.¹³⁷

cc) Kapitalmarktrechtliches Gleichbehandlungsgebot (§ 30a WpHG)

Schließlich enthält § 30a Abs. 1 Nr. 1 WpHG noch ein kapitalmarktrechtliches Gleichbehandlungsgebot. Die bis zum Jahre 2007 in § 39 Abs. 1 Nr. 1 a.F. BörsG angesiedelte Zulassungsfolgepflicht verlangt nach ihrer systematischen

FLEISCHER, aaO (Fn. 130), § 93 AktG Rdn. 158 f; SPINDLER, aaO (Fn. 129), § 93 AktG Rdn. 120; im Kontext von Analystengesprächen SEIBT, in: VGR (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2000, 2001, S. 37, 53.

132 Vgl. ASSMANN, AG 1997, 50, 55; pointiert KALSS, aaO (Fn. 100), S. 316: „Sobald und solange die Informationsweitergabe verbandsrechtlich legitimiert werden kann, ist sie auch kapitalmarktrechtlich zulässig.“

133 Vgl. ASSMANN, aaO (Fn. 35), § 14 WpHG Rdn. 84; MENNICKE, aaO (Fn. 68), § 14 WpHG Rdn. 293, 297; PAWLIK, aaO (Fn. 35), § 14 WpHG Rdn. 53; SCHNEIDER/SINGHOFF, FS Kraft, S. 585, 600 ff.

134 Vgl. ASSMANN, ZHR 172 (2008), 635, 651 f; LÖSLER, in: Habersack/Schlitt/Mülbert, Handbuch der Kapitalmarktinformation, 2008, § 2 Rdn. 59; MEHRINGER, aaO (Fn. 52), S. 184.

135 EuGH Rs. 384/02, Slg. 2005, I-9939 Rdn. 34.

136 Wie hier BACHMANN, ZHR 172 (2008), 597, 625 f; SETHE, ZBB 2006, 243, 250; VEIL, ZHR 172 (2008), 239, 254 ff.

137 So auch BACHMANN, ZHR 172 (2008), 597, 625 f; und VERSE, aaO (Fn. 35), S. 527; allgemein zum unterschiedlichen persönlichen Anwendungsbereich des verbands- und kapitalmarktrechtlichen Gleichbehandlungsgebots ZETZSCHE, aaO (Fn. 35), S. 306 f; dies schließt nicht aus, daß beide Maßstäbe im Einzelfall in eins fallen, dazu ASSMANN, ZHR 172 (2008), 635, 652 f.

Stellung¹³⁸ keine *umfassende* Gleichbehandlung mehr, sondern nur noch eine *informationelle* Parität aller Inhaber zugelassener Wertpapiere.¹³⁹ Für Aktien inländischer Emittenten soll ihr nach h.M. neben § 53a AktG – wie schon bisher¹⁴⁰ – keine eigenständige Bedeutung zukommen.¹⁴¹ Aufgrund ihrer gemeinschaftsrechtlichen Herkunft¹⁴² könnten sich auf der Rechtsfolgenseite aber durchaus Unterschiede ergeben: Wer mit der tradierten Lehre einen Auskunftsanspruch der benachteiligten Aktionäre außerhalb der Hauptversammlung verneint¹⁴³, muss sich nämlich die Frage vorlegen, ob nicht der Effektivitätsgrundsatz in Art. 28 der Transparenzrichtlinie¹⁴⁴ eine solche Sanktion gebietet.¹⁴⁵

e) Rechtspolitische Beurteilung

Konrad Duden hat in einem älteren Festschriftenbeitrag vorgeschlagen, *de lege ferenda* von dem Gleichbehandlungsgebot in § 131 Abs. 4 AktG zugunsten einer bevorzugten Information von Großaktionären Abstriche zu machen.¹⁴⁶ Das verbreitete Phänomen einer selektiven Informationsweitergabe sollte nicht als unvermeidlich *hingenommen*, sondern in vernünftigen Maße *legalisiert* werden. Dies könne gelingen, wenn man das Informationsprivileg auf jene Aktionäre beschränkt, deren Repräsentanten im Aufsichtsrat sitzen. Es müsste sich dann eine Regelung ähnlich den §§ 394, 395 AktG bei Beteiligung von Gebietskörperschaften ergeben. Der Lohn der Mühe bestünde in der Klärung der Zulässigkeitsgrenzen der bevorzugten Information von Großaktionären,

138 Vgl. die Überschrift des Abschnitts 5a: „Notwendige Informationen für die Wahrnehmung von Rechten aus Wertpapieren“.

139 Dazu BACHMANN, ZHR 170 (2006), 144, 146; VERSE, aaO (Fn. 35), S. 30; zweifelnd unter Berufung auf die Regierungsbegründung zum Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz KIEM, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Handbuch der Kapitalmarktinformation, 2008, § 12 Rdn. 7.

140 Für Inhaltsgleichheit von § 39 Abs. 1 Nr. 1 a.F. BörsG und § 53a AktG GROSCH, Komm. z. Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., 2006, § 39 BörsG Rdn. 3; SCHWARK/HEIDELBACH, Komm. z. Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., 2004, § 39 Rdn. 3; MEHRINGER, aaO (Fn. 52), S. 183.

141 Vgl. KIEM, aaO (Fn. 139), § 12 Rdn. 8; kritisch aber BACHMANN, FS Schwark, unter II. 4.

142 Vgl. Art. 17 Abs. 1 TransparenzRL (Fn. 97).

143 Dazu oben III. 2. a).

144 Fn. 97.

145 In diesem Sinne VERSE, aaO (Fn. 35), S. 514 ff; zustimmend wohl BACHMANN, FS Schwark, unter IV 2.

146 Vgl. DUDEN, FS v. Caemmerer, S. 499, 512.

ohne welche die Unternehmenspraxis doch nicht auskomme und die sie deshalb gegenwärtig in der Grauzone zwischen erlaubt und unerlaubt durchführe.¹⁴⁷

Meines Erachtens sprechen überwiegende Gründe gegen ein – eingeschränktes oder generelles – Großaktionärsprivileg. Seine Befürworter unterschätzen die Gefahr, dass Großaktionäre durch ihren Informationsvorsprung Sondervorteile auf Kosten anderer Aktionäre erzielen.¹⁴⁸ Die hiergegen empfohlenen Schutzvorkehrungen¹⁴⁹ sind nicht geeignet, das Missbrauchspotential wirksam einzudämmen. Darüber hinaus droht das dreigliedrige Organisationsgefüge der Aktiengesellschaft aus dem Gleichgewicht zu geraten, wenn Großaktionäre als Quasi-Organ in den verbandsinternen Informationsfluss einbezogen werden. Schließlich könnte auch die volkswirtschaftlich wichtige Funktion der Aktiengesellschaft als „Kapitalpumpe“ (*Schmalenbach*) Schaden nehmen, sobald Kleinanleger die informationelle Benachteiligung antizipieren und ihr Kapital anderwärts investieren. Nach alledem empfiehlt es sich, mit den dargestellten Differenzierungen am Grundsatz informationeller Gleichbehandlung im Aktienrecht festzuhalten.

