

Kommunikation als Governance-Instrument in der börsennotierten Aktiengesellschaft

Von Katja Langenbacher *

ZHR 185 (2021) 414–454

Gegenstand dieses Beitrags ist die Kommunikation zwischen der Aktiengesellschaft und ihren (potentiellen) Aktionären. Dabei greift – so lautet die hier vorgetragene Leitthese – der Fokus des aktuellen Aktien- und Kapitalmarktrechts auf die einseitige Kommunikation, also die Information der Aktionäre durch die Gesellschaft, zu kurz. In der Fortentwicklung dieses Regelungsberichts sollte dieser Fokus auf die wechselseitige Kommunikation ausgeweitet werden. Dies gilt für den Dialog der Verwaltung mit privilegierten Aktionären (z.B. institutionellen Investoren, Ankeraktionären) und die Auseinandersetzung mit aktivistischen Aktionären, ebenso wie die Pflege der Beziehung zu den Streubesitzaktionären im Lichte der wachsenden Bedeutung sozialer Medien.

Auf dieser Grundlage werden für die Rechtsfortbildung Entwicklungsmöglichkeiten aufgezeigt für die Bereiche (i) der freundlichen Kommunikation mit privilegierten Aktionären, (ii) der Kommunikation mit interventionistisch agierenden Aktivisten und Leerverkäufern (einschließlich der Kommunikation mit politisch motivierten Aktivisten) und schließlich (iii) der Breitenkommunikation mit den Streubesitzaktionären. Mit Blick auf das Kapitalmarktrecht sind hier vor allem die Compliance-Anforderungen der MAR von Bedeutung. Mit Blick auf das Aktienrecht geht es insbesondere um die Herausbildung und präzise Akzentuierung von kommunikationsbezogenen Sorgfaltspflichten.

Inhalt

I. Typologie der Kommunikationsformen	415
1. Freundliche Kommunikation	417
2. Interventionistische Kommunikation	417
a) Profitorientierte Aktivisten und Leerverkäufer	417
b) Politische Aktivisten	418
3. Breitenkommunikation	419
II. Überblick: Kommunikation im Aktien- und Kapitalmarktrecht	421
1. Aktienrecht und Kommunikation	421
a) Das Auskunftsrecht des Aktionärs	421

* Dr. iur., Professorin an der Goethe-Universität in Frankfurt am Main und Inhaberin des Lehrstuhls für Bürgerliches Recht, Wirtschaftsrecht und Bankrecht, House of Finance; affine Professur École de Droit, SciencesPo, Paris, und Fordham Law School, NYC. Alle im Folgenden zitierten Internetquellen wurden zuletzt abgerufen am 27. 4. 2021.

b) Die zweite Aktionärsrechterichtlinie und ein Seitenblick auf <i>shareholder proposals</i> .	423
2. Kapitalmarktrecht und Kommunikation	425
3. Zwischenfazit und Zuschnitt des Themas	426
a) Kapitalmarktrechtliche Compliance am Beispiel der MAR	427
b) Kommunikationsspezifische aktienrechtliche Sorgfaltspflichten	427
III. Fokus: Compliance gemäß MAR und kommunikationsbezogene Sorgfaltspflichten	427
1. Freundliche Kommunikation	427
a) Insiderhandel	427
b) Balance zwischen privilegierten und nicht privilegierten Aktionären	428
2. Interventionistische Kommunikation	429
a) Marktmanipulation und Empfehlungen zu Anlagestrategien	431
b) Dialogstrukturierung und Marktbeobachtung	435
3. Breitenkommunikation	438
a) Streubesitzaktionäre, Kollektivhandlungsprobleme und soziale Medien	438
b) Marktmanipulation und Anlageempfehlungen bei Schwarmphänomenen: <i>GameStop</i>	440
c) Insiderinformationen und soziale Medien	445
d) Faire Kommunikation	450
IV. Zusammenfassung in Thesen	452

I. Typologie der Kommunikationsformen

Zur guten Governance, also der Leitung und Überwachung von Unternehmen,¹ zählt seit jeher die adäquate Versorgung der Gesellschafter und Investoren mit Informationen. Ihnen wird dadurch die Ausübung von Rechten, insbesondere in der Hauptversammlung, und die Reaktion durch Investition oder Desinvestition am Kapitalmarkt ermöglicht. Die Übermittlung von Informationen kann einseitig von einem Sender, der die zu übermittelnden Daten zusammenstellt und formatiert, zu einem Empfänger, der sie aufnimmt und verarbeitet, erfolgen. Wechselseitig vollzieht sich der Prozess der Übermittlung von Informationen, wenn der Empfänger gegenüber dem Sender reagiert, möglicherweise der Sender erneut repliziert und eventuell beide Seiten in einen Dialog treten.²

1 Vgl. Präambel des Deutschen Corporate Governance Kodex (im Folgenden: DCGK) v. 16. 12. 2019.

2 Die Begriffe „Information“ und „Kommunikation“ sind innerhalb der Kommunikationswissenschaften umstritten, vgl. *Fiebler* in: Weingarten, Information ohne Kommunikation? Die Loslösung der Sprache vom Sprecher, 1990, S. 99, 104 ff.; *Krippendorf* in: Merten/S. J. Schmidt/Weischenberg, Die Wirklichkeit der Medien: Eine Einführung in die Kommunikationswissenschaft, 1994, S. 79, 85 („Übertragung von Botschaften“); zur Terminologie auch *Kuntz*, ZHR 182 (2019) 190, 193 f. Im Folgenden wird „Kommunikation“ als Oberbegriff für einseitige und wechselseitige Übermittlung von Informationen verwendet. „Information“ wird dabei nicht als Substantivierung von „informieren“ verstanden, sondern als Bezugnahme auf den übermittelten Inhalt, also die Daten, welche einem Empfänger im Kontext der Kommunikation zur Verfügung gestellt werden.

Die einseitige Versorgung mit Information hat man bislang als Paradigma der Kommunikation zwischen Emittenten und Investor oder Gesellschaft und Aktionär begriffen. Besonders deutlich wird das mit Blick auf die kapitalmarktrechtliche Regulierung, die ausschließlich auf einseitige Information setzt.³ Der Sender wird in die Pflicht genommen, dem Empfänger Informationen bereitzustellen, die bestimmten inhaltlichen Anforderungen genügen. Ob und wie der Empfänger hierauf reagiert, bleibt diesem überlassen. Es führt insbesondere nicht zu einem wechselseitigen Dialog. In diese Kategorie fällt die Regelpublizität, ebenso wie die anlassgetriebene Publizität der Ad-hoc-Meldungen, aber auch die Prospektpublizität oder die übernahmerechtliche Angebotsunterlage. Demgegenüber enthält das aktienrechtliche Regelungsgerüst vereinzelt wechselseitige Elemente, insbesondere das Auskunftsrecht des Aktionärs, § 131 AktG. Die sachliche Begrenzung des Auskunftsrechts auf Informationen, welche zur sachgemäßen Beurteilung eines Tagesordnungsgegenstandes erforderlich sind, die Rechte des Vorstands, die Auskunft zu verweigern, die Öffnung gegenüber Beschränkungen in Satzung und Geschäftsordnung und nicht zuletzt die professionelle Praxis der Vorbereitung und Durchführung der Beantwortung von Fragen belegen freilich die eng fokussierte Form und hochgradig formalisierte Art dieser Kommunikation.

Untersuchungsgegenstand dieses Beitrags sind Kommunikationsformen, die sich außerhalb dieses traditionellen Rahmens bewegen. Hierzu zählen etwa die viel zitierten „Kamingespräche“ zwischen Verwaltung und institutionellen Investoren, die Medienschlachten aktivistischer Aktionäre, aber auch das „twitternde“ Vorstandsmitglied,⁴ sowie die über soziale Medien vernetzten Investoren, unter welchen Kommunikation „Gemeinsamkeit“⁵ herstellen kann.⁶

Die hier verfolgte Leitthese besagt, dass der regulatorische Fokus auf einseitige Information durch die Gesellschaft (bzw. den Emittenten) zu kurz greift. Wechselseitige Kommunikation ermöglicht häufig nicht nur dem Aktionär (bzw. dem Investor), die ihm zur Verfügung stehenden Governance-Instrumente zu nutzen, sondern ist selbst ein Governance-Instrument. Vor diesem Hintergrund wird im Folgenden der Versuch unternommen, unterschiedliche Formen wechselseitiger Kommunikation in den Regelungsrahmen *de lege lata*

3 Kapitalmarktrechtliche Regulierung wird hier eng als die mit der Börsennotierung einhergehenden Pflichten verstanden. Ausgegrenzt bleibt insbesondere das anlegerschützende Kapitalmarktrecht, hierzu einführend *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 11. Aufl. 2020, § 12.

4 Zu einem Beispiel *Wilsing*, FS Krieger, 2020, S. 1141 (Tweet von *Joe Kaeser*, Vorstandsvorsitzender der Siemens AG, zur Integrationsdebatte).

5 Zur Kommunikation als „cognitive sharing“ *Krippendorf* in: Merten/S. J. Schmidt/Weischenberg (Fn. 2), S. 88f.

6 Überblick bei *Miller/Skinner*, 53 *Journal of Accounting Research* (2015) 221; *Strychartz/Strauss/Trilling*, 12 *International Journal of Strategic Communication* (2018) 67.

einzuordnen und erste Überlegungen zum Pflichtenrahmen der Kommunikationspartner anzustellen.

1. *Freundliche Kommunikation*

Gängige Praxis ist die Kommunikation zwischen solchen Aktionärs- und Investorengruppen, die aus Sicht der Verwaltung zu den besonders wichtigen und deshalb bewusst privilegierten Ansprechpartnern zählen. Hierher gehören beispielsweise institutionelle Investoren. Nicht zufällig hebt der Deutsche Corporate Governance Kodex die Institutionellen in der Präambel hervor und regt an, der Aufsichtsratsvorsitzende möge sich bereithalten, in angemessenen Rahmen über aufsichtsratspezifische Themen Gespräche zu führen.⁷ Zum Kreis der in ihrer Kommunikation privilegierten Aktionäre zählen auch die (nicht nur) aus dem Übernahmerecht bekannten Ankeraktionäre, von denen sich die Verwaltung eine stabile Unterstützung ihrer Geschäftspolitik erhofft.⁸ Weitere Kommunikationskanäle im Rahmen von Roadshows eröffnet die Verwaltung, wenn ein Börsengang oder eine Kapitalerhöhung anstehen. Mit einem ähnlichen Publikum wird in Analystengesprächen oder bei Marktsondierungen kommuniziert. Charakteristisch für Kommunikation als Governance-Instrument ist in all diesen Fällen die von der Verwaltung erwartete, kritisch-konstruktive Begleitung durch besonders wichtige (nicht: beherrschende⁹) Aktionäre. Im Folgenden wird deshalb von „freundlicher Kommunikation mit privilegierten Aktionären“ gesprochen.

2. *Interventionistische Kommunikation*

Nicht durchweg freundlich geht es bei der Kommunikation mit aktivistischen Aktionären oder mit Leerverkäufern zu. Typischerweise eröffnet hier nicht die Verwaltung einen Kommunikationskanal, sondern die Initiative geht zunächst von deren Kommunikationspartner aus. Der Einsatz – breit gestreuter – Kommunikation als Methode der Governance wird besonders deutlich, wenn die Kontaktaufnahme nicht auf das Gespräch mit der Verwaltung beschränkt wird, sondern sich an den Markt richtet.

a) Profitorientierte Aktivisten und Leerverkäufer

Seit über zehn Jahren sind in Deutschland Kampagnen profitorientierter Aktivisten oder Leerverkäufer zu beobachten.¹⁰ Diese gehen häufig mit der Veröffentlichung von Berichten oder Stellungnahmen einher, mit welchen in

⁷ Anregung A. 3.

⁸ So *Seibt*, FS Hopt, 2020, S. 1171, 1177; siehe auch *Weber-Rey/Reps*, ZGR 2013, 597, 605; in anderem Zusammenhang *Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze*, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, Art. 10 MAR Rdn. 53.

⁹ Mehrheitsaktionäre und Konzernkonstellationen werden im Folgenden ausgeblendet, zum Fokus des Beitrags noch unten, Fn. 22.

¹⁰ *Bunz*, NZG 2014, 1049, 1050f.

der Öffentlichkeit für eine von der Verwaltung abweichende Managementstrategie geworben wird. Das kann von möglichen Kosteneinsparungen über die Neustrukturierung von Konzerngruppen bis zur Ablösung des Managements gehen.

Die Gesellschaft gerät in diesen Fällen häufig in Zugzwang, den Dialog mit Aktivisten, in manchen Fällen auch mit Leerverkäufern, aufzunehmen. Profitorientierte Aktivisten konzentrieren sich häufig auf das Potential für Kosteneinsparungen und sprechen mit Aktionären und Investoren vornehmlich ein professionelles Publikum an. Jedenfalls derzeit werden profitorientierte Interventionen im kontinentalen Raum nicht selten als feindlich wahrgenommen,¹¹ was mitunter die Mobilisierung bestimmter Stakeholder-Gruppen für eine dem Unternehmen gewogene Meinungsbildung vereinfachen kann. Zu den inzwischen auch in Deutschland erprobten Strategien in der Auseinandersetzung mit einer *activist* oder *short-sale attack* zählt die Erarbeitung einer an den Markt gerichteten Kommunikationsstrategie, um das eigene Managementkonzept zu verteidigen oder gegebenenfalls Kooperation in Aussicht zu stellen.

b) Politische Aktivisten

Um ein neueres Phänomen handelt es sich bei dem von Nichtregierungsorganisationen ausgehenden Aktionärsaktivismus. Diese verfolgen primär politische Ziele, wie etwa Maßnahmen gegen den Klimawandel, den Abbau von Diskriminierung oder die Einhegung von Big Tech und erwerben zu diesem Zweck zielgerichtet Aktien bestimmter Emittenten, beispielsweise, um Fragen oder Anträge auf Hauptversammlungen stellen zu können.¹²

11 Vgl. den Bericht aus der Praxis bei *Schießl*, FS Mayer, 2020, S. 61, 63 f.; außerdem *Poelzig*, ZHR 184 (2020) 697, 701 f. („ethische Bedenken [...] auf Kosten anderer Anleger Gewinn erwirtschaften“); deutlich besonders in Frankreich, etwa bei *Woerth/Dirx*, Rapport d'Information relative à l'activisme actionnarial, abrufbar unter https://www.assemblee-nationale.fr/dyn/15/rapports/cion_fin/l15b2287_rapport-information; diff. Report by the AMF on Shareholder Activism, April 2020, abrufbar unter https://www.amf-france.org/sites/default/files/2020-04/report-by-the-autorite-des-marches-financiers-on-shareholder-activism_3.pdf. Siehe aber unten III. 2. und *Poelzig*, ZHR 184 (2020) 697, 702 ff., zur unbestrittenen wichtigen Rolle von Leerverkäufern mit Blick auf Preisbildung sowie als Whistleblower. Ökonomen verweisen mitunter zusätzlich darauf, dass es sich bei einem Leerverkauf (wie insgesamt bei Geschäften am Kapitalmarkt) um ein „zero-sum game“ handelt, bei welchem der Vorteil der einen Partei dem Nachteil der anderen Partei entspricht. Das vernachlässigt allerdings Transaktionskosten, incl. eines *bid-ask spread*.

12 *Guay/Dob/Sinclair*, 52 Journal of Business Ethics (2004) 125; *van Hujstee/Glasbergen*, 49 Business & Society (2010) 591; *King/Gish*, 58 Sociological Perspectives (2015) 711; *Spar/La Mure*, 45 California Management Review (2003) 78; *Mülbert*, ZHR 182 (2018) 105, 106 („Gemeinwohl-Aktivist“).

Wie bereits bei den profitorientierten Aktivisten steht auch hier die Einflussnahme auf die von der Verwaltung verfolgte Unternehmensstrategie im Vordergrund. Es stellen sich allerdings meist noch komplexere Anforderungen an die mediale Reaktion. Bei vielen der von politischen Aktivisten verfolgten Ziele geht es jedenfalls auf kurze Frist um Investitionen, nicht um Kostensenkung. Angesprochen werden breitere Gruppen, die professionelle Investoren und Vermögensverwalter einschließen, aber auch nicht-professionelle Kleinaktionäre sowie die Öffentlichkeit insgesamt. Abhängig von den propagierten Anliegen erscheint dabei häufig (und anders als bei den Angriffen profitorientierter Aktivisten) das Unternehmen, nicht der politische Aktivist gleichsam als „der Feind“. Wegen der auf Veränderung der unternehmerischen Ausrichtung zielenden Maßnahmen wird im Folgenden sowohl mit Blick auf profitorientierte Aktivisten und Leerverkäufer als auch mit Blick auf politische Aktivisten zusammenfassend von „interventionistischer Kommunikation“ gesprochen.

3. Breitenkommunikation

Wendet man den Blick zuletzt auf Streubesitzaktionäre, liegt auf der Hand, dass diesen weder der eingespielte Kommunikationskanal privilegierter Aktionäre noch die Durchführung einer aktivistischen Medienschlacht offensteht. Das befindet sich im Einklang mit der herkömmlichen Zentrierung von Governance-Instrumenten auf die Hauptversammlung sowie der Ermöglichung von Investitionsentscheidungen durch Kapitalmarktpublizität, denen immerhin indirekt Bedeutung für die Governance zukommen kann.

Die enormen Umwälzungen im Kommunikationsverhalten insbesondere über soziale Medien sind im derzeitigen Rechtsrahmen noch nicht vollständig berücksichtigt. In jüngerer Zeit sind neben standardisierten Veröffentlichungen eine ganze Reihe weiterer Kommunikationskanäle entstanden, die zu einem fortlaufenden, wechselseitigen Kommunikationsstrom führen. Das gilt sowohl mit Blick auf Kommunikation, die vom Unternehmen angestoßen wird, als auch mit Blick auf den von Aktionären (bzw. Investoren) initiierten Dialog.

Handelte es sich bei der Internetpräsenz von Unternehmen lange Zeit im Kern um ein „digitales Schaufenster“,¹³ welches einseitige Information aber nicht wechselseitige Kommunikation bot, sind im Laufe der Zeit zahlreiche Dialogangebote hinzugekommen.¹⁴ Auf den Websites von Unternehmen findet man nicht nur Callcenter zu den vertriebenen Produkten, sondern auch Chat-

13 Zerfaß/Piwinger/Pleil/Zerfaß, Hdb. Unternehmenskommunikation, 2. Aufl. 2014, S. 731, 738.

14 Bukovina, 11 Journal of Behavioral and Experimental Finance (2016) 18, 20: „mostly about opinions, emotions or social mood shared by the social media audience (...) a corporate website on Facebook where ordinary people share their opinions related to the individual company“.

bots, die, zum Teil auf der Basis von Algorithmen oder unter Nutzung von Spracherkennungssoftware, eine andere Form des Dialogs mit dem Unternehmen ermöglichen. Corporate Blogs gehen noch darüber hinaus, indem nicht nur ein fortlaufender Informationsstrom, sondern auch interaktive Gesprächsangebote eröffnet werden. Verwaltungsmitglieder bedienen sich zunehmend des Kurznachrichtendienstes *Twitter*, um allerlei Meldungen auf sozialen Netzwerken zu verbreiten. Ihre Follower „re-tweeten“ diese extrem verknappten Nachrichten¹⁵ und nehmen auf diese Weise den Gesprächsfaden auf. Auf reine Audiokanäle setzten Apps wie Clubhouse. Auch hier dürfte langfristig mit kommunikativem Engagement nicht nur von Politikern, sondern auch von Unternehmen zu rechnen sein. Mitunter werden sogar Dritte eingeschaltet, um auf sozialen Medien für einen Emittenten zu werben. So liegt es beispielsweise bei *celebrity endorsements*, die in den USA im Kontext virtueller Börsengänge zu beobachten waren, eine Praxis, die übrigens in der Zwischenzeit die SEC auf den Plan gerufen hat.¹⁶

Die Kommunikation auf sozialen Medien beschränkt sich nicht auf die Nutzung der von der Gesellschaft eröffneten Kanäle. Streubesitzaktionäre kommunizieren auch untereinander über soziale Medien, etwa um den eigenen Unmut über wahrgenommenes Managementversagen zu diskutieren, zum Besuch oder zur Störung von Hauptversammlungen aufzurufen, sich zu verabreden, um Schadensersatzansprüche gegen die Gesellschaft geltend zu machen oder – wie das Beispiel *GameStop* eindrucksvoll belegt¹⁷ – der eigenen Meinung durch Aktien- oder Derivatetransaktionen Nachdruck zu verleihen. Erste literarische Stimmen feiern derartige Versuche der Vernetzung bereits als Lösung des viel diskutierten Kollektivhandlungsproblems der Streubesitzaktionäre.¹⁸ Ob man angesichts der noch weitgehend zufälligen und ungeordneten Interaktionen bereits so weit gehen, mithin von einem eigenständigen Governance-Instrument sprechen will, sei zunächst noch dahin gestellt.¹⁹ Immerhin werden schon heute Webcrawler von Finanzanalysten eingesetzt, um auf diese Weise Marktstimmungen einzufangen.²⁰ Dass man noch

15 Seit 2017 sind 280 Zeichen zulässig. Kommunikationsexperten empfehlen 71–100 Zeichen, *Jackson*, Know Your Limit: the Ideal Length of Every Social Media Post, abrufbar unter <https://sproutsocial.com/insights/social-media-character-counter/>.