3. Konzernrechtliche Schranken bevorzugter Informationserteilung

„Habe Mehrheit übernommen, hoffe auf gute Zusammenarbeit“, pflegte der Firmenjäger *Friedrich Karl Flick* dem Vorstand zu telegraphieren, wenn er die Herrschaft in einem neuen Unternehmen an sich gezogen hatte. Betrifft die Zusammenarbeit den konzerninternen Informationsfluss, ist zwischen einem *Anspruch des herrschenden Unternehmens* auf Informationserteilung und der *Befugnis des Tochtervorstands* zur Informationsweitergabe zu unterscheiden:

147 So DUDEN, FS v. Caemmerer, S. 499, 513.

148 Dazu auch HUGUENIN JACOBS, aaO (Fn. 118), S. 244; sowie KUNZ, aaO (Fn. 118), § 8 Rdn. 75 mit Fn. 262: „[E]ine Privilegierung *kumuliert* sich ständig und für die Zukunft mit dem Motto: ‚Mit dem Essen kommt der Hunger‘.“

149 Vgl. RUFFNER, aaO (Fn. 114), S. 264: „Wird aktiven Grossaktionären ein privilegierter Informationszugang gewährt, bedarf es flankierender Vorkehrungen [...] Grossaktionäre, die privilegierte Informationen erhalten, müssen sich – über die für Insider ohnehin geltenden Beschränkungen hinaus – glaubhaft verpflichten, zumindest während den kritischen Phasen, in denen sie mehr als die übrigen Marktteilnehmer wissen, keine Transaktionen in den Titeln des fraglichen Unternehmens zu tätigen. Es muß deshalb sichergestellt sein, daß privilegierte Informationen nicht für kurzfristige Trades ausgenutzt werden.“

a) *Anspruch des herrschenden Unternehmens auf Informationserteilung*

Auskunftsrechte und Informationspflichten sind im Gesellschaftsrecht zuvörderst auf die *Einzelgesellschaft* bezogen. Hingegen fehlt eine übergreifende gesetzliche Regelung für den Informationsfluss innerhalb einer *Unternehmensgruppe*.¹⁵⁰ Reichweite und Grenzen der konzerninternen Informationsweitergabe sind daher wenig geklärt.¹⁵¹

aa) *Informationsanspruch bei Bestehen eines Beherrschungsvertrages*

Als gesichert gelten darf immerhin, dass die Konzernobergesellschaft beim Bestehen eines Beherrschungsvertrages gegenüber dem Vorstand der abhängigen Aktiengesellschaft einen Auskunftsanspruch über alle für die Ausübung der Konzernleitung relevanten Umstände hat.¹⁵² Zur Begründung pflegt man auf das gesetzlich anerkannte Weisungsrecht des herrschenden Unternehmens aus § 308 Abs. 1 AktG zu verweisen, dessen sinnvolle Ausübung eine sachgerechte Informationsversorgung voraussetzt.¹⁵³ Außerdem findet sich der Hinweis, dass das herrschende Unternehmen nach § 302 Abs. 1 AktG das wirtschaftliche Risiko des Geschehens in der beherrschten Gesellschaft trägt und zur Veranlassung risikomindernder Maßnahmen auf rechtlich abgesicherte Informationskanäle angewiesen ist.¹⁵⁴ Vereinzelt leitet man das Aus-

150 Näher FLEISCHER, DB 2005, 759, 766; S. SCHNEIDER, Informationspflichten und Informationseinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 125 ff; WINDBICHLER, in: Hommelhoff/Hopt/v. Werder, Handbuch Corporate Governance, 2003, S. 605, 607: „Der Informationsfluss zwischen den einzelnen Konzernunternehmen ist rechtlich kaum geregelt.“

151 Vgl. FLEISCHER, DB 2005, 759, 766: „Einer vollständigen Informationsversorgung im Konzernverbund sind allerdings aktienrechtliche Grenzen gezogen, deren genauer Verlauf wenig gesichert ist.“; weiterführend zuletzt FABRITIUS, FS Huber, 2006, S. 705; PENTZ, FS Priester, 2007, S. 593; HÜFFER, FS Schwark, 2009.

152 Vgl. DECHER, ZHR 158 (1994), 473, 480; DUDEN, FS v. Caemmerer, S. 499, 504 ff; EXNER, Beherrschungsvertrag und Vertragsfreiheit, 1984, S. 92 ff; FABRITIUS, FS Huber, S. 705, 709; FLEISCHER, DB 2005, 759, 765; GÖTZ, AG 1995, 337, 339; HABERSACK, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 5. Aufl., 2008, § 308 AktG Rdn. 39; HIRTE, in: Großkomm. z. AktG, 4. Aufl., 2005, § 308 Rdn. 29; KOPPENSTEINER, in: Kölner Komm. z. AktG, 3. Aufl., 2004, § 308 Rdn. 29; KRIEGER, in: Münchener Handbuch AG, 3. Aufl., 2007, § 70 Rdn. 151; LÖBBE, Unternehmenskontrolle im Konzern, 2003, S. 148 ff; LUTTER, Information und Vertraulichkeit im Aufsichtsrat, 3. Aufl., 2006, Rdn. 178; PENTZ, FS Priester, S. 593, 599; S. SCHNEIDER, aaO (Fn. 150), S. 151 f.

153 Vgl. DECHER, ZHR 158 (1994), 473, 480; FABRITIUS, FS Huber, S. 705, 709; FLEISCHER, DB 2005, 759, 765; HABERSACK, aaO (Fn. 152), § 308 AktG Rdn. 39; KRIEGER, aaO (Fn. 152), § 70 Rdn. 151; LUTTER, aaO (Fn. 152), Rdn. 178; PENTZ, FS Priester, S. 593, 599.

154 Vgl. DECHER, ZHR 158 (1994), 473, 480; FLEISCHER, DB 2005, 759, 765; LUTTER, aaO (Fn. 152), Rdn. 178; PENTZ, FS Priester, S. 593, 599.

kunftsrecht auch aus einer ergänzenden Auslegung des Beherrschungsvertrages her.¹⁵⁵ Zusammengefasst gilt: Wer die vertraglich abgesicherte Konzernleitungsmacht inne hat, verfügt auch über die konzernweite Informationshoheit.¹⁵⁶ Daher kann die Konzernobergesellschaft vermittels ihres Weisungsrechts auch ein konzernweites Informationssystem einrichten.¹⁵⁷

bb) Informationsansprüche im faktischen Konzern und bei einfacher Abhängigkeit

Im faktischen Aktienkonzern und bei einfacher Abhängigkeit ist die Rechtslage weniger eindeutig, weil hier gerade kein Weisungsrecht besteht, das einen *umfassenden* Auskunftsanspruch begründen könnte. Anzutreffen sind aber *bereichsspezifische* Informationsansprüche.

aaa) Informationsanspruch im Rahmen der Konzernrechnungslegung (§ 294 Abs. 3 HGB)

Eine Teilregelung des verbundinternen Informationsflusses „von unten nach oben“ findet sich im Rahmen der Konzernrechnungslegung.¹⁵⁸ Nach § 294 Abs. 3 Satz 1 HGB haben die Tochterunternehmen dem Mutterunternehmen ihre Jahresabschlüsse, Einzelabschlüsse nach § 325 Abs. 2a, Lageberichte, Konzernabschlüsse, Konzernlageberichte und, wenn eine Abschlussprüfung stattgefunden hat, die Prüfungsberichte sowie, wenn ein Zwischenabschluss aufzustellen ist, einen auf den Stichtag des Konzernabschlusses aufgestellten Abschluss unverzüglich einzureichen. Darüber hinaus kann das Mutterunternehmen gemäß § 294 Abs. 3 Satz 2 HGB von jedem Tochterunternehmen alle Aufklärungen und Nachweise verlangen, welche die Aufstellung des Konzernabschlusses und des Konzernlageberichts erfordert. Einhelliger Ansicht zufolge ist dieses Auskunftsrecht aber durch die Zwecke der Konzernrechnungslegung begrenzt.¹⁵⁹ Nicht „erforderliche“ Informationen können nicht verlangt werden.¹⁶⁰

155 Vgl. LÖBBE, aaO (Fn. 152), S. 150.

156 Treffend S. SCHNEIDER, aaO (Fn. 150), S. 152.

157 Vgl. FLEISCHER, DB 2005, 759, 765.

158 Darauf verweisend auch DECHER, ZHR 158 (1994), 473, 480; FABRITIUS, FS Huber, S. 705, 708 f; FLEISCHER, DB 2005, 759, 764; KRIEGER, aaO (Fn. 152), § 69 Rdn. 26; LUTTER, aaO (Fn. 152), Rdn. 179; PENTZ, FS Priester, S. 593, 597.

159 Vgl. ADLER/DÜRING/SCHMALTZ, Rechnungslegung und Prüfung der Unternehmen, 6. Aufl., 1996, § 294 HGB Rdn. 41; GIETL, in: Gemeinschaftskomm. z. HGB, 7. Aufl., 2007, § 294 Rdn. 11; PFAFF, Münchener Komm. z. HGB, 2001, § 294 Rdn. 42; WIEDMANN, in: Ebenroth/Boujong/Joost, Komm. z. HGB, 2001, § 294 Rdn. 15.

160 Vgl. WIEDMANN, aaO (Fn. 159), § 294 HGB Rdn. 15.

bbb) Informationsanspruch bei Publizitätspflichten der Muttergesellschaft mit Konzernbezug

Nach einer vordringenden Literaturmeinung kann die Konzernobergesellschaft von der abhängigen Aktiengesellschaft Auskunft verlangen, um eigenen Informationspflichten mit Konzernbezug nachzukommen.¹⁶¹ Als Beispiele werden die Erfüllung der Ad-hoc-Publizität (§ 15 WpHG) oder der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungspublizität (§§ 21 ff WpHG) genannt. Gegenstimmen wollen das rechtliche Spannungsverhältnis durch eine restriktive Auslegung der jeweiligen Publizitätspflichten auflösen: Das herrschende Unternehmen müsse solche Informationen nicht geben, deren Erhalt es selbst nicht durchsetzen könne.¹⁶² Nach richtiger Ansicht bietet § 294 Abs. 3 HGB jedenfalls insoweit eine taugliche Analogiebasis, als die börsennotierte Muttergesellschaft von ihrer abhängigen Aktiengesellschaft Angaben zur Aufstellung des Halbjahresfinanzberichts (§§ 37y Nr. 2 Satz 1, 37w Abs. 1 WpHG) und zur Veröffentlichung von Zwischenmitteilungen (§§ 37x Abs. 1, 37y Nr. 3 WpHG) benötigt.¹⁶³ Ob sich darüber hinaus ein Informationsanspruch der Muttergesellschaft als Annex zu all ihren Rechtspflichten mit Konzernbezug begründen lässt¹⁶⁴, muss hier offenbleiben.

ccc) Allgemeiner konzernrechtlicher Informationsanspruch?

Einzelne Literaturstimmen versuchen darüber hinaus, aus einer Gesamtanalogie zu den §§ 294 Abs. 3, 320 Abs. 3 HGB, 145 AktG oder einem Sonderrechtsverhältnis zwischen herrschendem und abhängigem Unternehmen einen allgemeinen konzernrechtlichen Informationsanspruch zu begründen.¹⁶⁵ Die ganz überwiegende Auffassung ist solchen Auslegungsvorschlägen

161 Vgl. KROPFF, Münchener Komm. z. AktG, 2. Aufl., 2000, § 311 Rdn. 299; S. SCHNEIDER, aaO (Fn. 150), S. 153 f; U.H. SCHNEIDER, FS Brandner, 1996, S. 565, 573; U.H. SCHNEIDER/BURGARD, FS Ulmer, 2003, S. 579, 598 ff; S. SCHNEIDER/U.H. SCHNEIDER, AG 2005, 57, 65; SINGHOF, ZGR 2001, 146, 164; WITTMANN, Informationsfluss im Konzern, 2008, S. 86 ff, 107.

162 Vgl. FABRITIUS, FS Huber, S. 705, 717; in eine ähnliche Richtung WINDBICHLER, FS Peltzer, 2001, S. 629, 633.

163 Wie hier ROTHWEILER, Der Informationsfluss vom beherrschten zum herrschenden Unternehmen im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, 2008, S. 22 ff, nach alter Rechtslage schon KROPFF, aaO (Fn. 161), § 311 AktG Rdn. 299; SCHEFFLER, AG 1991, 256, 259 mit Fn. 24.

164 So S. SCHNEIDER, aaO (Fn. 150), S. 153; ähnlich S. SCHNEIDER/U.H. SCHNEIDER, AG 2005, 57, 65; WITTMANN, aaO (Fn. 161) S. 86 ff, 107.