16 Siehe den *investor alert* der SEC, Investor Alert: Celebrity Endorsements, 1. 11. 2017, abrufbar unter https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ia_celebrity; zur Haftung von Influencern *Benz/Kohler*, ZfPW 2020, 490.

17 Siehe unten III. 3. b).

18 *Ang/Hsu/Tang/Wu*, Could Social Media Give Small Investors Greater Say in Corporate Governance?, abrufbar unter <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2020/08/05/could-social-media-give-small-investors-greater-say-in-corporate-governance/>.

19 Siehe unten III. 3. a).

20 Zur „*equity sentiment analysis*“ *intelligentHQ*, Social Media and the Markets: the New Frontier, abrufbar unter <https://www.intelligenthq.com/social-media-the-new-frontier/>; ein Fokus auf Hedgefonds findet sich bei GNIIP, Whitepaper, Social

mehr für die Zukunft erwarten kann, legt jedenfalls der Aktionsplan Kapitalmarktunion der Europäischen Kommission nahe, wenn dort festgestellt wird „immer mehr Menschen in Europa [...] wollen mitreden“.²¹ Im Folgenden werden diese Phänomene zusammenfassend als „Breitenkommunikation“ angesprochen.

II. Überblick: Kommunikation im Aktien- und Kapitalmarktrecht

Die von der Europäischen Kommission ausgemachte Veränderung im Kommunikationsverhalten liegt auf der Hand. Vielerorts wird standardisierte und sorgfältig vorbereitete Information auf der Grundlage aktien- oder kapitalmarktrechtlicher Normen durch einen fortlaufenden und aus vielfältigen Quellen gespeisten Kommunikationsstrom ergänzt. Meist stark verknappte Informations-„Schnipsel“ werden breit gestreut, an anderer Stelle aufgenommen und weiter vernetzt. Weder im aktien- noch im kapitalmarktrechtlichen Regelungsrahmen ist diese Entwicklung bislang hinreichend reflektiert.

1. Aktienrecht und Kommunikation²²

a) Das Auskunftsrecht des Aktionärs

Die wechselseitige Kommunikation zwischen Verwaltung und Aktionär findet nach der herkömmlichen Konzeption des Aktiengesetzes nahezu ausschließlich auf der Hauptversammlung statt. Das Auskunftsrecht des Aktio-

Media in Financial Markets: The Coming of Age, abrufbar unter <https://s3.amazonaws.com/st-research/social-media-and-markets-the-coming-of-age.pdf>; zu „*sentiment and IPO underpricing*“ *Bajo/Raimondo*, 46 *Journal of Corporate Finance* (2017) 139; die Schwierigkeiten der Bestimmung einer Kausalitätsbeziehung von Medienberichten auf Finanzmärkte (d.h. die Abgrenzung vom Einfluss des berichteten Ereignisses selbst) beschreiben *Engelberg/Parsons*, 66 *The Journal of Finance* (2011) 67; ähnlich zum Zusammenhang zwischen Medienberichterstattung und Aktionärsklagen *Donelson/Kartapanis/Yust*, *Journal of Law & Economics* (im Erscheinen), abrufbar unter https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3737790.

21 Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen: Eine Kapitalmarktunion für die Menschen und Unternehmen, neuer Aktionsplan, 24. 9. 2020, COM(2020) 590 final (im Folgenden: Aktionsplan), S. 16; hierzu unten II. 2. und einführend *Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Assmann/Buck-Heeb*, *Hdb. des Kapitalanlagerechts*, 5. Aufl. 2020, § 1 Rdn. 68d ff.; *Heuer/Schütt*, *BKR* 2016, 45; *Langenbacher*, *ECFR* 2020, 601, 612 ff.; *J. Schmidt*, *EuZW* 2020, 828.

22 Die Eigentümerstruktur einer börsennotierten Gesellschaft reicht von der 100 %-Tochter im Konzern, über Beherrschung, Blockaktionäre bis zu breitem Streubesitz. Mit Blick auf Konzern- und Beherrschungssituationen folgt die Kommunikation zwischen Verwaltung und Eigentümern eigenen Regeln insbesondere des Konzern-, des Rechnungslegungs- und des Aufsichtsrechts, die im Folgenden ausgeblendet werden.

närs nach § 131 AktG, von dem man auf den ersten Blick annehmen könnte, dass es sich mit Kommunikation beschäftigt, ist sachlich und zeitlich eng begrenzt. Dies fügt sich nahtlos in die Konzeption der §§ 83 Abs. 2, 119 Abs. 2 AktG ein, wonach dem Vorstand die ausschließliche Kompetenz für strategische Managementfragen zukommt.²³ Reine Geschäftsführungsmaßnahmen fallen nicht in die Zuständigkeit der Hauptversammlung und zwar auch dann nicht, wenn ein besonderes Aktionärsinteresse bestehen könnte, wie beispielsweise mit Blick auf Klima oder Umweltschutz.²⁴ Intensive wechselseitige Kommunikation zwischen Eigentümern und Verwaltung ist vor diesem Hintergrund ein Fremdkörper.

Die sachliche Begrenzung des Auskunftsrechts kommt in dessen *Telos* zum Ausdruck, eine Informationsgrundlage für die Willensbildung vor der Abstimmung in der Hauptversammlung zu ermöglichen. Es bezieht sich primär auf die im Rahmen der Tagesordnung anstehenden Beschlussgegenstände und findet seine Grenze in der erwähnten Kompetenzordnung der Aktiengesellschaft.²⁵ Während der COVID-19-Pandemie wurde das Auskunftsrecht zunächst sogar besonders eng gefasst. Sofern während der Pandemie im Jahr 2020 die physische Präsenz auf der Hauptversammlung ausgeschlossen wurde, reduzierte sich das Auskunftsrecht auf die „Möglichkeit“ [...], Fragen zu stellen“. Ein „Recht auf Antwort“, so präziserte die Begründung, „ist das nicht“²⁶. Noch deutlicher kam die vorsichtige Haltung des Gesetzgebers zum Ausdruck, wenn „eine Flut von Fragen“ befürchtet wurde, „und auch – wie bei sozialen Medien nicht unüblich – inhaltlich inakzeptable Einwürfe“²⁷. Im Gesetz vom 22. 12. 2020 ist der Gesetzgeber freilich für das Jahr 2021 aus guten Gründen zu einem Fragerecht zurückgekehrt.²⁸

Einschlägige Minderheitenrechte, insbesondere des § 122 Abs. 1, 2 AktG, ändern an dieser auf die Beschlussgegenstände der Hauptversammlung zugeschnittenen Zielrichtung des Auskunftsrechts nichts. So ist ein Einberufungsverlangen nach § 122 Abs. 1 AktG, welches sich etwa ganz allgemein auf die Erörterung der Unternehmenspolitik oder der strategischen Managementaus-

23 Abweichend z.B. im Vereinigten Königreich, wo Aktionäre mit 75 %-Mehrheit Entscheidungen des *board* überstimmen können, vgl. *Kraakman et al.*, *The Anatomy of Corporate Law*, 3. Aufl. 2017, S. 57.

24 BeckOGK-AktG/*Rieckers*, Stand: 19. 10. 2020, § 122 Rdn. 24; zu Klima- und Umweltschutz *Ott*, NZG 2020, 99.

25 *Koch*, ZGR 2020, 183, 195 f.

26 Formulierungshilfe der Bundesregierung, S. 30, abrufbar unter http://www.bm.jv.de/SharedDocs/Gesetzgebungsverfahren/Dokumente/Corona-Pandemie.pdf?__blob=publicationFile&v=3.

27 Formulierungshilfe der Bundesregierung (Fn. 26), S. 30.

28 Gesetz zur weiteren Verkürzung des Restschuldbefreiungsverfahrens und zur Anpassung pandemiebedingter Vorschriften im Gesellschafts-, Genossenschafts-, Vereins- und Stiftungsrecht sowie im Miet- und Pachtrecht v. 22. 12. 2020, BGBl. I (2020), S. 3328; den Blick nach vorn richten *Noack/Zetzsche*, AG 2020, 721, 725 ff., unter Bezugnahme auf digitale Formate auf S. 726.

richtung richten würde, unbeachtlich.²⁹ Für Ergänzungsverlangen gemäß § 122 Abs. 2 AktG gilt nichts anderes.³⁰ Zwar können diese beschlusslose Tagesordnungspunkte zum Gegenstand haben, auch sie müssen sich aber auf eine Hauptversammlungskompetenz beziehen. Ob sogenannte nicht bindende Meinungsbeschlüsse ein Feld für offene Kommunikation zwischen Management und Anteilseigner auf der Hauptversammlung eröffnen, ist zweifelhaft.³¹ Selbst wenn man davon ausgehen wollte,³² bleibt das Auskunftsrecht hauptversammlungscentriert und erfasst keinesfalls die fortlaufende, hauptversammlungsungebundene Kommunikation zwischen Aktionär und Gesellschaft.

Die genannte Fokussierung kommt auch in der zeitlichen Begrenzung des Auskunftsrechts zum Ausdruck.³³ Konzipiert ist § 131 Abs. 1 AktG auf Auskunftserteilung in der Hauptversammlung. Auch die bei börsennotierten Gesellschaften typischen „Q&As“, samt deren intensiver Vorbereitung im Vorfeld einer Hauptversammlung, betreffen nicht die fortlaufende Kommunikation. Nur auf den ersten Blick hat sich im Rahmen der COVID-19-Gesetzgebung eine gewisse Auflockerung ergeben. Fragen sind hier bekanntlich unter Nutzung digitaler Medien im Vorfeld der Hauptversammlung zu formulieren,³⁴ erste Stimmen in der Literatur haben das aufgegriffen und plädieren dafür, das Auskunftsrecht zunehmend in das Vorfeld der Hauptversammlung zu verlegen.³⁵ Jedenfalls soweit damit den seit Dekaden beklagten Risiken der aktienrechtlichen Anfechtungsklage entgegengewirkt werden soll, lassen sich hierfür gute Gründe anführen. Intendiert ist damit freilich gerade nicht die Regelung fortlaufender Kommunikation, sondern genau umgekehrt, deren noch enger fokussierter Zuschnitt.

b) Die zweite Aktionärsrechterichtlinie und ein Seitenblick auf *shareholder proposals*

Anders positioniert sich die zweite Aktionärsrechterichtlinie.³⁶ Schon im Titel spricht sie von der „Mitwirkung“ der Aktionäre. Die Erwägungsgründe (4), (5), (6), (7) und (48) nehmen die „unmittelbare Kommunikation zwischen

29 BeckOGK-AktG/*Rieckers* (Fn. 24), § 122 Rdn. 24.

30 MünchKommAktG/*Kubis*, 4. Aufl. 2018, § 122 Rdn. 15.

31 BeckOGK-AktG/*Hoffmann* (Fn. 24), § 119 Rdn. 78; MünchKommAktG/*Kubis* (Fn. 30), § 122 Rdn. 18; GroßkommAktG/*Mülbert*, 5. Aufl. 2017, § 119 Rdn. 214; *Ott*, NZG 2020, 99, 101.

32 Hölters/*Drinhausen*, AktG, 3. Aufl. 2017, § 119 Rdn. 11.

33 BeckOGK-AktG/*Poelzig* (Fn. 24), § 131 Rdn. 196 ff.

34 *Herrler*, DNotZ 2020, 468, 477; *Seibt/Danwerth*, NZG 2020, 1241, 1243.

35 BeckOGK-AktG/*Poelzig* (Fn. 24), § 131 Rdn. 50.

36 RL (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. 5. 2017 zur Änderung der RL 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre, ABl. EU 2017 Nr. L 132, S. 1.

den Aktionären und der Gesellschaft“ in den Blick. Von der „direkten Kommunikation“ spricht außerdem Art. 3a Abs. 4 und zwar nicht nur mit Blick auf die hauptversammlungsorientierte „Ausübung von Aktionärsrechten“, sondern explizit auch auf die „Zusammenarbeit der Aktionäre mit der Gesellschaft“.

An dem für das Aktienrecht bislang charakteristischen Zuschnitt von Kommunikation nur auf die Hauptversammlung und deren Kompetenzen, scheint die Richtlinie jedenfalls für institutionelle Investoren und Vermögensverwalter nicht mehr festhalten zu wollen. Das kommt neben der Bezugnahme auf die „Mitwirkung der Aktionäre“ und „Kommunikation“ auch in Erwägungsgrund (2) zum Ausdruck, wenn dort auf die Finanzkrise und die Erfahrung hingewiesen wird, dass der Einsatz traditioneller Governance-Instrumente sich offenbar als unzureichend erwiesen hatte. Es überrascht daher nicht, wenn in der Literatur bereits von „Dialoggemeinschaften“³⁷ gesprochen wird.

Mehr als diese Andeutung eines Paradigmenwechsels lässt sich freilich der Richtlinie nicht entnehmen. Die Art. 3aff. betreffen Übermittlungs-, Weiterleitungs- und Kommunikationspflichten, die §§ 67a ff., 134a ff. AktG setzen diese in nationales Recht um und schaffen damit immerhin eine Grundvoraussetzung funktionierender Kommunikation.³⁸ Weitergehende Regulierungsschritte unternimmt der Richtliniengeber zu Recht nicht. Ob sich Kommunikation als Governance-Instrument etablieren wird, welche Gruppen es einsetzen werden und inwieweit gemeinschaftsrechtlicher Regulierungsbedarf besteht, bleibt abzuwarten.

In dieser Hinsicht unterscheiden sich das deutsche Aktienrecht und der europäische Rahmen übrigens von den in den USA gängigen *shareholder proposals*, eine zwischen Aktien- und Kapitalmarktrecht einzuordnende Besonderheit. Ein *shareholder proposal* dürfen Aktionäre börsennotierter Gesellschaften unter bestimmten Voraussetzungen initiieren.³⁹ Die Gesellschaft hat sie in ihr *proxy statement*, eine Dokumentation, welche Aktionären vor der Hauptversammlung zur Verfügung gestellt wird, aufzunehmen,⁴⁰ sofern die

37 Grobecker/Wagner, Der Konzern 2018, 419, 424; vorsichtig zustimmend Kals, ZGR 2020, 217, 227, 236; Kuntz, ZHR 183 (2019) 191, 243.

38 Hierzu Baums, ZHR 183 (2019) 605; Koch, BKR 2020, 1, 4 ff.; Tröger, ZGR 2019, 126; Zetzsche, ZGR 2019, 1, 9 ff.; ders., AG 2020, 1.

39 Die Berechtigung hängt unter anderem von der Länge der Aktionärserschaft und der Höhe der Beteiligung ab, siehe 17 CFR § 240 Rule 14a-8 (b) Question 2 (i), abrufbar unter <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.14a-8>. Neu hinzugekommen ist im Jahr 2019, dass ein Aktionär für ein Treffen mit der Gesellschaft zur Verfügung stehen muss. Auf diese Weise soll ein Dialog zwischen Aktionär und Gesellschaft ermöglicht werden, siehe Kajunski/Liebnick, SEC Provides Guidance and Proposes Amendments to Shareholder Proposal Rules, 3. 12. 2019, abrufbar unter <https://www.mintz.com/insights-center/viewpoints/2901/2019-12-sec-provides-guidance-and-proposes-amendments-shareholder>.

40 17 CFR § 240 Rule 14a-8 (Fn. 39).

SEC nicht auf der Basis von 13 Ausschlussgründen⁴¹ eine Ausnahme gestattet.⁴² *Shareholder proposals* sind nicht selten Gegenstand öffentlichkeitswirksamer Kampagnen unter Einschluss sozialer Medien. Bindend sind *shareholder proposals* zwar auch in den USA nicht,⁴³ immerhin gestatten sie aber in weiterem Umfang die Erörterung von Strategie und Geschäftspolitik als dies unter dem AktG der Fall ist.⁴⁴

2. Kapitalmarktrecht und Kommunikation

Das variantenreiche Publizitätsregime des Kapitalmarktrechts, das von Regel- über Prospekt-, Übernahme- und Ad-hoc-Publizität reicht, zielt auf die einseitige Kommunikation des Emittenten gegenüber dem Investor, um diesem eine abgewogene Anlageentscheidung zu ermöglichen. Mit Governance-Instrumenten hat das nur insofern zu tun, als es informierte (Des-)Investitionsentscheidungen ermöglicht, die wiederum Rückwirkung auf den Kurs und damit die Governance des Emittenten haben. Mit wechselseitiger Kommunikation beschäftigt sich das Kapitalmarktrecht bislang nur soweit zu seinen Regelungsgegenständen auch das Anlegerschutzrecht zählt.⁴⁵ Erfasst ist dann freilich nicht die Kommunikation zwischen Emittent und Investor, sondern diejenige zwischen Anlageberater und Investor.

Ein etwas anderer Zungenschlag findet sich im Aktionsplan Kapitalmarktunion. „Immer mehr Menschen in Europa – insbesondere junge Menschen – wollen mitreden“, wird dort postuliert, „wenn es darum geht wie Unternehmen geführt werden, insbesondere bei Fragen der Nachhaltigkeit“.⁴⁶ Es sei deshalb die „Interaktion zwischen Anlegern, Intermediären und Emittenten“ zu fördern,⁴⁷ auf die „Nutzung digitaler Technologien“ wird ausdrücklich

41 17 CFR § 240 Rule 14a-8 (Fn. 39).

42 Um eine Ausnahme zu begründen, muss das Unternehmen mindestens 80 Tage vor dem Tag, an welchem das endgültige *proxy statement* veröffentlicht wird, bei der SEC ein *no action request* einreichen, siehe 17 CFR § 240 Rule 14a-8 (j) (Fn. 39).

43 Ob jenseits der Erörterung Rechte der Aktionäre bestehen, richtet sich nach dem Gesellschaftsrecht der Bundesstaaten und der Satzung der Gesellschaft. Unter dem Recht von *Delaware* (dort ist bekanntlich der Löwenanteil der Gesellschaften registriert) sind Aktionärsrechte besonders eng gefasst, vgl. *Kraakman et al.* (Fn. 23), S. 57.

44 Die SEC verlangt, dass sich ein *shareholder proposal* auf *significant policy issues* bezieht, will aber gleichzeitig ausschließen, dass ein proposal darauf zielt, *to micro-manage the company*, siehe die SEC 1998 *release note*, Release No. 34-40018, abrufbar unter <https://www.sec.gov/rules/final/34-40018.htm>. Wenig überraschend sind die Grenzen hier fließend und im Einzelnen umstritten.