165 Vgl. KROPFF, DB 1967, 2204, 2205; LÖBBE, aaO (Fn. 152), S. 155 ff; LUCHTERHAND, ZHR 133 (1970), 1, 46 f; SEIFERT, AG 1967, 1, 3; SEMLER, Leitung und Überwachung in der Aktiengesellschaft, 2. Aufl., 1996, Rdn. 300 ff; W. WERNER, AG 1967, 122, 123.

aber mit Recht nicht gefolgt: Sie erkennt ein allgemeines Auskunftsrecht des herrschenden Unternehmens weder im faktischen Konzern noch in einfachen Abhängigkeitslagen an.¹⁶⁶ Einzelheiten sind anderwärts zu vertiefen.

b) Befugnis des Tochtervorstands zur Informationsweitergabe

Sofern der Tochtervorstand zur Auskunftserteilung nicht *verpflichtet* ist, bleibt zu prüfen, ob er hierzu jedenfalls *berechtigt* ist.

aa) Verschwiegenheitspflicht im Unternehmensverbund (§ 93 Abs. 1 Satz 3 AktG)

Rechtliche Schleusen für einen ungehinderten Informationsfluss könnten sich zunächst aus der Verschwiegenheitspflicht des Tochtervorstands ergeben. § 93 Abs. 1 Satz 3 AktG enthält keine Angaben zu seiner Reichweite im Unternehmensverbund.¹⁶⁷ Als gesichert gelten darf aber, dass die Verschwiegenheitspflicht des Tochtervorstands gegenüber Rechtsansprüchen der Muttergesellschaft auf Weitergabe bestimmter Informationen zurücktritt. Allgemein anerkannt ist dies namentlich für § 294 Abs. 3 HGB.¹⁶⁸ Darüber hinaus bejaht die h.M. eine nach den verschiedenen Konzernierungsformen gestaffelte Lockerung der Verschwiegenheitspflicht: Im *Vertragskonzern* greift § 93 Abs. 1 Satz 3 AktG grundsätzlich nicht ein¹⁶⁹; eine Grenze besteht erst dort, wo die Weitergabe von Informationen die Überlebensfähigkeit der vertraglich abhängigen Gesellschaft gefährden würde.¹⁷⁰ Auch im *faktischen Konzern* spricht sich die ganz überwiegende Ansicht für eine Durchbrechung der Verschwiegenheitspflicht des § 93 Abs. 1 Satz 3 AktG aus, wenn dem herrschenden Unternehmen Informationen zum Zwecke der Konzernleitung

166 Vgl. FABRITIUS, FS Huber, S. 705, 709 f; HÜFFER, FS Schwark, unter II 2; KRIEGER, aaO (Fn. 152), § 69 Rdn. 26; KOPPENSTEINER, aaO (Fn. 152), § 311 AktG Rdn. 147 mit Fn. 376; KORT, ZGR 1987, 46, 58 ff; KROPPE, aaO (Fn. 161), § 311 AktG Rdn. 299; LUTTER, aaO (Fn. 152), Rdn. 179; MENKE, NZG 2004, 697; ROTHWEILER, aaO (Fn. 163), S. 52 ff; SINGHOF, ZGR 2001, 146, 159; WITTMANN, aaO (Fn. 161), S. 71 ff.

167 Dies hervorhebend auch S. SCHNEIDER, aaO (Fn. 150), S. 179.

168 Vgl. HOFFMANN-BECKING, FS Rowedder, S. 155, 170; LÖBBE, aaO (Fn. 152), S. 108; SCHMIDT-ABMANN/ULMER, BB 1988, Beilage 13, S. 5*; S. SCHNEIDER, aaO (Fn. 150), S. 179.

169 Vgl. DUDEN, FS v. Caemmerer, S. 499, 504; GÖTZ, ZGR 1998, 524, 535 f; HOPT, aaO (Fn. 131), § 93 AktG Rdn. 214; LÖBBE, aaO (Fn. 152), S. 111 f; LUTTER, aaO (Fn. 152), Rdn. 478 f; PENTZ, FS Priester, S. 593, 599; S. SCHNEIDER, aaO (Fn. 150), S. 181 f.

170 Vgl. LÖBBE, aaO (Fn. 152), S. 112; siehe auch S. SCHNEIDER, aaO (Fn. 150), S. 182.

erteilt werden.¹⁷¹ Einschränkend fügen zahlreiche Stimmen aber mit Recht hinzu, dass bei der Weitergabe geheimhaltungsbedürftiger Informationen die Schranken der §§ 311 ff AktG zu beachten sind¹⁷².

Bei *einfacher Abhängigkeit* lehnt die h.L. eine Einschränkung der Verschwiegenheitspflicht dagegen ab.¹⁷³ Vielmehr sollen hier die gleichen Abwägungskriterien wie bei einer Informationsweitergabe an unabhängige Dritte gelten.¹⁷⁴ Danach muss der Tochtervorstand über die Weiterleitung allein unter den Gesichtspunkten des Interesses der Untergesellschaft entscheiden. Maßgebend ist insoweit eine Abwägung zwischen ihren Eigeninteressen und den möglichen Vorteilen aus einer vertrauensvollen Zusammenarbeit mit der Obergesellschaft.¹⁷⁵ In neuerer Zeit sind allerdings auch Gegenstimmen zu verzeichnen, die eine Einschränkung der Verschwiegenheitspflicht bereits bei einfachen Abhängigkeitslagen befürworten.¹⁷⁶ Einvernehmen herrscht schließlich darüber, dass bei einer *einfachen Mehrheitsbeteiligung* keine Ausnahme von der Verschwiegenheitspflicht eingreift.¹⁷⁷

bb) Konzernrechtliches Informationsverbot (§ 311 Abs. 1 AktG)

Wie bereits angedeutet, wird die organschaftliche Verschwiegenheitspflicht im faktischen Konzern durch die §§ 311 ff AktG überlagert.¹⁷⁸ Die Weitergabe von Informationen durch das herrschende Unternehmen muss sich daher insbesondere an dem konzernrechtlichen Verbot der Nachteilszufügung

171 Vgl. FABRITIUS, FS Huber, S. 705, 711 ff; HOFFMANN-BECKING, FS Rowedder, S. 155, 167; HOPT, aaO (Fn. 131), § 93 AktG Rdn. 214; KRIEGER, aaO (Fn. 152), § 69 Rdn. 26; LUTTER, aaO (Fn. 152), Rdn. 480; MENKE, NZG 2004, 697, 699.