45 Siehe oben Fn. 3.

46 Aktionsplan (Fn. 21), S. 16.

47 Zu „Nachhaltigkeit und Interaktion“ mit Blick (auch) auf die USA bereits *Weber-Rey/Reps*, ZGR 2013, 597, 607.

verwiesen.⁴⁸ Den jüngsten GameStop-Fall, in welchem Kleinanleger einen *Short squeeze* herbeiführten, mag man als Beleg hierfür anführen.⁴⁹

Das kann freilich nicht darüber hinwegtäuschen, dass die wechselseitige Kommunikation zwischen Emittent und Investor bislang nicht Gegenstand des Kapitalmarktrechts war. Dessen Publizitätsvorschriften setzen zwar Grenzen, soweit im Rahmen von Kommunikation Informationen offengelegt und verbreitet werden, insbesondere wenn diese kursrelevant sind. Sie sind aber derzeit nicht auf die Ermöglichung wechselseitiger Kommunikation ausgerichtet. Zeigt die Andeutung im Aktionsplan deshalb, dass dem europäischen Gesetzgeber der Bedeutungszuwachs der Kommunikation über soziale Medien vor Augen steht, dürfte doch bislang nicht mehr als eine Art emotionale Anschubfinanzierung für mehr Kapitalmarktbegeisterung gemeint sein.

3. Zwischenfazit und Zuschnitt des Themas

Einstweilen hat sich die Auseinandersetzung mit der Art und Weise, wie Kommunikation als Governance-Instrument zum Einsatz kommen kann, auf den herkömmlichen aktien- und kapitalmarktrechtlichen Rahmen zu konzentrieren. Zuständig für die Kommunikation ist im Grundsatz der Vorstand, § 76 Abs. 1 AktG. Das gilt zunächst für die freundliche ebenso wie für die interventionistische und die Breitenkommunikation.

Zur Anwendung gelangt auch die etablierte aktienrechtliche Haftungsordnung. Die Entscheidung, ob, mit wem und auf welche Weise kommuniziert werden soll, ist eine unternehmerische Entscheidung, welche der Vorstand mit Blick auf das Unternehmenswohl (und angemessen informiert) zu fällen hat. Verbotstatbestände des Aktien-, des Kapitalmarkt-, des Bilanz- aber auch des Wettbewerbsrechts wie etwa die §§ 400 Abs. 1 Nr. 1 AktG, 331 HGB, 98 WpHG, 16 UWG, Artt. 11, 14, 15, 17 MAR markieren Grenzen, über welche die Haftungsprivilegierung der Business Judgement Rule in § 93 Abs. 1 S. 2 AktG nicht hinwegzuhelfen vermag.⁵⁰ Aus der organschaftlichen Treuepflicht können sich im Einzelfall Grenzen für die eigene Kommunikation von Vorstandsmitgliedern ergeben, selbst wenn diese nur in der Eigenschaft „als Privatperson“ intendiert ist.⁵¹

Damit ist freilich noch nicht viel gesagt. Blickt man genauer hin, hat sich die Beurteilung einzelner Kommunikationsakte vor dem Hintergrund kapitalmarktrechtlicher Verbotsnormen und aktienrechtlicher Sorgfaltspflichten zu vollziehen. Diese variieren nach der Art der Kommunikation und nach dem betrachteten Akteur.

48 Aktionsplan (Fn. 21), S. 17.

49 Siehe unten III. 3. b).

50 Gegen die Anerkennung einer *legal judgement rule* Langenbacher, FS Lwowski, 2014, S. 333, 340 ff.; pointiert schon gegen die Legalitätspflicht Hellgardt, FS Hopt, 2020, S. 403 ff.

51 Wilsing, FS Krieger, 2020, S. 1141, 1143.

a) Kapitalmarktrechtliche Compliance am Beispiel der MAR

Verbotsnormen markieren die äußeren Grenzen zulässiger Kommunikation und zwar sowohl für die Gesellschaft und ihre Verwaltungsmitglieder als auch für Aktionäre und Investoren, die Kommunikation als Governance-Instrument einsetzen. Für die börsennotierte Gesellschaft ist dabei der kapitalmarktrechtliche Bezugsrahmen von besonderer Bedeutung. Im Folgenden wird deshalb beispielhaft die MAR herangezogen, um einschlägige Compliance-Pflichten zu verdeutlichen.

b) Kommunikationsspezifische aktienrechtliche Sorgfaltspflichten

Die genannten Compliance-Pflichten unter der MAR, also der Aufbau einer organisatorischen Struktur, um die Beachtung von Verbotsnormen sicherzustellen, sind selbstverständlicher Bestandteil sorgfältiger Geschäftsführung, § 93 Abs. 1 S. 1 AktG. Noch darüber hinaus wird im Folgenden der Versuch unternommen, in Abhängigkeit von der Art der Kommunikation, spezifisch kommunikationsbezogene Sorgfaltspflichten zu konkretisieren. Steht etwa bei der freundlichen Kommunikation die Wahrung der Balance zwischen privilegierten und nicht privilegierten Aktionären im Vordergrund (siehe unter III. 1. b)), geht es bei der interventionistischen Kommunikation um die angemessene Reaktion auf diese Form der Governance (siehe unter III. 2. b)). Wird Breitenkommunikation von der Gesellschaft angestoßen, ist besondere Sorgfalt auf Vorbereitung, Durchführung und nachlaufende Beobachtung der eröffneten Kanäle zu verwenden (siehe unter III. 3. b)).

III. Fokus: Compliance gemäß MAR und kommunikationsbezogene Sorgfaltspflichten

1. Freundliche Kommunikation

a) Insiderhandel

Freundliche Kommunikation wurde eingangs als gängiges Kommunikationsinstrument bezeichnet. Kapitalmarktrechtlich markiert das Verbot des Art. 14 MAR, Insidergeschäfte zu empfehlen oder Insiderinformationen unrechtmäßig offenzulegen, die selbstverständliche Grenze freundlicher Kommunikation und zwar sowohl für die Organmitglieder der Gesellschaft als auch für deren privilegierte Kommunikationspartner.⁵² Nicht öffentlich bekannte, kursrelevante Informationen sind nach Art. 17 Abs. 1 MAR unverzüglich bekannt zu geben, sofern nicht ein Befreiungstatbestand nach Art. 17 Abs. 4, 5 MAR vorliegt. Während der Selbstbefreiung ist die Information ge-

⁵² Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks, Hdb. der Kapitalmarktinformation, 3. Aufl. 2020, § 1 Rdn. 197.

heim zu halten, Art. 17 Abs. 4 Unterabs. 1 c), Abs. 5 d) MAR, der freundlichen Kommunikation folglich entzogen.

b) Balance zwischen privilegierten und nicht privilegierten Aktionären

Bedenken mit Blick auf die freundliche Kommunikation mit privilegierten Aktionären werden nicht nur wegen der Befürchtung erhoben, es könnten Insiderinformationen weitergegeben werden. Werden im Rahmen der wechselseitigen Kommunikation nähere Erläuterungen präsentiert, allgemein über Strategie gesprochen oder Einschätzungen des Marktes erörtert, steht zwar nicht notwendig ein Verstoß gegen § 93 Abs. 1 S. 3 AktG in Rede. Es liegt aber mindestens auf der Hand, dass an dieser Kommunikation nicht sämtliche Aktionärsgruppen partizipieren. Zulässigkeit und Grenzen eines derartigen Dialogs haben *Jens Koch* und *Susanne Kalss* vor genau einem Jahr in dieser Zeitschrift dargelegt.⁵³ Nicht nur die ganz überwiegende Meinung, sondern auch der Gesetzgeber der §§ 134b Abs. 1 Nr. 3, 134d Abs. 2 Nr. 6 AktG gehen heute davon aus, dass diese Art des fortlaufenden Dialogs zwischen Gesellschaft und privilegiertem Aktionär, Investor oder Intermediär dem Unternehmenswohl im Grundsatz dienlich ist.⁵⁴ Weitgehend konsentiert scheint inzwischen auch eine mit der primär anglo-amerikanisch geprägten Praxis einhergehende Kompetenzerweiterung zugunsten des Aufsichtsratsvorsitzenden zu sein, sich diesem Dialog nicht zu verschließen.⁵⁵

Lässt sich eine gesetzgeberische Grundentscheidung zugunsten der freundlichen Kommunikation mit privilegierten Aktionären festmachen, die sich einigermassen pragmatisch damit abfindet, dass der Dialog dem Unternehmenswohl dient, auch wenn er Streubesitzaktionären nicht offensteht, bedeutet das nicht, dass diese Gespräche gleichsam in einem rechtlichen Vakuum stattfinden. Vielmehr erfassen die bei freundlicher Kommunikation einschlägigen kommunikationsbezogenen Sorgfaltspflichten neben § 93 Abs. 1 S. 3 AktG auch die Pflicht, dem entstehenden Ungleichgewicht zwischen privilegierten und nicht privilegierten Aktionären so weit als möglich entgegenzuwirken. Einzelne Modellvorbilder liefern Corporate Governance Kodizes.⁵⁶ In F.1 empfiehlt der DCGK, den Aktionären unverzüglich sämtliche wesentlichen neuen Tatsachen zur Verfügung zu stellen, die Finanzanalysten und vergleich-

53 *Kalss*, ZGR 2020, 217, 224, 231 ff.; *Koch*, ZGR 2020, 183, 200, 206, 208 ff.; eingehend *ders.*, FS Hopt, 2020, S. 525; außerdem *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725; *Hopt*, ZGR 1997, 1, 26; *Verse*, Die Gleichbehandlung im Recht der Kapitalgesellschaften, 2006, S. 509 ff.; anders vor allem *Zetzsche*, AG 2019, 701.

54 Aus jüngerer Zeit *Herz*, NZG 2020, 285, 289; *Kalss*, ZGR 2020, 217, 231 f.; *Merkt*, FS Hopt, 2020, S. 775, 795; *Seibt*, FS Hopt, 2020, S. 1171, 1184; zurückhaltender *Koch*, FS Hopt, 2020, S. 525.

55 *Dreher*, ZGR 2020, 238, 244 f.; *Koch*, ZGR 2020, 183, 205; unter Bezugnahme auf Kritik *ders.*, AG 2017, 129; zur Vorbereitung von Gesprächen in der Praxis *Schießl*, FS Krieger, 2020, S. 813, 817 ff.

56 Hierzu *Bachmann*, WM 2013, 2009, 2014; *Kalss*, ZGR 2020, 217, 234.

baren Adressaten mitgeteilt wurden. Ähnlich bestimmt Art. 75 ÖCGK⁵⁷, dass regelmäßig „Conference Calls oder ähnliche Informationsveranstaltungen für Analysten und Investoren“ abzuhalten und die verwendeten Präsentationen über die Website der Gesellschaft zugänglich zu machen sind. Noch weiter geht der niederländische Kodex.⁵⁸ Dort empfiehlt Ziff. 4.2.2. die Online-Veröffentlichung der „Politik der Gesellschaft“ für die Durchführung bilateraler Kontakte. Analystenmeetings und Präsentationen für Institutionelle sind gemäß Ziff. 4.2.3. des niederländischen Kodex im Vorhinein anzukündigen, wobei allen Aktionären die Möglichkeit offenstehen soll, den Treffen und Präsentationen in Echtzeit folgen zu können. Im Anschluss sollen diese auf der Website der Gesellschaft veröffentlicht werden. Ziff. 4.2.5. dieses Kodex betont, dass Presse- und Analystenkontakte mit besonderer Vorsicht zu strukturieren und zu führen sind.

2. Interventionistische Kommunikation

Wird freundliche Kommunikation typischerweise als für das Unternehmenswohl förderlich erlebt, lässt sich das von interventionistischer Kommunikation nicht ohne weiteres sagen. Diese nimmt die Verwaltung kritisch in den Blick, dem Aufbau einer offenen Gesprächskultur steht das häufig entgegen. Besonders deutlich tritt die Zurückhaltung oder gar Opposition der Verwaltung mit Blick auf Leerverkäufer und bestimmte profitorientierte Aktivisten hervor, deren Verhalten nicht zufällig als *activist* oder *short-seller attack* bezeichnet wird. Dass auch diesen Gruppen, die (keineswegs nur) im kontinentalen Raum skeptisch beäugt werden, eine wertvolle Governance-Rolle zukommen kann,⁵⁹ hat zuletzt der Wirecard-Skandal eindrucksvoll belegt.⁶⁰

57 Abrufbar unter <https://www.corporate-governance.at/kodex/>.

58 Abrufbar unter <https://www.mccg.nl/?page=4738>.

59 So bereits Müllert, ZHR 182 (2018) 105, 112, mit Blick auf den Fall *Steinhoff*; siehe außerdem Engert, ZIP 2006, 2105; Fleischer, ZGR 2008, 185; Heuser, Der Konzern 2012, 308, 310 ff.; Langenbucher, Revue Trimestrielle de Droit Financier 2016, 70; Spindler, WM 2007, 2357; Thaeter/Guski, AG 2007, 301; aus der Perspektive der Ökonomie Studien bei Achleitner/Betzer/Gider, 16 European Financial Management (2010) 805; Bebchuk, 113 Columbia Law Review (2013) 1637; Bebchuk/Brav/Jiang, 115 Columbia Law Review (2015) 1085; Becht/Franks/Grant/Wagner, European Corporate Governance Institute (ECGI) – Finance Working Paper No. 402/2014; Bessler/Drobtz/Holler, 21 European Financial Management (2015) 106; Coffee/Palia, European Corporate Governance Institute (ECGI) – Law Working Paper No. 266/2014; Malloy/Seth, 12 New York University Journal of Law & Business (2016) 385; Stadler/zu Knyphausen-Aufseß/Schweizer, 8 International Journal of Financial Services Management (2015) 58; Strine, 114 Columbia Law Review (2014) 450; Thamm/Schiereck, Corporate Finance 2014, 17.

60 Hierzu Arbeitskreis Bilanzrecht Hochschullehrer Rechtswissenschaft, NZG 2020, 938; Hennrichs, DB 2021, 268; Langenbucher/Leuz/Krahnen/Pelizzon, What are the wider supervisory implications of the Wirecard case, Studie für das EU Parlament, 2020, abrufbar unter <https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/>

Leerverkäufer zählen neben der Presse zu den einzigen *monitoring agents*, die früh auf das betrügerische Management des Unternehmens hingewiesen haben. Dem steht das Versagen nicht nur sämtlicher Aktionärsgruppen, sondern auch der Akteure der Debt Governance, der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft sowie der staatlichen Aufsicht gegenüber.⁶¹ Die sorgfältige Auseinandersetzung mit interventionistischer Kommunikation sollte sich vor diesem Hintergrund keineswegs in der Ausarbeitung von Verteidigungsstrategien erschöpfen,⁶² sondern sich mit den vorgebrachten Einwänden, selbst wenn es sich um *attacks* handelt, inhaltlich auseinandersetzen.

Für NGO-Aktivisten gilt nichts anderes. Diese verfolgen mit zum Teil druckvoller Öffentlichkeitsarbeit im weitesten Sinne politische Ziele. Regelmäßig richten sich diese zwar weder an das professionelle Aktionärs- und Investorenpublikum noch werden sie stets von diesem getragen. Für die Verwaltung mag deshalb im ersten Zugriff ein achselzuckendes Wegschauen näherliegen als aktive Opposition. Governance-Fragen, deren frühe Behandlung insbesondere drohende Reputationsrisiken zu vermeiden vermag, können freilich auch hier zutage treten. Ob der Fokus politischer Aktivisten auf konkreten Umweltschäden, allgemeinen Klimarisiken, Menschenrechtsverletzungen in Lieferketten oder Diversität bei der Besetzung von Leitungspositionen liegt, nicht wenige dieser Themen sind durch große Vermögensverwalter (man denke an BlackRock⁶³) oder die Politik (jüngst das zweite Führungspositionengesetz – FüPoG II⁶⁴) aufgegriffen worden. Auch die positive Beurteilung der „jungen Menschen“ durch den Aktionsplan Kapitalmarktunion, die in ihrem – von der EU-Kommission unterstellten – Engagement mit Blick auf die Führung von Unternehmen gefördert werden sollen,⁶⁵ deutet auf eine zentrale Rolle offener und breiter Kommunikation hin.

STUD/2020/651385/IPOL_STU(2020)651385_EN.pdf; *Langenbucher*, EuZW 2020, 681; *dies.*, FS Ebke (im Erscheinen); *Mülbert/Schneider*, Wirecard 4.0, Arbeitspapiere des Instituts für deutsches und internationales Recht des Spar-, Giro- und Kreditwesens, 2021, abrufbar unter http://institut-kreditrecht.de/pdf/gelbe_reihe/Arbeitspapier-Wirecard.pdf; *Mülbert*, ZHR 185 (2021) 2 ff.

61 Zur Bedeutung von Presse und Whistleblowern empirisch bereits *Dyck/Morse/Zingales*, 65 *The Journal of Finance* (2010) 2213.

62 Hierzu *Bunz*, NZG 2014, 1049.

63 Siehe etwa *Fink*, Larry Fink's 2021 letter to CEOs, abrufbar unter <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>.

64 Zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Ergänzung und Änderung der Regelungen für die gleichberechtigte Teilhabe von Frauen an Führungspositionen in der Privatwirtschaft und im öffentlichen Dienst siehe <https://www.bmfsfj.de/blob/164128/e8fc2d9afec92b9bd424f89ec28f2e5b/gesetzentwurf-aenderung-fuepog-dاتا.pdf>.

65 Siehe oben II. 2.

a) Marktmanipulation und Empfehlungen zu Anlagestrategien

Die wichtige Rolle, die Aktivisten mit Blick auf Corporate Governance zukommen kann, ist für Leerverkäufer, was Marktliquidität und effiziente Preisbildung betrifft, längst etabliert.⁶⁶ Je schneller sich die negative Einschätzung eines Emittenten durch Leerverkäufer im Markt verbreitet, desto eher können andere Investoren hierauf durch (Des-)Investitionsentscheidungen reagieren. Entsprechendes gilt für das Geschäftsmodell aktivistischer Aktionäre. Öffentlicher Druck kann dazu führen, dass sich die Verwaltung des Emittenten mit den erhobenen Forderungen befasst und unter Umständen mit Blick auf einzelne Einwände kooperiert. Dann besteht die Chance, dass andere Investoren eine überarbeitete Managementstrategie honorieren, der Kurs mithin steigt. Hiervon profitiert neben dem Emittenten und dessen Aktionären auch der Aktivist, und zwar gleich doppelt: Für die betreffende Investition entsteht die Möglichkeit eines gewinnbringenden Exits, eine Reihe erfolgreicher *activist attacks* stärkt dessen Reputation.

Keineswegs neu ist auch die Erkenntnis, dass sich ein Strategiewechsel mitunter vor allem kurzfristig kursstärkend auswirkt, beispielsweise wenn der Einstieg eines Aktivisten mit einer Erhöhung von Fremdkapitalfinanzierung und Dividendenausschüttung zulasten von Investitionen einhergeht. Ob derartige Einbußen an langfristiger Ertragskraft schon zu Beginn der Maßnahme im Kurs reflektiert werden, ist Gegenstand anhaltender theoretischer Diskussionen und empirischer Studien.⁶⁷ Schon seit der Finanzkrise werden außerdem prozyklische Effekte von Leerverkäufen diskutiert.⁶⁸ Im Kontext der COVID-19-Pandemie ist die erneute Intensivierung dieser Debatte zu erwarten, soweit Leerverkäufe den Zusammenbruch von Unternehmen beschleunigen, statt mittelfristige Überbrückung zu ermöglichen.

Beide Aspekte zusammen genommen verdeutlichen nicht nur die zentrale Bedeutung sorgfältiger Kommunikationsarbeit durch den Emittenten,⁶⁹ sondern auch die kapitalmarktrechtlichen Grenzen des Einsatzes von Kommunikation als Governance-Instrument. Die Verbotsnormen des Kapitalmarkt-

66 Jüngst *Poelzig*, ZHR 184 (2020) 697, 701 ff.; *Splinter/Gansmeier*, ZHR 184 (2020) 761, 762, 766 ff.; einführend *Langenbacher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307 m.w.N.; siehe weiter *Fleischer*, ZGR 2008, 185, 221; *Müllbert*, ZHR 182 (2018) 105, 109 m.w.N.