172 Vgl. FABRITIUS, FS Huber, S. 705, 711; GÖTZ, ZGR 1998, 524, 535 f; HÜFFER, FS Schwark, unter III 2; LUTTER, aaO (Fn. 152), Rdn. 480; MENKE, NZG 2004, 697, 699; PENTZ, FS Priester, S. 593, 607, 611; ROTHWEILER, aaO (Fn. 163), S. 72 ff; SINGHOF, ZGR 2001, 146, 160; WITTMANN, aaO (Fn. 161), S. 117 ff; siehe auch WEINBRENNER, Der Konzern 2006, 583, 584 ff.

173 Vgl. FABRITIUS, FS Huber, S. 705, 712; HOPT, aaO (Fn. 131), § 93 AktG Rdn. 214; LUTTER, aaO (Fn. 152), Rdn. 481; S. SCHNEIDER, aaO (Fn. 150), S. 183 f; implizit auch KROPFF, aaO (Fn. 161), § 311 AktG Rdn. 307.

174 Vgl. HOPT, aaO (Fn. 131), § 93 AktG Rdn. 214; LUTTER, aaO (Fn. 152), Rdn. 481; S. SCHNEIDER, aaO (Fn. 150), S. 183 f.

175 Vgl. LUTTER, aaO (Fn. 152), Rdn. 481; siehe auch S. SCHNEIDER, aaO (Fn. 150), S. 183 f.

176 Vgl. LÖBBE, aaO (Fn. 152), S. 117 f; PENTZ, FS Priester, S. 593, 612.

177 Vgl. FABRITIUS, FS Huber, S. 705, 712; HOPT, aaO (Fn. 131), § 93 AktG Rdn. 214; LUTTER, aaO (Fn. 152), Rdn. 481; S. SCHNEIDER, aaO (Fn. 150), S. 183 f.

178 Vgl. FABRITIUS, FS Huber, S. 705, 711; HÜFFER, FS Schwark, unter III 1; LUTTER, aaO (Fn. 152), Rdn. 178 und 480; PENTZ, FS Priester, S. 593, 607, 611; ROTHWEILER, aaO (Fn. 163), S. 71; S. SCHNEIDER, aaO (Fn. 150), S. 195 f; SINGHOF, ZGR 2001, 146, 160.

messen lassen.¹⁷⁹ In diesem Sinne bildet § 311 Abs. 1 AktG ein konzernspezifisches Informationsweitergabeverbot.¹⁸⁰

aaa) Informationsweitergabe als Nachteil

Nach ganz h.M. kann auch die Weitergabe von Informationen an das herrschende Unternehmen nachteilig i.S.d. § 311 Abs. 1 AktG sein.¹⁸¹ Dabei lassen sich verschiedene Arten von Nachteilen unterscheiden. Hierzu zählen zunächst die Kosten für die Beschaffung und Aufbereitung der erbetenen Auskünfte.¹⁸² Weitere Nachteile können dadurch entstehen, dass das herrschende Unternehmen die erhaltenen Informationen zweckwidrig zugunsten eines anderen Tochterunternehmens oder zur Förderung eigener unternehmerischer Zwecke verwendet.¹⁸³ Zu ihrer Vermeidung soll es ausreichen, wenn sich das herrschende Unternehmen generell verpflichtet, die erlangten Unternehmensinterna ausschließlich zu Zwecken der Konzernleitung und Konzernkontrolle und nicht zu Lasten der abhängigen Gesellschaft – etwa zu Wettbewerbszwecken – zu nutzen.¹⁸⁴ Schließlich kann die Erteilung vertraulicher Informationen an das herrschende Unternehmen von Nachteil sein, wenn aufgrund einer rechtlichen und tatsächlichen Analyse zu besorgen ist, dass andere Aktionäre von ihrem erweiterten Auskunftsrecht nach §§ 131 Abs. 4, 132 AktG Gebrauch machen.¹⁸⁵

bbb) Nachteilsausgleich durch das herrschende Unternehmen

Stellt sich die Weitergabe der Informationen als nachteilig dar, ist sie nach § 311 Abs. 1 AktG gleichwohl erlaubt, wenn der Nachteil ausgeglichen

179 Vgl. LUTTER, aaO (Fn. 152), Rdn. 178; MENKE, NZG 2004, 697, 699; S. SCHNEIDER, aaO (Fn. 150), S. 196.

180 Treffend S. SCHNEIDER, aaO (Fn. 150), S. 195.

181 Vgl. ELSNER, Die laufende Kontrolle der Tochtergesellschaft durch die Verwaltung der Muttergesellschaft, 2003, S. 99 ff; FABRITIUS, FS Huber, S. 705, 714; HOFFMANN-BECKING, ZHR 159 (1995), 325, 337; LÖBBE, aaO (Fn. 152), S. 114; LUTTER, ZIP 1997, 271, 281; DERS., aaO (Fn. 152), Rdn. 178; H.F. MÜLLER, in: Spindler/Stilz, Komm. z. AktG, 2007, § 311 Rdn. 47; PENTZ, FS Priester, S. 593, 609; SCHNEIDER, FS Kropff, 1997, S. 271, 281; SEMLER, Leitung und Überwachung der Aktiengesellschaft, 2. Aufl., 1996, Rdn. 305; SINGHOF, ZGR 2001, 146, 159.

182 Vgl. PENTZ, FS Priester, S. 593, 609 f.

183 Vgl. LÖBBE, aaO (Fn. 152), S. 114; LUTTER, aaO (Fn. 152), Rdn. 480 mit Fn. 21; PENTZ, FS Priester, S. 593, 610; ROTHWEILER, aaO (Fn. 163), S. 77.

184 Vgl. HABERSACK, aaO (Fn. 152), § 311 AktG Rdn. 51; ähnlich LÖBBE, aaO (Fn. 152), S. 115; wohl auch FABRITIUS, FS Huber, S. 705, 714.