67 Hierzu bereits *Fleischer*, ZGR 2008, 185, 214 f.; monographisch zuletzt *Bueren*, Short-termism im Aktien- und Kapitalmarktrecht, (im Erscheinen); aus der ökonomischen Literatur *Aggarwal/Wu*, 79 *The Journal of Business* (2006) 1915; *Beber/Pagano*, 68 *Journal of Finance* (2013) 343; *Duffie/Gaarleanu/Pedersen*, 66 *Journal of Financial Economics* (2002) 307; *Fang/Huang/Karpoff*, 71 *The Journal of Finance* (2016) 1251; *Kyle/Viswanathan*, 98 *American Economic Review* (2008) 274.

68 *Langenbacher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307, 308 f. m.w.N.; *Langenbacher/Pelizzon*, ZBB 2021 (im Erscheinen); *Müllbert*, ZHR 182 (2018) 105, 110 f. m.w.N.

69 Siehe unten III. 2. a).

rechts betreffen dabei Aktivisten bzw. Leerverkäufer ebenso wie den Emittenten selbst.

aa) *Qualität der Information*

Art. 15 MAR verbietet die Marktmanipulation und deren Versuch. Art. 12 MAR definiert, was hierunter zu verstehen ist, § 119 Abs. 1 WpHG regelt die Voraussetzungen, unter welchen die Marktmanipulation strafbar ist,⁷⁰ § 120 Abs. 15 Nr. 2 WpHG das Vorliegen (nur) eines Ordnungswidrigkeitstatbestandes. Einschlägig für Leerverkäufer und Aktivisten können insbesondere Art. 12 Abs. 1 b) und c) MAR sein, sofern ihre Kommunikation entweder falsche oder irreführende Signale sendet oder ein anormales oder künstliches Kursniveau hervorruft bzw. das Hervorrufen eines solchen wahrscheinlich ist.⁷¹ Damit verlangt die Norm zwar ein bestimmtes Qualitätsniveau in der Kommunikation. Sofern die an den Markt weitergegebenen Informationen aber mindestens plausibel sind, wird diesen Anforderungen Genüge getan. Eine Pflicht, detaillierte, empirisch repräsentative oder ausgewogene Studien durchzuführen, wird zu Recht nicht verlangt.⁷² Auch das Verschweigen offenkundiger Tatsachen (etwa nach der Leerverkaufsverordnung), erfüllt nach zutreffender Ansicht den Marktmanipulationstatbestand nicht,⁷³ sofern nicht ausnahmsweise die Voraussetzungen des § 13 StGB erfüllt sind.⁷⁴

Ein breiteres Pflichtenspektrum formuliert Art. 20 Abs. 1 MAR. Die Norm nimmt Personen in die Pflicht, welche Anlageempfehlungen oder andere Informationen, durch die eine Anlagestrategie empfohlen oder vorgeschlagen wird, erstellen oder verbreiten.⁷⁵ Mit Blick auf die Qualität der Information muss dieser Personenkreis sicherstellen, dass die verbreiteten Informationen nicht nur nicht irreführend sind, sondern objektiv dargestellt werden. Einzelheiten richten sich nach Artt. 3, 4 der DelVO 2016/958.⁷⁶ So sind insbesondere nach Art. 3 Abs. 1 a) Tatsachen deutlich von Schätzungen, Stellungnahmen

70 Vorausgesetzt wird die tatsächliche Einwirkung auf den Preis, *Buck-Heeb* (Fn. 3), § 7, Rdn. 667, 670.

71 *Fleischer*, ZGR 2008, 185, 219f.; *Klöhn/ders.*, Marktmissbrauchsverordnung, 2018, Art. 17 MAR Rdn. 7ff.; *Langenbacher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307, 312ff. m.w.N.; *Poelzig*, ZHR 184 (2020) 697, 724.

72 *Müllbert*, ZHR 182 (2018) 105, 108.

73 *Müllbert*, ZHR 182 (2018) 105, 108; *Poelzig*, ZHR 184 (2020) 697, 722; *Sajnovits/Wagner*, WM 2017, 1189, 1195; diff. *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517, 520f.

74 *Poelzig*, ZHR 184 (2020) 697, 722.

75 *Poelzig*, ZHR 184 (2020) 697, 718.

76 Delegierte VO (EU) 2016/958 der Kommission vom 9. 3. 2016 zur Ergänzung der VO (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf die technischen Regulierungsstandards für die technischen Modalitäten für die objektive Darstellung von Anlageempfehlungen oder anderen Informationen mit Empfehlungen oder Vorschlägen zu Anlagestrategien sowie für die Offenlegung bestimmter Interessen oder Anzeichen für Interessenkonflikte, ABl. EU 2016 Nr. L 160, S. 15.

und dergleichen zu trennen und nach Art. 3 Abs. 1 d) Prognosen und Vorhersagen deutlich hervorzuheben. Art. 4 verlangt unter anderem die Offenlegung gegenüber dem Emittenten, unter Einschluss etwaiger nachträglicher Änderungen (Art. 4 Abs. 1 a)) sowie eine Zusammenfassung von Bewertungsgrundlagen und Methoden (Art. 4 Abs. 1 b)).⁷⁷ Sanktioniert wird der Verstoß als Ordnungswidrigkeit, § 120 Abs. 15 Nr. 23 WpHG.

Unter eine „Anlageempfehlung“ fallen gemäß Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 MAR Informationen mit expliziten oder impliziten Vorschlägen zu Anlagestrategien in Bezug auf ein oder mehrere Finanzinstrumente oder Emittenten, die für Verbreitungskanäle oder die Öffentlichkeit vorgesehen sind.

Etwas enger gefasst sind die „anderen Informationen“, durch die eine Anlagestrategie empfohlen wird, Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 MAR. Dabei sind der Wortlaut und das Zusammenspiel der Art. 3 Abs. 1 Nr. 34, 35, Art. 20 Abs. 1 MAR schwer zu durchdringen.⁷⁸ Nr. 34i) entspricht Nr. 35, soweit es auch hier um Informationen mit Blick auf Finanzinstrumente oder Emittenten geht. Allerdings ist Nr. 34i) auf ein Finanzinstrument oder einen Emittenten begrenzt, während Nr. 35 auch Informationen, die mehrere Finanzinstrumente oder Emittenten betreffen, erfasst. Wird in Nr. 35 von „expliziten oder impliziten“ Empfehlungen gesprochen, geht es in Nr. 34i) um „direkte oder indirekte“ Anlagevorschläge, die Abgrenzung erschließt sich nicht ohne Weiteres. Klar ist immerhin, dass Nr. 34i) einen „bestimmten Anlagevorschlag“ im Blick hat, während Nr. 35 eher allgemein von Empfehlungen oder Vorschlägen zu Anlagestrategien spricht. Die Verbreitung der in Nr. 34i) angesprochenen Informationen ist nur dann relevant, wenn es sich um unabhängige Analysten, Wertpapierfirmen und Kreditinstitute sowie sonstige Personen handelt, deren Haupttätigkeit in der Erstellung von Anlageempfehlungen liegt. Handeln Personen, die sich nicht hierunter subsumieren lassen, erfasst Art. 3 Abs. 1 Nr. 34ii) MAR nur solche Informationen, welche direkt (nicht indirekt) eine bestimmte Anlageentscheidung zu einem Finanzinstrument (nicht zu einem Emittenten) vorschlagen.⁷⁹

Die herrschende Meinung löst diese Komplexität dadurch auf, dass Art. 3 Nr. 34 und Nr. 35 MAR kumulativ gelesen werden. Nr. 34 soll den persönlichen, Nr. 35 den sachlichen Anwendungsbereich definieren.⁸⁰ Vor diesem Hintergrund dürfte Art. 20 Abs. 1, 3 Abs. 1 Nr. 34f. MAR für Leerverkäufer und für aktivistische, profitorientierte Aktionäre häufig einschlägig sein, insbesondere genügt nicht etwa der schlichte Hinweis, es handele sich nicht um

⁷⁷ Schwark/Zimmer/Kumpan/F. Schmidt (Fn. 8), Art. 20 MAR Rdn. 84; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer, Hdb. Marktmissbrauchsrecht, 2018, § 22 F Rdn. 19 ff.

⁷⁸ Kritisch auch Gruber/Hartlieb, BörsenG 2018/MAR, 2020, Art. 20 Rdn. 6.

⁷⁹ Schwark/Zimmer/Kumpan/F. Schmidt (Fn. 8), Art. 20 MAR Rdn. 17 ff.

⁸⁰ Gruber/Hartlieb (Fn. 78), Art. 20 Rdn. 7; Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer (Fn. 77), § 21 Rdn. 9; diff. wohl Poelzig, ZHR 184 (2020) 697, 717.

eine Anlageempfehlung, um dem Anwendungsbereich der Norm zu entgegen.⁸¹ Für politische Aktivisten ist die Norm wohl seltener einschlägig, wird es doch regelmäßig an einer Verknüpfung zwischen den mitgeteilten Tatsachen und dem Vorschlag einer Anlageentscheidung fehlen.⁸² Für Leerverkaufsattacken ist darüber hinaus die Subsumtion unter Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 MAR jedenfalls dann befürwortet worden, wenn – wie regelmäßig – so genannte *research reports* verbreitet wurden.⁸³ Das dürfte jedenfalls mit Blick auf Nr. 34 ii) regelmäßig zutreffen und zwar auch für profitorientierte Aktivisten. Für politische Aktivisten wird hiervon nur ausnahmsweise auszugehen sein, wenn sich nämlich der Vorschlag einer direkten Anlageentscheidung zu einem bestimmten Finanzinstrument gemäß Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 ii) MAR festmachen lässt.

bb) Offenlegung von Interessenkonflikten

Neben der Qualität der Information, die objektiv darzustellen ist, verlangt Art. 20 Abs. 1 MAR unter denselben Voraussetzungen die Offenlegung von „Interessen oder Interessenkonflikten“ mit Blick auf diejenigen Finanzinstrumente (also nicht: Emittenten), auf welche sich die Informationen beziehen.

Das Verschweigen eines Interessenkonflikts kann außerdem in den Fällen des Scalping zum Vorliegen einer Marktmanipulation führen, Art. 12 Abs. 2 d) MAR. Das setzt voraus, dass der Leerverkäufer oder Aktivist eine Stellungnahme mit Blick auf Aktien abgibt, in welche er zuvor (*long* oder *short*) investiert hat. Der von Art. 12 Abs. 2 d) MAR verlangte „Zugang zu den Medien“ wird weit ausgelegt, sodass die für interventionistische Kommunikation typischen Verbreitungsstrategien sich ohne weiteres hierunter fassen lassen. Zieht der Aktivist oder Leerverkäufer hieraus Nutzen, legt aber diesen Interessenkonflikt nicht offen, ist der Marktmanipulationstatbestand verwirklicht.⁸⁴ Ob beim Scalping außerdem ein Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot, Art. 14 MAR, § 120 Abs. 3 WpHG, in Betracht kommt, ist umstritten, wird aber überwiegend abgelehnt.⁸⁵

81 *Poelzig*, ZHR 184 (2020) 697, 717; *Schmolke*, ZGR 2020, 291, 299.

82 In diese Richtung wohl *Poelzig*, ZHR 184 (2020) 697, 717.

83 *Mülbert*, ZHR 182 (2018) 105, 107 (ohne Bezugnahme auf Alternative i) oder ii)).

84 Allgemein Klöhn/*ders.* (Fn. 71), Art. 17 MAR Rdn. 360 ff.; zur Einordnung von Analysen des Leerverkäufers zum Zielunternehmen als „Stellungnahme“ *Graßl/Nikoleyczik*, AG 2017, 49, 55 f.; *Mülbert*, ZHR 182 (2018) 105, 108; *Poelzig*, ZHR 184 (2020) 697, 723; *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517, 521 f.

85 Offen *Buck-Heeb* (Fn. 3), § 6, Rdn. 358; ablehnend BGH NJW 2004, 302 f. (noch vor Geltung der MAR: kein „Drittbezug“); Klöhn/*ders.* (Fn. 71), Art. 7 MAR Rdn. 27 (keine Fundamentalwertrelevanz); Klöhn/*Schmolke* (Fn. 71), Art. 12 MAR Rdn. 363 (keine Nutzung der Insiderinformation); diff. *Langenbacher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307, 315; *Poelzig*, ZHR 184 (2020) 697, 728 ff.

cc) Informationsverbreitung in den Medien

Sowohl mit Blick auf Art. 12 Abs. 1 d) als auch auf Art. 20 MAR sind die Gewährleistungen des Art. 21 MAR im Auge zu behalten. Bei der Beurteilung der Art und Weise, wie Informationen in der Presse verbreitet werden, ist – selbstverständlich – die Pressefreiheit und die Freiheit der Meinungsäußerung zu beachten. Art. 21 MAR stellt das klar.⁸⁶ Geschützt sind hiernach nicht nur journalistische Zwecke, sondern auch „andere Ausdrucksformen in den Medien“,⁸⁷ jedenfalls sofern diese allgemein zugänglich sind.⁸⁸ Ausnahmen hiervon gelten aber, sofern ein Vorteil aus der Offenlegung erwächst (Art. 21 a) MAR)⁸⁹ oder eine Irreführungsabsicht vorliegt (Art. 21 b) MAR). Jedenfalls für Leerverkäufer, häufig auch für aktivistische Aktionäre, wird Art. 21 a) MAR einschlägig sein, sodass die Privilegierung aus diesem Grund ausscheidet.⁹⁰ Politische Aktivisten werden sich hingegen meist auf Art. 21 MAR berufen können, insbesondere dürfte ein denkbarer Reputationsgewinn nicht genügen, um wegen Art. 21 a) MAR den Schutz des Art. 21 MAR auszuschließen.⁹¹

b) Dialogstrukturierung und Marktbeobachtung

aa) Zuständigkeit

Mit der für interventionistische Kommunikation typischen Öffentlichkeitswirkung gehen kommunikationsbezogene Sorgfaltspflichten der Verwaltung einher. Ausnahmsweise können diese den Aufsichtsrat treffen, beispielsweise wenn Aktivisten die Auswechslung von Vorstandsmitgliedern verlangen und § 84 Abs. 3 AktG im Raum steht.⁹² Dass der Forderung nach einer „Druckabberufung“ von Vorstandsmitgliedern, von welcher der Aufsichtsrat inhaltlich nicht überzeugt ist, von Seiten des Aufsichtsrats auch dann zu widerstehen ist, wenn Aktivisten mit Reputationschäden und Kursverlust drohen, wurde an anderer Stelle zu zeigen versucht.⁹³

86 Gruber/Hartlieb (Fn. 78), Art. 21 MAR Rdn. 4; Poelzig, ZHR 184 (2020) 697, 714f.

87 Gruber/Hartlieb (Fn. 78), Art. 21 MAR Rdn. 13f.; Poelzig, ZHR 184 (2020) 697, 715; hierzu noch unten III. 3. a).

88 Klöhn/ders. (Fn. 71), Art. 21 MAR Rdn. 7, 12; Schwark/Zimmer/Kumpan/F. Schmidt (Fn. 8), Art. 21 MAR Rdn. 10.

89 Eine dahingehende Absicht verlangt Art. 21 MAR nicht, Kalss/Oppitz/Torggler/Winner/Oppitz, BörseG/MAR, 2019, Art. 21 MAR Rdn. 16.

90 Brellocks, ZGR 2020, 319, 321; Poelzig, ZHR 184 (2020) 697, 715f.; Schmolke, ZGR 2020, 291, 310.

91 Zu immateriellen Vorteilen wohl weiter Klöhn/ders. (Fn. 71), Art. 21 MAR Rdn. 31; wie hier wohl Poelzig, ZHR 184 (2020) 697, 715; in anderer Hinsicht für Einschränkung Gruber/Hartlieb (Fn. 78), Art. 21 MAR Rdn. 27.

92 Hierzu Schießl, FS Krieger, 2020, S. 813, 821f.

93 Langenbacher, FS Bergmann, 2018, S. 443, 452ff.

Die Koordination des Kommunikationsverhaltens der Gesellschaft ist im Übrigen Aufgabe des Vorstands, § 76 Abs. 1 AktG. Die Entwicklung einer angemessenen Strategie zur Auseinandersetzung mit Aktivisten oder Leerverkäufern ist eine unternehmerische Entscheidung, § 93 Abs. 1 S. 2 AktG. Die Beachtung des Unternehmenswohls wird zwar nicht durch die nur im Übernahmerecht einschlägige Neutralitätspflicht begrenzt.⁹⁴ Umgekehrt kann sich der Vorstand aber auch nicht auf eine *no comment*-Politik zurückziehen und gleichsam passiv auf ein Vorüberziehen des Kommunikationssturms hoffen. Die in § 93 Abs. 1 S. 2 AktG vorausgesetzte informierte Entscheidung verlangt stattdessen die Erarbeitung einer angemessenen Kommunikationsstrategie.⁹⁵ Diese kann man sich in konzentrischen Kreisen voranschreitend vorstellen, von der Vorbereitung und Aufnahme des Dialogs mit den Treibern der Intervention über den Einbezug etwaiger privilegierter Aktionäre bis hin zum Zugriff auf den gesamten Markt.

bb) Konzentrische Kreise der Kommunikation

Das Schreckgespenst eines „permanenten Dialog(s) über die Strategie und mögliche Maßnahmen zur Kurssteigerung“⁹⁶ wurde von anwaltlicher Seite bereits vor über zehn Jahren heraufbeschworen, damals noch mit Blick auf Hedgefonds.⁹⁷ Heute darf man davon ausgehen, dass die wechselseitige Kommunikation mit Aktivisten, ggf. auch mit Leerverkäufern, die selbstverständliche Voraussetzung einer wohlinformierten Reaktion bildet.⁹⁸ Weiter oben wurde bereits dargelegt, dass interventionistische Kommunikation nicht etwa von vornherein auf Wertvernichtung angelegt ist, sondern im Gegenteil zu guter Corporate Governance beitragen kann.⁹⁹ Die inhaltliche Auseinandersetzung mit den Treibern interventionistischer Kommunikation dient deshalb einem doppelten Zweck: Die Verwaltung hat Gelegenheit, in der kritischen Auseinandersetzung die eigene Managementstrategie einer Überprüfung zu unterziehen. Soweit sie diese für überlegen hält, kann sie im – zunächst bilateralen – Gespräch mit dem Aktivisten offensiv verteidigt werden.

Interventionistische Kommunikation beschränkt sich freilich meist nicht auf die bilaterale Kontaktaufnahme, sondern beinhaltet Medienkampagnen, um weitere Aktionäre, Investoren oder auch die breite Öffentlichkeit von der vorgeschlagenen Managementstrategie zu überzeugen. Der Kommunikation als Governance-Instrument wird auf diese Weise besonderer Nachdruck ver-

⁹⁴ Zutreffend *Kuntz*, ZHR 182 (2019) 190, 234 ff.

⁹⁵ *Kuntz*, ZHR 182 (2019) 190, 236.

⁹⁶ *Schiessl*, ZIP 2009, 689, 693.

⁹⁷ *Schaefer*, NZG 2007, 900; *Schiessl*, ZIP 2009, 689; *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015, 297.

⁹⁸ *Poelzig*, ZHR 184 (2020) 697, 755; zu Abwehrstrategien *Schießl*, FS Mayer, 2020, S. 61, 71 f.