185 So implizit auch MENKE, NZG 2004, 697, 700; PENTZ, FS Priester, S. 593, 603.

wird.¹⁸⁶ Das bereitet bei den Kosten der Informationsbeschaffung keine Schwierigkeiten: Sie sind vom herrschenden Unternehmen schlicht zu erstatten.¹⁸⁷ Darüber hinaus hält man es im Schrifttum für möglich, andere Nachteile der Informationsweitergabe dadurch zu kompensieren, dass die Einbindung in ein konzerninternes Informationssystem auch Vorteile für die abhängige Gesellschaft mit sich bringt.¹⁸⁸ Vereinzelt wird sogar erwogen, ob der mit einer Veröffentlichung sensibler Informationen verbundene Nachteil für das abhängige Unternehmen durch einen pauschalierten Ausgleich kompensiert werden kann.¹⁸⁹ Das erscheint jedoch zweifelhaft; als Richtschnur wird man vielmehr ansehen müssen, dass eine Informationsweitergabe, deren Nachteil sich für die abhängige Gesellschaft nicht quantifizieren oder wenigstens schätzen lässt, zu unterbleiben hat.¹⁹⁰

ccc) Funktionsbezug der Informationsweitergabe zur Konzernleitung

Schließlich muss für die Weiterleitung der Informationen an das herrschende Unternehmen eine konzernrechtliche Rechtfertigung gegeben sein.¹⁹¹ Weil die Informationsweitergabe im Unternehmensverbund den Funktionsbedingungen einheitlicher Leitung Rechnung tragen soll, muss sie auch einen *Funktionsbezug zu Herrschaft und Leitung* aufweisen. Für den Vorstand der abhängigen Gesellschaft bedeutet dies, dass er einem Auskunftsverlangen nicht nachkommen darf, wenn er erkennt, dass ihm eine konzernrechtliche Rechtfertigung fehlt.¹⁹² Allerdings ist der *institutionelle* Wert dieses Tatbestandsmerkmals größer als seine *rechtspraktische* Bedeutung. Ein konzernrechtlich gerechtfertigtes Informationsbedürfnis wird zumeist gegeben sein¹⁹³, und vieles spricht dafür, jedenfalls im Vertragskonzern und im fakti-

186 Vgl. FABRITIUS, FS Huber, S. 705, 714; LUTTER, ZIP 1997, 613, 617; MENKE, NZG 2004, 697, 699; S. SCHNEIDER, aaO (Fn. 150), S. 182 f.

187 Vgl. PENTZ, FS Priester, S. 593, 609 f.

188 Vgl. LUTTER, aaO (Fn. 152), Rdn. 178: „Möglicherweise entfällt hier im Konzern aber schon der Nachteil und damit die objektive Voraussetzung für das Geheimnis (vertraulicher Sachverhalt), wenn nämlich die Vorteile des Informationsflusses auch der abhängigen Gesellschaft zugute kommen und ihren Nachteil kompensieren.“; ähnlich FABRITIUS, FS Huber, S. 705, 713; siehe auch S. SCHNEIDER, aaO (Fn. 150), S. 183.

189 Vgl. FABRITIUS, FS Huber, S. 705, 713.

190 So HÜFFER, FS Schwark, unter III. 2.; PENTZ, FS Priester, S. 593, 609, 610; S. SCHNEIDER, aaO (Fn. 150), S. 186.

191 Vgl. FABRITIUS, FS Huber, S. 705, 712.

192 Vgl. LUTTER, ZIP 1997, 613, 618; MENKE, NZG 2004, 697, 699; K. MERTENS, AG 1997, 541, 543.

193 Vgl. am Beispiel der Konzernfinanzierung über den Kapitalmarkt FABRITIUS, FS Huber, S. 705, 712; allgemein auch MENKE, NZG 2004, 697, 700.

schen Konzern von einer widerleglichen Vermutung für einen Konzernbezug der Informationsweitergabe auszugehen.¹⁹⁴

cc) Nachauskunftsrecht der Aktionäre (§ 131 Abs. 4 AktG)

Eine weitere aktienrechtliche Schleuse der Informationsweitergabe bildet das erweiterte Auskunftsrecht des § 131 Abs. 4 AktG. Auch wenn die Vorschrift *rechtlich* einen nach § 132 AktG durchsetzbaren *Auskunftsanspruch* normiert, wirkt sie für den Vorstand *faktisch* sehr häufig wie ein *Informationsweitergabeverbot*: Ein Vorstand, der das Risiko der Aufdeckung vertraulicher Informationen in der (nächsten) Hauptversammlungsöffentlichkeit gewärtigen muss, wird ein Auskunftsverlangen des Großaktionärs außerhalb der Hauptversammlung aus Gründen des Unternehmensinteresses in der Regel ablehnen müssen.¹⁹⁵

aaa) Grenzen der Nachauskunft kraft Gesetzes

Gebannt ist die Gefahr einer erweiterten Auskunftspflicht für den Vorstand zunächst dort, wo das Gesetz selbst eine Ausnahme anerkennt. Nach § 131 Abs. 4 Satz 3 AktG gilt die erweiterte Auskunftspflicht nicht, wenn ein Tochterunternehmen (§ 290 Abs. 1 oder 2 HGB), ein Gemeinschaftsunternehmen (§ 310 HGB) oder ein assoziiertes Unternehmen (§ 311 Abs. 1 HGB) die Auskunft einem Mutterunternehmen (§ 290 Abs. 1 oder 2 HGB) zum Zwecke der Einbeziehung der Gesellschaft in den Konzernabschluss des Mutterunternehmens erteilt und die Auskunft für diesen Zweck benötigt wird. Im Schrifttum hat man aus dieser Bestimmung vereinzelt den Umkehrschluss gezogen, dass weitere Ausnahmen von dem Grundsatz informationeller Gleichbehandlung der Aktionäre nicht statthaft seien.¹⁹⁶ Diese Auffassung hat sich aber entgegen der missverständlichen Formulierung in den Gesetzesmaterialien¹⁹⁷ nicht durchsetzen können. Nach zutreffender h.L. lässt § 131 Abs. 4 Satz 3 AktG vielmehr Raum für weitere Ausnahmen, sofern für ein Abgehen von dem Grundsatz informationeller Gleichbehandlung im

194 So auch S. SCHNEIDER, aaO (Fn. 150), S. 183.

195 Vgl. PENTZ, FS Priester, S. 593, 603; ähnlich MENKE, NZG 2004, 697, 700; sowie ZÖLLNER, aaO (Fn. 92), § 131 AktG Rdn. 60.

196 Vgl. SCHNEIDER, FS Lutter, 2000, S. 1193, 1202: „Hieraus folgt im Umkehrschluß, daß das Konzernverhältnis im allgemeinen den Auskunftsanspruch nach § 131 Abs. 4 AktG nicht verdrängt.“; ähnlich HEIDEL, in: Ders. (Hrsg.), Komm. z. Aktienrecht, 2. Aufl., 2007, § 131 AktG Rn 77.

197 Erhellend dazu die bei DECHER, ZHR 158 (1994), 473, 486 mit Fn. 36 wiedergegebene Auskunft des damals zuständigen Ministerialrats BIENER, nach der ein Umkehrschluss zu § 131 Abs. 4 Satz 3 AktG seinerzeit nicht beabsichtigt war.