⁹⁹ Siehe oben III. 2. vor a).

liehen.¹⁰⁰ Kommunikationsbezogene Sorgfaltspflichten erstrecken sich deshalb auch auf den Versuch, Kursverluste sowie Reputationsschäden zu minimieren, indem für die Strategie der Verwaltung geworben wird. Naheliegend ist dabei in einem ersten Schritt die Kontaktaufnahme mit privilegierten Aktionären. Soweit mit diesen bereits freundliche Kommunikation gepflegt wird, lässt sich auf diese Weise nicht nur ein weiteres Meinungsbündel einholen, sondern zugleich Unterstützung am Markt aufbauen.¹⁰¹

Regelmäßig werden auch über diesen Kreis hinaus Kommunikationskanäle zu eröffnen sein, schon weil es Aktionäre und Leerverkäufer ebenso handhaben.¹⁰² Ob es sich empfiehlt, die Ressourcen der Gesellschaft in einem Kampf um die mediale Meinungshoheit einzusetzen, kann nur einzelfallabhängig beantwortet werden. Feststeht aber, dass der Vorstand eine wohlinformierte Entscheidung über das „Ob“ einer eigenen Kampagne zu treffen hat, bei der häufig Berater unter Einschluss von Investor Relations Agenturen zu hören sein werden.¹⁰³ Wie eine solche gegebenenfalls zu führen ist, steht im unternehmerischen Ermessen, so dass die Haftungsprivilegierung des § 93 Abs. 1 S. 2 AktG uneingeschränkt greift.

cc) Differenzierte Reaktion

Die genaue Ausformung des Pflichtenspektrums ist einzelfallabhängig. Das gilt insbesondere mit Blick auf die Differenzierung zwischen Leerverkäufern, profitorientierten und politischen Aktivisten. Auf der Grundlage anekdotischer Evidenz darf man annehmen, dass der bilaterale Dialog im Verhältnis zu Leerverkäufern eine eher geringe Rolle spielt, die Verdeutlichung der eigenen Position gegenüber privilegierten Aktionären und dem Markt hingegen umso wichtiger ist. Aktivistische Aktionäre dürften sich demgegenüber häufig dialogoffen zeigen, die verfolgte Kommunikationsstrategie ist deshalb sorgfältig auf die jeweils unterschiedlichen Zielgruppen der Aktivisten, der privilegierten Aktionäre und der breiten Marktöffentlichkeit zuzuschneiden.

Weiter oben wurde bereits angedeutet, dass interventionistische Kommunikation von profitorientierten Aktivisten sich regelmäßig an ein professionelles Publikum wendet, konkrete Strategieentscheidungen betrifft und meist unmittelbar auf nicht selten kurzfristige Kurssteigerung zielt. In der Reaktion der Verwaltung wird es deshalb häufig um die argumentative Absicherung der eigenen Strategien und gegebenenfalls den Hinweis auf „Nebenwirkungen“ der Aktivistenstrategie gehen, insbesondere wenn dadurch die Langfristorientierung der Gesellschaft in Frage gestellt wird.

¹⁰⁰ So mit Blick auf Hedgefonds bereits *Schiessl*, ZIP 2009, 689, 693.

¹⁰¹ *Schießl*, FS Krieger, 2020, S. 813, 822; *Weber-Rey/Reps*, ZGR 2013, 597, 602 f.

¹⁰² Zur Krisenkommunikation *Kremer*, FS Krieger, 2020, S. 575, 577, mit praktischen Tipps ab S. 579.

¹⁰³ *Bunz*, NZG 2014, 1049, 1051 f.

Genau umgekehrt kann es sich bei politischen Aktivisten verhalten, wenn von diesen kostensteigernde Langfristorientierung, bisweilen auch die Verfolgung gesamtgesellschaftlicher Ziele eingefordert wird. Die Treiber interventionistischer politischer Kommunikation richten sich nämlich häufig nicht an professionelle Akteure, sondern an die breite Öffentlichkeit. Intensive und breite Pressearbeit kann hier ebenso bedeutsam sein wie der informierte bilaterale Dialog.

dd) Antizipation von Kommunikation

Unabhängig von einer aktuell geführten Kampagne wird man noch einen Schritt weitergehen und von einem börsennotierten Unternehmen den Aufbau einer professionellen Public Relations Abteilung erwarten dürfen.¹⁰⁴ Diese hat nicht nur im Fall eines unmittelbaren Aktivisten-Angriffs zu reagieren, sondern den Markt proaktiv zu beobachten und die vielfältigen Formen einer Intervention zu antizipieren.¹⁰⁵ Auch hier gilt, dass die vorweggenommene Auseinandersetzung mit möglicher interventionistischer Kommunikation wichtige Lehren für die eigene Governance bereithalten kann.¹⁰⁶

3. Breitenkommunikation

Die freundliche und die interventionistische Kommunikation erfolgen jeweils gezielt mit identifizierbaren Akteuren, die ein bestimmtes Governance-Anliegen verfolgen. Bei der Breitenkommunikation mit Streubesitzaktionären geht es hingegen um ebenso vielfältige wie unspezifische Kanäle. Sie kann wie eingangs beschrieben von der Gesellschaft ausgehen, wenn diese proaktiv Kontakt zu ihren Aktionären oder Investoren sucht.¹⁰⁷ Umgekehrt mag Initiatoren oder Unterstützern von Aufrufen in sozialen Medien daran gelegen sein, mit oder ohne Nutzung aktienrechtlicher Instrumente Governance-Einfluss auszuüben. Denkbar ist das beispielsweise mit Blick auf die Koordination der Stimmrechtsabgabe auf bevorstehenden Hauptversammlungen, der Geltendmachung von Minderheitsrechten, insbesondere bei im Raum stehenden Pflichtverletzungen der Verwaltung, aber auch in Anlehnung an die von politischen Aktivisten verfolgten Forderungen.

a) Streubesitzaktionäre, Kollektivhandlungsprobleme und soziale Medien

Dass Streubesitzaktionäre mit Blick auf den Einsatz von Governance-Instrumenten vor besonderen Herausforderungen stehen, liegt auf der Hand. Sie

104 Hierzu allg. Fröhlich/Szyska/Bentele/Herkenhoff, Hdb. der Public Relations, 3. Aufl. 2015, S. 869ff.; Rademacher, Public Relations und Kommunikationsmanagement, 2009.

105 Bunz, NZG 2014, 1049, 1052; Schiessl, ZIP 2009, 689, 696; mit Blick auf Umwelt- und Klimafragen Ott, NZG 2020, 99, 103.

106 Siehe oben III. 2. b) bb).

107 Siehe oben I. 3.

genießen weder privilegierten Zugang noch die Einflussmöglichkeiten, die im Rahmen freundlicher oder interventionistischer Kommunikation zum Einsatz kommen. Selbst in Gesellschaften mit prozentual hohem Streubesitz sind effiziente Möglichkeiten für diese Aktionäre, einen gemeinsamen Willen zu bilden und kundzutun, selten, man spricht insoweit von Kollektivhandlungsproblemen. Dass insbesondere der kürzlich durch Nutzer sozialer Medien bewirkte Short Squeeze in Aktien von *GameStop* die Möglichkeit besserer Koordination hat aufscheinen lassen, wurde bereits berichtet.¹⁰⁸

Der Gedanke, digitale Medien zur Überwindung dieses Problems einzusetzen, ist nicht neu. Schon 2005 wurde bekanntlich im Zuge des UMAG das elektronische Aktionärsforum des § 127a AktG eingeführt, damals war von einer „konsequenten Antwort auf die Veränderungen der Kapitalmärkte“ die Rede.¹⁰⁹ In einer empirischen Untersuchung sprach *Walter Bayer* freilich noch 2013 von einem „Dornröschenschlaf“ des Aktionärsforums.¹¹⁰ Dass diesem Medium neuerdings eine goldene Zukunft bevorsteht, wird man bezweifeln dürfen. Zur mangelnden Akzeptanz mag das marktferne Registrierungserfordernis, die wenig benutzerfreundliche Aufmachung, aber auch die Beschränkung auf Anträge oder Verlangen nach dem AktG beigetragen haben. Gerade bei haftungsträchtigen *corporate scandals*, die Anreiz zur Überwindung der rationalen Apathie von Streubesitzaktionären sein könnten, lässt sich das Aktionärsforum nicht einsetzen, ist doch der Aufruf zu einer Beschlussanfechtung ebenso unzulässig wie der zur Erhebung von Schadensersatzklagen gegen die Gesellschaft.¹¹¹

Bedeutsamer als das deutsche Aktionärsforum scheinen andere, mittelbar wirkende Formate der Willensäußerung auf sozialen Medien zu sein. So zeigen empirische Studien zu so genannten *internet stock message boards* wie beispielsweise *Yahoo!Finance*, Korrelationen zwischen der Anzahl an Posts und der Volatilität des betreffenden Papiers,¹¹² der Reorientierung der Suche nach einem Akquisitionsojekt im Rahmen einer Unternehmensübernahme oder der Zustimmungsraten auf Hauptversammlungen.¹¹³ Man darf weitere Studien mit Blick auf die Plattform „r/wallstreetbets“ erwarten. Auch ganz allgemein gehaltenen Unmutsbekundungen über die Qualität des vertriebenen Produkts kann mittelbar Potential als Governance-Instrument zukommen. So löste der

108 Siehe oben I. 3. und unten III. 3. b).

109 *Seibert*, AG 2006, 16.

110 *Bayer/Hoffmann*, AG 2013, R61.

111 *Grigoleit/Herrler*, AktG, 2. Aufl. 2020, § 127a Rdn. 3; *MünchKommAktG/Kubis* (Fn. 30), § 127a Rdn. 7.

112 *Antweiler/Frank*, *Internet Stock Message Boards and Stock Returns*, v. 7. 11. 2002, abrufbar unter https://www.researchgate.net/publication/265218038_Internet_Stock_Message_Boards_and_Stock_Returns.

113 *Ang/Hsu/Tang/Wu*, *The Role of Social Media in Corporate Governance*, v. 20. 2. 2020, abrufbar unter https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3609720.

Eintrag einer unzufriedenen Handynutzerin auf der Facebook-Seite von *Vodafone* vor einigen Jahren einen Sturm der kollektiven Entrüstung aus, innerhalb einer Woche gingen 7.000 Kommentare und 70.000 Likes ein.¹¹⁴ Mit dem Auftreten von gegen die Rüstungsindustrie engagierten Aktionären auf ihrer Hauptversammlung hatte sich die Rheinmetall AG auseinanderzusetzen, geworben wurde über *Twitter*.¹¹⁵ Auch im Gefolge des Wirecard-Skandals ist eine ansehnliche Reihe von Websites entstanden, entwickelt von Anwälten,¹¹⁶ Anlegerschutzvereinen¹¹⁷ oder als Facebook-Gruppe.¹¹⁸

Vergleicht man diese Formen der Kommunikation mit den Intentionen des Aktionärsforums (aber auch mit dem Vorgehen politischer Aktivisten) wird deutlich, warum bislang noch nicht von einem effizienten Governance-Instrument im traditionellen Sinn gesprochen werden kann. Der Anlass für Posts ist häufig situativ und kurzlebig, nur selten wird eine koordinierte Strategie oder gar ein bestimmter Antrag für eine Hauptversammlung verfolgt. Das muss nicht so bleiben. Hängen Aktienkurs und Governance eng zusammen, beispielsweise einem eher kurzen Referenzzeitraum bei der Berücksichtigung der Kursentwicklung für die Bemessung von Bonuszahlungen, mögen sich ähnliche Vorkommnisse wie bei *GameStop* wiederholen. Immerhin können empörte Kleinanleger inzwischen (vollständig oder nahezu) kostenfrei auf Neo-Broker zurückgreifen. Eine vergleichbare Koordination, etwa mit Blick auf Abstimmungen bei einer Hauptversammlung, dürfte hingegen schwieriger ins Werk zu setzen sein.

b) Marktmanipulation und Anlageempfehlungen bei Schwarmphänomenen:
*GameStop*¹¹⁹

Im Januar 2021 gelang es Kleinanlegern, zeitweilig einen Short Squeeze in Aktien einer mit Videospiele handelnden Ladenkette namens *GameStop* herbeizuführen. Institutionelle Investoren und Hedgefonds hatten Papiere des Unternehmens leer verkauft, mithin auf einen Preisverfall spekuliert. Das er-

114 *Frickel*, Frau löst Proteststurm gegen Vodafone aus, 26. 2. 2016, abrufbar unter https://www.focus.de/digital/internet/facebook/tid-26750/shitstorm-bei-facebook-ein-mitglied-loest-proteststurm-gegen-vodafone-aus_aid_791554.html.

115 *Der Stern*, Proteste während Rheinmetall-Versammlung – Aktivisten demonstrieren auch im Saal, 28. 5. 2019, abrufbar unter <https://www.stern.de/politik/deutschland/proteste-waehrend-rheinmetall-versammlung-aktivisten-demonstrieren-auch-im-saal-8730588.html>.

116 TILP Rechtsanwälte, Der Fall Wirecard AG: TILP hat Kapitalanleger-Musterverfahren beantragt., abrufbar unter <https://tilp.de/faelle/der-fall-wirecard-ag/>; MAT-TIL, Jetzt Ansprüche gegen Wirecard durchsetzen!, abrufbar unter <https://www.wirecard-insolvenz.de/de>.

117 Abrufbar unter <https://www.anlegerschutz.com>.

118 „Wirecard Sammelklage“, abrufbar unter <https://www.facebook.com/groups/318512739146762/>.

119 Rechtsvergleichend zu *GameStop Langenbucher/Hassan*, FS Singer (im Erscheinen).

regte die Aufmerksamkeit der Nutzer von „r/wallstreetbets“, einem auf der Plattform *reddit* registrierten Forum, auf welchem Anlagetipps diskutiert und ausgetauscht werden. Dort hielt man Aktien von *GameStop* für unterbewertet, zahlreiche Kleinanleger kauften dessen Papiere oder Optionen. Der Diskurs auf „r/wallstreetbets“ beschränkte sich jedoch in der Folge nicht auf die Erörterung von Fundamentaldaten. Stattdessen entstand eine Art Partystimmung, in welcher sich ein ganzer Schwarm an Nutzern gegenseitig darin bestärkte, den leerverkaufenden Hedgefonds eine Lektion zu erteilen, indem man den Preis der Aktien von *GameStop* nach oben zu treiben versuchte. Tatsächlich führten die aggregierten Käufe der Nutzer (vermutlich auch anderer institutioneller Investoren) dazu, dass sich zahlreiche Leerverkäufer mit Papieren des Unternehmens eindecken mussten, um hohe Verluste zu vermeiden. In der Folge sanken die Kurse von *GameStop* freilich wieder.

Das Tätigwerden der Nutzer bei *GameStop* liegt insofern am Rande unseres Themas, als nicht eine Auseinandersetzung mit dem Management des Unternehmens, und somit Governance, im Mittelpunkt stand, sondern die Kommunikation andere Kapitalmarktteilnehmer, nämlich leerverkaufende Hedgefonds, in den Blick nahm, teilweise wohl auch darüber hinaus eine politische Meinungsäußerung geplant war. Vergleichbare „Schwarmphänomene“ am Kapitalmarkt lassen sich freilich im Grundsatz auch in der Auseinandersetzung zwischen Aktionären und Management der Gesellschaft vorstellen,¹²⁰ so dass ein Seitenblick auf die Frage lohnt, inwieweit die Artt. 12, 15 und 20 MAR der Breitenkommunikation von Kleinanlegern Grenzen setzen. Ausgegangen wird dabei im Folgenden von einem „einfachen“ Nutzer sozialer Medien, der (nur) seine eigene Meinung verbreitet hat, etwa in der Form von Zustimmung zu den Aufrufen anderer oder auch der Formulierung eigener Ansichten. Ausgeblendet bleiben die Betreiber von Plattformen und deren Aufrufe. Außen vor bleiben auch Influencer, deren Posts typischerweise ein Millionenpublikum erreichen und die mit erheblichen Nachahmungseffekten rechnen dürfen.

Weiter oben wurde bereits gesagt, dass Art. 20 MAR, der gemäß § 120 Abs. 15 Nr. 23 WpHG als Ordnungswidrigkeit sanktioniert wird, die objektive Darstellung von Informationen und die Offenlegung von Interessenkonflikten verlangt.¹²¹ Die Norm spricht nur einen begrenzten Personenkreis an.¹²² Für einfache Nutzer einer Plattform wie „r/wallstreetbets“ dürfte regelmäßig nur Art. 3 Abs. 1 Nr. 34ii) MAR einschlägig sein. Erfasst sind neben Sachverständigen auch Journalisten, unter den weiten Wortlaut fallen freilich darüber hinaus alle Personen, die „direkt“ eine „bestimmte Anlageentscheidung zu einem Finanzinstrument“ vorschlagen.¹²³ Das dürfte jedenfalls für

120 Siehe oben III. 3. a).

121 Siehe oben III. 2. a) aa).

122 Siehe oben III. 2. a) aa).

123 Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer (Fn. 77), § 21 Rdn. 38.

solche Nutzer einschlägig sein, die eine konkrete Investition in *GameStop* über den in Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 MAR angesprochenen „Verbreitungskanal“ „r/wallstreetbets“ vorschlagen, insbesondere beschränkt sich Nr. 35 nicht auf Beurteilungen zum Wert oder zur Kursentwicklung, sondern spricht diese nur beispielhaft an. Zu bedenken ist allerdings, dass Art. 20 MAR Anlegerschutz mit Blick darauf verwirklichen will, dass die Empfänger von Empfehlungen diese als von einem – in der einen oder anderen Weise – kompetenten Absender gesendet verstehen. Vor diesem Hintergrund wird etwa die Subsumtion von Werbung unter Art. 20 MAR abgelehnt, weil es an einem schutzwürdigen Vertrauen in das Vorliegen einer zuverlässigen, objektiven und integren Anlageempfehlung fehle.¹²⁴ Das gilt auch dann, wenn Werbematerial von dem in Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 i) MAR angesprochenen Personenkreis, mithin professionellen Anlageberatern, zur Verfügung gestellt wird.¹²⁵ Für die übliche Breitenkommunikation unter beliebigen Nutzern sozialer Medien, die gegenüber ihrem Publikum nicht besonderes Vertrauen in die eigene Kompetenz in Finanzfragen in Anspruch nehmen, dürfte das erst recht gelten. Im Fall *GameStop* kommt noch hinzu, dass jedenfalls solche Nutzer, die sich dem „Schwarm“ anschlossen und beispielsweise dem Aufruf, Hedgefonds in Bedrängnis zu bringen, zustimmten, deutlich signalisierten, dass ihre „Anlageempfehlung“ nichts mit der zu erwartenden Kursentwicklung zu tun hatte, sondern aus anderen Beweggründen erfolgte.

Zuletzt bleiben (wie bereits bei der interventionistischen Kommunikation) die Gewährleistungen des Art. 21 MAR zu bedenken. Besonders deutlich wird der Unterschied zwischen einer – auf Gewinnerzielung gerichteten – Anlageempfehlung und einer Meinungsäußerung, soweit in den Posts der hier in den Blick genommenen „einfachen“ Nutzer, primär Unmut gegenüber Hedgefonds zum Ausdruck gebracht wird („it’s not about the money, it’s about sending a message“¹²⁶).