Einzelfall eine sachliche Rechtfertigung besteht.¹⁹⁸ So verstanden, bildet § 131 Abs. 4 Satz 3 AktG keine notwendige Ausnahmeregelung, sondern nur eine sinnvolle Klarstellung.¹⁹⁹

bbb) Grenzen der Nachauskunft kraft konzernrechtlicher Besonderheiten

Zusätzliche Einschränkungen der erweiterten Auskunftspflicht werden im Schrifttum vor allem mit Rücksicht auf die Besonderheiten verbundener Unternehmen erörtert. Dabei zeichnen sich ganz ähnliche Diskussionslinien ab wie bei dem schon behandelten Parallelproblem der gelockerten Verschwiegenheitspflicht im Unternehmensverbund.²⁰⁰ Im *Vertragskonzern* verneinen Rechtsprechung²⁰¹ und Rechtslehre²⁰² einhellig ein erweitertes Auskunftsrecht der außenstehenden Aktionäre nach § 131 Abs. 4 AktG: Informationen, welche die abhängige Aktiengesellschaft dem herrschenden Unternehmen im Vertragskonzern gewährt, sind als *leitungsbezogen* anzusehen und beruhen daher nicht auf der *Aktionärseigenschaft* des herrschenden Unternehmens.²⁰³ Für eine informationelle Gleichbehandlung aller Aktionäre besteht angesichts der gesetzlichen Sonderrechte (§ 308 AktG) und Sonderpflichten (§ 302 AktG) des herrschenden Unternehmens kein Anlass.²⁰⁴

Auch im *faktischen Konzern* spricht sich die ganz überwiegende Auffassung in Spruchpraxis²⁰⁵ und Literatur²⁰⁶ für eine Einschränkung der erweiterten Auskunftspflicht nach § 131 Abs. 4 Satz 1 AktG aus. Zu ihren Gunsten spricht zunächst ein systematisches Argument: Weil der Gesetzgeber den

198 Ausführlich und überzeugend PENTZ, FS Priester, S. 593, 604 ff; im Ergebnis auch DECHER, ZHR 158 (1994), 473, 485 f; HABERSACK/VERSE, AG 2005, 300, 306; HOFFMANN-BECKING, FS Rowedder, S. 155, 169; HÜFFER, aaO (Fn. 95), § 131 AktG Rdn. 39.

199 Wie hier HOFFMANN-BECKING, FS Rowedder, S. 155, 169; HÜFFER, aaO (Fn. 95), § 131 AktG Rdn. 39.

200 Vgl. oben III. 3. b) aa).

201 Vgl. LG München AG 1999, 138 f.

202 Vgl. DECHER, ZHR 158 (1994), 473, 480 f; DUDEN, FS v. Caemmerer, S. 499, 504; HOFFMANN-BECKING, FS Rowedder, S. 155, 167 f; HÜFFER, aaO (Fn. 95), § 131 AktG Rdn. 38; SIEMS, in: Spindler/Stilz, Komm. z. AktG, 2007, § 131 Rdn. 77; ZÖLLNER, aaO (Fn. 92), § 131 AktG Rdn. 66.

203 Vgl. LG München AG 1999, 138, 139; FLEISCHER, DB 2005, 759, 765.

204 Vgl. DECHER, ZHR 158 (1994), 473, 480 f.

205 Vgl. LG Düsseldorf AG 1992, 461, 462; LG München, Der Konzern 2007, 448, 455 f; LG Saarbrücken AG 2006, 89, 90.

206 Vgl. DECHER, ZHR 158 (1994), 473, 483 ff; HABERSACK, aaO (Fn. 152), § 312 AktG Rdn. 5; HOFFMANN-BECKING, FS Rowedder, S. 155, 166 ff; HÜFFER, aaO (Fn. 95), § 131 AktG Rdn. 38; KRIEGER, aaO (Fn. 152), § 69 Rdn. 26; KUBIS, Münchener Komm. z. AktG, 2. Aufl., 2001, § 131 Rdn. 42; ROTHWEILER, aaO (Fn. 163), S. 112 ff; SIEMS, aaO (Fn. 202), § 131 AktG Rdn. 77; ZÖLLNER, aaO (Fn. 92), § 131 AktG Rdn. 69.

faktischen Konzern durch das Regelungskonzept der §§ 311 ff AktG rechtlich anerkennt oder zumindest hinnimmt, wäre es ungereimt, wenn der hierfür notwendige Informationsfluss durch die erweiterte Auskunftspflicht des § 131 Abs. 4 Satz 1 AktG behindert werden könnte.²⁰⁷ In die gleiche Richtung weisen Sinn und Zweck des § 131 Abs. 4 Satz 1 AktG, der nichts anderes als eine besondere Ausprägung des allgemeinen Gleichbehandlungsgrundsatzes darstellt.²⁰⁸ Zwar gilt der Gleichbehandlungsgrundsatz auch im Konzern, doch liegt kein Verstoß gegen ihn vor, wenn ein sachlicher Grund für die Ungleichbehandlung besteht.²⁰⁹ Einen solchen Sachgrund für eine bevorzugte Information des herrschenden Unternehmens bilden hier die notwendigen Funktionsbedingungen für eine einheitliche Konzernleitung.²¹⁰ Gegenstimmen sind vereinzelt geblieben.²¹¹ Die h.M. nimmt eine Ausnahme von der erweiterten Auskunftspflicht sogar für den Fall an, dass die Auskunft erst Konzernbildungszwecken dienen soll.²¹² Nur wenn die angestrebte Konzernierung scheitert, soll § 131 Abs. 4 Satz 1 AktG nachträglich wieder eingreifen.²¹³

Bei *einfacher Abhängigkeit* findet die Durchbrechung des § 131 Abs. 4 AktG dagegen nach h.L. keine Anwendung.²¹⁴ Die zentrale Begründung geht dahin, dass kein zwingendes Bedürfnis für einen bevorzugten Informationsaustausch zwischen Mutter und Tochter besteht, wenn keine einheitliche Leitung praktiziert wird.²¹⁵ Eine vordringende Gegenauffassung sieht mit Blick auf die §§ 311 ff AktG schon die Abhängigkeit als sachlichen Rechtfertigungsgrund

207 Vgl. HABERSACK/VERSE, AG 2003, 300, 306; PENTZ, FS Priester, S. 593, 600.

208 Vgl. Begr. RegE bei KROPPF, AktG, 1965, S. 187; HABERSACK/VERSE, AG 2003, 300, 306.

209 Vgl. HABERSACK/VERSE, AG 2003, 300, 306; KOPPENSTEINER, aaO (Fn. 152), § 312 AktG Rdn. 8.

210 Vgl. HABERSACK/VERSE, AG 2003, 300, 306; ähnlich KOPPENSTEINER, aaO (Fn. 152), § 312 AktG Rdn. 8: „Die allgemeine Zugänglichkeit solcher Informationen wäre dysfunktional“.