Lässt sich Breitenkommunikation typischerweise nicht als Anlageempfehlung einordnen, bleibt zu fragen, unter welchen Umständen ein Marktmanipulationstatbestand verwirklicht sein könnte.¹²⁷ In Betracht kommt auf den ersten Blick sowohl die von einem Kleinanleger getätigte Investition selbst, Art. 12 Abs. 1 a) MAR (Geschäftsabschluss oder Handelsauftrag), als auch die im Rahmen der Breitenkommunikation erfolgte Meinungsäußerung Art. 12 Abs. 1 a) MAR (jede andere Handlung). Von den zahlreichen Begehungsformen einer Marktmanipulation dürfte vor allem Art. 12 Abs. 1 a) ii) MAR ein-

124 Zur Werbung siehe noch unten III. 3. c) dd).

125 Meyer/Veil/Rönnau/Rothenhöfer (Fn. 77), § 21 Rdn. 31.

126 Abrufbar unter <https://ricochet.com/881321/gamestop-is-not-about-the-money-its-about-sending-a-message/>.

127 Zu einer ersten Einschätzung siehe *Wegner*, Noch Missbrauch as usual oder schon Marktmissbrauch, 1. 2. 2021, abrufbar unter <https://www.lto.de/recht/hintergruende/h/gamestop-aktien-reddit-wallstreetbets-hedgefonds-short-sale-squeeze-boerse-spekulation-marktmissbrauch-recht-wphg/>.

schlägig sein. Diese Variante setzt voraus, dass durch die betreffende Handlung ein anormales oder künstliches Kursniveau erzielt wird oder dies wahrscheinlich ist. Die Sanktionierung als Straftatbestand verlangt nach § 119 Abs. 1 Nr. 1 WpHG, dass auf den Preis des Finanzinstruments tatsächlich eingewirkt wurde, der Versuch ist nach Abs. 4 strafbar.¹²⁸ Fehlt es hieran, liegt nach § 120 Abs. 15 Nr. 2 WpHG eine Ordnungswidrigkeit vor.¹²⁹

Wann von einem künstlichen Kursniveau auszugehen ist, ist hoch umstritten.¹³⁰ Das Auseinanderfallen von Kurs und Fundamentalwert dürfte hierfür keinesfalls genügen, will man nicht die uferlose Ausdehnung der Strafbarkeit, in überhitzten Märkten oder in Nischen aber auch mit Blick auf die Schwierigkeiten der Ermittlung von Fundamentalwerten, in Kauf nehmen. Allein der *dolus malus* einer Manipulationsabsicht wirkt nach zutreffender Ansicht ebenso wenig strafbegründend,¹³¹ so dass auch unter Rückgriff hierauf die Künstlichkeit des Preises nicht etabliert werden kann.¹³² Stellt man für die Konkretisierung des Begriffs auf das Schutzgut der MAR ab, rückt die Marktintegrität in den Mittelpunkt. Wichtigstes Instrument der MAR ist die unverzügliche Veröffentlichung kursrelevanter Informationen, um auf diese Weise vernünftige Anlegerentscheidungen zu ermöglichen. Werden aber – wie in *GameStop* – die Gründe für die eigene Investitionsentscheidung nicht etwa unter Insidern weitergereicht, sondern im Rahmen der Breitenkommunikation über soziale Medien gerade öffentlich bekannt gegeben, bildet sich der Preis sogar auf einer ganz besonders reichhaltigen öffentlichen Informationsgrundlage.¹³³ Von einem künstlichen Kursniveau dürfte deshalb in diesen Fällen nicht auszugehen sein.

Selbst wenn man doch von einem künstlichen Kursniveau ausgehen wollte, werden die von Kleinanlegern erteilten Handelsaufträge bzw. durchgeführten Geschäftsabschlüsse regelmäßig ausscheiden, denn durch das Volumen des einzelnen Geschäfts wird eine Kursveränderung weder erzielt noch ist dies wahrscheinlich, Art. 12 Abs. 1 a) ii) MAR. Dasselbe gilt für die gleichsam „anfeuernde“ Meinungsäußerung: Die Besonderheit eines Schwarmphänomens

128 Schwark/Zimmer/Böse/Jansen (Fn. 8), § 119 WpHG Rdn. 24, 35.

129 Siehe oben III. 2. a) aa).

130 Park/Saliger, Kapitalmarktstrafrecht, 5. Aufl. 2019, §§ 119, 120 WpHG i.V.m. Art. 15, 12 MAR Rdn. 91 f.; Klöhn/Schmolke (Fn. 71), Art. 12 Rdn. 54 ff.; Schwark/Zimmer/ders./Bator (Fn. 8), Art. 12 MAR Rdn. 30; für Kasuistik Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Worms (Fn. 21), § 10 Rdn. 40.

131 In diese Richtung aber Park/Saliger (Fn. 130), §§ 119, 120 WpHG i.V.m. Art. 15, 12 MAR Rdn. 92.

132 Schwark/Zimmer/ders./Bator (Fn. 8), Art. 12 MAR Rdn. 30; Klöhn/Schmolke (Fn. 71), Art. 12 Rdn. 57.

133 Das gilt jedenfalls, wenn man das übliche Narrativ des verständigen Durchschnittsanlegers zugrunde legt, mithin irrationales Anlegerverhalten, insbesondere Herdeneffekte, außer Betracht lässt; vgl. Kalss/Oppitz/Torggler/Winner/Kalss (Fn. 89), Art. 12 MAR Rdn. 13; Kumpan/Mistereck, ZHR 184 (2020) 180, 210 ff.; krit. Langenbucher, AG 2016, 417, 419.

wie *GameStop* ist gerade die Aggregation unzähliger einzelner Beiträge, die erst in ihrer Gesamtheit den Erfolg in Gestalt einer Kursänderung (unterstellt, man hält diese überhaupt für künstlich) herbeiführen. Wie hiermit umzugehen ist, steht weder im Kapitalmarktrecht noch im Strafrecht bislang fest.¹³⁴ Allein die Strafbarkeit des Versuchs, § 119 Abs. 4 WpHG, hilft nicht weiter, wenn dem Täter klar vor Augen steht, dass die konkrete eigene Handlung den Erfolg nicht herbeizuführen geeignet ist. Zweifel drängen sich überdies mit Blick auf die objektive Zurechenbarkeit zwischen der auf diese Weise isolierbaren, einzelnen Handlung des Täters und der nur durch das Zusammenwirken eines ganzen Schwarms herbeigeführten Kursbewegung auf. Posts in einem Internetforum wird man außerdem in vielen Fällen für eine sozialadäquate Meinungsäußerung¹³⁵ halten dürfen. Zuletzt dürfte es regelmäßig am Vorsatz, §§ 119 Abs. 1 Nr. 1 WpHG, 15 StGB, aber auch der Leichtfertigkeit, § 120 Abs. 15 Nr. 2 WpHG, fehlen, sofern der Täter weiß, dass die eigene kleinvolumige Investition die Kursänderung nicht bewirken kann.

Ähnliche Bedenken stehen schließlich Versuchen entgegen, die Strafbarkeit über eine Mittäterschaft, eine Anstiftung oder über § 111 StGB zu begründen.¹³⁶ Den stimmungsmachenden Posts dürfte nicht nur regelmäßig der Bezug zur konkreten Tat eines anderen fehlen, die mindestens das Versuchsstadium erreicht haben muss,¹³⁷ in Betracht kommt auch hier nur das Schwarmphänomen insgesamt. Zwar nimmt Art. 12 Abs. 2 a) MAR die Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung auch insoweit in den Blick, als sie durch „in Absprache handelnde Personen“ erfolgt. Ein *abusive squeeze* fällt nach ganz herrschender Meinung unter dieses Tatbestandsmerkmal,¹³⁸ obwohl sich erneut die bereits bei der Konkretisierung des Merkmals „künstlich“ erörterte Frage aufdrängt, wann ein *squeeze* denn *abusive* sein könnte. In jedem Fall dürfte ein Schwarmphänomen der beschriebenen Art nicht einmal die Min-

134 Zur Aufforderung zur Tötung einer konkret identifizierten Person bei *Facebook* BGH NStZ-RR 2018, 308; zur Strafbarkeit von Hatespeech in sozialen Medien *Eckel/Rottmeier*, NStZ 2021, 1 (Fokus auf §§ 185, 186 ff., 130 StGB).

135 Hierzu *Roxin/Greco*, Strafrecht Allgemeiner Teil, Bd. I, 5. Aufl. 2020, § 10, Rdn. 36 ff., bei Rdn. 41 für einschränkende Auslegung statt Sozialadäquanz.

136 Zur Strafbarkeit nach § 111 StGB im Zusammenhang mit Aufrufen im Internet *Ostendorf/Frahm/Doege*, NStZ 2012, 529, 531 ff.; OLG Stuttgart MMR 2007, 434; breiter: Wissenschaftliche Dienste/Deutscher Bundestag, Öffentliches Billigen oder Gutheißen von Straftaten, 8. 6. 2018, WD 7 - 3000 - 128/18, abrufbar auf <https://www.bundestag.de/resource/blob/565442/fdaadce8f747f3226a83824d2039aa28/wd-7-128-18-pdf-data.pdf>; zur Differenzierung zwischen Befürwortung und Aufforderung unter Berücksichtigung der Meinungsfreiheit im Rahmen des § 111 StGB BeckOK-StGB/*Dallmeyer*, 48. Ed. 2020, § 111 StGB Rdn. 5 m.w.N.

137 Zur Anstiftung durch Kommunikation in sozialen Medien *Ostendorf/Frahm/Doege*, NStZ 2012, 529, 533.

138 Klöhn/*Schmolke* (Fn. 71), Art. 12 Rdn. 312.

destvoraussetzungen einer „Absprache“ erfüllen, sondern als strafloses Parallelverhalten einzuordnen sein.¹³⁹

c) Insiderinformationen und soziale Medien

Wenden wir den Blick von der Kommunikation, die Aktionäre und Investoren anstoßen, hin zur Breitenkommunikation, die von der Gesellschaft initiiert wird. Diese scheint primär den Mustern werbender, auf Verbraucher ausgerichteter Maßnahmen zu folgen. Dabei wird weder angestrebt, auf diese Weise hauptversammlungsrelevante Informationen zu verbreiten, noch standardisierte Kapitalmarktpublizität zu ersetzen. Ziel ist meist primär die Beziehungspflege, die Meinungsbildung und der Aufbau „digitaler Reputation“¹⁴⁰, um ein positives Engagement von Aktionären bzw. Investoren hervorzurufen.¹⁴¹

Mit dieser Einschätzung mochte man sich zufriedengeben, solange diese Form der Kontaktaufnahme einem verhältnismäßig statischen, monologisch organisierten „digitalen Schaufenster“ entsprach. Mindestens zwei Charakteristika der Kommunikation über soziale Medien dürften allerdings einen schärferen Blick auf das regulatorische Umfeld nahelegen. Die Schnelligkeit derartiger Kommunikation führt dazu, dass sich werbende und standardisierte Kommunikation gegenseitig beeinflussen und bisweilen überschneiden. Der viel diskutierte Tweet des Tesla-Gründers *Elon Musk*, er werde Tesla von der Börse nehmen, ist ein Musterbeispiel dafür, hat er doch sogar in Deutschland zu einer Diskussion über die Frage geführt, wie sich Tweet und Ad-hoc-Meldung zueinander verhalten.¹⁴² Hinzu tritt die dialogische, vernetzte und verknäppte Struktur der Kommunikation über soziale Medien. Für die Entscheidung der Verwaltung, auf diese Weise mit der Öffentlichkeit in Kontakt zu treten, ist über eigene, kommunikationsspezifische Sorgfaltspflichten nachzudenken.

aa) Keine Erfüllung der Ad-hoc-Pflicht über soziale Medien

Art. 17 Abs. 1 MAR verpflichtet Emittenten zur Veröffentlichung von Insiderinformationen, die unmittelbar den Emittenten betreffen. Angesprochen ist in Unterabs. 2 auch die Art und Weise einer solchen Veröffentlichung. So ist der schnelle Zugriff der Öffentlichkeit und die Möglichkeit, die Informa-

139 Zum allgemeinen Strafrecht (Stichwort: Abgrenzung kollektiver Intentionalität von irrelevantem Parallelverhalten) *Schmitt-Leonardy*, Unternehmenskriminalität ohne Strafrecht?, 2013, S. 161 ff., Rdn. 232 ff.

140 Zerfaß/Piwinger/Pleil/Zerfaß (Fn. 13), S. 731, 737.

141 *Hoffmann/Lutz*, Journal of Public Affairs (2014), abrufbar unter <https://doi.org/10.1002/pa.1535>; zur positiven Korrelation der Präsenz in sozialen Medien und Aktienkurs *Kuntz*, ZHR 182 (2019) 190, 213 f. m.w.N.

142 *Kuntz*, ZHR 182 (2019) 190, 217 ff.

tion vollständig, korrekt und rechtzeitig zu bewerten, sicherzustellen.¹⁴³ Falls ein amtlich bestelltes System gemäß Art. 21 der Transparenzrichtlinie 2004/109/EG vorhanden ist, ist auch dort zu veröffentlichen.¹⁴⁴ In Deutschland ist das im Umfang des § 26 WpHG der Fall.¹⁴⁵ Noch weiter konkretisiert die Durchführungsverordnung 2016/1055 der Kommission vom 29. 06. 2016 die technischen Mittel für die Bekanntgabe von Insiderinformationen. Dabei stellt Art. 2 Abs. 1 a) i) auf nichtdiskriminierende Verbreitung an eine möglichst breite Öffentlichkeit ab und zwar ii) unentgeltlich und iii) in der gesamten Union. Abs. 1 b) spricht von Medien, bei denen „die Öffentlichkeit vernünftigerweise davon ausgeht, dass sie die Informationen tatsächlich verbreiten“.¹⁴⁶ Klargestellt wird in Art. 17 Abs. 2 S. 1 MAR außerdem, dass Emittenten die Veröffentlichung von Insiderinformationen nicht mit der Vermarktung ihrer Tätigkeit verbinden dürfen.

ESMA und BaFin lehnen es derzeit ab, soziale Medien als angemessenen Kommunikationskanal gemäß Art. 17 Abs. 1 MAR einzuordnen,¹⁴⁷ dem stimmt die Literatur überwiegend zu.¹⁴⁸ Der Emittentenleitfaden der BaFin stellt im Grundsatz auf das breite Anlegerpublikum, mithin eine unbestimmte Zahl von Personen ab, die Kostenpflichtigkeit des Zugangs soll nicht schädlich sein.¹⁴⁹ Nicht ausreichend ist hingegen die Veröffentlichung in einem „nur in bestimmten Kreisen einschlägigen (Börsen-)Informationsdienst oder Newsboard“ sowie das Einstellen auf der Homepage des Unternehmens.¹⁵⁰ Veröffentlichungen in der Lokalpresse erfüllen diese Anforderungen ebenso wenig, weil es an der Erreichbarkeit für das breite Anlegerpublikum fehlt. Im gleichen Atemzug ordnet der Emittentenleitfaden die Veröffentlichung auf sozialen Netzwerken als ungeeignet ein, die öffentliche Bekanntheit nach Art. 17

143 *Klöhn*, AG 2016, 423, 430.

144 Die amtliche Übersetzung liest sich aufgrund des im Halbsatz verschobenen Begriffs „falls vorhanden“ verwirrend. Die englische Sprachfassung liefert Klarheit.

145 Schwark/Zimmer/Kumpan (Fn. 8), § 26 WpHG Rdn. 2.

146 Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze (Fn. 8), Art. 17 MAR Rdn. 138 f.

147 ESMA/2015/1455, Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, final report, 28. 9. 2015, Rdn. 188, abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1455_-_final_report_mar_ts.pdf.

148 Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze (Fn. 8), Art. 17 MAR Rdn. 141; Schimansky/Bunte/Lwowski/Hopt/Kumpan, BankR-Hdb., Bd. 2, 5. Aufl. 2017, § 107 Rdn. 150; *Buck-Heeb* (Fn. 3), § 6, Rdn. 494; *Kumpan*, DB 2016, 2039, 2043. Zur Veröffentlichung in sozialen Medien siehe *Klöhn/Bartmann*, AG 2014, 737, 740 ff. Der Möglichkeit einer grds. Veröffentlichung in sozialen Medien offen gegenüberstehend *Kuntz*, ZHR 183 (2019) 190, 222 ff.

149 Emittentenleitfaden Modul C I. 2. 1. 1.

150 BaFin, Insiderinformation gemäß Art. 7 Abs. 1 Buchst. a) MAR, abrufbar unter <https://www.bafin.de/dok/13482920>.

MAR herzustellen.¹⁵¹ In der Literatur ist das auf Zustimmung¹⁵² aber auch auf Ablehnung¹⁵³ gestoßen.

Der Streit um die Frage, ob soziale Medien sich als Kommunikationskanal für eine Ad-hoc-Meldung eignen, dürfte jedenfalls für die hier behandelten börsennotierten Unternehmen in Deutschland weitgehend akademischer Natur sein. In der Praxis wird mit der Übermittlung an die BaFin sowie die Medien ein Intermediär beauftragt. Marktführer ist die Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität.¹⁵⁴ Sollte eine börsennotierte Gesellschaft sich tatsächlich bewusst dafür entscheiden, im Anschluss an die Übermittlung an die BaFin statt der Mandatierung dieser (oder einer ähnlichen) Gesellschaft ausschließlich *Twitter* oder ein anderes soziales Medium einzusetzen, ist derjenigen Ansicht beizutreten, die davon ausgeht, es fehle an einer Übermittlung an die Medien „in ihrer Gesamtheit“.¹⁵⁵

Der Rückgriff auf die in den USA ergangenen Beschlüsse der SEC ist insofern übrigens von begrenztem Wert, unterscheidet sich doch die US-amerikanische Rechtslage in einem wichtigen Punkt von der europäischen: Die Regulation FD kennt lediglich ein Verbot selektiver Veröffentlichung, nicht aber eine Pflicht zur Veröffentlichung. Letztere besteht nur mit Blick auf eine enumerative Liste bestimmter Ereignisse, einschlägig ist Form 8-K. Nachrichten auf sozialen Medien werden von der SEC zwar als kompatibel mit der Regulation FD eingeordnet, falls das Unternehmen den Markt darüber aufgeklärt hat.¹⁵⁶ Das bedeutet aber nur, dass die Behörde davon ausgeht, es liege keine unzulässige *selective disclosure* vor. Auf die Ad-hoc-Pflicht nach der MAR lässt sich dies ebenso wenig übertragen wie auf das hochgradig standardisierte Ausfüllen der Form 8-K der SEC. Empfohlen wird in der US-amerikanischen Praxis lediglich die Inbezugnahme beispielsweise einer Presseerklärung, sofern über die knapp gefasste Form 8-K hinaus Erläuterungen gegeben werden sollen.¹⁵⁷ Ein solcher Verweis mag sich auch auf Erläuterungen in sozialen Medien beziehen.

151 BaFin, Insiderinformation gemäß Art. 7 Abs. 1 Buchst. a) MAR, abrufbar unter <https://www.bafin.de/dok/13482920>.

152 Klöhn/*ders.* (Fn. 71), Art. 17 MAR Rdn. 138; Klöhn/*Bartmann*, AG 2014, 737, 742 (noch zu § 5 WpAIV).

153 Kuntz, ZHR 182 (2019) 190, 217 ff.

154 Meyer/*Veil/Rönnau/Veil/Brüggemeier* (Fn. 77), § 10 B. Rdn. 169.

155 Klöhn/*Bartmann*, AG 2014, 737, 742 (noch zu § 3a WpAIV).

156 SEC, SEC Says Social Media OK for Company Announcements if Investors Are Alerted, Pressemitteilung v. 2. 4. 2013, abrufbar unter <https://www.sec.gov/news/press-release/2013-2013-51.htm>; hierzu Grundfest, Rock Center for Corporate Governance, Working Paper Series No. 131, 30. 1. 2013, abrufbar unter https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2209525; rechtsvergleichend Kuntz, ZHR 182 (2019) 190, 223 ff.

157 Siehe z.B. Westwicke *blog*, abrufbar unter <https://westwicke.com/2021/03/form-8-k-or-press-release-know-the-difference-when-you-disclose-news/>.

bb) Nachholung der Ad-hoc-Meldung nach Verbreitung der Insiderinformation über soziale Medien?

Praxisrelevanter als die bewusste Verbreitung einer Ad-hoc-Meldung nur über soziale Medien ist die Frage, ob ein Verstoß gegen Art. 17 Abs. 1 MAR auch dann vorliegt, wenn die Gesellschaft eine Information zu Unrecht nicht als Insiderinformation einordnet und nach Art einer Pressemeldung ausschließlich auf sozialen Medien verbreitet.