211 Vgl. KORT, ZGR 1987, 46, 58 ff; SCHNEIDER, FS Lutter, S. 1193, 1200 ff; STROHN, Die Verfassung der Aktiengesellschaft im faktischen Konzern, 1977, S. 159 ff, 189 ff.

212 Vgl. KUBIS, aaO (Fn. 206), § 131 AktG Rdn. 144; PENTZ, FS Priester, S. 593, 600.

213 So KUBIS, aaO (Fn. 206), § 131 AktG Rdn. 144; PENTZ, FS Priester, S. 593, 600.

214 Vgl. DUDEN, FS v. Caemmerer, S. 499, 507 f; HABERSACK, aaO (Fn. 152), § 312 AktG Rdn. 5; HABERSACK/VERSE, AG 2003, 300, 307; HOFFMANN-BECKING, FS Rowedder, S. 155, 168; HÜFFER, aaO (Fn. 95), § 131 AktG Rdn. 38; KRIEGER, aaO (Fn. 152), § 69 Rdn. 26; KROPPF, aaO (Fn. 161), § 311 AktG Rdn. 307; KUBIS, aaO (Fn. 206), § 131 AktG Rdn. 143; ROTHWEILER, aaO (Fn. 163), S. 3 f; SIEMS, aaO (Fn. 202), § 131 AktG Rdn. 78; ZÖLLNER, aaO (Fn. 92), § 131 AktG Rdn. 68.

215 Vgl. HABERSACK/VERSE, AG 2003, 300, 307.

an und nimmt zu Kontrollzwecken weitergegebene Informationen von dem Nachauskunftsrecht aus.²¹⁶ Die Frage ist anderwärts zu vertiefen.

dd) Insiderrechtliches Weitergabeverbot im Unternehmensverbund (§ 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG)

Eine letzte Schranke der Informationsweitergabe im Unternehmensverbund ergibt sich aus § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG. Die h.L. hält die verbundinterne Weitergabe von Insiderinformationen nur dann für befugt, wenn sie durch legitimierende Konzerninteressen (Konzernleitung, Konzernstrategie, Konzernüberwachung, konzerninterne Arbeitsteilung) gerechtfertigt ist.²¹⁷

c) Rechtspolitische Beurteilung

Rechtspolitisch könnte man daran denken, einen konzernrechtlichen Informationsanspruch der Muttergesellschaft, den manche schon *de lege lata* herleiten wollen²¹⁸, in das kodifizierte Aktienkonzernrecht aufzunehmen. Dann bestünde für den Informationsfluss im Unternehmensverbund eine klare und rechtssichere Grundlage. Mir scheint ein solcher Vorstoß gleichwohl verfehlt. Konzeptionell droht ein allgemeiner Informationsanspruch die klaren Abstufungen zwischen den verschiedenen Konzernierungsformen einzuebnen, weil er tendenziell auf ein Weisungsrecht des herrschenden Unternehmens auch im vertragslosen Konzern hinausläuft. Vor allem aber ginge ein entscheidender Vorteil des gegenwärtigen Rechtszustands verloren: Dass die Vorstandsmitglieder der Tochtergesellschaft zur Informationsweitergabe zwar nicht verpflichtet, wohl aber berechtigt sind, begünstigt das *private ordering*, weil die Beteiligten auf diese Weise dazu ermuntert werden, sich über eine *konzernweite Informationsordnung* zu verständigen.²¹⁹ Ein

216 Vgl. DECHER, aaO (Fn. 92), § 131 AktG Rdn. 49; GÖTZ, ZGR 1998, 524, 527; KOPPENSTEINER, aaO (Fn. 152), § 312 AktG Rdn. 8; LÖBBE, aaO (Fn. 152), S. 128 f; PENTZ, FS Priester, S. 593, 612; W. WERNER, AG 1967, 122, 123; wohl auch HÜFFER, FS Schwark unter III. 3. unter Berufung auf das durch die §§ 311 ff AktG begründete Sonderrechtsverhältnis.

217 Vgl. ASSMANN, aaO (Fn. 35), § 14 WpHG Rdn. 95; ROTHWEILER, aaO (Fn. 163), S. 149 ff; U.H. SCHNEIDER, FS Wiedemann, 2002, S. 1255, 1265 ff; SINGHOF, ZGR 2001, 146, 161 ff; SCHWARK, aaO (Fn. 35), § 14 WpHG Rdn. 38.

218 Vgl. den Text zu Fn. 165.

219 Zu Informationsrichtlinien im Konzern auch HÜFFER, FS Schwark, unter IV., der eine rechtsgeschäftlich bindende Zusage des Tochtervorstands wegen des aus § 76 Abs. 1 AktG folgenden Verbots der Vorwegbindung als unverbindlich ansieht und nur eine „tatsächliche Observanz“ für möglich hält; siehe auch im Zusammenhang mit einer

rechtliches Feigenblatt muss dies nicht sein: In der Praxis ist zwar keine *permanente* Behinderung der Konzernierung, wohl aber eine *partielle* Informationsverweigerung zu beobachten, wenn die Tochtergesellschaft echte Minderheitsaktionäre hat.²²⁰

IV. Schluss

„Zwischen Zahlenfriedhöfen und Vorständen in Unterhosen“²²¹ – unter dieser Überschrift räsonieren zwei Kommunikationsberater über den künftigen Standort von Investor Relations. Wo immer dieser aus betriebswirtschaftlicher Sicht auch anzusiedeln ist, darf eine fundierte Rechtsberatung kaum fehlen: Investor Relations sind und bleiben (auch) ein Juristenthema.²²²

Garantievereinbarung ROTHWEILER, aaO (Fn. 163), S. 90: Kündbarkeit mit einer Frist von sechs Monaten.

220 Vgl. SINGHOF, ZGR 2001, 146, 159; ähnlich HOMMELHOFF, ZGR 1996, 144, 153 (für den Aufsichtsrat der Tochtergesellschaft); DERS., Die Konzernleitungspflicht, 1982, S. 229 („Zentrifugalkräfte zwischen Konzernspitze und Konzerntochter“).

221 KNÜPPEL/LINDNER, aaO (Fn. 8), S. 259: „Zwischen Zahlenfriedhöfen und Vorständen in Unterhosen – Über den künftigen Standort von Investor Relations“.

222 So auch LORENZ, in: Kirchhoff/Piwinger (Hrsg.), Praxishandbuch Investor Relations, 2005, S. 223: „Advertorial – Investor Relations wird immer mehr zum Juristenthema“.