Fest steht, dass nach § 120 Abs. 15 Nr. 6 WpHG bei vorsätzlichem oder leichtfertigem Handeln eine Ordnungswidrigkeit vorliegt, weil nicht korrekt publiziert wurde. Ob im Anschluss, mithin nach der erfolgten Verbreitung über soziale Medien, noch eine Ad-hoc-Meldung erfolgen muss, hängt davon ab, ob es sich immer noch um eine „nicht öffentliche“ Information handelt.¹⁵⁸ Entscheidend hierfür ist in Zusammenschau der Artt. 7, 17 MAR, ob ein breites Anlegerpublikum die Möglichkeit zur Kenntnisnahme und damit einen Handelsanreiz erhält, der Information mithin eine ad-hoc-gleiche Öffentlichkeit zukommt.¹⁵⁹ Unerheblich ist, ob diese breite Öffentlichkeit gerade durch eine Ad-hoc-Meldung oder auf andere Weise hergestellt wurde.¹⁶⁰ Entschieden werden kann das nur im Einzelfall, abhängig vom gewählten Kommunikationskanal, dessen Verbreitung und Vernetzung.¹⁶¹ Die in der Literatur beispielhaft herangezogenen „35 Millionen Abonnenten der Facebook-Seite von Adidas“¹⁶² (die öffentlich zugänglich, mithin nicht von einer Freundschaftsanfrage abhängig ist) dürften beispielsweise eine ad-hoc-gleiche Öffentlichkeit herzustellen geeignet sein.

cc) Insiderhandel

Vor diesem Hintergrund lässt sich auch die Einordnung von Personen vornehmen, die über soziale Medien Insiderinformationen verbreiten.¹⁶³ Art. 14 c) MAR verbietet die Offenlegung von Insiderinformationen. Art. 10 Abs. 1 MAR konkretisiert, was unter einer Offenlegung zu verstehen ist. Die Rede ist dort von der Offenlegung gegenüber „einer“ anderen Person, es besteht allerdings Einigkeit, dass auch die Offenlegung gegenüber mehreren Personen

158 Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks (Fn. 52), § 1 Rdn. 197; Klöhn/Bartmann, AG 2014, 737, 744; für generelle Unzulässigkeit Meyer/Veil/Rönnau/Meyer (Fn. 77), § 8 Rdn. 47.

159 Schwark/Zimmer/Kumpan/Mistere (Fn. 8), Art. 7 MAR Rdn. 101.

160 Schwark/Zimmer/Kumpan/Mistere (Fn. 8), Art. 7 MAR Rdn. 101; Kuntz, ZHR 183 (2019) 190, 221.

161 Schwark/Zimmer/Kumpan/Grütze (Fn. 8), Art. 10 MAR Rdn. 21; Hopt/Kumpan, ZGR 2017, 765, 775.

162 Kuntz, ZHR 183 (2019) 190, 222.

163 Zur Organisationspflichten der Gesellschaft mit Blick auf Compliance Kuntz, ZHR 183 (2019) 190, 230 ff.

unter die Norm fällt.¹⁶⁴ Nicht mehr von einer Offenlegung nach Art. 10 Abs. 1 MAR kann erst gesprochen werden, wenn durch die Kommunikation an mehrere Personen, etwa auf sozialen Medien, öffentliche Bekanntheit hergestellt wird.

Tweetet deshalb ein Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglied aus laufender Sitzung, macht er sich (nur dann) gemäß § 119 Abs. 3 Nr. 3 WpHG strafbar, wenn die Zahl seiner eigenen Follower auf einer öffentlich zugänglichen Plattform hinter der breiten Anlegerschaft zurückbleibt.¹⁶⁵ In diesem Fall legt er die Nachricht nämlich nur einem begrenzten Personenkreis offen, stellt mithin keine öffentliche Bekanntheit her. Solange davon auszugehen ist, machen sich auch Empfänger über soziale Medien verbreiteter Nachrichten, die daraufhin ein Insidergeschäft tätigen, strafbar.¹⁶⁶ Häufig wird freilich die Vernetzung mit weiteren Nutzern dazu führen, dass sehr rasch doch die öffentliche Bekanntheit hergestellt wird. Handelt es sich bei dem einen Tweet absetzenden Vorstandsmitglied um eine Person mit einer erheblichen Zahl an Followern auf einer öffentlich zugänglichen Plattform, kann bereits der Tweet die öffentliche Bekanntheit herstellen. Verstoßen wird dann zwar nicht gegen Art. 14 c) MAR, möglicherweise aber gegen § 404 Abs. 1 Nr. 1 AktG.

dd) Kapitalmarkthaftung für die Verbreitung unwahrer Informationen über soziale Medien?

Soweit sich Breitenkommunikation und Kapitalmarktpublizität berühren, stellt sich die Frage nach einer Haftung für die Kommunikation unzutreffender oder irreführender Informationen. Der Schadensersatzanspruch des § 98 WpHG betrifft die Veröffentlichung einer unwahren Insiderinformation in der Form des Art. 17 MAR, die Breitenkommunikation ist davon nicht erfasst. Auch eine analoge Anwendung der Vorschrift liegt fern. So hat der BGH bekanntlich im Rahmen des IKB-Urteils eine Haftung für unzutreffende Presseerklärungen abgelehnt.¹⁶⁷ In derselben Entscheidung wurde die Anwendbarkeit der §§ 823 Abs. 2 BGB, 400 Abs. 1 Nr. 1 AktG mit Blick darauf ausgeschlossen, dass sich Presseerklärungen weder direkt noch analog unter die dort aufgezählten Veröffentlichungen fassen lassen. Für die Breitenkommunikation über soziale Medien gilt das erst recht. Der fortlaufende Kommunika-

164 Klöhn/*ders.* (Fn. 71), Art. 10 MAR Rdn. 20; Schwark/*Zimmer/Kumpan/Grütze* (Fn. 8), Art. 10 MAR Rdn. 21; *Hopt/Kumpan*, ZGR 2017, 765, 775.

165 So wohl auch *Habersack/Mülbert/Schlitt/Brellocks* (Fn. 52), § 1 Rdn. 197; auf die Anzahl an Followern der Gesellschaft kommt es insoweit nicht an, u.U. anders *Kuntz*, ZHR 183 (2019) 190, 217.

166 Aus diesem Grund kritisch *Kuntz*, ZHR 183 (2019) 190, 222.

167 BGH NJW 2012, 1800, Rdn. 16f.; siehe auch *Plückelmann* mit Anm. zu OLG Düsseldorf v. 19. 6. 2009 – 22 U 2/09, GWR 2009, 251; eine andere Frage stellt sich, wenn es um die Pflicht geht, eine unwahre Pressemitteilung im Wege der Ad-hoc-Meldung zu korrigieren, woraus sich eine Haftung gemäß § 97 WpHG ergeben kann, hierzu BGH BeckRS 2020, 40730, Rdn. 213 ff.

tionsstrom entspricht mit Blick auf dessen Verknappung und breite Vernetzung nicht dem Format einer monologischen, inhaltlich abgeschlossenen und anlassbezogenen Presseerklärung. Damit sind auch die weiter gehenden Überlegungen, ob sich aus einzelnen kapitalmarktrechtlichen Haftungstatbeständen eine allgemeine Informationshaftung am Kapitalmarkt destillieren lässt, für die Breitenkommunikation nicht einschlägig.¹⁶⁸

Die Breitenkommunikation unterscheidet sich mithin deutlich von den standardisierten Veröffentlichungen des kapitalmarktrechtlichen Publizitätsregimes. Schon etwas näher liegen Vergleiche mit Werbung, soweit im Kontext der Kommunikation einzelne Investments angepriesen werden. Immerhin finden sich in § 63 Abs. 6 WpHG Vorgaben für die Gestaltung von Marketingmitteilungen. Einschlägig ist die Norm freilich von vornherein nur für Wertpapierdienstleistungsunternehmen, § 2 Abs. 10 WpHG. Selbst für diese sind nur Informationen mit Bezug zu Wertpapieren, Finanzinstrumenten oder strukturierten Einlagen erfasst.¹⁶⁹ Der Begriff der Marketingmitteilung ist zwar weit zu verstehen, muss sich aber darauf richten, beim Kunden eine Kaufentscheidung hervorzurufen.¹⁷⁰ Der hier in den Blick genommenen Breitenkommunikation fehlt es regelmäßig an einer so zugespitzten Richtung, geht es doch viel unspezifischer um den Aufbau positiver „digitaler Reputation“. Anders kann im Fall der *celebrity endorsements*¹⁷¹ zu entscheiden sein, falls ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen eine *celebrity* mit Werbung, etwa über deren *social media account*, beauftragt. Auf die umstrittene Frage, ob die §§ 63 ff. WpHG Schutzgesetzcharakter haben – und damit eine Haftung nach § 823 Abs. 2 BGB auslösen können – kommt es deshalb meist gar nicht mehr an.¹⁷² Für die Außenhaftung der Gesellschaft für Breitenkommunikation bleibt es folglich bei den §§ 826, 31 BGB, soweit im Einzelfall die Grenze der Sittenwidrigkeit überschritten wird.

d) Faire Kommunikation

Engagiert sich die Gesellschaft in der Breitenkommunikation, zählt die Compliance mit den dargestellten kapitalmarktrechtlichen Rahmenbedingungen, insbesondere mit Art. 17 MAR, zum selbstverständlichen Pflichtenkanon. Noch nichts gesagt ist damit über die Entwicklung kommunikationsspezifischer Sorgfaltspflichten, welche die Verwaltung nach § 93 Abs. 1 S. 1 AktG im Rahmen der Breitenkommunikation zu beachten hat.

Zu derartigen Sorgfaltspflichten zählt neben der Entscheidung über das „Ob“ der Eröffnung eines Kommunikationskanals vor allem die Art und Wei-

168 Baums, ZHR (167) 2003, 139; knapper Überblick bei Langenbucher, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl. 2018, § 17, Rdn. 179 ff.; eingehend Schwark/Zimmer/ders./Steinbaeuser (Fn. 8), § 98 WpHG Rdn. 121 ff.

169 Schwark/Zimmer/Rothenhöfer (Fn. 8), § 63 WpHG Rdn. 148.

170 Schwark/Zimmer/Rothenhöfer (Fn. 8), § 63 WpHG Rdn. 149.

171 Siehe oben I. 3.

172 Langenbucher in: Karlsruher Forum 2014, S. 25 ff. m.w.N.

se „Wie“ kommuniziert werden soll. Bei der Auswahl des einschlägigen Kommunikationskanals sind eher statische Formate wie der Corporate Blog gegenüber interaktiven Angeboten wie Chats, der Eröffnung von Gruppen oder eines Twitter-Kontos abzuwägen und gegebenenfalls passgenau auf die in den Blick genommene Zielgruppe zuzuschneiden. Mitarbeiter sind über die Bedeutung eigener Äußerungen auf sozialen Medien ins Bild zu setzen.¹⁷³ Die Haftung für Plattformen ist zu bedenken.¹⁷⁴

Zur Konkretisierung des Sorgfaltsmaßstabs gegenüber den Empfängern lohnt erneut der Blick auf § 63 Abs. 6 WpHG. Auch wenn die auf Werbung bezogene Vorschrift für die Breitenkommunikation nicht unmittelbar einschlägig ist,¹⁷⁵ enthält sie doch mit dem Verweis auf Redlichkeit, Eindeutigkeit und dem Ausschluss von Irreführungspotential Leitplanken auch für die sorgfältig vorbereitete und durchgeführte Breitenkommunikation. In diese Richtung lässt sich zusätzlich Art. 44 der DelVO 2017/565¹⁷⁶ der Kommission lesen, soweit dort von fairer, klarer und nicht irreführender Information die Rede ist.

Orientiert man sich, diese Vorgaben zusammenfassend, am Leitbild fairer Breitenkommunikation, können immerhin erste Hinweise formuliert werden. So wird die sorgfältige Vorbereitung von Breitenkommunikation regelmäßig die Verifikation umfassen, dass die durch das Unternehmen in sozialen Medien veröffentlichte Information zutreffend ist (Art. 44 Abs. 2 b) DelVO 2017/565). Folgt man Art. 44 Abs. 2 d) DelVO 2017/565, beinhaltet faire Kommunikation auch die Sicherstellung der Verständlichkeit von Informationen, Meinungen oder Prognosen für den intendierten Empfängerkreis. Zuletzt mag man zu den einschlägigen Pflichten auch die Überprüfung rechnen, ob die Grundlagen der eigenen Kommunikation aktuell sind, Art. 44 Abs. 2 g) DelVO 2017/565.

Zugleich zeigt der Blick auf Art. 44 Abs. 2 DelVO 2017/565 Grenzen der Vorbildfunktion dieser (aufsichtsrechtlich ausgerichteten) Norm. Ein Hinweis auf Risiken (Art. 44 Abs. 2 b) DelVO 2017/565) oder die durchgängige Darstellung in einer Sprache (Art. 44 Abs. 2 f) DelVO 2017/565) wird sich nicht stets anbieten, insbesondere wenn die Breitenkommunikation verknüpft, fortlaufend und interaktiv erfolgt. Gerade weil Breitenkommunikation nicht nur dialogisch und vernetzt erfolgt, sondern sich – abhängig vom

173 Hierzu im Kontext von Unternehmenskrisen *Kremer*, FS Krieger, 2020, S. 575, 581.

174 *Friebe*, NJW 2020, 1697; *Kaesling/Knapp*, MMR 2021, 11; *Wagner*, GRUR 2020, 329 und *ders.*, GRUR 2020, 447.

175 Siehe oben III. 3. c) dd).

176 Delegierte VO (EU) 2017/565 der Kommission vom 25. 4. 2016 zur Ergänzung der RL 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie, ABl. EU 2017 Nr. L 87, S. 1.

eingesetzten Medium – auch weitgehend informell und hierarchiefrei vollzieht, kann die genaue Ausformung der Kommunikation nur einzelfallabhängig beurteilt werden. So ist zwar der algorithmengesteuerte Chatbot sorgfältig zu trainieren und die verwendeten Daten sind zu überprüfen. Ein Corporate Blog ist fortlaufend zu aktualisieren.¹⁷⁷ Gegen die Verwendung unterschiedlicher Sprachen auf einer Corporate Website oder in einer Twitter-Konversation wird hingegen im Regelfall nichts einzuwenden sein. Weil Breitenkommunikation zunehmend vernetzt und in verknappter Form stattfindet, lässt sich auf sozialen Medien häufig das Entstehen gleichsam verselbstständigter Pfade beobachten. So können algorithmengesteuerte Kommunikationsangebote nicht nur dazu führen, dass sich die Kommunikation auf als homogen eingeschätzte Gruppen verengt, sondern auch die Wahrnehmung von Information, je nach Kontext und von einem Bot ausgewählter Gruppe, verzerren. Zu den kommunikationsbezogenen Sorgfaltspflichten kann deshalb in der Breitenkommunikation auch die Überwachung des Schicksals eines einmal gestarteten Kommunikationsangebots zählen – einer Produktbeobachtungspflicht vergleichbar, die nach Beendigung eines Produktionszyklus fortbesteht.

IV. Zusammenfassung in Thesen

1. Wechselseitige Kommunikation kann ein Governance-Instrument sein.
2. Die Kommunikationsformen in der börsennotierten Aktiengesellschaft unterscheiden sich vor allem in Abhängigkeit von der Aktionärstaxonomie. Es lassen sich drei Kategorien identifizieren: (1) freundliche Kommunikation (institutionelle Investoren, Ankeraktionäre, Analystengesprächen u.ä.), (2) interventionistische Kommunikation (aktivistische Aktionäre, politisch oder profitorientiert, Leeverkäufer) und (3) Breitenkommunikation (Dialog von und mit Streubesitzaktionären/Kleinanlegern).
3. Die heutige Realität fortlaufender, vernetzter, verknappter und hierarchiefrei interaktiver Kommunikationsströme wird im Aktien- und Kapitalmarktrecht noch nicht hinreichend abgebildet.
4. § 131 AktG taugt nicht als Ausgangspunkt eines Rechtsrahmens für die interaktive Kommunikation der Aktiengesellschaft mit ihren Aktionären. Soweit es nach dieser Norm zu wechselseitiger Kommunikation kommt, dient diese der Willensbildung zu den Beschlussgegenständen der Hauptversammlung. Sie findet ihre Grenzen in der Kompetenzordnung der Aktiengesellschaft. Die laufende strategische Planung und die Unternehmenspolitik werden allenfalls indirekt erfasst.
5. Im Titel der zweiten Aktionärsrechterichtlinie wird hingegen auf die „Mitwirkung der Aktionäre“ Bezug genommen, in den Erwägungsgrün-

¹⁷⁷ Zu Gefahren der Integration von Weblinks *Kuntz*, ZHR 183 (2019) 190, 240.

- den (4), (6), (7), und in Art. 3a Abs. 4 auf die „unmittelbare Kommunikation zwischen den Aktionären und der Gesellschaft“. Hier kündigt sich ein aktienrechtlicher Paradigmenwechsel an, der von einem Seitenblick auf US-amerikanische *shareholder proposals* profitieren könnte.
6. Das Kapitalmarktrecht adressiert die wechselseitige Kommunikation des Investors mit dem Emittenten nicht. Regelungszweck des kapitalmarktrechtlichen Publizitätsregimes ist die Information von Marktteilnehmern mit Blick auf (Des-)Investitionsentscheidungen, nicht die Kommunikation mit diesen.
 7. Im Aktionsplan Kapitalmarktunion klingt erstmalig ein Verweis auf „Interaktion“ mit dem Emittenten an. Dieser beschränkt sich aber auf die Stimmrechtsabgabe von Aktionären und beinhaltet keinen kapitalmarktrechtlichen Paradigmenwechsel.
 8. Für das Kommunikationsverhalten der Gesellschaft gilt die aktienrechtliche Kompetenzordnung. Zuständig für die Eröffnung von Kommunikationskanälen ist im Grundsatz der Vorstand, in Ausnahmefällen auch der Aufsichtsratsvorsitzende. Es gilt die aktienrechtliche Haftungsordnung, mit den §§ 93 Abs. 1 S. 2, 116 AktG als Dreh- und Angelpunkt.
 9. Werden Kommunikationskanäle eröffnet, entstehen Sorgfaltspflichten. Deren selbstverständlicher Bestandteil sind Compliance-Pflichten. Hinzu treten kommunikationsbezogene Sorgfaltspflichten der Verwaltung, die abhängig von der Art der Kommunikation und dem jeweiligen Akteur variieren.
 10. Die Zulässigkeit freundlicher Kommunikation wird in den §§ 134b Abs. 1 Nr. 3, 134d Abs. 2 Nr. 6 AktG vorausgesetzt. Zu beachten ist insbesondere Art. 14 MAR mit Blick auf die Offenlegung von Insiderinformationen. Kommunikationsbezogene Sorgfaltspflichten betreffen die angemessene Balance zwischen privilegierten und nicht privilegierten Aktionären.
 11. Interventionistische Kommunikation hat die Artt. 15, 20 Abs. 1, 21 MAR zu beachten, um hinreichende Qualität der Information sowie Offenlegung von Interessenkonflikten zu gewährleisten.
 12. Die kommunikationsbezogenen Sorgfaltspflichten bei interventionistischer Kommunikation betreffen zunächst die Strukturierung des Dialogs. Dieser hat sich entlang konzentrischer Kreise der Kommunikation zu vollziehen. Deren Ausgangspunkt ist der bilaterale Dialog mit dem Aktivist, es schließt sich die Kontaktaufnahme zu Dialogpartnern freundlicher Kommunikation und schließlich zum Auftritt am Markt an. Fortlaufende Beobachtungspflichten dienen im Übrigen der Antizipation von Interventionen.
 13. Breitenkommunikation ist derzeit noch nicht geeignet, die vor allem Streubesitzaktionäre treffenden Kollektivhandlungsprobleme und deren rationale Apathie zu überwinden. Schwarmphänomene am Kapitalmarkt (wie etwa der Fall *GameStop*) weisen aber auf Veränderungen für die Zukunft hin. Für einfache Nutzer der Kanäle der Breitenkommunikation

werden bei derartigen Schwarmphänomenen nur selten die Artt. 15, 20 MAR verletzt sein.

14. Die durch die Gesellschaft eröffnete Breitenkommunikation über soziale Medien eignet sich nicht zur Erfüllung der Ad-hoc-Pflicht des Art. 17 Abs. 1 MAR. Wurden Insiderinformationen gleichwohl nach Art einer Pressemeldung nur über soziale Medien verbreitet, kann dies, in Abhängigkeit von der Zugänglichkeit des Mediums und der Zahl der Nutzer, im Einzelfall zu öffentlichem Bekanntwerden führen. Die Haftung der Gesellschaft für die Verbreitung unwahrer Informationen über soziale Medien richtet sich nur nach den §§ 826, 31 BGB, nicht nach § 98 WpHG.
15. Für kommunikationsbezogene Sorgfaltspflichten gilt das Leitbild fairer Kommunikation, welches in Anlehnung an § 63 WpHG und die DelVO 2017/565 zu entwickeln ist.

DISKUSSIONSBERICHT

zu den Referaten von Dörte Poelzig und Katja Langenbacher
(Diskussionsleitung: Karsten Schmidt)

I. Die Diskussionsbeiträge zum Referat von *Poelzig* befassten sich vor allem mit der Rolle der Stimmrechtsberater und der schwierigen Frage ihrer Haftung. Auch die jüngere Entwicklung, die Übernahme eines der Duopolisten¹ am Markt der Stimmrechtsberater durch die Deutsche Börse AG,² wurde kritisch beleuchtet.

1. Die kürzlich erfolgte Übernahme einer Mehrheitsbeteiligung an *ISS* durch die Deutsche Börse AG als Marktplatzbetreiber löste bei vielen Teilnehmern Sorgen aus. Zu Bedenken gegeben wurde, dass die Aktionärsstruktur der Deutsche Börse AG ihrerseits maßgeblich durch institutionelle Investoren geprägt sei und diese ja wiederum Dienstleistungen von *ISS* in Anspruch nähmen; somit bestehe die Gefahr, dass dies Auswirkungen auf die Stimmrechtsmacht habe. Anlass hierfür sei auch die Aussage des Vorstandschefs der Deutschen Börse AG *Theodor Weimer*, wonach die Akquisition von *ISS* die Börse in die Lage versetze, in Zukunft zu einem der weltweit führenden ESG-Akteure zu werden.³ Auf die Frage, ob diese erhöhte Macht *de lege ferenda* Anlass für eine stärkere Regulierung sein könne, entgegnete *Poelzig*, dass mit dem ARUG II⁴ und insbesondere dessen Offenlegungspflichten in § 134d AktG erst kürzlich eine wesentliche Verschärfung in Kraft gesetzt worden sei, die zunächst evaluiert werden sollte, um dann den konkreten Regulierungsbedarf *de lege ferenda* zielgenauer einschätzen zu können. Schon bezüglich der Corporate Governance-Beratung in Verbindung mit der Stimmrechtsberatung sei eine Zerschlagung diskutiert worden. Die Kombination mit einem Marktplatzbetreiber erzeuge sicherlich einen neuen Interessenkonflikt, dessen Brisanz aber gleichfalls noch evaluiert werden sollte. Ein Teilnehmer forderte, nicht nur infrage zu stellen, ob Stimmrechtsberater zugleich be-

1 Anm. d. Verf.: Zur Marktmacht der Unternehmen Institutional Shareholder Services Inc. (*ISS*) und Glass, Lewis & Co., LLC (*Glass Lewis*) vgl. *Poelzig* (II. 1. b) Markt der Stimmrechtsberatung).

2 Anm. d. Verf.: Hierzu etwa *Körner*, Milliardenzukauf – Deutsche Börse setzt auf Nachhaltigkeit, HB v. 19. 11. 2020, 28.

3 Anm. d. Verf.: *Körner*, Übernahme in den USA – Deutsche Börse kauft Stimmrechtsberater *ISS* für 1,5 Milliarden Euro, HB online v. 17. 11. 2020, abrufbar unter <https://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/marktberichte/uebernahme-in-den-usa-deutsche-boerse-kauft-stimmrechtsberater-iss-fuer-1-5-milliarden-euro/26633864.html>, Stand: 25. 1. 2021.

4 Anm. d. Verf.: Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II) basierend auf der RL (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. 5. 2017 zur Änderung der RL 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre.

raten dürften, sondern auch, ob Stimmrechtsempfehlungen im Bereich der Geschäftspolitik regulatorisch unterbunden werden sollten. Diskutiert wurde ebenfalls, ob über den Bereich der Corporate Governance hinaus der Einfluss von Stimmrechtsberatern auch auf die Geschäftspolitik zu beobachten sei und ob hieraus Wettbewerbsprobleme entstünden. Diese Phänomene des Common Ownership werden laut *Poelzig* bereits von der Monopolkommission beobachtet und müssten ggf. eine neue Regulierung nach sich ziehen.

Zum Duopol wurden aus dem Teilnehmerkreis angesichts der wachsenden Bedeutung von asiatischen Finanzplätzen in Singapur, Hongkong und Shanghai Zweifel laut, ob auch chinesische institutionelle Investoren auf die Dienste US-amerikanischer Stimmrechtsberater zurückgreifen würden. Ein Praktiker wies darauf hin, dass *ISS* in China zwar Marktführer sei, es aber etwa in Gestalt von *ZD Proxy* durchaus auch chinesische Anbieter gebe.

2. Ein Teilnehmer regte zudem an, die Stimmrechtsberater einmal als eine Art Plattformen oder *Decentralized Autonomous Organizations* zu betrachten, die mit ihren Kunden abstrakte *voting principles* bzw. *policies* entwickeln und quasi automatisierte Empfehlungen mit einem geringen menschlichen Restermessen erstellen. Die Frage sei, ob nicht auch die Regulierung anders angegangen werden müsse, wenn man diesem Bild des Automaten folgen würde. *Poelzig* ergänzte, dass in den USA von Seiten der Stimmrechtsberater erste Ansätze eines echten *Robo-Voting* in Gestalt von Plattformen erkennbar seien, denen Anleger ihre Stimmrechte ohne weitere Überprüfung zur Ausübung übertragen können. Auch insoweit habe die SEC aber zunächst einmal die *fiduciary duties* der institutionellen Anleger geschärft. Würde das Modell der ungeprüften Übernahme sich gleichwohl weiter durchsetzen, wäre eine stärkere aufsichtsrechtliche Kontrolle der Plattformen wohl nötig.

3. Mehrmals wurde unterstrichen, dass die Rolle der Stimmrechtsberater keinesfalls ausschließlich negativ betrachtet werden müsse. Insofern wurde die Ansicht der Referentin geteilt, dass ohne Stimmrechtsberater die Hauptversammlungspräsenz aufgrund der weiten Verbreitung passiver institutioneller Anleger wahrscheinlich noch viel geringer wäre, was ebenfalls nicht wünschenswert wäre. Gleichwohl wurde mehrfach angemerkt, dass die großen institutionellen Investoren zunehmend eigene Stimmrechtsempfehlungen erarbeiten und dabei die Dienste der Stimmrechtsberater wohl eher als Teil der Marktanalyse denn als Automatismus für ihr Stimmverhalten begreifen. *Poelzig* bezeichnete diese Praxis, bei der Stimmrechtsberater ausschließlich als Informationsintermediäre agieren, als perfektes Szenario, das aus rechtlicher Sicht erstrebenswert sei.

4. Auf geteiltes Echo stieß der Vorschlag eines rechtlichen Gehörs bzw. einer Kommentierungsmöglichkeit zugunsten der Gesellschaft, um die eigenen Beschlussvorschläge gegen die ablehnende Empfehlung von Stimmrechtsberatern im Vorfeld der Hauptversammlung gegebenenfalls zu verteidigen. *Poelzig* zeigte Verständnis und verwies auf Regelungsvorbilder aus den USA bzw. den Vorschlag aus Frankreich. Für solche Regelungen spreche das Ziel einer mög-

lichst vollständigen Informationsgrundlage für eine eigenverantwortliche Stimmrechtsausübung durch die Anleger. Gegen eine formalisierte Kommentierungsmöglichkeit vor Abschluss der Stimmrechtsberatung spreche die mit ihr verbundene Verzögerung des gesamten Verfahrens, die sich ins deutsche Hauptversammlungsrecht nicht ideal einfüge.

5. Mehrheitlich bestritten wurde von Diskussionsteilnehmern, dass aus dem Prinzipal-Agenten-Verhältnis zwischen institutionellen Anlegern als Inhabern der Stimmrechte (Prinzipal) und den über die Gesellschaftsverhältnisse informierten Stimmrechtsberatern (Agenten) ein spezifisches Regulierungsbedürfnis resultiere. Eine Art Verbraucherschutz zugunsten großer institutioneller Anleger würde überschießend wirken. Umgekehrt sei es auch nicht im Anlegerinteresse, die institutionellen Investoren zu mehr eigener Aktivität zu verpflichten, da dadurch die günstige Kostenstruktur von Exchange Traded Funds gefährdet würde.

An den Gedanken der Selbstregulierung anknüpfend erkundigte sich ein Teilnehmer, ob es bereits vertragliche Haftungsregelungen oder -ausschlüsse im Verhältnis der Stimmrechtsberater mit ihren Kunden gebe und ob eine Sachwalterhaftung nach § 311 Abs. 3 BGB in Betracht komme. Dies wurde sowohl von *Poelzig* wie auch weiteren Teilnehmern mangels schützenswerten Vertrauens skeptisch beurteilt. *De lege ferenda* sei aus Sicht eines Teilnehmers jedenfalls unter Gesichtspunkten des Internationalen Privatrechts ein deliktischer Anspruch gegen die Stimmrechtsberater wünschenswert, um so mit dem Deliktgerichtsstand die Verfolgbarkeit im Inland zu gewährleisten. *Poelzig* und andere Teilnehmer äußerten allerdings auch hier Zweifel bzgl. des Schadens, etwa bei Entlastungsbeschlüssen, sowie bzgl. der Kausalität, etwa für das Scheitern einer Sanierung. Für § 117 AktG, der wohl näher liege als § 826 BGB, gelte dies ebenso.

6. Kritisch nachgehakt wurde auch bei der Überlegung, von den Kunden der Stimmrechtsberater eine Plausibilitätsprüfung zu verlangen. Unklar sei, ob diese Plausibilitätsprüfung vergleichbar mit den *ISION*-Kriterien⁵ wäre und ob sogar mehr verlangt werden müsse. *Poelzig* entgegnete, dass die Regulierung von Ratings ein Vorbild sein könnte, auch wenn bereits hiergegen der Vorwurf eines Placebo-Effekts erhoben worden sei. Jedenfalls sei ein Ansatz bei den institutionellen Investoren selbst zu favorisieren, da hierdurch eine Überwachung durch die BaFin gewährleistet würde.

II. Die Diskussion zum Referat von *Langenbacher* vertiefte Aspekte der kommunikationsbezogenen Pflichten von Organmitgliedern, etwaigen Sanktionen für Fehlverhalten, aber auch Chancen moderner Kommunikationskanäle, die mit dem von *Langenbacher* vorgestellten Modell konzentrischer Kreise noch feiner austariert werden könnten.

1. Terminologisch angezweifelt wurde die Kategorisierung der Referentin, wonach Information einseitig und Kommunikation zwingend mehrseitig sei.

5 Anm. d. Verf.: BGH NZG 2011, 1271 = ZIP 2011, 2097.

Alternativ wurde vorgeschlagen, Information als Inhalt der Kommunikation zu begreifen.

2. Kontrovers blieb die Frage, ob es eine Verpflichtung des Vorstands gebe, auf interventionistische Kommunikation mit einer Kommunikationsstrategie zu reagieren, deren Ziel es sei, die mediale Meinungshoheit zu erringen. Vor dem Hintergrund der Wirecard-Affäre stelle sich die Frage, ob die Verwendung von Gesellschaftsmitteln zu diesem Zweck legal bzw. legitim sei, wenn die gegen die Gesellschaft erhobenen Vorwürfe der Wahrheit entsprächen. *Langenbucher* verneinte eine Neutralitätspflicht des Vorstands, wie sie etwa aus dem Übernahmerecht bekannt sei, aber gewiss gälte Art. 15 MAR (VO (EU) Nr. 596/2014) auch für den Emittenten; Lügen seien folglich auch in diesem Zusammenhang verboten.

Aus der Praxis kam auch der Hinweis auf Dienstleister im Bereich *shareholder* bzw. *stakeholder identification and motivation*⁶, die im Rahmen des unternehmerischen Ermessens breitflächig hinzugezogen würden, um zu identifizieren, wen man wie beeinflussen müsse. Angesichts der weitreichenden Stakeholderlisten von Monsanto, die publik geworden sind, stelle sich die Frage, wo hierfür die rechtlichen Grenzen lägen. *Langenbucher* entgegnete, dass sie für ein solches Vorgehen keine spezifischen Grenzen oberhalb der allgemeinen Legalitätspflichten erkennen könne, der Fall aber eindrücklich zeigt, wie sehr es manchmal eben doch auf die Reflexion einer Kommunikationsstrategie ankomme.

Ein Teilnehmer hakte nach, wie diese Pflicht zur kommunikativen Reaktion etwa in Fällen, in denen eine Abberufung nach § 84 Abs. 3 AktG im Raum steht, mit dem Regime der Ad-hoc-Publizität in Einklang zu bringen wäre. Dabei müsste auch kompetenziell analysiert werden, ob die Entscheidung über die Kommunikationsstrategie in diesem Fall allein vom Aufsichtsratsvorsitzenden getroffen werden könnte und ob hier nicht zumindest der Personalausschuss einzubinden wäre. *Langenbucher* präziserte, dass sie nicht die Kompetenz im Innenverhältnis, sondern die Kompetenz für Gespräche im Außenverhältnis im Auge gehabt habe, die im Regelfall beim Aufsichtsratsvorsitzenden liege. Selbstverständlich müssten intern im Aufsichtsrat auch Gespräche stattfinden. Weiterhin seien Konstellationen kritisch, in denen Vorstand und Aufsichtsrat in Konflikt stünden und ein Organ öffentlich kommunizieren würde, was sie aber für durch Art. 14, 17 MAR hinreichend reguliert halte.

Langenbucher präziserte, sie stelle sich als Sorgfaltspflichten ähnliche Dinge vor, wie sie im Übernahmerecht als *Defense Handbook* diskutiert worden seien.

3. Die Sanktionierung der im Referat beschriebenen Kommunikations-Sorgfaltspflichten müsste in den Augen mancher Teilnehmer in ähnlicher Wei-

6 Anm. d. Verf.: Bedeutende Anbieter seien vor allem Georgeson, Ipreo und D.F. King.

se geordnet werden wie zuvor die Kommunikation. Zunächst sei zu klären, welche Möglichkeiten das *public enforcement* bereits biete. Ein Teilnehmer machte auf das Vollzugsdefizit, gerade bei der BaFin im Zusammenhang mit Wirecard, aufmerksam: Tweets von CEO *Markus Braun*, dass – sinngemäß – alles in Ordnung sei, seien nicht überprüft und sanktioniert worden, während die US-amerikanische Börsenaufsicht SEC bei *Elon Musk* schnell und hart durchgegriffen habe. Ähnliches gelte für die Pflicht zur objektiven Darstellung nach Art. 20 MAR, die ebenfalls nicht konsequent vollzogen werde. *Langenbucher* erkannte zwar das Vollzugsdefizit bei der BaFin an, verneinte aber, dass bei Tweets als Form der Breitenkommunikation privatrechtliche Sanktionen passen würden, was unter anderem an der viel intensiveren Vorbereitung von Ad-hoc-Mitteilungen liege. Ein anderer Teilnehmer pflichtete bei, dass angesichts der Knappheit der Äußerungen auf Twitter höhere Anforderungen an das Vorliegen einer Insiderinformation gelegt werden müssten. *Langenbucher* sah diese Fälle als durch Art. 14, 17 MAR gut abgedeckt an.

Weitere Wortmeldungen betrafen den Bereich des *private enforcement*; hier sei danach zu differenzieren, ob gesellschaftsinterne Schäden durch Kommunikation entstünden, welche dem Vorschlag der Referentin nach etwa über Sorgfaltspflichten im Sinne des § 93 Abs. 1 S. 1 AktG sanktioniert werden könnten, und ob Externen Schäden entstünden. Nachgehakt wurde auch, wie der Schutz etwa von Anlegern aussehen könnte und welche Anspruchsgrundlagen hierfür in Frage kämen. Mehrfach wurde gemahnt, man solle nicht blind für mehr Haftung plädieren und insbesondere unterhalb der Schwelle der Marktmanipulation bzw. des Insiderrechts die Breitenkommunikation nicht zu sehr verrechtlichen. Hier sei den Vorständen auch ein unternehmerisches Ermessen einzuräumen, das nicht zu sehr durch Sorgfaltspflichten überlagert werden dürfe. *Langenbucher* entgegnete, dass ein Zusammenspiel von *public* und *private enforcement* in einer ausgewogenen Balance zu favorisieren sei. Prinzipiell tendierte die Referentin zu einer vorrangig verbandsinternen Sanktionierung der Sorgfaltspflichten, also mittels Schadensersatzes nach § 93 AktG, Abberufung nach § 84 Abs. 3 AktG oder Verweigerung der Entlastung. Hierfür sei aber die Anerkennung von Sorgfaltspflichten notwendig. Nicht von ihr intendiert seien hingegen neue Schadensersatznormen zugunsten Dritter, wie z.B. Anlegern.

4. Verstärkend zum Befund der Referentin, dass das Aktionärsforum im Sinne von § 127a AktG einen Dornröschenschlaf friste, wurde einhellig angemerkt, dass jedenfalls das beim Bundesanzeiger angesiedelte Aktionärsforum in seiner heutigen Form nicht bloß schlafe, sondern tot sei. Als Alternative wurde vorgeschlagen, auf der Ebene der Gesellschaft ein Aktionärsforum zu implementieren, um Breitenkommunikation auf einer eigenen Plattform zu betreiben. Dies böte auch die Chance, die heutigen Schwächen im Vorfeld der Hauptversammlung zu überwinden, dort Fragen und Antworten vorab zu klären und damit die Hauptversammlung selbst zu entlasten. *Langenbucher* zeigte Sympathie für den Vorschlag eines gesellschaftseigenen Aktionärsfo-

rums, jedoch nur auf freiwilliger Basis. Man dürfe auch nicht zu hohe Erwartungen an dieses Forum haben, da das Aktienrecht auf die Hauptversammlung als Kulminationspunkt zugeschnitten sei.

Aus der Sicht eines Teilnehmers böte sich im Anschluss hieran die Möglichkeit, im Sinne der Idee der konzentrischen Kreise der Information zielgenauer zu differenzieren und den heutigen Trend der Breitenkommunikation, alle Informationen für jedermann umsonst auf Kosten der Gesellschaft zur Verfügung zu stellen, zu brechen. Mit den heutigen technischen Möglichkeiten sei es möglich, individualisierte und zielgenauere Kommunikationskanäle zu wählen bzw. partiell auch kostenpflichtige Informationen anzubieten. Beispiele hierfür gebe es in den USA, die unter Einhaltung der Gesellschaftergleichbehandlung kostenpflichtige Informationszugänge anerkennen. Dieser Vorschlag erntete Zustimmung von *Langenbacher*, die auch daran erinnerte, dass der Tweet von *Elon Musk* als Problem der *selective disclosure* diskutiert wurde. In eine ähnliche Richtung gehe das Datenbank-Projekt EDGAR⁷ der SEC.

Nicht ohne Bedenken erinnerte ein Teilnehmer an das schnelle Erreichen von Schwellenwerten im Bereich der Plattformbetreiberregulierung etwa durch den geplanten *Digital Services Act* oder den neuen Medienstaatsvertrag, der *content providern* oder Intermediären spezielle Pflichten aufbürde. *Langenbacher* betonte nochmals ihr Plädoyer für die Freiwilligkeit solcher gesellschaftseigenen Plattformen wie bei der Deutsche Bank AG. Die Referentin sah auch die Gefahr einer Verantwortlichkeit für Äußerungen, die auf der Plattform gepostet würden. Ob eine branchenfremde AG aber dieser Regulierung wirklich unterliege, sei letzten Endes einzelfallabhängig.

München

Samy G. Sharaf

⁷ Anm. d. Verf.: Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval.