

DIRK

Deutscher
Investor Relations
Verband

Mandy Nieber

Die neue Rolle des Aufsichtsrates in der Kapitalmarktkommunikation

DIRK-Forschungsreihe, Band 20



Mehr Wert im Kapitalmarkt

Über die DIRK-Forschungsreihe

Die DIRK-Forschungsreihe stellt eine erfolgreiche Kooperation zwischen der Wissenschaft und dem DIRK – Deutscher Investor Relations Verband dar. Mittlerweile umfasst sie zahlreiche Dissertationen und Masterarbeiten zu qualitativen und quantitativen IR-Themen und nimmt einen festen Platz in universitären Lehreinrichtungen ein. Aktuelle Forschungsthemen werden im Rahmen der Reihe veröffentlicht.

Bisher erschienen:

- Band 1: Krisenkommunikation
- Band 2: Corporate Governance Kodex
- Band 3: Behavioural Finance
- Band 4: Die Aktie als Marke
- Band 5: WpHG-Praxis für Investor Relations
- Band 6: Investor Relations-Qualität: Determinanten und Wirkungen
- Band 7: Bondholder Relations
- Band 8: IR-Maßnahmen aus Sicht von Finanzanalysten
- Band 9: Die IR-Arbeit in deutschen Unternehmen
- Band 10: EU-einheitliche Umsetzungspraxis
- Band 11: Investor Relations-Management
- Band 12: Investor Marketing
- Band 13: Changes in Corporate Governance and Corporate Valuation
- Band 14: Communication success factors in Investor Relations
- Band 15: Der Entry Standard-Erfolgsgeschichte oder Abenteuerspielplatz für den Börsennachwuchs?
- Band 16: Die Zusammenarbeit von Juristen & Kommunikation in erfolgskritischen Situationen
- Band 17: Investor Relations und Social Media
- Band 18: Investor Relations-Herausforderungen für mittelständische B2B-Unternehmen
- Band 19: Karrierepfade der Investor Relations

Über den DIRK

Der DIRK - Deutscher Investor Relations Verband ist der größte europäische Fachverband für die Verbindung von Unternehmen und Kapitalmärkten. Wir geben Investor Relations (IR) eine Stimme und repräsentieren rund 90 % des börsennotierten Kapitals in Deutschland. Als unabhängiger Kompetenzträger optimieren wir den Dialog zwischen Emittenten, Kapitalgebern sowie den relevanten Intermediären und setzen hierfür professionelle Qualitätsstandards. Unsere Mitglieder erhalten von uns fachliche Unterstützung und praxisnahes Wissen sowie Zugang zu Netzwerken und IR-Professionals aus aller Welt. Zugleich fördern wir den Berufsstand der Investor Relations und bieten umfangreiche Aus- und Weiterbildungsmöglichkeiten in enger Zusammenarbeit mit Wissenschaft und Forschung.

ISBN: 978-3-9816831-7-2

© 2017, DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e. V.

Reuterweg 81, 60323 Frankfurt am Main

Telefon +49 (0) 69 . 9590 9490

Telefax +49 (0) 69 . 9590 94999

Internet www.dirk.org

Geleitwort von Prof. Dr. Ansgar Zerfaß

Wenn man die Finanzkommunikation von Unternehmen betrachtet, richtet sich der Blick normalerweise zunächst auf das Handeln der jeweiligen Investor Relations- und Kommunikationsabteilungen. Das verdeckt leicht den Blick dafür, dass die Kommunikationsfunktion einer Organisation nicht mit den dafür zuständigen Einheiten und Personen gleichgesetzt werden kann. Auch andere Mitglieder eines Unternehmens kommunizieren mehr oder minder geplant und kompetent zu Finanzfragen. Das zeigen die Auftritte von CEOs und anderen Vorständen ebenso wie auf konzeptioneller Ebene die internationale Diskussion um „Communicative Organizations“. Herkömmliche Planungs- und Kontrollparadigmen werden dort durch die Vorstellung ersetzt, dass grundsätzlich alle Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter für eine Organisation sprechen und zu Identitätsbildung und Reputation beitragen.

Die vorliegende Studie von Mandy Nieber leistet einen wertvollen Beitrag zu dieser grundlegenden Debatte. Die Verfasserin thematisiert den Aufsichtsrat als spezifisches Organ der deutschen Unternehmensverfassung und geht der Frage nach, welche Rolle er grundsätzlich und speziell im Bereich der Kapitalmarktkommunikation spielen kann. Dies wird vor der Folie wandelnder Anforderungen internationaler Kapitalmärkte untersucht, durch die die enge Definition von Aufsichtsratsaktivitäten im Rahmen der deutschen Corporate Governance zunehmend hinterfragt und erweitert wird. Mandy Nieber entwickelt in einer interdisziplinären Literaturstudie einen umfassenden Bezugsrahmen für die Aufsichtsratskommunikation und sichert diesen durch qualitative Experteninterviews empirisch ab. Dabei kommt sowohl die Innensicht (durch Investor Relations-Manager und Kommunikationsberater) als auch die Außenperspektive (durch Kapitalmarktvertreter und Wirtschaftswissenschaftler) zu Wort. Im Ergebnis wird ein modifizierter Bezugsrahmen vorgestellt, der eine gute theoretische Strukturierungsleistung erbringt. Der Innovationsgrad und der praktische Nutzen der Studie sind ausgesprochen hoch. Sie leistet einen wichtigen Beitrag zur Fachdiskussion.

Ich wünsche dieser Publikation eine gute Verbreitung und Resonanz im Berufsfeld und in der Wissenschaft. Der Text beruht auf der Masterarbeit der Verfasserin an der Universität Leipzig und belegt die Leistungsfähigkeit anwendungsorientierter Kommunikationsforschung.

Univ.-Prof. Dr. Ansgar Zerfaß, Dipl.-Kfm.

Lehrstuhl für Strategische Kommunikation, Universität Leipzig

Vorwort

Wenn ich heute nach meiner Masterarbeit gefragt werde, kann ich nicht nur über eine arbeits- und erkenntnisreiche Phase berichten, sondern zugleich meine Begeisterung zum Ausdruck bringen, die das Thema noch heute in mir auslöst. In meinem Studium stand ich viele Male vor der Herausforderung Seminararbeiten zu verfassen. Bei der Ergreifung des jeweiligen Themas konnte ich in aller Regel auf eine breite Basis an Vorkenntnissen zurückgreifen, die mir eine wertvolle Hilfe boten und das Feld vorstrukturierten. Umso größer und zugleich reizvoll war die Herausforderung mit der vorliegenden Masterarbeit ein Forschungsfeld zu betreten, das in der wissenschaftlichen Auseinandersetzung bis dato keine explizite Berücksichtigung gefunden hatte. In den Wirtschafts- und Rechtswissenschaften stellt der Aufsichtsrat zwar seit jeher einen populären Untersuchungsgegenstand dar. Eine konkrete Herausstellung kommunikativer Dimensionen der Aufsichtsratsarbeit blieb bis zu diesem Zeitpunkt jedoch aus. Auch die Disziplin der Kommunikationswissenschaft und speziell des Kommunikationsmanagements hatte sich einer solchen Auseinandersetzung völlig entzogen. Abseits des wissenschaftlichen Diskurses mehrten sich jedoch die Stimmen aus der Praxis, den Aufsichtsrat nicht nur als Überwacher, sondern zunehmend auch als professionellen Kommunikator zu begreifen, dem speziell in der Kommunikation mit dem Kapitalmarkt eine immer wichtigere Rolle zukommt.

Die bislang weitestgehend vernachlässigte kommunikative Rolle des Aufsichtsrates war zugleich zentraler Anknüpfungspunkt für die vorliegende Arbeit. Für die Beantwortung der Frage nach der neuen Rolle des Aufsichtsrates in der Kapitalmarkt-Kommunikation wurde ein mehrstufiges und interdisziplinär angelegtes Vorgehen gewählt. Der Fokus lag dabei auf der theoretischen Analyse und der Erarbeitung eines konzeptionellen Bezugsrahmens, der die komplexen Konstrukte des ‚Aufsichtsrates‘ und der ‚Kapitalmarkt-Kommunikation‘ erstmalig zusammenbringt und der im Anschluss mit Hilfe von leitfadengestützten Experteninterviews abgesichert wurde.

Insgesamt konnte auf diese Weise gezeigt werden, dass der Aufsichtsrat als Kommunikator agiert, dem kommunikationsstrategische Aufgaben obliegen. Eine gezielt eingesetzte und strategisch verstandene Kommunikation des Aufsichtsrates mit dem Kapitalmarkt, die sich in den Grenzen seiner Zuständigkeiten bewegt, kann folglich positiv zu einer Bewältigung der sich ihm stellenden Herausforderungen und Erwartungen und damit langfristig zum Erfolg des Unternehmens beitragen. Im gleichen Zuge konnte festgehalten werden, dass die Kommunikation des Aufsichtsrates mit dem Kapitalmarkt unbedingt einer Reihe von Einschränkungen genügen muss, die einen wohlbedachten Einsatz und eine tiefgründige Auseinandersetzung mit möglichen Chancen und Gefahren erfordern.

Zwischen dem Beginn meiner Recherchen und der Veröffentlichung dieser Arbeit liegen nur wenige Monate – umso begeisterter blicke ich auf die seitdem stattgefundenen Diskussionen rund um die Kommunikation des Aufsichtsrates mit dem Kapitalmarkt und die wachsende Aufmerksamkeit, die dem Thema seither zuteil wurde, zurück. Mit besonderem Stolz erfüllt mich die Tatsache, dass eine Vielzahl der in meiner Masterarbeit theoretisch abgeleiteten Annahmen nur kurze

Zeit später Eingang in anerkannte Regelwerke und Leitsätze finden und die Relevanz dieser Thematik damit erneut unterstreichen.

So hat die Initiative „Developing Shareholder Communication“ im Juli 2016 acht Leitsätze für den Dialog zwischen institutionellen Investoren und Aufsichtsräten formuliert, die eine praktische Orientierungshilfe bieten und zugleich Leitplanken für die Kommunikation börsennotierter Unternehmen setzen. Wie schon im Fokus meiner Arbeit stehend wird damit die besondere Bedeutung des Aufsichtsrates in der Kommunikation mit dem Kapitalmarkt, speziell mit den institutionellen Investoren, unterstrichen. Gleichmaßen betont wird die notwendige, klare Abgrenzung und Abstimmung zwischen der Kommunikation des Aufsichtsrates zu der des Vorstandes über die jeweils spezifischen Aufgaben- und Verantwortungsbereiche. Der Aufsichtsratsvorsitzende in seiner besonderen Rolle als Repräsentant und Sprecher des Gremiums und Schnittstelle zum Vorstand(-svorsitzenden) wird dabei ebenso hervorgehoben.

Darüber hinaus hat die Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex ihre Vorschläge für die Kodexänderungen 2017 veröffentlicht mit einer klaren Empfehlung für die Investorenkommunikation durch den Aufsichtsratsvorsitzenden. Demnach wird dem Aufsichtsratsvorsitzenden zukünftig zugestanden in angemessenem Rahmen mit Investoren über aufsichtsratspezifische Themen Gespräche zu führen. Damit trägt auch einer der wichtigsten Kodizes zur Absteckung des Handlungsrahmens für Aufsichtsräte der steigenden Bedeutung der Kommunikation des Aufsichtsrates mit dem Kapitalmarkt Rechnung.

Diese Entwicklungen stimmen positiv und zeigen abermals die praktische Relevanz der Aufsichtsratskommunikation. Damit einher geht auch meine Hoffnung, dass das Thema auch im akademischen Diskurs noch stärker beleuchtet wird. Ich hoffe, dass die vorliegende Arbeit nicht nur einen Anstoß dafür gibt, sondern als eine hilfreiche, theoretische Grundlage für weitere wissenschaftliche Auseinandersetzungen mit den Notwendigkeiten und Herausforderungen der Aufsichtsratskommunikation wahrgenommen wird.

Schließlich markiert diese Arbeit für mich nicht nur den Abschluss, sondern zugleich eine der intensivsten und emotionalsten Phasen meines Studiums. An dieser Stelle möchte ich mich daher bei all denjenigen bedanken, die mir bei der Erstellung dieser Arbeit mit Inspiration, Rat und Unterstützung zur Seite gestanden haben. Mein besonderer Dank gilt Prof. Dr. Ansgar Zerfaß und Prof. Dr. Bernd Schuppener und meinen Interviewpartnern – für ihre Flexibilität und die Offenheit, mit der sie mir begegnet sind, und die vielfältigen Eindrücke und Perspektiven, die sie mir aufgezeigt und damit zur Bereicherung dieser Arbeit beigetragen haben. Meinen Kommilitoninnen Constanze Schelten-Peterssen und Silvia Constanze Zösch möchte ich besonders danken für ihre gnadenlose Ehrlichkeit, Aufrichtigkeit und Herzenswärme. Widmen möchte ich diese Arbeit jedoch meinen Eltern und meinem Partner Thomas, die mir zu jeder Zeit bedingungslos beistanden und meine Wünsche und Träume wahr werden ließen.

Nürnberg, im Dezember 2016
Mandy Nieber

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	8
Tabellenverzeichnis	8
Abkürzungsverzeichnis	9
1 Einleitung	10
2 Kommunikationsdimensionen der Aufsichtsratsarbeit	14
2.1 Die Kompetenzverteilung in der deutschen Aktiengesellschaft	14
2.2 Das Aufgabenprofil des Aufsichtsrates im Wandel	17
2.2.1 Der Aufsichtsrat als Kontrollinstitution	17
2.2.1.1 Notwendigkeit einer Kontrollinstanz	17
2.2.1.2 Der Aufsichtsrat als Überwacher	21
2.2.1.3 Zwischenfazit: Kommunikationsaufgaben des Überwachers	24
2.2.2 Der Aufsichtsrat in der Corporate Governance-Bewegung	25
2.2.2.1 Intensivierung der Corporate Governance-Debatte	25
2.2.2.2 Der Aufsichtsrat als Adressat und Repräsentant guter Corporate Governance	29
2.2.2.3 Zwischenfazit: Neue Kommunikationsaufgaben für den Aufsichtsrat	33
2.3 Rahmenbedingungen der Aufsichtsratsarbeit und Herausforderungen für die Aufsichtsratskommunikation	34
2.3.1 Heterogenität mitbestimmungspflichtiger Aufsichtsräte	34
2.3.2 Personelle Verflechtungen von Aufsichtsratsmitgliedern	36
2.3.3 Organisation der Aufsichtsratsarbeit	36
2.3.4 Unternehmens- und Personenhistorie	37
2.4 Parameter der Aufsichtsratskommunikation	38
2.4.1 Bezugsrahmen der Aufsichtsratskommunikation	38
2.4.2 Aufsichtsratskommunikation aus Sicht der Praxis	40
3 Der Aufsichtsrat in der Kapitalmarktkommunikation	45
3.1 Strategische Unternehmenskommunikation	45
3.1.1 Management von Kommunikationsprozessen	45
3.1.2 Akteure strategischer Kommunikation	47
3.2 Strategische Kommunikation mit dem Kapitalmarkt	51
3.2.1 Definition, Verortung und Kommunikatoren	51
3.2.2 Notwendigkeit, Ziele und Aufgaben	52
3.2.3 Erwartungen des Kapitalmarktes	54
3.2.3.1 Divergierende Informationsbedürfnisse der Financial Community	54
3.2.3.2 Bedeutung qualitativer Faktoren	56
3.2.3.3 Bedeutung persönlicher Ansprache	57
3.3 Strategische Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt	58
3.3.1 Verbindungslinien: Kapitalmarktkommunikation durch den Aufsichtsrat	58
3.3.2 Beitrag einer strategischen Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt	60
3.3.3 Vorläufiger Bezugsrahmen der strategischen Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt	60

Inhaltsverzeichnis

4	Empirische Absicherung des Bezugsrahmens	63
4.1	Leitthesen	63
4.2	Methodische Umsetzung	64
4.2.1	Leitfadengestützte Experteninterviews	64
4.2.2	Durchführung und Dokumentation der Experteninterviews	65
4.2.2.1	Auswahl der Experten	65
4.2.2.2	Herleitung des Leitfadens	66
4.2.2.3	Durchführung	67
4.2.3	Auswertung der Experteninterviews	67
4.3	Ergebnisdarstellung, Interpretation und Implikationen	67
4.3.1	Allgemeine Ebene	68
4.3.2	Akteursebene	70
4.3.3	Umsetzungsebene	73
4.3.4	Zielebene	75
4.4	Modifikation des Bezugsrahmens	76
5	Fazit und Ausblick	79
	Literaturverzeichnis	83
	Über die Autorin	100
	Impressum	101

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Der Aufsichtsrat im Netzwerk mehrstufiger Agenturbeziehungen	20
Abbildung 2: Bezugsrahmen der Aufsichtsratskommunikation	39
Abbildung 3: Kommunikatorrollen im Unternehmen	50
Abbildung 4: Bezugsrahmen der Kapitalmarktkommunikation	57
Abbildung 5: Vorläufiger Bezugsrahmen der strategischen Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt	61
Abbildung 6: Modifizierter Bezugsrahmen der strategischen Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt nach Integration der Interviewergebnisse	77

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Zieldimensionen der Investor Relations	53
Tabelle 2: Übersicht der Experten	66

Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz	FF	Forschungsfrage
ADHGB	Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch	GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
AG	Aktiengesellschaft	Herv. i. O.	Hervorhebung im Original
AktG	Aktiengesetz	HGB	Handelsgesetzbuch
aktual.	aktualisierte	Hrsg.	Herausgeber
AN	Arbeitnehmer	HV	Hauptversammlung
Anm. d. Verf.	Anmerkung der Verfasserin	i. d. F.	in der Fassung
AR	Aufsichtsrat	i. V. m.	in Verbindung mit
ARM	Aufsichtsratsmitglied	IR	Investor Relations
ARV	Aufsichtsratsvorsitzender	Jg.	Jahrgang
Aufl.	Auflage	Kap.	Kapitel
Bsp.	Beispiel	KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
bspw.	beispielsweise	neubearb.	neubearbeitete
bzw.	beziehungsweise	Nr.	Nummer
ca.	circa	o. J.	ohne Jahr
CEO	Chief Executive Officer (englisch: Vorstandsvorsitzender)	PR	Public Relations
CFO	Chief Financial Officer (englisch: Finanzvorstand)	Rn.	Randnummer
CG	Corporate Governance	s.	siehe
DAX	Deutscher Aktienindex	S.	Seite
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex	sic	lateinisch: so [lautet die Quelle]
d. h.	das heißt	s. o.	siehe oben
DSW	Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V.	SE	Societas Europaea
ebd.	ebenda	überarb.	überarbeitete
eG	eingetragene Genossenschaft	u. a.	unter anderem
erw.	erweiterte	UK	Unternehmenskommunikation
et al.	et alii (lateinisch: und andere)	Verl.	Verlag
etc.	et cetera	vgl.	vergleiche
f.	folgende [Seite]	VM	Vorstandsmitglied
FC	Financial Community	vollst.	vollständig
ff.	folgende [Seiten]	WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
		z. B.	zum Beispiel

1 Einleitung

Aufsichtsräte¹ bewegen sich heute in einer hoch komplexen Unternehmensumwelt. Megatrends² wie die fortschreitende Globalisierung und die damit einhergehende Internationalisierung der unternehmerischen Tätigkeit haben das Wettbewerbsumfeld der Unternehmen neu definiert und den Druck auf die Unternehmen erhöht, auf dieses stark kompetitive Umfeld mit einer flexiblen, leistungsstarken und an die Erwartungen der Unternehmensumwelt angepassten Unternehmensführung zu reagieren (vgl. Warncke, 2010, S. 52; Gerum, 2007, S. 81 ff.; Dörner & Orth, 2005, S. 13). Die Grenzen verschwimmen; dies gilt gleichermaßen für die Anspruchsgruppen³ einer Unternehmung, die neben die Eigentümer und Mitarbeiter treten und ihre Bedürfnisse in den Strategien des Unternehmens verwirklicht wissen wollen (vgl. Cornell & Shapiro, 1987). Unternehmen bewegen sich zunehmend in einem „Spannungsfeld zwischen Ökonomie und Legitimität“ (Zerfaß, 2014, S. 25), in dem die Erfüllung rein betriebswirtschaftlicher Zielgrößen nicht mehr für den Fortbestand und die erfolgreiche Entwicklung des Unternehmens genügt. In den Fokus rücken verstärkt immaterielle Werte, die ihren Ausdruck in einer neuen „Business-Moral“ (Zukunftsinstitut, 2015b) finden. Mit der Digitalisierung erhöht sich die Komplexität der Unternehmenstätigkeit abermals. Neue Kommunikations- und Beteiligungsformen vergrößern das Netzwerk potenziell am Unternehmen interessierter Gruppen und ermöglichen darüber hinaus einen schnelleren Austausch von Informationen. Unternehmen sind folglich nicht nur gefordert, die vielfältigen Interessen und Erwartungen der multiplen Anspruchsgruppen zu integrieren, sondern zugleich ausreichend flexible Strukturen und Prozesse bereitzustellen, um auf etwaige Veränderungen in der Unternehmensumwelt unmittelbar und adäquat reagieren zu können. Insgesamt stehen Unternehmen damit unter einer intensiveren und kritischeren Beobachtung denn je (vgl. Ernst & Young, 2014, S. 3; Schnell, 2009, S. 443).

Zahlreiche Unternehmensschieflagen und -zusammenbrüche und nicht zuletzt die Finanz- und Weltwirtschaftskrise haben das Vertrauen in die Unternehmensführung nachhaltig geschwächt und die Sensibilität für unternehmerisches Handeln sowie das Bedürfnis nach einer transparenten Unternehmensführung noch weiter verstärkt (vgl. Grigoleit, 2009, S. 1; Lentfer, 2005, S. 27). Es waren vor allem diese „Krisen, Firmenzusammenbrüche oder spektakuläre[n] Fehlschläge, die das Verhalten der Führungs- und Aufsichtsorgane ins Blickfeld rückten“ (Gerum, 2007, S. 25). Damit bleibt die Ursachenzuschreibung für das Scheitern nicht allein auf

das Fehlverhalten des Managements begrenzt (vgl. Boyden Global Executive Search & WHU - Otto Beisheim School of Management, 2011, S. 2; Diekmann & Wurst, 2014, S. 121). Die Verantwortung für eine erfolgreiche Unternehmensführung wird vielmehr auf den Aufsichtsrat ausgeweitet, der als jenes Organ der Unternehmensführung fungiert, das die „Letztverantwortung für das Wohl des Unternehmens“ (Mahlert, 2014, S. 106) trägt. Der Aufsichtsrat tritt damit zunehmend aus dem Schatten des Managements; sein Handeln unterliegt einer kritischeren und intensiveren Beobachtung durch die Unternehmensumwelt und wird direkt mit dem Unternehmenserfolg bzw. -misserfolg verknüpft (vgl. Jessop & Cruise, 23. April 2015).

Als zentrale Ursache für das gewachsene Misstrauen in die Leistungsfähigkeit der als „ahnungs-, rat- und konzeptlos anmutende[n] Aufsichtsräte“ (Grigoleit, 2009, S. 162) erachtet und im Mittelpunkt der Kritik stehen die *mangelnde Effektivität und Ineffizienz* der Aufsichtsratstätigkeit. Die Ursache für das Versagen des Managements sei demzufolge vor allem auch in der Vernachlässigung der Überwachungsaufgabe, die dem Aufsichtsrat obliegt, zu suchen (vgl. Deloitte & Touche, 2011, S. 2; Kuck, 2006, S. 12). Neben dem Vorwurf einer mangelnden Kompetenz und Leistungsbereitschaft befördert vor allem die hohe *Intransparenz* der Aufsichtsratstätigkeit die Wahrnehmung des Aufsichtsrates als „graue Eminenz“ (Lutter, 2001, S. 231) und ‚Schattengremium‘ (vgl. Seele, 2007, S. 2), das im Hintergrund agiert und seiner ‚Aufsicht‘ nicht in adäquatem Maße nachkommt (vgl. Hillebrand, Nölting, & Wilhelm, 1993, S. 34). Auf diese Weise wird indirekt auch „dem in der deutschen Öffentlichkeit weitverbreiteten Eindruck Vorschub [geleistet], das Fehlverhalten einiger weniger Manager sei auf sämtliche Unternehmerinnen und Unternehmer übertragbar“ (Schwalbach, 17. April 2009).

Dabei sind es vor allem die Kapitalmarktakteure, die den Aufsichtsrat und sein Handeln zunehmend kritisch beobachten. Die Internationalisierung und Verflechtung der Finanzmärkte haben das Kapitalmarktumfeld erweitert und insgesamt zu einer bis heute anhaltenden Bedeutungsverschiebung des Kapitalmarktes in Deutschland geführt (vgl. Bommer & Steinbach, 2013, S. 219; Warncke, 2010, S. 41). So nimmt auch der Kapitalmarkt eine zunehmend regulierende und disziplinierende Funktion wahr (vgl. Juhnke, 1995, S. 143 ff.). Die gewissenhafte Ausführung der Überwachungsaufgabe durch den Aufsichtsrat wird zu einem wesentlichen Entscheidungs- und Anlagekriterium für den Kapitalmarkt. Demgemäß beeinflussen eine „[g]ute Unternehmensführung und die transparente Berichterstattung darüber [...] die Kapitalkosten eines Unternehmens. [...] Und wer das Klassenziel nicht erreicht, kann durch höhere Kapitalkosten bestraft werden. Umgekehrt ist

¹ Mit dem Begriff des Aufsichtsrates sind alle im Gremium vertretenen Mitglieder bezeichnet. Hieran schließt sich zugleich der Hinweis, dass im Interesse einer besseren Lesbarkeit des Textes im Folgenden jeweils nur die männliche Form verwendet wird, diese jedoch stets auch die weibliche Form mit einschließt.

² Der US-amerikanische Trend- und Zukunftsforscher John Naisbitt prägte den Begriff des Megatrends mit seinen gleichnamigen Publikationen. Naisbitt und Aburdene (2000) definieren diese wie folgt: *Megatrends* „[are] large social, economic, political, and technological changes [...], they influence us for some time – between seven and ten years, or longer“ (S. 12). Heute beschäftigt sich eine Fülle von Institutionen mit Megatrends, so z. B. das Zukunftsinstitut (2015a).

³ Der Begriff der *Anspruchsgruppe* wird im Folgenden äquivalent zum Begriff des Stakeholders und der Bezugsgruppe verwendet. Darunter verstanden wird „[a]ny identifiable group or individual who can affect the achievement of an organization’s objectives or who is affected by the achievement of an organization’s objectives“ (Freeman & Reed, 1983, S. 91).

eine vorbildliche Unternehmensführung eine Chance, sich günstiger als der Wettbewerb zu refinanzieren“ (Ruhwedel & Weitzel, 2013, S. 40). Ein Beispiel für das gestiegene Interesse des Kapitalmarktes am Handeln des Aufsichtsrates und einen scheinbar zunehmenden Trend markiert das verstärkte Kommunikationsbedürfnis der institutionellen Investoren, die immer häufiger den direkten Dialog mit dem Aufsichtsrat suchen, um verlässliche und glaubwürdige Informationen für ihre Anlageentscheidungen einzuholen (vgl. Probst & Theisen, 2014, S. 155; Winzig & Labbé, 4. Juni 2011). Laut Bommer und Steinbach (2013, S. 220) wäre es nicht nur fatal, ein derartiges Kommunikationsbedürfnis nicht ernst zu nehmen, sondern entgegen dem Unternehmen damit auch die Chancen auf einen konstruktiven Dialog, der wiederum dabei helfe, das Vertrauen des Kapitalmarktes in das Unternehmen zu festigen.

Damit steht der Aufsichtsrat vor einer Reihe von Herausforderungen: Neben der Wiederherstellung seiner Leistungsfähigkeit muss er vor allem sein Öffentlichkeits- und Transparenzdefizit überwinden. Darüber hinaus bewegen sich Aufsichtsräte heute in einem sehr viel komplexeren Unternehmensumfeld, dessen „ursprüngliche Vertrauensbereitschaft gegenüber wirtschaftlich konsequentem Handeln [...] einem grundsätzlichen und fundamentalen Misstrauen gewichen [ist]“ (Dopheide, 2014, S. 161) und aus dem vielfältige Erwartungen und Kommunikationsbedürfnisse an den Aufsichtsrat herangetragen werden.

Insgesamt kann damit festgehalten werden, dass das Profil des Aufsichtsrates komplexer geworden ist. Die Anforderungen an seine Mitglieder sind gewachsen, Erwartungen an die Transparenz der Unternehmensführung weiter gestiegen. Die traditionell passive Überwachungsrolle steht einem Wandel zu einer Rechtfertigungs- und Begründungskultur gegenüber, die den Aufsichtsrat und seine Mitglieder stärker in das Licht der Öffentlichkeit rücken und eine aktivere und stärker nach außen gerichtete Tätigkeit erforderlich erscheinen lassen. Eine wachsende Anzahl an Bezugsgruppen, vor allem aus dem Kapitalmarkt, verlangt nach einem glaubwürdigen Ansprechpartner. Dies führt insgesamt zu völlig neuen, teils unbekanntem Aufgabenfeldern und Herausforderungen. Die lange Zeit geltende Prämisse, die „Kommunikation mit Außenstehenden [sei] [e]in vermeidbares Risiko“ (Mündemann & Martin, 2013, S. 42) und die Konzeption des Aufsichtsrates als „reines Innenorgan“ (Lutter, Krieger, & Verse, 2014, S. 134) gilt es in Anbetracht dessen kritisch zu hinterfragen.

Die vorliegende Arbeit stellt infolgedessen die These auf, dass eine gezielt eingesetzte und strategisch verstandene Kommunikation⁴ des Aufsichtsrates, die sich in den Grenzen seiner Zustän-

digkeiten bewegt, positiv zu einer Bewältigung der dargelegten Herausforderungen⁵ und Erwartungen und damit langfristig zum Erfolg des Unternehmens beitragen kann. Dabei sollte sich der Aufsichtsrat insbesondere der Kommunikation mit dem Kapitalmarkt widmen.

Forschungsstand

In der wissenschaftlichen Auseinandersetzung findet die kommunikative Dimension der Aufsichtsratsstätigkeit bislang keine explizite Berücksichtigung. In den Wirtschafts- und Rechtswissenschaften stellt der Aufsichtsrat zwar seit jeher einen viel beachteten Untersuchungsgegenstand dar, doch stehen dabei traditionell die Untersuchung des Verhältnisses zu den weiteren Organen des Unternehmens, wie bspw. dem Vorstand⁶, der internationale Vergleich der unterschiedlichen Systeme der Unternehmensführung⁷ oder strukturelle Aspekte der Aufsichtsratsarbeit⁸ im Fokus (vgl. Dutzi, 2005, S. 109 ff.). Viel wichtiger und grundlegend für die vorliegende Arbeit sind jedoch die verstärkt geführten Diskussionen um eine zunehmende Professionalisierung des Aufsichtsrates. Besondere Anknüpfungspunkte bieten jene Ansätze, die sich mit dem veränderten Aufgabenprofil des Aufsichtsrates beschäftigen, nach denen sich der Aufsichtsrat aus einer passiven in eine vermehrt aktive Rolle bewegt (vgl. Bleicher, 1987; Juhnke, 1995; Kuck, 2006). Dabei wird die Rolle des Aufsichtsrates bei der Herstellung von Transparenz und Vertrauen in die Unternehmensführung betont sowie die dafür nötigen Strukturen im Gremium und Kompetenzen der Aufsichtsratsmitglieder fokussiert. Insgesamt bleibt die Debatte jedoch stark auf Themen wie die Zusammensetzung, Vergütung und Informationsversorgung des Gremiums sowie auf die rechtlichen Schranken seiner Aufgabenausübung beschränkt.⁹ Einen konkreten Hinweis auf die Existenz kommunikativer Aufgaben des Aufsichtsrates geben lediglich die gesetzlich fixierten Publizitätspflichten des Aufsichtsrates. Damit lässt sich in der Debatte um den Aufsichtsrat zwar insgesamt ein breites Themenspektrum identifizieren, das eine ‚Öffnung‘ des Gremiums betont, eine *konkrete Herausstellung kommunikativer Dimensionen* der Aufsichtsratsarbeit kann jedoch *nicht* ausgemacht werden.

⁴ Im Fokus der vorliegenden Arbeit stehen ausschließlich *strategische* Kommunikationsprozesse, für die die folgende Definition zugrunde gelegt wird: „Strategische Kommunikation ist intentional und strebt Ziele an, die den Gesamterfolg des Unternehmens sicherstellen und sich [sic] nicht nur auf die reibungslose operative Umsetzung beschränken“ (Zerfaß, 2014, S. 27). Dazu vertiefend Kap. 3.1.

⁵ Die Verfasserin ist sich bewusst, dass die Herausforderung der Verbesserung bzw. Wiederherstellung der Leistungsfähigkeit des Aufsichtsrates nicht allein kommunikativ bewältigt werden kann. Dennoch wird die These aufgestellt, dass strategische Kommunikation *über* die Verbesserung jener Zustände durch die Herstellung von Transparenz indirekt einen Erfolgsbeitrag leisten kann.

⁶ Dazu vertiefend Kap. 2.1.

⁷ Vgl. u. a. Gerum (2007, S. 25 ff.), Schewe (2010) und Dutzi (2005).

⁸ Die Diskussionen beschäftigen sich bspw. mit der Anzahl der Aufsichtsratsitzungen oder Aufsichtsratsausschüsse.

⁹ Im Laufe der letzten Jahre verstärkte sich die Debatte um die fachliche Eignung der Aufsichtsratsmitglieder, die laut gängiger Meinung nicht mehr zur ‚zeitgemäßen‘ Ausübung des Aufsichtsratsmandates ausreiche. Weiterhin stehen Themen wie die Größe des Aufsichtsrates, die Anzahl möglicher Aufsichtsratsmandate sowie die Einführung der Frauenquote im Fokus der Aufmerksamkeit (vgl. dazu z. B. Berger, 2000; Grothe, 2006, S. 53; BMJV, 2015).

Auch in der Disziplin der Kommunikationswissenschaft und speziell des Kommunikationsmanagements mangelt es an entsprechenden Ausführungen. Der Untersuchungsgegenstand des Aufsichtsrates wird im akademischen Diskurs bislang vollkommen ausgeblendet. Im Fokus bisheriger Arbeiten zur kommunikativen Rolle der Unternehmensführung steht *ausschließlich der Vorstandsvorsitzende*, mit dem sich das aufstrebende Forschungsgebiet der CEO-Kommunikation befasst.¹⁰ Dabei wird besonders auf die Rolle des CEO und die Bedeutung seiner Reputation für die Wahrnehmung des Unternehmens in der Öffentlichkeit und am Kapitalmarkt verwiesen (vgl. z. B. Chandler, 2014). Auch der Blick in das Forschungsgebiet der Kapitalmarktkommunikation/Investor Relations, welche für den Aufsichtsrat als besonders relevantes Kommunikationsfeld vermutet wird, lässt keine entsprechenden Ansätze zur An- oder Einbindung (der Kommunikationsaktivitäten) des Aufsichtsrates erkennen.

Abseits des wissenschaftlichen Diskurses mehren sich jedoch die Stimmen aus der Praxis, die dafür plädieren, den Aufsichtsrat neben seiner klassischen Aufgabe als Überwacher zunehmend auch als professionellen Kommunikator zu begreifen. Von besonderer Relevanz wird auch hier die Rolle des Aufsichtsrates in der Kommunikation zum Kapitalmarkt gesehen.¹¹

Erkenntnisinteresse und Gang der Arbeit

An genau diesem Punkt setzt die vorliegende Masterarbeit an: Sie hat sich zum Ziel gesetzt, sich der Schließung dieser Forschungslücke erstmalig zu nähern, indem sie den Untersuchungsgegenstand des Aufsichtsrates mit dem Gegenstandsbereich der Kapitalmarktkommunikation verknüpft. Das Erkenntnisinteresse besteht darin, das komplexe Gefüge des Aufsichtsrates und seiner vielfältigen Verantwortlichkeiten zu entflechten, daraus Kommunikationsaufgaben abzuleiten und ihre Relevanz für die Kapitalmarktkommunikation herauszuarbeiten.

Um die Rolle des Aufsichtsrates in der Kapitalmarktkommunikation hinreichend beschreiben zu können, empfiehlt sich ein mehrstufiges Vorgehen. In einem ersten Schritt wird in Kapitel 2 umfassend herausgearbeitet, was unter dem Konstrukt der ‚Aufsichtsratskommunikation‘ verstanden werden kann, womit eine elementare konzeptionelle Basis für den weiteren Verlauf der Arbeit geschaffen wird. Nach der einführenden Verortung des Aufsichtsrates im Beziehungsgefüge der deutschen Aktiengesellschaft (Kap. 2.1) widmet sich die Arbeit ausführlich den Aufgaben des Aufsichtsrates, aus denen wiederum explizite Kommunikationsaufgaben abgeleitet werden sollen. Um eine möglichst vollständige Abbildung dieser kommunikativen Dimensionen der Aufsichtsrats-tätigkeit gewährleisten zu können, wird der bereits erwähnte

Wandel des Aufgabenprofils nachgezeichnet. Hieran kann Schritt für Schritt gezeigt werden, inwieweit sich die Kommunikationsnotwendigkeiten und -aufgaben des Aufsichtsrates mit der Entwicklung des Gremiums von einer klassischen Kontrollinstitution hin zu einem stärker mit-unternehmerischen und repräsentativen Organ verändert haben (Kap. 2.2). Darüber hinaus gilt es kritisch zu hinterfragen, inwieweit diesen Anforderungen an die Kommunikation des Aufsichtsrates überhaupt Rechnung getragen werden kann. Damit werden die diversen Determinanten, zu denen bspw. der gesetzliche Rahmen oder die strukturellen Eigenheiten des Aufsichtsratsamtes gehören, in den Blick genommen und ihre Bedeutung für die Umsetzung und Steuerbarkeit der Aufsichtsratskommunikation analysiert (Kap. 2.3). Damit kann schließlich die erste Forschungsfrage beantwortet werden:

FF 1 Welche Kommunikationsaufgaben muss der Aufsichtsrat wahrnehmen?

- FF 1.1 Welche klassischen Aufgaben besitzt der Aufsichtsrat?
- FF 1.2 Inwieweit hat sich das Aufgabenprofil verändert?
- FF 1.3 Welche Rahmenbedingungen müssen für die Konzeption einer strategischen Kommunikation des Aufsichtsrates mitgedacht werden?

Im Zwischenfazit werden diese Erkenntnisse zusammengeführt und mit den Einsichten aus der praktischen Debatte verbunden (Kap. 2.4). Auf der Basis des damit aufgestellten ersten Bezugsrahmens kann schließlich auch gezeigt werden, dass das Handlungsfeld der Kapitalmarktkommunikation eine besondere und elementare Dimension der Aufsichtsratskommunikation darstellt. Aus diesem Grund wird der Bezugsrahmen in einem zweiten Schritt weiter aufgespannt und der Frage nachgegangen, inwieweit der Aufsichtsrat als strategischer Kommunikator im Kontext des Kapitalmarktes begriffen werden kann. Daraus leitet sich die folgende Forschungsfrage ab, die in Kapitel 3 untersucht wird:

FF 2 Welche Rolle nimmt der Aufsichtsrat in der Kapitalmarktkommunikation ein?

- FF 2.1 Inwieweit kann Aufsichtsratskommunikation als Teil der Kapitalmarktkommunikation verstanden werden?
- FF 2.2 Welchen Beitrag kann eine strategische Kommunikation des Aufsichtsrates mit dem Kapitalmarkt leisten?

Dazu verlässt die Arbeit die bis dahin stark wirtschafts- und rechtswissenschaftlich geprägte Perspektive und widmet sich der Verknüpfung der gewonnenen Einsichten mit den Erkenntnissen des strategischen Kommunikationsmanagements. Dabei wird zunächst erläutert, was unter strategischer Unternehmenskom-

¹⁰ Vgl. vertiefend zur CEO-Kommunikation Hiesserich (2013), Eisenegger & Wehmeier (2010) und Deekeling & Arndt (2006).

¹¹ Dazu vertiefend Kap. 2.4.2.

munikation verstanden wird, welche Akteure im Unternehmen kommunikative Rollen einnehmen und wie der Aufsichtsrat dahingehend verortet werden kann (Kap. 3.1). Daran anschließend wird die Kapitalmarktkommunikation als eine Disziplin der strategischen Unternehmenskommunikation vorgestellt und umfassend charakterisiert (Kap. 3.2). Auf diese Weise wird die Grundlage für den letzten Schritt in der Aufstellung des Bezugsrahmens geschaffen, der darin besteht, die Verbindungslinien zwischen den Kommunikationsaufgaben des Aufsichtsrates im Kapitalmarkt und den Aufgaben und Zielen der Kapitalmarktkommunikation aufzuzeigen. Damit soll demonstriert werden, inwieweit der Aufsichtsrat als strategischer Kommunikator agiert, der durch eine gezielte Kommunikation mit dem Kapitalmarkt einen positiven Beitrag zur Erfüllung der Kommunikations- und damit letztlich der Unternehmensstrategie leisten kann (Kap. 3.3).

Auf dieser Grundlage ergibt sich ein umfassender konzeptioneller Bezugsrahmen der strategischen Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt, der im empirischen Teil, dargestellt in Kapitel 4, auf seine Plausibilität überprüft wird. Dazu werden die in der Analyse erlangten Erkenntnisse in Leitthesen verdichtet (vgl. Kap. 4.1) und mit Hilfe der Methode der leitfadengestützten Experteninterviews überprüft. Auf die Vorstellung der Methodik und die Beschreibung der Durchführung der Interviews (Kap. 4.2) folgt die Darstellung und Interpretation der Ergebnisse, die aus den insgesamt zehn durchgeführten Experteninterviews abgeleitet werden (Kap. 4.3). Anhand dieser Erkenntnisse wird der in Kapitel 2 und Kapitel 3 aufgestellte Bezugsrahmen kritisch geprüft und gegebenenfalls modifiziert (Kap. 4.4). Daraus resultiert der finale Bezugsrahmen der strategischen Kommunikation des Aufsichtsrates mit dem Kapitalmarkt.

Im Fazit (Kap. 5) werden die gewonnenen Einsichten nochmals verdichtet und an die eingangs gestellten Forschungsfragen rückgebunden. Eine kritische Reflektion und Betrachtung der Limitationen der Erkenntnisse sowie die Darlegung einer Reihe sich daraus ergebender Forschungsdesiderate runden die vorliegende Arbeit ab.

2 Kommunikationsdimensionen der Aufsichtsratsarbeit

Für eine hinreichende Beschreibung der Rolle des Aufsichtsrates in der Kapitalmarktkommunikation ist es zunächst notwendig, ein grundlegendes Verständnis für die kommunikativen Dimensionen der Aufsichtsratsarbeit zu gewinnen. Neben einer Einordnung und Charakterisierung des Gremiums soll daher im Folgenden den Fragen nachgegangen werden, welche klassischen Aufgaben der Aufsichtsrat wahrnimmt, wie sich diese Aufgaben verändert haben und inwieweit sich daraus konkrete Kommunikationsaufgaben ableiten lassen. Eine rein normative Betrachtung der Kommunikationsaufgaben reicht hier jedoch nicht aus. Daher erfolgt in einem weiteren Schritt eine kritische Betrachtung der Rahmenbedingungen der Aufsichtsratsarbeit. Dabei soll herausgestellt werden, inwieweit diese die Kommunikationsaktivitäten des Aufsichtsrates und damit auch die Steuerbarkeit der Kommunikation beeinflussen. Dem folgend gilt es zu klären, inwieweit sich daraus Implikationen für die Konzeption entsprechender Kommunikationsstrategien für den Aufsichtsrat ergeben.

2.1 Die Kompetenzverteilung in der deutschen Aktiengesellschaft

Um ein grundlegendes Verständnis für das Gremium des Aufsichtsrates zu entwickeln, muss in erster Linie die sehr wichtige Tatsache Erwähnung finden, dass „[d]ie Besonderheit [...] zunächst einmal in der schlichten Existenz eines Aufsichtsrats [besteht]“ (Lutter et al., 2014, S. 3). Der Aufsichtsrat ist kein per se im Unternehmen vorgesehenes Gremium. Die Installation eines Aufsichtsrats stellt vielmehr ein explizites Phänomen des dualistischen Systems der Unternehmensführung dar, welches in Deutschland praktiziert wird.

Kompetenzen der Unternehmensführung

Dabei markiert das dualistische System der Unternehmensführung nur ein mögliches Modell zur Ausgestaltung der *Unternehmensverfassung*, die als Regelung der „internen Beziehungen des Unternehmens und seine[r] Beziehungen zur Umwelt, insbesondere zu den Eigentümern oder Anteilseignern, zu den Geschäftspartnern und zu den Gläubigern sowie zu den im Unternehmen tätigen Arbeitnehmern“ (Kistner & Steven, 1999, S. 318) verstanden werden kann. Als ein Teilaspekt der Unternehmensverfassung beschäftigt sich die *Spitzenverfassung* explizit mit der „organisatorische[n] Regelung der Führungsorgane an der Unternehmungsspitze“ (Bleicher, 1987, S. 7; vgl. Bleicher, Leberl, & Paul, 1989, S. 24), die äquivalent auch als *Leitungsmodell*¹² bezeichnet wird und für die Verortung des Aufsichtsrates besonders relevant ist (vgl. Schewe, 2010, S. 66). Mit der Ausgestaltung der Spitzenverfassung bzw. des Leitungsmodells sollen grundsätzlich zwei wesentliche Fragestellungen beantwortet werden: (1) Durch welche Organe wird die *Unternehmensführung* ausgeübt und (2)

welche konkreten *Kompetenzen* obliegen den mit der Unternehmensführung beauftragten Organen (vgl. ebd., S. 66 f.).

Nach Theisen (1987) wird die *Unternehmensführung* definiert als „die Gesamtheit der Individuen, Institutionen und Funktionen, welche in einem sozialen, offenen Prozeß die zielentsprechende Gestaltung der wirtschaftlichen Veranstaltung Unternehmung verantwortlich initiieren, koordinieren und steuern“ (S. 44). Diese kann nochmals in die primäre und sekundäre Unternehmensführung unterschieden werden (vgl. Schneider, 2000, S. 25): Als *primäre Unternehmensführung* werden all diejenigen Organe der Spitzenverfassung bezeichnet, die mit der *Leitungskompetenz* ausgestattet sind. Damit obliegen der primären Unternehmensführung als Exekutivorgan „das Recht und die Pflicht zum unmittelbaren Eingreifen in die Geschäfte des Unternehmens“ (ebd., S. 26), sowie das Recht „das Unternehmen nach außen hin zu vertreten“ (Schewe, 2010, S. 68). Die primäre Unternehmensführung wird daher für gewöhnlich auch als Geschäftsführung bezeichnet. Im Unterschied dazu werden unter der *sekundären Unternehmensführung* alle „die im Laufe der Entwicklung der Aktiengesellschaften zu den primären Aufgaben der Unternehmensführung hinzugekommenen nicht ursprünglichen, überwachenden und beratenden Aufgaben der aktienrechtlichen Aufsichtsorgane“ (Schneider, 2000, S. 26) zusammengefasst. Damit wird der sekundären Unternehmensführung die Kontrollkompetenz zugeschrieben, aus der sich die Aufgaben ergeben, die Handlungen der mit der Leitungskompetenz ausgestatteten Organe zum einen kritisch zu prüfen, um möglichem Fehlverhalten und -entscheidungen durch entsprechende Maßnahmen gegensteuern zu können und zum anderen die Mitglieder des Leitungsorgans zu bestellen. Im Gegensatz zur Geschäftsführung obliegt dem Kontrollorgan damit lediglich ein mittelbarer Einfluss auf die Geschäfte des Unternehmens (vgl. ebd.). Schewe (2010, S. 68) identifiziert zusätzlich zur Leitungs- und *Kontrollkompetenz* noch ein weiteres Kompetenzfeld. Demnach ist in Abhängigkeit des Leitungsmodells eine *Interessenvertretungskompetenz* vorgesehen, „die die Mitwirkung bestimmter Interessengruppen bei der Besetzung der Leitungs- und Kontrollorgane zu Lasten anderer Gruppen regel[t]“ (ebd.).

Die praktische Ausgestaltung der Leitungsmodelle ist dabei von vielen Faktoren abhängig. Unterschiede im ökonomischen und rechtlichen Umfeld sowie die Heterogenität der kulturellen und sozialen Werte resultieren in einer stark unterschiedlichen Ausgestaltung der Systeme der Unternehmensführung (vgl. Dutzi, 2005, S. 12 f.; Lentfer, 2005, S. 30). Für die vorliegende Arbeit werden das dualistische und monistische System¹³ der Unternehmensführung als wesentliche Leitungsmodelle erachtet.

¹² Für den Begriff des „Leitungsmodells“ wird in der v. a. angelsächsisch geprägten Literatur häufig auch der Begriff des „Corporate Governance-Systems“ verwendet (vgl. z. B. Witt, 2001). Aufgrund der großen Begriffsvielfalt und da der Begriff der Corporate Governance erst im späteren Verlauf der Arbeit eingeführt werden soll (s. Kap. 2.2.2.1), verwendet die Verfasserin zunächst jedoch den Terminus „Leitungsmodell“.

Der Aufsichtsrat als Besonderheit des dualistischen Systems der Unternehmensführung

Das dualistische System der Unternehmensführung hat seinen Ursprung in Deutschland und stellt das auch heute noch in Deutschland praktizierte Leitungsmodell dar (vgl. Schewe, 2010, S. 80; Lutter et al., 2014, S. 3). Die Verbreitung dieses Modells ist im internationalen Vergleich jedoch vergleichsweise gering und bleibt vor allem auf den kontinentaleuropäischen Wirtschaftsraum beschränkt (vgl. Lentfer, 2005, S. 29; Lutter, 1995, S. 11). Neben Deutschland findet es zum Beispiel in Österreich, den Niederlanden, Polen sowie in Frankreich und Italien¹⁴ Anwendung (vgl. ebd., S. 11 f.; Lutter et al., 2014, S. 3). Die zentrale Besonderheit und damit auch der elementare Unterschied zum monistischen System liegt in der funktionalen und personellen *Trennung der Leitungs- und Kontrollkompetenz*, die voneinander unabhängigen Organen zugeteilt wird (vgl. Schewe, 2010, S. 80; Lentfer, 2005, S. 52). Das auf diese Weise konzipierte Leitungsmodell wird folglich auch als „Trennungsmodell“, „Two-Tier-Board-System“ oder „zweistufiges System“ bezeichnet (vgl. z. B. Börsig & Löbke, 2013, S. 132; Pfitzer & Orth, 2005, S. 74; Bleicher, 1987, S. 10).

Die deutsche Aktiengesellschaft

Eine mit dem dualistischen System der Unternehmensführung unmittelbar verknüpfte Rechtsform ist die der Aktiengesellschaft (AG). Die AG, die der Gruppe der Kapitalgesellschaften¹⁵ zuzuordnen ist, gilt „als [die] im Wirtschaftsleben verbreitetste Form einer Körperschaft des privaten Rechts“ (Rose & Glorius-Rose, 2001, S. 9) und ist „traditionell die Rechtsform für große“¹⁶ Unternehmen und dabei ein Sammelbecken für Kapitalbeträge einer Vielzahl von Anlegern“ (Müller, 2004, S. 3). Sie wird daher auch als Publikumsgesellschaft bezeichnet, die aufgrund ihrer „Kapitalsammelfunktion“ (ebd.) den Vorteil bietet, eine Vielzahl von Finanzmitteln zu bündeln und diese für einen übergeordneten wirtschaftlichen Zweck einzusetzen, dessen Erfüllung aufgrund des enormen Kapitalbedarfs auf andere Weise nicht möglich wäre (vgl. ebd.). Mit der Zurverfügungstellung des Kapitals erhält jeder Anleger Anteilsrechte am Unternehmen, die in Form von Aktien

bestimmte Rechte verbrieft (z. B. das Recht auf Gewinnbeteiligung oder das Stimmrecht auf Hauptversammlungen) (vgl. Wöhe, 2013, S. 223). Ist die AG börsennotiert, können die Aktien im amtlichen Handel oder geregelten Markt gehandelt und weiterveräußert werden (vgl. ebd., S. 4).

Aus der Börsennotierung resultieren überdies „verschärfte Publizitätsanforderungen“ (ebd., S. 5), die sich z. B. in der Verpflichtung zur Ad-hoc-Publizität¹⁷ ausdrücken.

Die Unternehmensform der Aktiengesellschaft, dessen Regelungen im Aktiengesetz (AktG)¹⁸ festgehalten sind, verlangt eine „strikte Kompetenzzuweisung“ (ebd., S. 3), die sich in einer Dreiteilung der Unternehmensorgane ausdrückt (vgl. Kessler, Schiffers, & Teufel, 2002, S. 83). Als Organe der deutschen Aktiengesellschaft lassen sich folglich (1) das Satzungsorgan der Hauptversammlung, (2) das Führungsorgan des Vorstandes sowie (3) das Überwachungsorgan des Aufsichtsrates unterscheiden (vgl. Hutzschenreuter, 1998, S. 61). Sie „sind *nicht hierarchisch* einander zugeordnet, sondern stehen *parallel* nebeneinander; keines der Organe ist des anderen Vorgesetzter“ (Lutter, 1995, S. 14, Herv. i. O.).

Die Organe der deutschen Aktiengesellschaft

Die **Hauptversammlung (HV)**¹⁹, das „gesetzliche Mitgliederorgan“ (Theisen, 1987, S. 67) der AG, bildet das Forum für den Zusammenschluss aller am Unternehmen beteiligten Aktionäre, das regelmäßig einmal im Geschäftsjahr stattfindet.²⁰ Zusätzlich zu dem Recht der Aktionäre und Aktionärsvertreter, an der HV teilzunehmen, ergibt sich auch für die zwei weiteren verfassunggebenden Organe der AG, den Vorstand und den Aufsichtsrat, eine Verpflichtung zur Teilnahme (vgl. Reichert, 2004, S. 418 ff.). Die wesentliche Aufgabe des sogenannten Satzungsorgans besteht in der Klärung „sämtliche[r] Fragen, die das Aktienkapital und den verfassungsmäßigen Aufbau der Gesellschaft betreffen“ (Schewe, 2010, S. 82). Hierzu gehören bspw. die Entscheidung über die Verwendung des Bilanzgewinns, Satzungsänderungen, Fusionen bis über die Auflösung der Gesellschaft und die Herab-/Heraufsetzung des Aktienkapitals, aber auch die Wahl der Mitglieder des Aufsichtsrates. „In ihr [der Hauptversammlung; Anm. d. Verf.] werden wesentliche Entscheidungen getroffen und damit die Weichen für den wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens gestellt“ (Drinhausen & Marsch-Barner, 2014, S. 757). Damit besitzt die

¹³ „Im Gegensatz zur dreigliedrigen Organisation der deutschen Aktiengesellschaft, verfügt die amerikanische Corporation nur über zwei korporative Organe: Shareholders' Meeting und Board of Directors.“ (Schneider, 2000, S. 37) Das auf diese Weise ausgestaltete Leitungsmodell wird auch als monistisches System der Unternehmensführung bezeichnet. Als das international verbreitetste Leitungsmodell findet es vor allem in anglo-amerikanisch geprägten Wirtschaftsräumen Anwendung, darunter insbesondere in den USA, Kanada und Großbritannien (vgl. Lentfer, 2005, S. 29). Die Besonderheit und der zentrale Unterschied zum dualistischen System liegt in der Vereinigung der Leitungs- und Kontrollkompetenz in nur einem Organ, dem Board of Directors (vgl. ebd., S. 50). Das Gremium des Aufsichtsrates, wie es für die deutsche Aktiengesellschaft vorgesehen ist, existiert in der Form nicht (vgl. Lutter et al., 2014, S. 3). Die Charakterisierung des monistischen Systems kann hier nur sehr verkürzt und auf die wesentlichen Punkte reduziert dargestellt werden. Für eine vertiefende Betrachtung vgl. z. B. Hoffmann-Becking (2004).

¹⁴ In Frankreich und Italien besteht die Möglichkeit, zwischen dem monistischen und dualistischen Leitungsmodell zu wählen – eine solche Möglichkeit ist für die deutsche Aktiengesellschaft bislang nicht vorgesehen (vgl. Lutter, 1995, S. 11 f.).

¹⁵ Weitere zu den Kapitalgesellschaften zählende Rechtsformen sind die Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA), die Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) sowie die Europäische Gesellschaft der Societas Europaea (SE) (vgl. vertiefend z. B. Rose & Glorius-Rose, 2001).

¹⁶ Unter „großen“ Unternehmen oder auch Großunternehmen (für die vorliegende Arbeit auch: große Kapital- bzw. Aktiengesellschaften) werden alle Unternehmen gefasst, die mindestens zwei der folgenden Merkmale überschreiten: 250 Beschäftigte, 40 Millionen Euro jährliche Umsatzerlöse, 20 Millionen Euro Bilanzsumme (§ 267 HGB).

¹⁷ „Nach § 15 Abs. 1 WpHG hat der Emittent [die Aktiengesellschaft; Anm. d. Verf.] im Rahmen der sogenannten Ad-hoc-Publizität bis dahin nicht bekannte Tatsachen zu veröffentlichen, wenn sie die Kursentwicklung erheblich beeinflussen können.“ (Müller, 2004, S. 5) Das Thema der Ad-hoc-Publizität ist für die Kapitalmarktkommunikation von zentraler Relevanz. Der Deutsche Rat für Public Relations (DRPR, 2005) hat dazu eigene Richtlinie zur ordnungsgemäßen Umsetzung verfasst.

¹⁸ Anmerkung: Alle im folgenden Verlauf der Arbeit verwendeten Verweise auf das Aktiengesetz sind solche des AktG i. d. F. vom 6. September 1965 (vgl. dazu immer Hüffer, 2014).

¹⁹ Für einen ausführlichen Überblick zu den Spezifika der Hauptversammlung vgl. §§ 118–149 AktG; Reichert (2004).

²⁰ In Ergänzung zur sogenannten „ordentlichen Hauptversammlung“, die in der Regel durch den Vorstand einberufen wird (vgl. Reichert, 2004, S. 394; § 121 Abs. 2 Satz 1 AktG), kann der Aufsichtsrat von der Einberufung einer „außerordentlichen Hauptversammlung“ Gebrauch machen (vgl. dazu vertiefend Reichert, 2004, S. 392 ff.).

HV weitreichende Entscheidungskompetenzen, die die Leitungskompetenz des Vorstandes limitieren und die HV zu einem einflussreichen Organ erheben (vgl. ebd.; Reichert, 2004). Neben den gesetzlich fixierten Aufgaben, kommt der HV eine weitere wichtige Rolle zu, die vor allem für börsennotierte Aktiengesellschaften von Relevanz ist. So kann die HV als eine Plattform zur Repräsentation des Unternehmens nach innen *und* außen angesehen werden, die eine enorme Öffentlichkeitswirkung entfalten kann (vgl. ebd., S. 358; Drinhausen & Marsch-Barner, 2014, S. 757).

Die einheitliche und selbstständige Wahrnehmung der Unternehmensleitung durch die Anteilseigner ist aufgrund der Zerstreutheit der Eigentumsrechte unter den vielen einzelnen Aktionären nicht problemlos umsetzbar. Infolgedessen übertragen die Aktionäre dem **Vorstand**²¹ die Kompetenz zur Leitung des Unternehmens, der dieses in eigener Verantwortung zu führen hat (vgl. Schneider, 2000, S. 29 f., Schewe, 2010, S. 87 ff.).²² Das Gremium setzt sich in der Regel aus mehreren Mitgliedern zusammen, die im Sinne des *Kollegialprinzips* gemeinschaftlich Entscheidungen treffen und diese als Kollektiv in der Geschäftsführung umsetzen. Aus der Mitte des Vorstandes ist durch den Aufsichtsrat ein Vorstandsvorsitzender zu benennen, der das Gremium repräsentiert, die Vorstandssitzungen leitet und die Arbeit des Vorstandes koordiniert (vgl. Schneider, 2000, S. 30 f., Schewe, 2010, S. 88, Liebscher, 2004, S. 478).

Die Aufgaben des Vorstandes lassen sich Eulerich und Welge zufolge (2010, S. 18) drei Verantwortungsbereichen zuordnen: Der Vorstand trägt *erstens* die zentrale Verantwortung für die Festlegung und Umsetzung der Unternehmenspolitik und -ziele und stellt damit sicher, dass die Unternehmensplanung, -koordination und -kontrolle auf die Verwirklichung der übergeordneten strategischen Ziele ausgerichtet sind (vgl. Schneider, 2000, 30). Dazu gehören bspw. die Festlegung der Grundzüge der Markt-, Produkt-, Finanz-, Investitions- und Personalpolitik und die Besetzung der oberen Führungspositionen (vgl. Liebscher, 2004, S. 524). *Zweitens* übernimmt der Vorstand eine gesellschaftsrechtliche Verantwortung: Im Zuge dessen hat er die Pflicht, die weiteren verfassungsgebenden Organe in die Entscheidungsfindung einzubeziehen (z. B. in Form der Berichterstattung an den Aufsichtsrat und die HV) sowie die nachgeordneten Mitarbeiter bei der Erfüllung ihrer Aufgaben zu überwachen (vgl. Lutter, 1995, S. 15). *Drittens* zeichnet sich der Vorstand für die Erfüllung der Rechtspflichten des Unternehmens verantwortlich, die sich bspw. in der Einhaltung der Rechnungslegungspflicht (z. B. Erstellung des Jahresabschlusses und Lageberichts) oder der Verpflichtung zur Einleitung eines ggf. notwendigen Insolvenzverfahrens erstrecken (vgl. Liebscher, S. 512 ff.). Von diesen Aufgaben besonders her-

auszustellen ist die Rolle des Vorstandes als Repräsentativ- und Vertretungsorgan, dem „im Außenverhältnis [die] unbeschränkte und unbeschränkbare Vertretungsmacht“ (Liebscher, 2004, S. 474) obliegt (§§ 78, 82 AktG; vgl. Schewe, 2010, S. 88). Der Vorstand ist damit alleiniges Sprachrohr der AG nach außen, das mit einer expliziten Kommunikationsfunktion ausgestattet ist (vgl. Institut für den öffentlichen Sektor, 2006, S. 14).

Der Vorstand ist das Exekutivorgan der Aktiengesellschaft und folglich Träger der primären Unternehmensführung. Gemäß dem dualistischen System der Unternehmensführung, nimmt der Vorstand diese Aufgabe jedoch nicht allein, sondern gemeinschaftlich mit dem **Aufsichtsrat** (englisch: „Supervisory Board“) wahr (vgl. Semler, 1996, S. 3). Als sekundäre Unternehmensführung bildet er das ‚regulierende Gegenstück‘, das den Vorstand und seine Entscheidungen im Sinne der ihm zugewiesenen Kontrollkompetenz *überwacht*. Der Aufsichtsrat agiert dabei als „Repräsentativorgan der Aktionäre, deren Interessen er gegenüber dem Vorstand wahrnimmt“ (Schiedermaier & Kolb, 2004, S. 560).²³

„Der Aufsichtsrat ist das jüngste Organ der AG“ (Juhnke, 1995, S. 172), und seine Geschichte ist eng mit der Entwicklung der Aktiengesellschaft verknüpft (vgl. Becker, 1993, S. 1).²⁴ Mit der Einführung des Allgemeinen Deutschen Handelsgesetzbuches (ADHGB) im Jahr 1861 wurde der Begriff des ‚Aufsichtsrates‘ erstmalig verwendet und das Gremium als zunächst fakultatives Organ gesetzlich fixiert (vgl. Lutter, 1995, S. 7; Bleicher et al., 1989, S. 52 f.). Mit der Novelle zum ADHGB im Jahr 1870, mit der die Errichtung von Aktiengesellschaften von der staatlichen Genehmigung freigestellt wurde, wurde der Aufsichtsrat zum obligatorischen Organ, das vor allem die zuvor vom Staat wahrgenommene Kontrollfunktion übernehmen sollte (vgl. Lutter, 1995, S. 8). Weitere wichtige Impulse lieferte das Aktiengesetz von 1937, das eine klare Zuweisung der Kompetenzen zwischen Vorstand und Aufsichtsrat bewirkte. Erfüllte der Aufsichtsrat zuvor immer wieder auch geschäftsführende Aufgaben, womit er sich häufig außerhalb seiner Kontrollkompetenz bewegte, wies ihm das Aktiengesetz von 1937 nun explizit und ausschließlich die Rolle des Kontrollorgans zu, wie sie auch heute noch Bestand hat (vgl. ebd., S. 9 f.; Bleicher et al., 1989, S. 54). Eine weitere, für die AG zentrale Reform war die gesetzliche Einführung der Mitbestimmung im Jahr 1976, wonach der Aufsichtsrat in Abhängigkeit der Rechtsform des Unternehmens, der Anzahl der Mitarbeiter und der Branchenzugehörigkeit nicht nur mit Vertretern der Anteilseigner, sondern zusätzlich auch mit Vertretern der Arbeitnehmerseite besetzt werden muss. Damit ist der Aufsichtsrat mit einer ausdrücklichen Interessenvertretungskompetenz ausgestattet (vgl. Schewe, 2010, S. 80).²⁵ Gleichwohl ist auch der Aufsichtsrat als

²¹ Für einen ausführlichen Überblick über die Aufgaben des Vorstandes vgl. §§ 76–94 AktG; Liebscher (2004).

²² Kap. 2.2.1.1 leitet diese Delegationsbeziehung und die daraus entstehenden Probleme theoretisch her.

²³ Siehe Kap. 2.2.1.1.

²⁴ Einen prägnanten Überblick über die Entwicklungsgeschichte des Aufsichtsrates geben Bleicher et al. (1989) und Lutter (1995).

²⁵ Dieser Tatbestand ist wesentlich für das dualistische System, das den Pluralismus der Berücksichtigung von Interessen in den Gesellschaftsorganen zulässt.

Kollegialorgan zu begreifen, das seine Entscheidungen als Gremium gesamthaft trifft und dessen Leitung dem Vorsitzenden des Aufsichtsrates obliegt.

Heute ist „[d]er Aufsichtsrat [ein] kraft Gesetz notwendiges Organ der Aktiengesellschaft“ (Schiedermaier & Kolb, 2004, S. 560; vgl. §§30–31 AktG). Die rechtlichen Bestimmungen zur Stellung, Zusammensetzung, den Aufgaben und Kompetenzen sowie zu den Rechten und Pflichten des Aufsichtsrates sind über eine Vielzahl von Gesetzen verstreut. Als maßgebliche Rechtsquellen sind das AktG²⁶, das Handelsgesetzbuch (HGB), das Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) und die Mitbestimmungsgesetze (MitbestG, DrittelbG, MontanMitbestG) zu nennen. Diese Vorschriften werden durch Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) und die jeweilige Unternehmenssatzung ergänzt (vgl. Talaulicar, 2002, S. 15 f.; Martens, 2000, S. 8; Jünger, 2013, S. 15; Trögel, 2013, S. 5).²⁷

Grundsätzlich ist die Bildung eines Aufsichtsrates auch für andere Kapitalgesellschaften als der AG denkbar.²⁸ Daher soll an dieser Stelle eine Einschränkung des Untersuchungsgegenstandes vorgenommen werden: Alle folgenden Ausführungen werden aus den Annahmen und Gesetzen zum „Pflicht-Aufsichtsrat“ (Lutter et al., 2014, S. 5) großer deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften abgeleitet und besitzen gleichermaßen nur für diese Gültigkeit. Eine Übertragung der Annahmen auf die Tätigkeit des Aufsichtsrates im Kontext anderer Rechtsformen, die zudem nicht an der Börse notiert sind, ist daher nicht ohne Weiteres möglich und muss kritisch geprüft werden.²⁹ Diese Eingrenzung erweist sich auch insofern als sinnvoll, als dass der Großteil der wissenschaftlichen Arbeiten im Forschungsfeld des Aufsichtsrates, einschließlich der umfangreichen Überlegungen zur Reform des Aufsichtsamtes, eben jene Aktiengesellschaften ins Auge fasst (vgl. Baums, 1994, S. 12). Damit gleichermaßen von der Untersuchung ausgeschlossen sind Unternehmen öffentlicher Hand, mittelständisch geprägte Unternehmen sowie Aufsichtsräte in Familiengesellschaften (vgl. Probst & Theisen, 2013). „Auch wenn diese in der Rechtsform der Aktiengesellschaft organisiert [sein können]“ (Börsig & Löbke, 2013, S. 125), so bringen gerade ihre spezifischen Charakteristika eine zusätzliche Betrachtungsebene mit sich. Angesichts der Varianz der einzelnen Unternehmenstypen und der Tatsache, dass die vorliegende Arbeit versucht, das Gremium des Aufsichtsrates erstmals aus Perspektive der Unternehmenskommunikation zu begreifen, verbleibt die Arbeit aus forschungsökonomischen Gründen auf dieser eher allgemeinen Beschreibungsebene.

²⁶ Vgl. §§ 95–116 AktG.

²⁷ Eine ausführliche Darstellung der Aufgaben sowie Details zu den Strukturen und Prozessen der Aufsichtsratsarbeit sind Inhalt der nachfolgenden Kap. 2.2 und Kap. 2.3.

²⁸ So ist der Aufsichtsrat auch für die KGaA und Genossenschaften (eG) obligatorisch; für bspw. die GmbH ist die Einrichtung eines Aufsichtsrates hingegen nur dann verpflichtend, wenn sie über mehr als 500 Arbeitnehmer verfügt (vgl. Hoffmann & Preu, 2003, S. 16; Kessler et al., 2002, S. 70).

²⁹ Siehe auch Abschnitt zu den Forschungsdesideraten in Kap. 5.

Zwischenfazit

Insgesamt konnte gezeigt werden, dass der Aufsichtsrat eine Besonderheit des dualistischen Systems der Unternehmensführung und ein vor allem deutsches Phänomen darstellt, das im internationalen Vergleich mit dem monistischen System kein Äquivalent besitzt. Des Weiteren wurde deutlich, dass der Aufsichtsrat als Teil der Unternehmensführung begriffen werden kann, die er zusammen mit dem Vorstand ausübt. Außerdem wurde bereits angedeutet, dass der Aufsichtsrat in seinen Aufgaben und strukturellen Merkmalen ein hohes Maß an Komplexität aufweist. So verwundert es auch nicht, dass „letztlich nicht von dem Aufsichtsrat [gesprochen werden] kann“ (Arnegger, Hofmann, Pull, & Vetter, 2010, S. 252 f.). In einem nächsten Schritt sollen diese komplexen Strukturen daher entflochten und aufgezeigt werden, welche Bedeutung die Aufgaben sowie die ‚Beschaffenheit‘ des Gremiums für die Konzeption der Kommunikation des Aufsichtsrates haben.

2.2 Das Aufgabenprofil des Aufsichtsrates im Wandel

Eine sinnvolle Ableitung des Kommunikationsbedarfs des Aufsichtsrates sowie die Herausarbeitung konkreter Kommunikationsaufgaben können nur dann erfolgen, wenn diese konsequent aus den ‚allgemeinen‘ Aufgaben des Aufsichtsrates hergeleitet werden. Dabei gilt es aufzuzeigen, dass sich das Aufgabenprofil über die Zeit gewandelt hat und darin konkrete Anknüpfungspunkte für die Kommunikation des Aufsichtsrates begründet liegen.

2.2.1 Der Aufsichtsrat als Kontrollinstitution

2.2.1.1 Notwendigkeit einer Kontrollinstanz

Es konnte bereits dargelegt werden, dass der Aufsichtsrat ein für die deutsche börsennotierte Aktiengesellschaft gesetzlich vorgeschriebenes und elementares *Kontrollorgan* darstellt. Um das Gremium des Aufsichtsrates und seine Rolle als Kontrollinstitution ausreichend zu verstehen, ist eine theoretische Herleitung seiner ‚klassischen‘ Aufgaben unabdingbar. Zur theoretischen Erklärung der Notwendigkeit eines Kontrollorgans eignet sich der Rückgriff auf die Ansätze der ‚Neuen Institutionenökonomik‘, die versucht das „Zustandekommen und die Funktionsweise beobachtbarer Institutionen, in deren Rahmen ökonomische Kooperationen vollzogen werden, zu erklären und – sofern dieses Erklärungsziel erreicht wird – Institutionen bewusst zu gestalten“ (Alparslan, 2006, S. 2).³⁰ Im Kontext der Neuen Institutionenökonomik haben sich mit der Theorie der Verfügungsrechte, der Prinzipal-Agenten-Theorie und der Transaktionskostentheorie verschiedene Erklärungsansätze herausgebildet, die Lösungsvorschläge für eine „optimale‘ Koordination der Handlungen und Zielvorstellungen von Kooperationspartnern“ (Wentges, 2002, S. 67) bereitstellen

³⁰ Kennzeichnend für die Neue Institutionenökonomik sind die ihr zugrunde liegenden Annahmen der unvollkommenen und begrenzten Rationalität der handelnden Individuen, des opportunistischen Verhaltens der Wirtschaftssubjekte sowie der asymmetrischen Informationsverteilung zwischen den Kooperationspartnern (vgl. Wentges, 2002, S. 22; Dutzi, 2005, S. 103; Grigoleit, 2009, S. 33; Hartmann-Wendels, 2001, S. 119).

(vgl. ebd., S. 67 f.; Saam, 2007, S. 825; Witt, 2001, S. 85). Einer ihrer zentralen, gemeinsamen Referenzpunkte ist die Existenz eines Kontrollproblems.

Kontrollproblem

Die Notwendigkeit zur Kontrolle ist auf die Spezifika management-geleiteter Unternehmen zurückzuführen, zu der die Publikums- und damit auch die Aktiengesellschaften zu zählen sind. Kennzeichnend für management-geleitete Unternehmen ist die Trennung von Eigentum/Risiko und Verfügungsgewalt/Management (vgl. Fama, 1980, S. 289). Ursächlich dafür ist die Zerstreuung der Eigentumsrechte auf eine Vielzahl von Kapitalgebern bzw. Eigentümern (für die AG: Aktionäre)³¹, die eine einheitliche Führung der Geschäfte nicht wahrnehmen können und ihre Geschäftsführungsbefugnis an angestellte Manager übertragen (vgl. Becker, 1993, S. 8; Kistner & Steven, 1999, S. 320 f.). Seine theoretische Ausformulierung findet dieses Phänomen in der ‚Theorie der Verfügungsrechte‘ bzw. der ‚Property-Rights-Theorie‘, deren Ursprung etwa in den 1970er-Jahren in den USA liegt (vgl. Juhnke, 1995, S. 113). Im Fokus der Theorie stehen eigentumstheoretische Überlegungen, denen zufolge die Kapitalgeber ein Bündel von Verfügungsrechten besitzen.³² Diese Verfügungsrechte, als „Rechte, über bestimmte Güter in bestimmter Weise zu verfügen“ (ebd., S. 119), werden im Unternehmen in einzelne Rechte auf- und verschiedenen Akteuren zugeteilt. Zu unterscheiden sind (1) das Leitungs- und Koordinationsrecht, (2) das Aneignungsrecht des Residuums sowie (3) das Veräußerungsrecht (vgl. ebd., S. 134). „In der modernen Publikumsgesellschaft wird das erstere Recht an Manager delegiert, die häufig nicht selbst an der Gesellschaft beteiligt sind, während die Aktionäre die beiden restlichen Rechtsbündel behalten“ (ebd., S. 134 f.).

Die daraus resultierende Beziehung zwischen Eigentümern und Managern wird im Rahmen der Prinzipal-Agenten-Theorie³³ analysiert und als sogenannte Agenturbeziehung konzipiert (vgl. Mitter & Wohlschläger, 2011, S. 246). Die Basis der Theorie legten Jensen und Meckling (1976), die die Agenturbeziehung „as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent“ (S. 308) definieren. Laut Pratt und Zeckhauser (1985, S. 3) hat die Theorie das grundlegende Potenzial, eine Vielzahl von Beziehungen innerhalb eines Unternehmens und des Wirtschaftssystems zu beschreiben und ist demzufolge auf eine Vielzahl ökonomischer Beziehungen anwendbar. Auch die Beziehung zwischen Managern und Eigentümern kann als eine Prinzipal-Agenten-Beziehung

beschrieben werden, bei der die Eigentümer, als Prinzipale, auf Basis eines Vertrags das Recht an die Manager, als Agenten, übertragen, im Auftrag der Prinzipale Entscheidungen zu treffen (vgl. Alparslan, 2006, S. 35; Jensen & Meckling, 1976, S. 310). Im Mittelpunkt der Beziehung steht die Ausgestaltung des Vertrags, dessen Erfüllung durch den Agenten von einer Reihe von Faktoren abhängig ist. Dabei „[deutet] [d]er Abschluss eines Vertrags zwischen dem Prinzipal und dem Agenten bereits darauf hin, dass keine prästabilisierte Interessenharmonie zwischen Prinzipal und Agent besteht“ (ebd., S. 17). Vielmehr muss von einem *Interessenkonflikt* zwischen den Vertragspartnern, deren Fokus auf der jeweils eigenen Nutzenmaximierung liegt, ausgegangen werden, wobei der Prinzipal damit rechnen muss, dass der Agent seine Handlungsspielräume zum Nachteil seines Prinzipals ausnutzen wird. Hinzu kommt das elementare Problem der *Informationsasymmetrie* zu Ungunsten des Prinzipals. Weil der Prinzipal weder die Kompetenzen und Intentionen des Agenten kennt noch die Handlungen des Agenten beobachten kann, entsteht ein informationelles Ungleichgewicht, das beim Prinzipal Kosten für die Überwachung des Agenten verursacht (vgl. Pratt & Zeckhauser, 1985, S. 3; Jost, 2001, S. 23 f.; Alparslan, 2006, S. 17 ff.; Saam, 2007, S. 826 f.).

Übertragen auf die Organe der Aktiengesellschaft ist die Hauptversammlung (= Eigentümer) als Prinzipal dem Risiko ausgesetzt, systematisch vom Vorstand (= Management) als Agenten ausgenutzt zu werden. Die Prinzipal-Agenten-Beziehung zwischen Hauptversammlung und Vorstand ist demnach durch ein latentes **Kontrollproblem** gekennzeichnet, bei dem sich für die Hauptversammlung die Frage stellt, „wie die angestellten Manager dazu veranlaßt werden können, ihre persönlichen Ziele hinter die Interessen des Unternehmens bzw. der Gesellschafter zurückzustellen und ihre Entscheidungen an diesen zu orientieren“ (Kistner & Steven, 1999, S. 322; vgl. Juhnke, 1995, S. 131) und damit das übergeordnete Ziel einer an den Aktionärsinteressen ausgerichteten Unternehmensführung sichergestellt werden kann (vgl. Grothe, 2006, S. 28).³⁴

Lösung des Kontrollproblems

Eine Möglichkeit, die „diskretionären Handlungsspielräume“ (Jost, 2001, S. 21) des Managements zu beschränken und das Kontrollproblem zu überwinden, besteht in der Implementation eines Kontrollsystems (vgl. Alparslan, 2006, S. 29, 35).³⁵ Dabei kann eine prinzipielle Unterscheidung zwischen externen und internen Kontrollmechanismen vorgenommen werden.

Als *externe Kontrollmechanismen* wirken der Kapitalmarkt sowie die Konkurrenz auf dem Markt für Manager und dem Gütermarkt

³¹ Für den weiteren Verlauf der Arbeit werden die Begriffe Kapitalgeber, Eigentümer, Aktionäre und Anteilseigner synonym verwendet.

³² Juhnke (1995, S. 120) differenziert die Verfügungsrechte in das (1) Recht zur Nutzung eines Gutes (Usus), (2) das Recht zur Aneignung von Gewinnen und Verlusten aus der Nutzung des Gutes (Usus fructus), (3) das Recht zur Veränderung der Form und Substanz des Gutes (Abusus) sowie (4) das Recht zur Überlassung der Verfügungsrechte an einem Gut an andere.

³³ Die Prinzipal-Agenten-Theorie gilt als eine der dominierenden Theorien der Neuen Institutionenökonomik (vgl. Eulerich, Lohmann, Hausteiner, & Tunger, 2014; Grigoleit, 2009, S. 1; Hill & Jones, 1992, S. 131). Für einen vertiefenden Einblick in die Theorie vgl. z. B. Eisenhardt (1989), Arrow (1985), Saam (2007) und Jost (2001).

³⁴ In engem Zusammenhang mit dem Prinzipal-Agenten-Modell steht der lange Zeit dominierende Shareholder Value-Gedanke, der explizit die Interessen der Eigenkapitalgeber (= Shareholder) in den Fokus unternehmerischen Handelns stellt (vgl. Freeman, Harrison, & Wicks, 2007, S. 23). Demnach hat sich „das Management einer Unternehmung ausschließlich an den finanzwirtschaftlichen Zielen der Eigentümer“ (Speckbacher, 1997, S. 630) zu orientieren, die in einer Maximierung des Unternehmenswertes liegt.

³⁵ Eine weitere Möglichkeit zur Überwindung des Kontrollproblems liegt in der Einrichtung von Informations- und/oder Anreizsystemen Anreizsystemen. Häufig werden alle Systeme gleichzeitig eingesetzt (vgl. Alparslan, 2006, S. 29).

von außen auf das Unternehmen ein und entfalten auf diese Weise eine disziplinierende Wirkung. Sie werden deswegen auch als „Marktmechanismen“ bezeichnet (vgl. Grothe, 2006, S. 28 f.; Baums, 1994, S. 4). Sie „sind dadurch charakterisiert, daß bei der Mehrzahl der Kontrollmechanismen (noch) keine vertragliche Beziehung zwischen der Unternehmung und weiteren potentiellen Kapitalgebern, potentiellen Übernehmern, konkurrierenden externen Managern und konkurrierenden Firmen vorhanden ist“ (Auge-Dickhut, 1999, S. 11). Der Theorie der Verfügungsrechte zufolge fungiert der Kapitalmarkt als wichtigster Kontrollmechanismus (vgl. Juhnke, 1995, S. 143).³⁶ Dabei „wird das Kapital idealtypisch denjenigen Nachfragern zugeführt, die seine beste Nutzung garantieren“ (ebd.). In diesem Zusammenhang wird auch das Verhalten des Managements zu einem zentralen Beurteilungskriterium für den Kapitalmarkt, das einen direkten Einfluss auf die Finanzierungssituation des Unternehmens nehmen kann. (vgl. ebd., S. 143 ff.; Auge-Dickhut, 1999, S. 13; Spremann & Gantenbein, 2006; S. 18 ff.) Der damit beschriebene kapitalmarkttheoretische Ansatz, bei dem die Kontrolle von außen induziert wird, ist vor allem für den angelsächsischen Raum von Bedeutung, in dem der Kapitalmarkt seit jeher eine starke Kontrollfunktion ausübt (vgl. Speckbacher, 1997, S. 635). So wird im „marktorientierten Outsider-System die Unternehmenspolitik [...] prinzipiell durch die Interessen des typischerweise breit gestreuten Anlegerpublikums, also durch den Kapitalmarkt [...] bestimmt“ (ebd., S. 635; vgl. Dutzi, 2005, S. 87). Im kontinentaleuropäischen Raum hingegen, vor allem aber in Deutschland kam dem Kapitalmarkt *traditionell* eine vergleichsweise geringe Bedeutung zu, da sich die Eigentumsrechte nur auf einige wenige Kapitalgeber³⁷ verteilen, die aufgrund dieser stark „konzentrierte[n] Anteilseignerstrukturen [...] einen direkten Einfluss auf die Unternehmensführung“ ausüben und ihre Interessen auf diese Weise durchsetzen konnten (vgl. Speckbacher, 1997, S. 635; Lentfer, 2005, S. 30, 39; Dutzi, 2005, 87; Köhler, 2015, S. 123).

Hier geht der disziplinierende Impuls vielmehr von *internen Kontrollmechanismen* aus, die als zusätzliche Absicherung zu externen Kontrollsubstituten implementiert werden können. Sie werden innerhalb des Unternehmens gesteuert (vgl. Grothe, 2006, S. 28; Juhnke, 1995, S. 37 f.) und „sind, neben der Existenz einer vertraglichen Beziehung zwischen den Kapitalgebern und der Unternehmensleitung dadurch gekennzeichnet, daß die Kapitalgeber

durch Ausübung der ihnen vertraglich eingeräumten Rechte die Handlungsspielräume der Unternehmensleitung einschränken“ (Auge-Dickhut, 1999, S. 11). Grundsätzlich kann auch diese Form der Kontrollausübung verschieden umgesetzt werden. Zentrale „institutionelle Kontrollmechanismen“ (Baums, 1994, S. 3) sind die Kapitalstruktur, die Einrichtung von Anreizsystemen, wie bspw. einer anreizorientierten Vergütung des Managements, sowie die Einrichtung einer unternehmensinternen Kontrollinstanz durch die Delegation der Überwachungsaufgabe an ein *Aufsichtsorgan*. Für Letzteres wird im dualistischen System ein eigenständiges und vom Management unabhängiges Gesellschaftsorgan geschaffen (vgl. ebd., S. 21 ff.; Warncke, 2010, S. 28).³⁸

In der deutschen Aktiengesellschaft fungiert der Aufsichtsrat demnach als institutionelle Instanz zur Lösung des Kontrollproblems. Er übt von innen heraus eine disziplinierende Wirkung auf das Management, repräsentiert durch den Vorstand, aus. Auf diese Weise fördert er eine auf das Interesse der Eigentümer - repräsentiert durch die Hauptversammlung - ausgerichtete Unternehmensführung. Daraus ergibt sich ein komplexes Beziehungsgefüge zwischen den Organen der Aktiengesellschaft, in dem der Aufsichtsrat, wie in Abbildung 1 (s. S. 18) dargestellt, in mehrfachen Prinzipal-Agenten-Beziehungen steht (vgl. Alparlan, 2006, S. 45 f.).

³⁶ „Der Kapitalmarkt umschreibt den Handel mit langfristigen Finanzierungsmitteln, die in wertpapierrechtlich verbrieft Form auftreten und schuld- oder beteiligungsrechtlichen Charakter aufweisen“ (Huchzermeyer, 2006, S. 11). Der Kapitalmarkt lässt sich weiter differenzieren in den Renten- und Aktienmarkt. Der Begriff des Kapitalmarktes wird, wie auch in dieser Arbeit, häufig mit dem Begriff des Aktienmarktes gleichgesetzt, der sich wiederum unterteilen lässt in den Primär- und Sekundärmarkt (vgl. ebd.).

³⁷ Andres, Fernau und Theissen (2013, S. 6) sprechen hier von den sogenannten „blockholders“, zu denen Gründerfamilien, inländische Finanzgeber (Banken und Versicherungsunternehmen) und andere inländische Unternehmen zu zählen sind. Ausdruck dieser Form der Kapitalbeteiligung war die in Deutschland lange Zeit dominierende „Deutschland AG“. Damit wird ein System „enge[r] Personen- und Kapitalverflechtung[en] von deutschen Großunternehmen [beschrieben], wobei den Unternehmensmanagern im Dichtezentrum dieses Verflechtungsnetzwerkes ‚Deutschland AG‘ Steuerungspotentiale zugeschrieben werden, die über die eigenen Unternehmens- bzw. Konzerngrenzen hinausreichen“ (Beyer, 2003, S. 118). Die „Deutschland AG“ stand aufgrund ihrer geringen Transparenz und der Abschottung gegenüber dem internationalen Kapitalmarkt v. a. international stark in der Kritik (vgl. Adams, 1994; Köhler, 2015, S. 124 ff.). Die „Deutschland AG“ existiert in dieser Form heute nicht mehr (s. Kap. 2.2.2.1).

³⁸ Im monistischen System wird für die Kontrolle kein eigenständiges Organ gegründet. Die Überwachungsaufgabe wird innerhalb der Geschäftsführung ausgeübt, indem sie an die Outside-Directors/Non-Executive Directors delegiert wird.

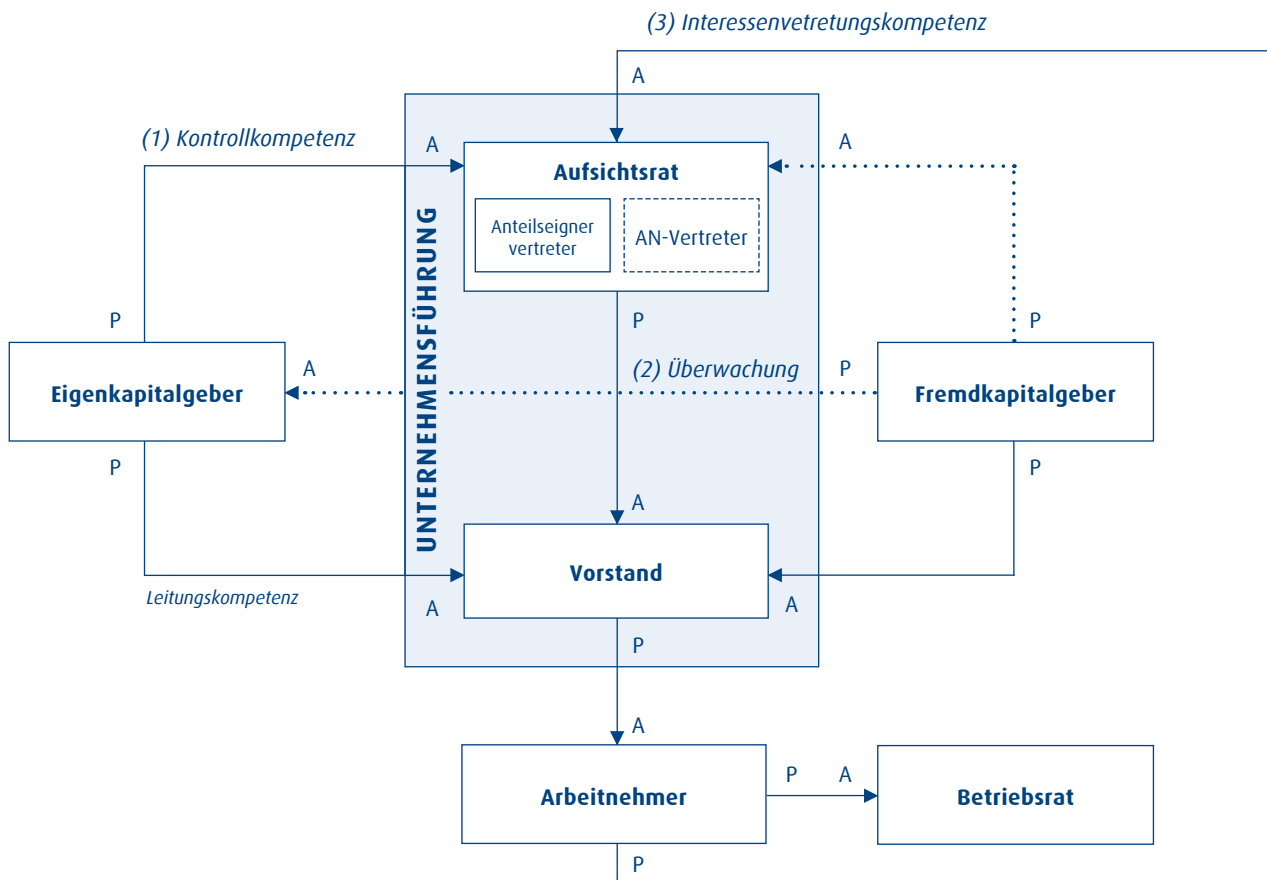


Abbildung 1: Der Aufsichtsrat im Netzwerk mehrstufiger Agenturbeziehungen (Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Dutzi, 2005, S. 149).

In erster Linie und schließlich verfassungskonstituierend ist der Aufsichtsrat (1) Agent der Eigenkapitalgeber, die dem Aufsichtsrat in ihrer Rolle als Prinzipal die Kontrollkompetenz übertragen, mit dem Ziel „die Umweltunsicherheit [zu] reduzieren und damit dem Prinzipal genauere Rückschlüsse auf das Verhalten des ‚produktiven‘ Agenten“ (Martens, 2000, S. 39), dem Vorstand, zu ermöglichen. Damit ist der Aufsichtsrat gleichermaßen (2) Prinzipal des Vorstandes, den er überwacht. Nach Martens (2000), „darf allerdings nicht übersehen werden, daß dadurch neben das zwischen Management und Aktionären bereits bestehende Agency-Problem ein zweites Agency-Problem tritt, da nicht auszuschließen ist, daß auch der Aufsichtsrat Eigeninteressen verfolgt“ (S. 3). An zusätzlicher Komplexität und Brisanz gewinnt dieser Aspekt laut Becker (1993, S. 104) in mitbestimmten Aktiengesellschaften, für deren Aufsichtsrat neben den Anteilseignervertretern auch die Besetzung mit Arbeitnehmervertretern vorgesehen ist. Demnach agiert der Aufsichtsrat nicht mehr ausschließlich als Agent der Eigenkapitalgeber, sondern zugleich als (3) Agent der Arbeitnehmer. Im Gegensatz zu den Anteilseignervertretern verfügen diese aber nicht über Eigentumsrechte, sondern sind lediglich mit

Mitbestimmungs- und Mitwirkungsrechten ausgestattet. Damit unterscheiden sich auch die Motivation zur Überwachung, der Informationsbedarf, der Planungshorizont sowie die Risikoneigung unter den Interessenvertretern. Hinzu kommt, dass auch die Vertreter der Anteilseigner unterschiedlichen Interessengruppen entspringen können. So ist es durchaus denkbar, dass z. B. Banken oder Vertreter von Aktionärsvereinigungen einen Platz im Aufsichtsrat einnehmen (vgl. ebd.; Schneider, 2000, S. 143). Zu den in der Prinzipal-Agenten-Beziehung begründet liegenden Interessenkonflikten *zwischen den Organen* der Aktiengesellschaft treten damit auch potenzielle Interessenkonflikte *innerhalb des Aufsichtsratsgremiums*.³⁹ Insgesamt lässt sich festhalten: „Der Aufsichtsrat ist, zumindest in seiner ursprünglichen historischen Bedeutung, nichts anderes als eine [...] institutionelle Einrichtung zur Überwachung des Managements im Interesse der Eigenkapitalgeber“ (Baums, 1994, S. 2). Die Überwachungsaufgabe ist konstituierendes Merkmal des Aufsichtsrates, der er in erster Linie Folge zu leisten hat. Dabei bewegt sich der Aufsichtsrat in einem komplexen Netzwerk von Akteuren, das aufgrund divergierender Interessen und Informationsasymmetrien vielfältige Konfliktpo-

³⁹ Die Verfasserin beschränkt sich auf die Darstellung der direkten (in Abbildung 1 mit den Ziffern (1) bis (3) gekennzeichneten) Prinzipal-Agenten-Beziehungen, in die der Aufsichtsrat eingebunden ist. Die Organe der Aktiengesellschaft können darüber hinaus, wie in Abbildung 1 (S. 20) dargestellt, im Rahmen einer Reihe weiterer Prinzipal-Agenten-Beziehungen charakterisiert werden, die hier jedoch ausgeblendet werden.

tenziale bereithält und „zu einer erschwerten Koordination der Überwachung führen“ (Eulerich & Welge, 2010, S. 41; vgl. Becker, 1993, S. 18 f.) kann.

2.2.1.2 Der Aufsichtsrat als Überwacher

„Das Aktiengesetz weist dem Aufsichtsrat eine Reihe von Kompetenzen zu. Aus diesen sind seine Aufgaben [...] zu ermitteln.“ (Semler, 1980, S. 3; vgl. Gerum, 2007, S. 285) Die originären Aufgaben und Rechte des Aufsichtsrates lassen sich aus der ihm übertragenen Kontrollkompetenz ableiten. Sie sind im deutschen Aktiengesetz (AktG), „jedoch nicht zusammenhängend, sondern verstreut in einer Reihe von Einzelvorschriften geregelt“ (Trögel, 2013, S. 5). Die wichtigste und allumfassende Aufgabe liegt gemäß § 111 Abs. 1 AktG in der Überwachung der Geschäftsführung. Dabei soll und kann der Aufsichtsrat nicht alle Maßnahmen des Vorstandes überwachen und schon gar nicht eine ‚Detailkontrolle‘ ausüben (vgl. Hoffmann & Preu, 2003, S. 2). Der Überwachungsgegenstand wird folglich eingeschränkt auf alle *übergeordneten* Leitungs- und Führungsentscheidungen des Vorstandes und schließt damit „alle getroffenen oder unterlassenen Maßnahmen“ ein (Schneider, 2000, S. 32; vgl. Schiedermaier & Kolb, 2004, S. 572; Lutter et al., 2014, S. 35 f.).

Arten der Überwachung

Angelehnt an Potthoff, Trescher und Theisen (2003, S. 3 f.) unterscheidet Schneider (2000, S. 74) drei verschiedene Arten der Überwachung. Elementarer Bestandteil ist die *(1) begleitende oder prüfende Überwachung*. Ziel ist die laufende Überwachung der Geschäftsführung, im Rahmen derer sich der Aufsichtsrat über die Tätigkeiten der Geschäftsführung, die Geschäftspolitik und die Entwicklung des Unternehmens zu informieren hat. Diese Informationen hat er kritisch zu prüfen, zu bewerten und entsprechende Schlussfolgerungen zu ziehen (vgl. ebd., S. 3). Ein wesentliches Instrument zur Ausführung der begleitenden/prüfenden Überwachung ist die Prüfung von Jahresabschluss, Lagebericht und Gewinnverwendungsvorschlag (§ 171 Abs. 1 Satz 1 AktG). Gleichwohl ist der Aufsichtsrat nicht nur als „Kontrollleur historischer Vorgänge“ (Lutter et al., 2014, S. 53) zu verstehen. Laut Gutenberg (1970) ist der „Erfolg von Kontrollen wirtschaftlicher Vorgänge [...] umso größer, je früher die Prüfungen einsetzen“ (S. 2). Folglich ist eine retrospektive und lediglich ex-post angelegte Überwachung nicht zweckdienlich, da so wichtige Potenziale oder gar Fehler in der Unternehmensplanung zu spät oder ggf. gar nicht erkannt werden (vgl. Lutter et al., 2014, S. 55; Lutter, 2001, S. 227). Somit hat der Aufsichtsrat auch die Verantwortung für eine *(2) präventive Überwachung* zu tragen. Ihm wird damit explizit eine Beratungskompetenz zugesprochen⁴⁰, gemäß welcher er als „institutioneller Ratgeber und Gesprächspartner

des Vorstands“ (ebd., S. 53) agiert und diesen in übergeordneten Fragen der Unternehmensführung berät (vgl. Schewe, 2010, S. 162 ff.; Hoffmann & Preu, 2003, S. 9). Durch das Stellen kritischer Fragen und das Geben von Hinweisen zu Gefahren, Problemen und erfolgskritischen Einflussfaktoren kann der Aufsichtsrat den Entscheidungsprozess voranbringen und so wiederum seine Überwachungskompetenz stärken (vgl. Schewe, 2010, S. 168; Schneider, 2000, S. 74). Eine umfassende Überwachung ist nach Lutter et al. (2014, S. 56) jedoch nur dann umsetzbar, wenn dem Aufsichtsrat auch entsprechende Befugnisse zugestanden werden, die ihm in den notwendigen Situationen eine Möglichkeit geben, in das Unternehmensgeschehen einzugreifen und auf den Vorstand einzuwirken. Diese Handlungsmöglichkeiten finden ihren Ausdruck in der *(3) gestaltenden Überwachung*. Die Befugnis zur Umsetzung einer gestaltenden Überwachung liegt in seiner *(3a) Kompetenz zur Mitentscheidung an Geschäftsführungsmaßnahmen* begründet (vgl. Semler, 1980, S. 4). Ausdruck dessen sind die sogenannten zustimmungspflichtigen Geschäfte, bei denen das Aktienrecht (§ 111 Abs. 4 Satz 2 AktG) dem Aufsichtsrat Zustimmungsvorbehalte einräumt. Demnach muss der Vorstand vor der Vornahme eines solchen Geschäftes zunächst die Zustimmung des Aufsichtsrates einholen, der die Entscheidung über das Geschäft durch sein Vetorecht aufschieben oder gar blockieren kann. Dabei handelt es sich um Geschäfte, „die nach Umfang, Gegenstand oder Risiko für die AG bedeutsam sind“ (Schiedermaier & Kolb, 2004, S. 576) und die in der Satzung oder durch den Aufsichtsrat selbst in einem Katalog festgelegt werden. Beispiele dafür sind Entscheidungen über große Investitionsprojekte oder den Erwerb von Unternehmensbeteiligungen (vgl. Pfitzer & Orth, 2005, S. 82). Neben dieser wichtigen Form der Mitentscheidung, kann der Aufsichtsrat Vorschläge zur Wahl von Mitgliedern des Aufsichtsrates und des Abschlussprüfers unterbreiten. Weitere Beispiele sind die Mitwirkung bei der Feststellung des Jahresabschlusses (§ 172 AktG) sowie das Recht zur Mitentscheidung über die Bedingungen einer Aktiengabe (§ 204 Abs. 1 Satz 2 AktG). Haben diese Aufgaben noch einen stark kooperativen Charakter, so obliegt dem Aufsichtsrat noch eine sehr viel weitreichendere Befugnis zur Umsetzung der gestaltenden Überwachung: Sie ist auf seine *(3b) Personalkompetenz* zurückzuführen, der zufolge der Aufsichtsrat die *alleinige* Personalhoheit über den Vorstand besitzt (vgl. z. B. Potthoff et al., 2003, S. 4; Lutter, 2001, S. 226). Dazu gehören im Wesentlichen die Bestellung/Abberufung des Vorstandes (§ 84 Abs. 1, Abs. 4 AktG), die Ernennung/der Widerruf der Ernennung des Vorstandsvorsitzenden (§ 84 Abs. 2, Abs. 3 AktG), der Erlass einer Geschäftsordnung für den Vorstand (§ 77 Abs. 2 AktG) sowie die Festlegung der Vergütung des Vorstandes (§ 87 AktG). Bei der Umsetzung dieser Aufgaben nimmt er indirekten Einfluss auf die Unternehmenspolitik und die zukünftige

⁴⁰ Inwieweit der Aufsichtsrat zu einer Beratung des Vorstandes berechtigt ist, wurde lange Zeit kontrovers diskutiert (vgl. z. B. Bleicher et al., 1989, S. 40). Inzwischen, auch bestätigt durch ein Urteil des Bundesgerichtshofs, besteht Einigkeit darüber, dass die Beratung des Vorstandes Pflicht des Aufsichtsrates und als „rollenimmanente[s] Aufgabengebiet“ (Theisen, 1987, S. 19) der Überwachungsaufgabe zu verstehen ist (vgl. Hoffmann & Preu, 2003, S. 9; Lutter, 2001, S. 227 f.). Darunter wird „eine Art ‚Sparringspartnerschaft auf Zeit‘“ (Theisen, 2014) verstanden, bei der die letztendliche Entscheidung und Ausführung jedoch stets beim Vorstand verbleibt.

Laufrichtung des Unternehmens, indem er sich entscheiden muss, welche Politik er verfolgen will und welche Personen er dafür in der Unternehmensleitung benötigt (vgl. Lutter, 2001, S. 226). Des Weiteren ist der Aufsichtsrat dazu berechtigt, eine außerordentliche Hauptversammlung einzuberufen, wenn das „Wohl der Gesellschaft es fordert“ (§ 111 Abs. 3 Satz 1). Gründe für eine derartige Einberufung sind bspw. die Bestellung neuer Aufsichtsratsmitglieder oder wenn Aktionäre, die über einen bestimmten Anteil am Unternehmen verfügen, eine Einberufung verlangen (vgl. Reichert, 2004, S. 393).

Wie gezeigt werden konnte, kann die Überwachungsaufgabe auf unterschiedliche Art und Weise erfüllt werden. Dabei werden dem Aufsichtsrat teils weitreichende Beratungs-, Mitentscheidungs- und Personalkompetenzen zugestanden, die ihn zu einer möglichst optimalen Erfüllung seiner Überwachungsaufgabe befähigen sollen. Dennoch sind dem Aufsichtsrat als Überwacher der Geschäftsführung enge Grenzen gesetzt, die die Einhaltung der für das dualistische System so wichtigen Trennung zwischen Leitungs- und Kontrollorgan sicherstellen sollen. So hat der Aufsichtsrat keinerlei Überwachungs- und Einwirkungsrechte im Hinblick auf die operativen Geschäfte. Damit liegt auch die Überwachung aller gegenüber dem Vorstand nachgeordneten Mitarbeiter des Unternehmens nicht im Verantwortungsbereich des Aufsichtsrates (vgl. Lutter, 1995, S. 15). Der unmittelbare Eingriff in die Geschäftsführung ist ihm strengstens untersagt und schlicht gesetzeswidrig (vgl. Institut für den öffentlichen Sektor, 2006, S. 10 f.; § 111 Abs. 4 Satz 1 AktG).

Die Erfüllung der Überwachungsaufgabe kann dem Aufsichtsrat jedoch nur dann gelingen, wenn er über eine für die Beurteilung ausreichende Informationsbasis verfügt.⁴¹ Wesentliche Quelle der Information sind die Berichte des Vorstandes, der dazu verpflichtet ist (§ 90 AktG), dem Aufsichtsrat unaufgefordert Bericht zu erstatten. Sollte beim Aufsichtsrat darüber hinaus weiterer Klärungsbedarf bestehen, so kann er vom Vorstand entsprechende Erläuterungen und zusätzliche Berichte einfordern (vgl. Lutter et al., 2014, S. 95 f.). Unabhängig davon gesteht ihm das Aktienrecht einen „erweiterten Informationsanspruch“ (Schiedermaier & Kolb, 2004, S. 573) zu, der ihm erlaubt, sich ggf. selbst „durch eigene und unmittelbare Einsicht in die Unterlagen der Gesellschaft“ (ebd., § 111 Abs. 2 Satz 1 AktG) zu informieren. Des Weiteren darf nicht außer Acht gelassen werden, dass die Beziehung zwischen dem Vorstand als Informationsgeber und dem Aufsichtsrat als Informationsempfänger, neben den formalen und gesetzlich definierten Berichtswegen, auch von informellen Kommunikationsstrukturen geprägt sein kann und auch auf diese Weise

Informationen an den Aufsichtsrat herangetragen werden (vgl. Theisen, 2002, S. 17; Schneider, 2000, S. 174).

Überwachungsintensität

Der jeweilige Informationsbedarf des Aufsichtsrates variiert mit der geforderten Überwachungsintensität. Dabei gilt: „Der Aufsichtsrat muss sein Handeln der Lage der Gesellschaft anpassen“ (Semler, 1996, S. 131; vgl. Institut für den öffentlichen Sektor, 2006, S. 11). Bei der ‚Lage der Gesellschaft‘ kann generell unterschieden werden zwischen dem Normalzustand und der Sonder-situation. Der Normalzustand kennzeichnet sich durch einen normalen und zufriedenstellenden Verlauf der Geschäftsentwicklung. Der Aufsichtsrat bewegt sich hier im Modus der *begleitenden Überwachung*, in dem er eher zurückhaltend und im Hintergrund agiert (vgl. ebd.; Bleicher et al., 1989, S. 71). „[W]ann immer [aber] Anhaltspunkte dafür bestehen, dass die Normallage verlassen und eine Sonderlage eintreten wird“ (Habersack, 2014, § 111 Abs. 1, Rn. 46), ist es dem Aufsichtsrat anzuraten, seine Überwachungsaktivitäten entsprechend zu intensivieren. Dabei lassen sich unterschiedliche ‚Interventionsgrade‘ definieren. Laut Semler (1996) wechselt der Aufsichtsrat von dem Modus der begleitenden in die *unterstützende Überwachung*, „wenn [...] die Lage des Unternehmens sich zu *verschlechtern* droht“ (S. 131, Herv. i. O.). Die Aufgabe des Aufsichtsrates besteht dann zunächst in einer stärkeren Auseinandersetzung mit den betroffenen Unternehmensbereichen oder -funktionen, mit der ein (weiterer) Schaden vom Unternehmen abzuwenden versucht wird, um schnellstmöglich zum Normalzustand zurückzukehren (vgl. Habersack, 2014, § 111 Abs. 1, Rn. 44; Bleicher et al., 1989, S. 71). Ein Eingriff in die Geschäftsführung ist dem Aufsichtsrat auch hier unter keinen Umständen erlaubt (vgl. ebd.; Semler, 1996, S. 132). Die höchste Überwachungsintensität wird jedoch erst dann erreicht, wenn sich die Lage des Unternehmens zunehmend verschlechtert oder eine Krise bereits eingetreten ist. Aus einer begleitenden oder unterstützenden wird dann eine *gestaltende Überwachung*, bei der die Beratungsfunktion des Aufsichtsrates besonders zum Tragen kommt (vgl. Lutter et al., 2014, S. 51; Semler, 1996, S. 132). Bleicher et al. (1989) bezeichnen diesen Modus auch als „führende Überwachung“ (S. 71), da der Weg aus der Krise möglicherweise darüber gehen kann oder muss, dass der Aufsichtsrat von seiner Personalkompetenz Gebrauch macht. Eine umfassende Prüfung der weiteren ‚Tragbarkeit‘ des Vorstandes und ein gegebenenfalls erforderlicher Austausch einzelner Vorstandsmitglieder können dann angemessen sein. Doch auch hier gilt: Selbst in Krisenzeiten erlangt der Aufsichtsrat keine anderen als die ihm per se zuge-dachten Kompetenzen. Ein direkter Eingriff in die Geschäftsführung bleibt auch hierbei ausgeschlossen (Potthoff et al., 2003, S. 320 f.).⁴²

⁴¹ Eine Vielzahl von Arbeiten beschäftigt sich mit der Optimierung der Informationsversorgung des Aufsichtsrates. So stellt z. B. Theisen (2002) „Grundsätze einer ordnungsmäßigen Information des Aufsichtsrates“ auf, während Mäder (2006) in Form des „Aufsichtsrats-Cockpits“ ein Modell zur aufgabenspezifischen Informationsversorgung des Aufsichtsrates entwickelt. Neuere Arbeiten wie von Pickert (2014) untersuchen v. a. die Möglichkeit eines „virtuellen Aufsichtsrates“, der sinnbildlich für eine elektronische Informationsversorgung steht. Für die vorliegende Arbeit wird die Informationsversorgung nicht weiter vertieft, da sie zum einen vorausgesetzt und ihr zum anderen für die strategische Kommunikation des Aufsichtsrates mit dem Kapitalmarkt keine besondere als die ihr grundlegende Bedeutung zugemessen wird.

⁴² Eine Intensivierung der Überwachung kann auch in nicht zwangsläufig krisenbehafteten Situationen ratsam sein; Beispiele hierfür sind ein Vorstandswechsel oder eine Änderung der Vorstands-Geschäftsordnung (vgl. Habersack, 2014, § 111 Abs. 1, Rn. 46).

Qualitätsmaßstäbe der Überwachung

In der Überwachung durch den Aufsichtsrat muss sich der Vorstand an seinen Handlungen nach den Maßstäben der Rechtmäßigkeit, Ordnungsmäßigkeit, Zweckmäßigkeit und Wirtschaftlichkeit messen lassen (vgl. § 111 Abs. 2 AktG, Rn. 14). Neben diesen als „Überwachungsmaßstäben“ bezeichneten Kriterien hat auch die Überwachungstätigkeit des Aufsichtsrates selbst einer Reihe von Qualitätsmaßstäben zu genügen. Theisen (1987) fasst diese wie folgt zusammen:

„Die Überwachung der Unternehmensführung hat geordnet, systematisch und vollständig auf der Grundlage des geltenden Rechts unter dem Postulat der umfassenden Überwachung zu erfolgen. Die Überwachungsträger haben unter Berücksichtigung der sachlichen und formalen Ziele der Unternehmung mit ihren Aktivitäten ausschließlich Zwecke der Überwachung zu verfolgen; ihnen muß hierzu jederzeit die Unternehmensführung in allen ihren Teilelementen transparent sein. Ihre Überwachungsaktivitäten müssen selbst in ihren wesentlichen Teilen nach Verfahren und Ergebnis für Dritte nachprüfbar sein.“ (S. 245, Herv. i. O.)

Auf Basis der damit formulierten Grundprinzipien lassen sich weitere Grundsätze wie der Grundsatz der Unabhängigkeit und Sachverständigkeit sowie der Verschwiegenheit ableiten (vgl. Theisen, 1987, S. 251 ff.). Besonders hervorzuheben ist der Grundsatz der Verschwiegenheit. Demnach ist jedes Aufsichtsratsmitglied gesetzlich verpflichtet, speziell vor dem Hintergrund haftungsrechtlicher Konsequenzen, die ihm in seiner Arbeit zuteil gewordenen Geheimnisse und vertraulichen Informationen über das Unternehmen zu wahren (§ 116 AktG). Sie „sind gegenüber jedermann zu wahren“ (Lutter et al., 2014, 132); diese Pflicht schließt auch die Geheimhaltung gegenüber unternehmensinternen Interessengruppen wie dem Betriebsrat, sonstigen Betriebsangehörigen und den eigenen Aktionären ein (vgl. Schewe, 2010, S. 167). Damit bewegt sich der Aufsichtsrat prinzipiell in einem Spannungsfeld zwischen dem Grundprinzip der Transparenz und dem Grundsatz der Verschwiegenheit. In genau diesem Spannungsfeld liegt ein wichtiger Regelungsbereich der Aufsichtsratsarbeit – die Berichterstattungspflicht (vgl. Theisen, 1987, S. 378 ff.).

Publizitätspflichten im Rahmen der Überwachungsaufgabe

Die Überwachungsaufgabe muss nicht nur adäquat durchgeführt und entsprechend dokumentiert werden. Die durch die Überwachung gewonnenen Erkenntnisse müssen auch an die Aktionäre, die ‚Auftraggeber‘ der Überwachung, übermittelt werden. Erst dann gilt die Überwachungsaufgabe als abgeschlossen. Diese abschließende Verpflichtung des Aufsichtsrates wird unter dem Begriff

der „Überwachungsberichterstattung“ zusammengefasst, die als „Dokumentation von Umfang, Inhalt und Ausmaß der Überwachungsaktivitäten“ (Potthoff et al., 2003, S. 501) definiert werden kann (vgl. Theisen, 1988; Theisen, 1987, S. 380 ff.). Die Pflicht zur Berichterstattung ist auch gesetzlich fixiert (§ 171 AktG) und verlangt vom Aufsichtsrat, „den Anteilseignern über seine Überwachungstätigkeit Rechenschaft abzulegen“ (Potthoff et al., 2003, S. 502).

Mit der Überwachungsberichterstattung werden verschiedene Zwecke verfolgt. Dabei erbringt sie in erster Linie einen Nachweis über die Überwachungstätigkeit, die in Form der quantitativen und qualitativen Überwachungsergebnisse dokumentiert wird. Des Weiteren liefert sie eine neutrale Informations- und Entscheidungsbasis in Form objektivierter Informationen, die die Aktivitäten des Vorstandes kritisch einordnen, Abweichungen aufzeigen und präventiv weiteren Abweichungen oder Manipulationen entgegenwirken. Sie stellt insofern auch eine potenzielle Entscheidungs- und Handlungsbeeinflussung der Adressaten der Berichterstattung dar. Schließlich ist die Überwachungsberichterstattung auch ein Mittel zur Selbstevaluierung und kritischen Prüfung der eigenen Arbeit des Aufsichtsrates, die als „Ausgangsgröße für die Überwachung der Überwacher“ (Theisen, 1987, S. 399) verstanden werden kann (vgl. Theisen, 1987, S. 380).

Alleiniger direkter Adressat der Überwachungsberichterstattung sind die Anteilseigner, denen diese Informationen als elementare „Entscheidungsgrundlage für ihre gesetzlichen Rechte“ (Potthoff et al., 2003, S. 501) dienen und bspw. für ihre Entscheidung über die Entlastung des Aufsichtsrates und die (Wieder-)Wahl oder Abberufung der Aufsichtsratsmitglieder unabdingbar sind (vgl. Theisen, 1988, S. 711). Darüber hinaus lassen sich weitere Anspruchsgruppen identifizieren, für die die Überwachungsberichterstattung als „unverzichtbare Informationsquelle“ (Potthoff et al., 2003, S. 502) von Nutzen ist. Neben den bereits am Unternehmen beteiligten Aktionären, ist sie vor allem für potenzielle Aktionäre eine Hilfe zur Beurteilung möglicher Investitions- und Anlagevorhaben. Ähnliches gilt für Wettbewerber, die auf Grundlage der Überwachungsberichterstattung eine mögliche Beteiligung oder Übernahme des Unternehmens besser bewerten können. Letztlich hat auch die Öffentlichkeit ein Interesse an der Überwachungsberichterstattung, um „sich u. a. ein Bild über die wirtschaftliche Entwicklung deutscher Unternehmen im Wettbewerb machen zu können“ (Potthoff et al., 2003, S. 501).

Die Überwachungsberichterstattung unterliegt *konkreten Berichtspflichten*, die im Aktiengesetz festgehalten sind, und setzt sich klassisch aus vier Berichten zusammen. Die Gesamtheit der

schriftlich abzugebenden Berichte wird häufig auch als „Aufsichtsratsbericht“ bezeichnet (vgl. z. B. adidas AG, 2014a; ThyssenKrupp, 2014a). Zentraler Berichtsbestandteil ist der (1) Überwachungsbericht (§ 171 Abs. 2 AktG). Hier hat der Aufsichtsrat der Hauptversammlung in einem schriftlichen Bericht über Art und Umfang seiner Prüfung Auskunft zu geben. Dazu gehören unter anderem Angaben zu Zahl und Turnus der Aufsichtsratsitzungen, zu der Bildung und Besetzung von Aufsichtsratsausschüssen einschließlich ihrer Aufgaben und Sitzungsfrequenz, zum Katalog zustimmungspflichtiger Geschäfte, darüber ob zusätzliche Vorstandsberichte für die Prüfung verlangt wurden und schließlich, welche Maßnahmen im Fall einer Unternehmenskrise durch den Aufsichtsrat ergriffen wurden und was damit erreicht werden konnte (vgl. Potthoff et al., 2003, S. 504 ff.). Ferner obliegt dem Aufsichtsrat die Pflicht, einen (2) schriftlichen Bericht über die Prüfung der Rechnungslegung (Jahresabschluss, Lagebericht, Bilanzgewinnverwendungsvorschlag) zu verfassen (§ 171 Abs. 2 Satz 1 i. V. m. § 171 Abs. 1 Satz 1 AktG). In einem weiteren (3) Bericht hat er zum Ergebnis der Prüfung des Abschlussprüfers schriftlich Stellung zu nehmen (§ 171 Abs. 2 Satz 3 AktG). Vollständig erfüllt ist seine Berichtspflicht jedoch erst mit dem Verfassen eines (4) Berichts, in dem das abschließende Ergebnis der Prüfung des Jahresabschlusses dargelegt wird, Einwendungen angemerkt werden oder der vom Vorstand aufgestellte Jahresabschluss entsprechend gebilligt wird (§ 171 Abs. 2 Satz 4 AktG). (vgl. Potthoff et al., 2003, S. 504 ff.; Theisen, 1988)

Neben der Verschriftlichung der Überwachungsergebnisse ist der Aufsichtsratsvorsitzende dazu verpflichtet, den Aufsichtsratsbericht in der Jahreshauptversammlung zu erläutern (§ 176 Abs. 1 Satz 2 AktG). Unter allen Aufsichtsratsmitgliedern ist im Rahmen der Hauptversammlung allein der Aufsichtsratsvorsitzende, und auch nur dort, mit einer expliziten ‚Sprecherfunktion‘ ausgestattet (vgl. Potthoff et al., 2003, S. 266 f.).⁴³

Abseits der genannten Berichtspflichten ergeben sich aus der originären Überwachungsaufgabe keine weiteren, regelmäßigen und verpflichtenden Kommunikationsanlässe. Darüber hinaus bestehen jedoch besondere Publizitätspflichten, die nicht zwangsläufig an die Überwachungsaufgabe geknüpft sind. So sind Aufsichtsrat und Vorstand des Zielunternehmens in der Sondersituation einer Übernahme⁴⁴ und bei Vorliegen eines öffentlichen Übernahmeangebots zu einer begründeten Stellungnahme zu diesem Angebot verpflichtet, das die Art und Höhe der angebotenen Gegenleistung, die Folgen der Übernahme, die vom Bieter verfolgten Ziele sowie die Absicht der Aufsichtsrats- und Vorstandsmitglieder zur Annahme des Angebots abbilden muss (§ 27 Abs. 1 WpÜG⁴⁵). Weiterhin besteht für die Aufsichtsratsmitglieder eine Melde-

pflicht, wenn sie mit „eigenen Aktien handeln (Directors’ Dealings)“ (BaFin, 2015a). Ferner ist die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität als ständiges Kriterium an das Handeln *und* die Kommunikation von Aufsichtsrat und Vorstand anzulegen. Alle darüber hinaus bestehenden „Anzeige- und Informationspflichten gegenüber der Öffentlichkeit und der BaFin [...] sind vom Vorstand zu erfüllen“ (Potthoff et al., 2003, S. 267).⁴⁶

Verhältnis zum Vorstand

In einer Vielzahl der angesprochenen Punkte wurde die strikte Trennung zwischen der Kontrollkompetenz des Aufsichtsrates und der Leitungskompetenz des Vorstandes immer wieder deutlich. Der Aufsichtsrat ist in keiner Weise zu einem Eingriff in die operativen Geschäfte befugt; diese obliegen einzig und allein dem Vorstand. Ähnliches gilt im Bezug auf die Kommunikationspflichten und -rechte der Unternehmensführung. Der Aufsichtsrat ist „ein reines Innenorgan, er tritt mit seinen Vorstellungen nach außen hin weder handelnd noch erklärend in Erscheinung; sein Wirken ist strikt auf den Innenbereich der Gesellschaft beschränkt [...], auf die Diskussion mit dem Vorstand und auf seine eigenen Entscheidungen“ (Lutter, 2001, S. 231). Die Vertretung der Gesellschaft nach außen ist dem Vorstand vorbehalten (§ 78 Abs. 1 AktG; s. Kap. 2.1, Abschnitt Vorstand). Nach außen tritt der Aufsichtsrat nur im genannten Ausnahmefall der Überwachungsberichterstattung in Erscheinung und auch dann nur durch seinen Vorsitzenden. Der Bericht an die Hauptversammlung bleibt damit, mit Ausnahme der genannten Stellungnahme und ‚allgemeinen‘ Publizitätspflichten, „[d]ie einzige reguläre Verlautbarung“ (Lutter et al., 2014, S. 22).

2.2.1.3 Zwischenfazit: Kommunikationsaufgaben des Überwachens

An dieser Stelle muss erstmals die Frage gestellt werden, inwieweit sich aus den Verantwortlichkeiten des Aufsichtsrates konkrete Kommunikationsnotwendigkeiten und -aufgaben ableiten lassen. Dabei wurde gezeigt, dass der Aufsichtsrat als Mechanismus zur Lösung des Kontrollproblems der Aktionäre, die sich dem ständigen Risiko eines opportunistisch handelnden Managements gegenübersehen, fungiert. Daraus wurde die Überwachungsaufgabe als originäre Aufgabe des Aufsichtsrates abgeleitet. Die konkrete **Notwendigkeit zur Kommunikation** ist dabei zunächst einmal nur auf die Informationsasymmetrie zwischen den Aktionären als Auftraggeber der Überwachung und dem Aufsichtsrat als Überwachungsträger zurückzuführen. So konnte dargestellt werden, dass der Aufsichtsrat seine Überwachungsaufgabe nur dann erfolgreich erfüllen bzw. abschließen kann, wenn er die Ergebnisse seiner Überwachung entsprechend an seine Auftraggeber übermittelt. Der Zweck der Kommunikation des Aufsichtsrates liegt damit in

⁴³ Der Aufsichtsratsvorsitzende wird im Regelfall gleichzeitig als Leiter der Hauptversammlung bestimmt (vgl. Drinhausen & Marsch-Bärner, 2014).

⁴⁴ „Von einer Unternehmensübernahme wird im Allgemeinen [...] dann gesprochen, wenn der Erwerb der Unternehmensanteile auch deren Management und Kontrolle ermöglicht“ (Müller-Stewens, 2010, S. 4).

⁴⁵ Anmerkung: Verweise auf das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz beziehen sich auf das WpÜG i. d. F. vom 20. Dezember 2001 (vgl. dazu immer Thaeter & Abbas, 2012).

⁴⁶ Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) ist die staatliche Aufsichts-anstalt für den Banken-, Versicherungs- und Finanzdienstleistungssektor sowie für den Wertpapierhandel (vgl. vertiefend BaFin, 2015b).

der Herstellung des informationellen Gleichgewichts zwischen Aufsichtsrat und Aktionären. Dem Aufsichtsrat obliegt folglich immer nur dann eine konkrete **Kommunikationsaufgabe**, wenn sie der Erfüllung seiner Überwachungsaufgabe dient. Die Kommunikation des Aufsichtsrates bewegt sich deshalb ausschließlich in den engen Grenzen dieser ihm zugestandenen Kompetenzen und muss der klaren Aufgabenteilung zwischen Vorstand und Aufsichtsrat Folge leisten. Sie unterliegt, ebenso wie das Organ des Aufsichtsrates selbst, einer strengen gesetzlichen Reglementierung, aus der konkrete Publizitätspflichten hervorgehen, die im Rahmen der Überwachungsberichterstattung erfüllt werden. Über die Berichterstattung hinaus ergeben sich nur vereinzelte Kommunikationsanlässe, die keinen regelhaften Charakter besitzen und vielmehr eine Ausnahme darstellen. Dazu zählt bspw. die Stellungnahme in der Sondersituation einer Unternehmensübernahme. Repräsentant und gegebenenfalls alleiniger Kommunikator des Aufsichtsrates ist der Aufsichtsratsvorsitzende.

2.2.2 Der Aufsichtsrat in der Corporate Governance-Bewegung

2.2.2.1 Intensivierung der Corporate Governance-Debatte

Aus heutiger Sicht reicht das Verständnis für die Aufgaben des Aufsichtsrates jedoch weit über die dargelegte Überwachungsaufgabe hinaus. Diese Erkenntnisse sind das Ergebnis einer sich in den vergangenen Jahrzehnten intensivierenden Debatte um die Leistungsfähigkeit der Unternehmensführung, in der der Aufsichtsrat in den 1990er-Jahren immer stärker in die Kritik geriet (vgl. Gerum, 2007, S. 5). Dem Aufsichtsrat wurde ein weitgehendes Versagen im Bezug auf die Ausübung seiner gesetzlichen Überwachungsaufgabe vorgeworfen, das nach Wardenbach (1996, S. 7, Herv. i. O.) sowohl auf das „mangelnde *Wollen*“ als auch auf das „mangelnde *Können*“ zurückgeführt werden könne (vgl. Juhnke, 1995, S. 183).⁴⁷ Zum einen wurde die mangelnde Motivation seiner Mitglieder zu einer ernsthaften und kritischen Auseinandersetzung mit den Entscheidungen des Managements kritisiert, die sich z. B. in einer mangelhaften Vorbereitung und zu geringen Beschäftigung mit dem zu beaufsichtigenden Unternehmen äußerte. Vielfach wurden diese Probleme auf die fehlenden Anreize für die Aufsichtsratsmitglieder zurückgeführt, die auch heute noch im Rahmen der Vergütungsdebatte diskutiert werden (vgl. z. B. Vetter, 2015). Zum anderen wurde die Ineffizienz auf strukturelle Probleme des Aufsichtsrates zurückgeführt. Neben der Größe des Gremiums wurde vor allem die dem deutschen System sehr eigene Zusammensetzung kritisiert. Die Vielzahl der unterschiedlichen Interessenvertreter, die häufig ‚historisch‘ bedingte Besetzung mit populären Persönlichkeiten, aber auch die fehlende Besetzung mit internationalen Akteuren wurden als Ursachen für

die Abstimmungsprobleme innerhalb des Aufsichtsrates und die mangelhafte Fähigkeit des Gremiums, auf neue Entwicklungen flexibel reagieren zu können, diskutiert. Der Aufsichtsrat war der Komplexität der Überwachungsaufgabe nicht mehr gewachsen. Die allmählich nicht mehr ausreichenden fachlichen Kompetenzen und der wachsende zeitliche Aufwand führten den Kritikern zufolge zu einer weitgehenden Überlastung des Gremiums und seiner Mitglieder, die auch heute noch Gegenstand der Aufsichtsratsdebatte ist. Ein weiterer zentraler Kritikpunkt bestand in der mangelhaften Transparenz des Aufsichtsrates und seiner Tätigkeiten, die die Bewertung der Leistungsfähigkeit des Kontrollgremiums zusätzlich erschwerte und der Kritik um seine Ineffizienz weiter Auftrieb verlieh (vgl. Schwalbach & Schwerk, 2014, S. 75; Warncke, 2010, S. 31; von Treuberg & Zitzmann, 2005, S. 32; Berger, 2000, S. 8 ff.; Juhnke, 1995, S. 184 ff.; Hillebrand et al., 1993).

Nach Grothe (2006, S. 361) lassen sich die Probleme des in die Kritik geratenen Aufsichtsrates auf seine Passivität sowie eine zu starke Vergangenheits- und Innenorientierung herunterbrechen. Die Forderungen an den Aufsichtsrat sind damit eindeutig: Sie stellen auf eine intensivere und effizientere Arbeit, ein stärkeres Engagement sowie eine Mentalitätsänderung und transparenteres Handeln, also im Grunde auf eine stärkere Professionalisierung, ab (vgl. Berger, 2000, S. 8 ff.).

Ursachen für den Bedeutungswandel

Damit deutete sich insgesamt ein Wandel der Bedeutung des Aufsichtsrates im System deutscher Unternehmensführung an. Die Ursachen für den Bedeutungszuwachs und die gestiegene Aufmerksamkeit sind im Wesentlichen auf zwei zentrale Entwicklungen zurückzuführen, die bis heute nicht an Relevanz verloren haben und die Aufsichtsratsaktivität nachhaltig prägen.

Zum einen ließen zahlreiche *Krisen und Unternehmenszusammenbrüche* „Zweifel an der Integrität des Führungspersonals und der Funktionalität der Leitungsstrukturen“ (Grigoleit, 2009, S. 1) aufkommen. Vorstände und Aufsichtsräte rückten verstärkt in den Fokus der Öffentlichkeit ebenso wie die Frage, ob derart spektakuläre Fehlschläge durch eine adäquat ausgeführte Überwachung vermeidbar gewesen wären (vgl. Lutter et al., 2014, S. 25; Gerum, 2007, S. 25; Mahlert, 2014, S. 106). Den Höhepunkt der Aufmerksamkeit erlebten die Leitungs- und Kontrollorgane spätestens mit dem Einsetzen der Finanz- und Weltwirtschaftskrise 2008, die nach Schwalbach (17. April 2009) den endgültigen Beweis für die weitreichenden „gesellschaftliche[n] als auch unternehmensinterne[n] Defizite im Grundverständnis verantwortungsvoller, nachhaltiger und ehrbarer und damit erfolgreicher Unternehmensführung“ erbrachte. Auf diese Weise wurde

⁴⁷ Die Kritik im Hinblick auf das unternehmerische Fehlverhalten richtet sich immer häufiger direkt an die Aufsichtsräte (vgl. Mündemann & Martin, 2013, S. 42). Zu den populären Beispielen der Vergangenheit zählten Vorfälle um den ThyssenKrupp-Aufsichtsrat sowie die zahlreichen Skandale rund um den Flughafen Berlin-Brandenburg (vgl. z. B. Gottschalck, 18. Januar 2013).

das Vertrauen, insbesondere jenes der Investoren, in die Unternehmen und Wirtschaftsakteure und „damit das Fundament der Kapitalmärkte [...] nachhaltig erschüttert“ (Diederichs & Kißler, 2008, S. 1; vgl. Bentele & Seidenglanz, 2015, S. 419). So verwundert es nicht, dass die Gesellschaft und die Kapitalmärkte heute weitaus sensibler für unternehmerisches Handeln sind und auch die Aktivitäten des Aufsichtsrates kritischer denn je hinterfragen (vgl. Diederichs & Kißler, 2008, Vorwort). Das gestiegene Interesse zeigt sich Freeman et al. (2014) zufolge auch auf medialer Seite: „More than ever, large organizations live in a fishbowl with their every action open to some form of public scrutiny“ (S. 44).

Zum anderen hat sich das Umfeld, in dem sich die Unternehmen und ihre Aufsichtsräte heute bewegen und an dem sich ihr Handeln orientieren sollte, grundlegend gewandelt (s. Kap. 1). Ursächlich dafür sind Megatrends, insbesondere die Globalisierung der Wirtschaft, die befördert durch Deregulierungs- und Liberalisierungsmaßnahmen, zu einer weitgehenden Internationalisierung der Unternehmensaktivitäten beitrug und damit „die Komplexität und Dynamik der Wettbewerbsumwelt für die deutschen Unternehmen gravierend [erhöhte]“ (Gerum, 2007, S. 82; vgl. Achleitner, 2015, S. 16; Schwalbach & Schwerk, 2014, S. 72; Freeman et al., 2007, S. 26 ff.). Die damit einhergehende Internationalisierung der Finanzmärkte hatte für das deutsche System weitreichende Folgen. Mit der Öffnung der Kapitalmärkte waren die Unternehmen hierzulande mit einem ganz neuen Wettbewerb konfrontiert, der ihnen bislang weitgehend fremd war: dem Wettbewerb um Kapital (vgl. Dörner & Orth, 2005, S. 13). Insbesondere die international agierenden, deutschen Unternehmen sahen sich dem zunehmenden Druck ausgesetzt, von dem bislang praktizierten „Hausbankensystem“ abzurücken und zur Beschaffung ihres Kapitals auch auf, vor allem internationale Kapitalmärkte zurückzugreifen (vgl. Warncke, 2010, S. 41; Lentfer, 2005, S. 56). Damit fand eine grundlegende *Verschiebung in der Bedeutung des Kapitalmarktes für deutsche Aktiengesellschaften* im Sinne einer wachsenden Abhängigkeit statt, die zugleich einer Annäherung an das im angelsächsischen Raum verbreitete marktorientierte Outsider-System gleichkam.⁴⁸ Dieser, wenn auch „späte[n] Öffnung Deutschlands für den internationalen Kapitalmarkt“ (Köhler, 2015, S. 123) war das System der „Deutschland AG“ (s. Kap. 2.2.1.1) nicht länger gewachsen. Die Eigentümerstruktur veränderte sich: Neben der wachsenden Anzahl ausländischer Investoren gewannen ganz neue Investorengruppen, darunter vor allem institutionelle Anleger wie Investment- oder Pensionsfonds⁴⁹, an Bedeutung. Auch „[d]er Anteil der Verflechtungen der Unternehmen untereinander ist zurückgegangen, da sich die deutschen Banken zunehmend dem Investmentbanking

zugewandt haben“ (Köhler, 2015, S. 128; vgl. Strenger, 2003, S. 162; Dutzi, 2005, S. 39; Warncke, 2010, S. 41).⁵⁰ Mit diesen neuen Investoren sahen sich deutsche Unternehmen und speziell deren Unternehmensführung vor einst ungewohnte Herausforderungen gestellt, die in dem hohen Aktivitätslevel und den vielfältigen Erwartungen derartiger Investorengruppen begründet liegen. Diese Entwicklungen werden auch unter dem Schlagwort des „Shareholder Engagement“ zusammengefasst. Es handelt sich dabei um Investorengruppen, „die ihre Stimmrechte bei der Hauptversammlung wahrnehmen, die Unternehmenspolitik anhand von Standards (vor allem Corporate Governance[...]) überwachen und ggf. mit bestimmten Forderungen und Themen an das Unternehmen herantreten“ (Köhler, 2015, S. 52; vgl. Börsig & Löbbe, 2013, S. 133; Arnold, 2011). Derart hohe Bewertungsmaßstäbe verlangen überdies eine umfangreiche Entscheidungsgrundlage, die sich in dem hohen Bedürfnis dieser Investoren nach Transparenz äußern und von den Unternehmen eine gestiegene Bereitschaft zur Herstellung dieser Transparenz erfordern (vgl. Freeman et al., 2007, S. 34; Fischer, 2003, S. 196). Ihre stärkste Ausprägung findet das „Shareholder Engagement“ im „Shareholder Activism“. Als „aktivistische Investoren“ werden Aktionäre bezeichnet, die „unzufrieden mit der Entwicklung eines Unternehmens sind [und] versuchen, die Strategie des Unternehmens durch Kommunikation und Druck auf das Management zu beeinflussen und zu ihren Gunsten zu verändern“ und sich immer wieder auch der Öffentlichkeit bedienen, um ihren Forderungen Ausdruck zu verleihen (Stadler, 2010, S. 12; vgl. Köhler, 2015, S. 52; Achleitner, 2015, S. 16). Als ein Mittel der Einflussnahme und zur Umsetzung ihrer Interessen suchen sie daher häufig den direkten und persönlichen Dialog mit den Gremien der Unternehmensführung. Im Zuge dessen wird neben dem Vorstand verstärkt auch der Aufsichtsrat als Gesprächspartner verlangt (vgl. Achleitner, 2015, S. 16; Dietrich, 2014, S. 63; Schneider, 2000, S. 111). Hieraus ergibt sich ein enormes Konfliktpotenzial für den Aufsichtsrat, dem eine solche Dialogfunktion per definitionem nicht zugeteilt ist. Für die Investoren hingegen ist das kein ungewöhnliches Verhalten; im monistischen System der Unternehmensführung ist ein solcher Dialog unproblematisch, da das Board of Directors auch operative Aufgaben übernimmt und demnach entsprechende Aussagen gegenüber den Investoren treffen kann und vor allem *darf*. Im deutschen dualistischen System, das eine strikte Trennung zwischen den Kompetenzen des Vorstandes und Aufsichtsrates vorsieht, ist ein solcher Austausch nicht vorgesehen und daher, wenn überhaupt, nur in sehr engen gesetzlichen und inhaltlichen Grenzen möglich; eine Besonderheit deutscher Unternehmensrealität, über die bei einer Vielzahl internationaler Investoren kein Wissen besteht oder von diesen schlicht verkannt wird (vgl. Achleitner, 2015, S. 16;

⁴⁸ Um die Annäherung des dualistischen und monistischen Systems der Unternehmensführung gruppieren sich eine Vielzahl wissenschaftlicher Arbeiten, die versuchen Indikatoren der Konvergenztendenz darzulegen, jedoch zugleich auf die Grenzen und Probleme derartiger Entwicklungen hinweisen (vgl. v. a. Witt, 2003; Höpner & Jackson, 2002; Gerum, 1998).

⁴⁹ Für eine ausführlichere Beschreibung des Investorentyps s. Kap. 3.2.3.1.3.1 (Müller-Stewens, 2010, S. 4).

⁵⁰ Mit der Entflechtung deutscher Unternehmen und dem wachsenden Einfluss derart engagierter Investoren übernimmt der Kapitalmarkt laut Köhler (2015, S. 131) auch in deutschen Unternehmen eine stärkere Kontrollfunktion, womit sich insgesamt „die Qualität der Kontrolle verändert [hat], indem es eine Verschiebung von ‚innen‘ nach ‚außen‘ gab“ (ebd.). Nicht nur das Management, sondern auch das Überwachungsorgan, der Aufsichtsrat, selbst unterliegt damit einer stärkeren Beobachtung (vgl. auch Dutzi, 2005, S. 39; Fischer, 2003, S. 195).

Börsig & Löbke, 2013, S. 135).⁵¹ Die Unternehmen und mit ihnen auch der Aufsichtsrat sind folglich vor eine Reihe von Herausforderungen gestellt: Es gilt, das verlorene Vertrauen in die Unternehmen(-sführung) auf breiter Linie wiederherzustellen. Dabei müssen die multiplen Ansprüche der Stakeholder erkannt und verstärkt auch in die Unternehmensführung integriert werden. Nur so kann es schließlich gelingen, die notwendige gesellschaftliche Anerkennung und Legitimität⁵² zu erlangen und die so wichtige „licence to operate“ (Zerfuß, 2014, S. 26) sicherzustellen. Vor allem aber müssen Vorstand und Aufsichtsrat Antworten darauf finden, Was sie dem gewachsenen Druck der Kapitalmärkte entgegen wollen und ob deren Erwartungen an die Kommunikationsbereitschaft der Organe werden erfüllen können ohne dabei die, vor allem rechtlichen, Grenzen des dualistischen Systems zu überschreiten. Lamsdorff (2001) stellt dazu fest: „Die Triebfeder der Verbreitung guter Unternehmensführung wird der Druck des Kapitalmarktes sein. Wenn Unternehmen im Wettbewerb um Kapital bestehen wollen, müssen sie dem Anleger das bieten, was er verlangt: Good Corporate Governance“ (S. 248).

Good Corporate Governance

Es waren jene Krisen und „Bedürfnisse der internationalen Kapitalmärkte“ (Hoffmann & Preu, 2003, S. 6), die einen wichtigen Bereich wirtschaftswissenschaftlicher Forschung wieder weiter in den Fokus rückten: die Corporate Governance-Forschung. Der Begriff der „Corporate Governance“ (CG) tritt in Deutschland ungefähr zeitgleich mit der steigenden Anzahl der Unternehmenszusammenbrüche, Mitte der 1990er-Jahre erstmals wieder in Erscheinung (vgl. Gerum, 2007, S. 5). Wurde unter dem Schlagwort in den 1970er-Jahren vor allem noch die Debatte um die unternehmerische Mitbestimmung geführt, verschiebt sich der Schwerpunkt der aktuellen, sogenannten „modernen Corporate Governance-Diskussion“ (Börsig & Löbke, 2013, S. 126) stärker auf die effektivere und effizientere „Organisation der unternehmerischen Leitungs- und Kontrollkompetenzen“ (Schewe, 2010, S. 221).⁵³

Definition

Für den aus dem Englischen übernommenen Begriff der „Corporate Governance“ gibt es keine äquivalente deutsche Bezeichnung. Häufig wird er mit „Unternehmensverfassung“ übersetzt, was jedoch aufgrund seiner Einschränkung auf rechtliche Aspekte zu

kurz greift (vgl. Schmidt, 2001, S. 65). Darüber hinaus erschwert die äußerst diffuse Verwendung des Begriffs der Corporate Governance, die sich auch in der Vielzahl und Diversität der Definitionen zur CG widerspiegelt, dem Leser eine eindeutige Bestimmung dessen, was darunter zu verstehen ist (vgl. Schwalbach & Schwerk, 2014, S. 72).

Grundsätzlich „bezeichnet Corporate Governance die Gesamtheit an unternehmensinternen und -externen Mechanismen, die gewährleisten, dass die Interessen der zu berücksichtigenden Anspruchsgruppen von den beauftragten Gesellschaftsorganen entsprechende Beachtung finden“ (Dutzi, 2005, S. 12). Welche Anspruchsgruppen und Interessen dabei verfolgt werden, kann unterschiedlich interpretiert werden. Während eine *enge Definition* das Ziel der Corporate Governance ausschließlich im Schutz von Aktionärsinteressen sieht und damit den traditionellen Shareholder Value-Gedanken aufgreift (vgl. Paetzmann, 2008, S. 178; Schwalbach & Schwerk, 2014, S. 73; s. Kap. 2.2.1.1), geht eine *weite Definition* von CG deutlich darüber hinaus, indem sie anerkennt, dass „[d]er Kranz der relevanten Interessengruppen [...] deutlich weiter“ (Schewe, 2010, S. 222) und eine einseitige Verfolgung der Aktionärsinteressen folglich nicht zweckdienlich ist. Dahinter steht der grundsätzliche Wandel des Managementverständnisses vom Shareholder- zum Stakeholder-Ansatz (vgl. Freeman et al., 2007, S. 23), der besagt, „that managers must formulate and implement processes which satisfy all and only those groups who have a stake in the business“ (Freeman & McVea, 2001, S. 192) und der von der Unternehmensführung ein explizites Bewusstsein für die Auswirkungen ihrer Entscheidungen auf die Gesamtheit der Anspruchsgruppen einfordert (vgl. Freeman & Reed, 1983, S. 96).⁵⁴ Heute besteht weitgehend Einigkeit über die Relevanz einer stakeholderorientierten und verantwortungsvolleren Unternehmensleitung und -kontrolle, die unter dem Terminus der *Good Corporate Governance* im Sinne einer guten und verantwortungsvollen Unternehmensführung zusammengefasst wird (vgl. Dörner & Orth, 2005, S. 5; Dänzer-Vanotti, Föhr, Hofelich, Kopp, & Pins, 2006, S. 3). Für die vorliegende Arbeit wird daher die folgende Definition in Anlehnung an Paetzmann (2008, S. 178) sowie Schwalbach und Schwerk (2014, S. 82 f.) zugrunde gelegt:

⁵¹ Der Aufsichtsrat bewegt sich hier in einer juristischen Grauzone. Börsig und Löbke (2013) warnen vor einer „unreflektierte[n] Übernahme von Vorstellungen aus dem angloamerikanischen Rechtsraum in das dualistische System“ (S. 136), die das „wohl austarierte Kompetenzgefüge des deutschen Aktienrechts“ (ebd.) ins Schwanken bringt. Aufgabe der vorliegenden Arbeit ist es daher auch, aufzuzeigen, inwieweit solchen Erwartungen im dualistischen System der Unternehmensführung überhaupt Rechnung getragen werden kann.

⁵² Suchman (1995) definiert Legitimität als „generalized perception or assumption that the actions of an entity are desirable, proper, or appropriate within some socially constructed system of norms, values, beliefs, and definitions“ (S. 574). Für einen vertiefenden Einblick, insbesondere zu den verschiedenen Typen von Legitimität, vgl. ebd.

⁵³ Den entscheidenden Impuls gaben die internationalen Corporate Governance-Bewegungen in Großbritannien und den Vereinigten Staaten, die eine Reihe von Kodizes und auch Gesetzesänderungen (insbesondere der „Cadbury Report“ und „Sarbanes Oxley Act“) verabschiedeten, die Grundsätze für eine effektivere und effizientere Organisation des „Boards of Directors“ enthielten (vgl. dazu vertiefend Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2004). Zu den typischen Themen gehörten Vergütungsfragen, Fragen zur Besetzung des Boards sowie zur Gestaltung der Rechnungslegung und Abschlussprüfung (vgl. dazu vertiefend Börsig & Löbke, 2013, S. 126 f.).

⁵⁴ Die Ausweitung und Ausrichtung des unternehmerischen Handelns an dem erweiterten Kreis der Stakeholder, ist keinesfalls als ein Widerspruch zum bzw. als eine grundsätzliche Abwendung vom Shareholder Value-Gedanken zu interpretieren. Es geht vielmehr um eine Integration dieser beiden Ansätze (vgl. Diederichs & Kießler, 2008, S. 17). Auf der einen Seite „[profitieren] von einem wertschaffenden Unternehmen [...] nicht nur die Eigentümer, sondern ebenso dessen Anspruchsgruppen“ (ebd., S. 21). Auf der anderen Seite erhält die adäquate Berücksichtigung der Interessen aller relevanten Stakeholder nicht nur deren „Kooperationsbereitschaft [...], sondern [ist] bei langfristiger Betrachtung auch im Interesse der Eigentümer selbst“ (Speckbacher, 1997, S. 634).

Gute Corporate Governance stellt sich als wertorientierte und verantwortungsvolle Führung und Überwachung von Unternehmen dar und beinhaltet Mechanismen zur Regelung von Kompetenzen, Schaffung von Anreizen, Installierung von Überwachungsprozessen und Koordination von Außenbeziehungen des Unternehmens, die über eine rechtliche Regulierung hinausgehen. Sie fördert dabei nicht nur das Eigentümerinteresse, sondern bringt positive Externalitäten hervor, die allen übrigen Stakeholdern des Unternehmens nutzen.

Der Aufsichtsrat als zentraler Untersuchungsgegenstand

Den zentralen Forschungsschwerpunkt auf dem Gebiet der Corporate Governance bilden die Spezifika der Corporate Governance-Systeme⁵⁵ der verschiedenen Länder und die ihnen typischen Leitungs- und Kontrollorgane (vgl. Schwalbach & Schwerk, 2014, S. 74; Hopt, 2013, S. 584). „Auf der Suche nach Lösungen für eine effiziente Corporate Governance konzentrieren sich die Anstrengungen in Deutschland vor allem auf die Reformierung der Überwachung des Vorstands durch den Aufsichtsrat“ (Diederichs & Kißler, 2008, S. 3), spricht auf eine „Revitalisierung und Mobilisierung [des Aufsichtsrates] als effektives und qualifiziertes Kontrollgremium“ (Warncke, 2010, S. 31; vgl. Grigoleit, 2009, S. 1; Börsig, 2006, S. 2; Warncke, 2010, S. 40; Dutzi, 2005, S. 102).

Ziele und Kriterien

Das Ziel einer guten Corporate Governance besteht in der Stärkung bzw. Wiederherstellung des „Vertrauen[s] der Stakeholder in die prinzipielle Leistungsfähigkeit und Integrität der Unternehmensführung“ (von Werder & Wiczorek, 2007, S. 299). Für eine gute CG lassen sich grundsätzlich keine universalen *Kriterien* aufstellen. Sie sind vielmehr unternehmensindividuell aus den „Erwartungen der mit dem Unternehmen in Beziehung stehenden Personen bzw. Personengruppen“ (Dörner & Orth, 2005, S. 9) abzuleiten. Eine verantwortungsvolle Unternehmensführung hat sich demzufolge nicht nur an der Einhaltung national geltender Rechtsnormen, sondern überdies auch an den Informationsbedürfnissen der Anspruchsgruppen des Unternehmens zu orientieren (vgl. ebd.). Ziel einer guten Unternehmensführung, repräsentiert durch den Vorstand und Aufsichtsrat, muss es demnach sein, „den Interessen- und Anspruchsgruppen des Unternehmens die für ihre Entscheidungen relevanten Informationen zu vermitteln“ (ebd., S. 10). Warncke (2010, S. 25) formuliert dem folgend *Verantwortung und Transparenz* als Grundsäulen und Maßstab einer guten Corporate Governance. Bentele und Seiffert (2009) konkretisieren den Faktor der Transparenz und halten fest: „Wenn [...] in Bezug auf Organisationen und Systeme von Transparenz die Rede ist, dann vor allem im engeren, kommunikativen Sinne“ (S. 53). Eine

verantwortungsvolle Unternehmensführung ist demzufolge eng verknüpft mit einer Intensivierung der kommunikativen Aktivitäten des Unternehmens im Sinne „eine[r] über die gesetzlichen Mindestanforderungen hinausgehende[n] Transparenz“ (Dörner & Orth, 2005, S. 10), mit denen ein Beitrag „zur Vertrauensgenerierung und Vertrauenswiedergewinnung“ (Bentele & Seiffert, 2009, S. 54) geleistet wird.

Nutzen

Die Verfolgung einer guten, sprich verantwortungsvollen und transparenten Unternehmensführung ist in dem stark kompetitiven Umfeld, in dem sich Unternehmen heute bewegen, elementar. Warncke (2010) zufolge gilt hier der Grundsatz: „Gute Corporate Governance ist notwendig, jedoch für den geschäftlichen Erfolg einer Gesellschaft nicht ausreichend, d. h., ihr Fehlen kann eine Gesellschaft zugrunde richten, jedoch nicht selbst den Erfolg sicherstellen“ (S. 26; vgl. auch Strenger, 2003, S. 163). Sie schafft Transparenz und „ist damit eine wesentliche Voraussetzung für die Konstituierung von Vertrauen“ (Bentele & Seiffert, 2009, S. 56). Zugleich ist sie wesentlich an der Genese von Akzeptanz für die Entscheidungen und Handlungen des Unternehmen und seiner Führungsspitze beteiligt (vgl. Ebert, Keßler, & Volk, 2015, S. 52; Dörner & Orth, 2005, S. 12; Nobel, 2006, S. 473). Gute CG ist zudem, wie erwähnt, an den Erwartungen der Stakeholder orientiert und in ihrem Handeln an diesen ausgerichtet. Gelingt es dem Unternehmen diese Erwartungen auch zu erfüllen sowie Vertrauen und Akzeptanz aufzubauen, so wird ihm von der Gesellschaft die zum erfolgreichen Fortbestand notwendige Legitimität zugeschrieben (vgl. Wehmeier & Röttger, 2011, S. 201).

Darüber hinaus ist eine gute CG an dem Aufbau materieller Werte im erheblichen Maße beteiligt. So „[ist] [b]ei einer guten Unternehmensführung davon auszugehen, dass diese investitionsbedingte Risiken der Anleger zu reduzieren vermag“ (Dietrich, 2014, S. 58). Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass sie die Transparenzbedürfnisse des Kapitalmarktes befriedigt, indem sie schnelle und umfassende Informationen liefert, die für eine fundierte Anlageentscheidung unabdingbar sind. Auf diese Weise wird die Informationsasymmetrie zwischen Unternehmensführung und Kapitalmarkt abgebaut und das durch Unsicherheit hervorgerufene Risiko einer Anlageentscheidung minimiert (vgl. Göhner & Zipfel, 2005, S. 208; Achleitner, Bassen, & Fieseler, 2008, S. 263). Vor allem institutionelle Anleger sind daher darauf bedacht, „Unternehmen mit einer guten Corporate Governance bzw. Transparenz und Offenlegung im Portfolio zu halten“ (Dietrich, 2014, S. 58), da sie die bei ihnen sonst entstehenden Kontroll- und Überwachungskosten reduzieren. Eine Investitionsentscheidung ist heute weit mehr als eine Entscheidung über rein ökonomische

⁵⁵ Äquivalent zum bereits eingeführten Begriff des „Leitungsmodells“ zu Beginn dieser Arbeit werden darunter z. B. das monistische und dualistische System der Unternehmensführung verstanden.

Kenngrößen, es ist vielmehr „a good feeling based on plenty of information on a stock investment“ (Fischer, 2003, S. 197). Zwischen einer guten Corporate Governance und den strategischen und finanziellen Optionen eines Unternehmens ist demnach ein unmittelbarer, finanzieller Zusammenhang zu vermuten: „Je besser und je transparenter die Corporate Governance des Unternehmens, insbesondere auch im Verhältnis zu seinen Mitbewerbern ist, desto eher sind die Investoren bereit, in dieses Unternehmen zu investieren“ (Dörner & Orth, 2005, S. 14). Die Kapitalkosten sind folglich entsprechend geringer (vgl. ebd., S. 16; OECD, 2004, S. 12).⁵⁶

Zentrale Säulen einer guten Corporate Governance sind die Intensivierung der Überwachungstätigkeit bei einer gleichzeitiger Steigerung der Unternehmenstransparenz. Im Folgenden ist daher zu klären, inwieweit der Aufsichtsrat als zentraler Repräsentant einer guten Unternehmensführung an der Herstellung dieser Transparenz beteiligt ist.

2.2.2.2 Der Aufsichtsrat als Adressat und Repräsentant guter Corporate Governance

„Die Diskussion um eine wirkungsvolle Corporate Governance, aber auch die Corporate Governance Praxis, sind sehr stark von Regeln und Formalien bestimmt.“ (Börsig, 2006, S. 2) Dies zeigt sich auch in der Reaktion des deutschen Gesetzgebers, der als Antwort auf die dargelegten Entwicklungen eine Reihe regulierender Maßnahmen ergriff, die insbesondere für den Aufsichtsrat entscheidende Veränderungen mit sich brachten (vgl. Börsig & Löbbe, 2013, S. 128; Lentfer, 2005, S. 57). War die Dichte an regulierenden Vorschriften für den Aufsichtsrat vor der Intensivierung der Corporate Governance-Debatte vergleichsweise gering, so hat die Anzahl „einschlägige[r] Entscheidungen in den vergangenen Jahrzehnten deutlich zugenommen“ (ebd., S. 130).⁵⁷ Die Reformen erstrecken sich nicht nur auf die Ebene der Gesetzgebung, sondern gehen darüber deutlich hinaus. Von elementarer Bedeutung für die Corporate Governance-Debatte ist die Verabschiedung sogenannter „Corporate Governance-Kodizes“, die die rechtlichen Vorschriften als Verhaltensrichtlinien flankieren (vgl. Warncke, 2010, S. 61; Gerum, 2007, S. 42).

Besonders in seiner Bedeutung hervorzuheben ist der „Deutsche Corporate Governance Kodex“ (DCGK).⁵⁸ Er wurde am 23. Januar 2002 von der eigens dafür eingesetzten „Regierungskommission Corporate Governance“ verabschiedet und steckt heute, zusam-

men mit dem Aktiengesetz, den wesentlichen Handlungsrahmen der Aufsichtsräte ab (vgl. Warncke, 2010, S. 57; Jünger, 2013, S. 15).⁵⁹ Adressaten des DCGK sind die deutschen börsennotierten Aktiengesellschaften sowie Kommanditgesellschaften auf Aktien (KGaA) (vgl. von Treuberg & Zitzmann, 2005, S. 34; Warncke, 2010, S. 58). Die Inhalte des Kodex gliedern sich in drei Kategorien mit jeweils „unterschiedliche[r] Bindungswirkung“ (Warncke, 2010, S. 58): (1) Ein wesentlicher Teil (50 %) des Kodex nimmt Bezug auf geltendes Recht, das im Wesentlichen im AktG geregelt und damit gewissermaßen verpflichtend ist. Darüber hinaus gibt der Kodex (2) Empfehlungen (40 %), die den Gremien im Sinne einer „Best Practice“ als Orientierung dienen sollen und über das geltende Recht hinausgehen. Sie sind sprachlich mit dem Zusatz „soll“ gekennzeichnet. Weiterhin enthält der Kodex (3) Anregungen (etwa 10 %), die mit „sollte“ oder „kann“ gekennzeichnet sind. Die Empfehlungen und Anregungen entsprechen international und national anerkannten Standards guter und verantwortungsvoller Unternehmensführung, sind jedoch nicht bindend (vgl. Lutter et al., 2014, S. 4 f.; Warncke, 2010, S. 58 f.; Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, 2015b). Die Befolgung des DCGK hat damit grundsätzlich keinen rechtsverbindlichen Charakter. Der Kodex und dessen Erfüllung basieren auf dem Prinzip der Selbstregulierung und folgen dem Grundgedanken der disziplinierenden Wirkung des Kapitalmarktes, der eine Nichteinhaltung der Richtlinien entsprechend sanktionieren und z. B. sein Kapital abziehen würde (vgl. Börsig & Löbbe, 2013, S. 141; Lutter et al., 2014, S. 31). Dennoch sind Vorstand und Aufsichtsrat nach dem Prinzip des „comply or explain“ zu einer jährlichen Erklärung verpflichtet, ob den Regeln des Kodex Folge geleistet oder warum davon abgesehen wurde (vgl. §161 AktG). Die Aufforderung zur Entsprechenserklärung stellt nicht die einzige mit dem DCGK und den weiteren Reformen in Verbindung stehende Forderung an den Aufsichtsrat dar. Als zentralem Untersuchungsgegenstand der Corporate Governance widmet sich der Kodex zu einem großen Teil der Konkretisierung der Aufgaben des Aufsichtsrates (vgl. Börsig & Löbbe, 2013, S. 130; Lentfer, 2005, S. 234). Darüber hinaus gibt der DCGK eine Vielzahl von Empfehlungen zur *Organisation des Gremiums* (vgl. ebd.). Im Folgenden wird daher, äquivalent zur Überwachungsaufgabe, zu analysieren sein, inwieweit die Corporate Governance-Entwicklungen „eine Neubewertung der Aufsichtsratsaufgaben bzw. seiner Funktionen bedingen“ (Dutzi, 2005, S. 92).

Erweitertes Aufgabenprofil

Mit der Intensivierung der Corporate Governance-Debatte veränderte sich der Handlungsrahmen des Aufsichtsrates. Es zeigte sich, dass eine „eher passive Haltung des Aufsichtsrates den hohen Anforderungen moderner Unternehmensführung kaum mehr ge-

⁵⁶ Für den Zusammenhang zwischen Transparenz und Unternehmenserfolg vgl. vertiefend Grigoleit (2009, S. 138 f.).

⁵⁷ Maßgeblichen Einfluss auf Ebene der Gesetzgebung hatten das „Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich“ (KonTraG, 1998), das „Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung“ (NaStraG, 2001), das „Transparenz- und Publizitätsgesetz“ (TransPuG, 2002), das „Gesetz über die Offenlegung von Vorstandsvergütungen“ (VorStOG, 2005), das „Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts“ (UMAG, 2005) und das Bilanzrechtsmodernisierungsrecht (BilMoG, 2009). Für einen detaillierten Überblick über den Reformprozess vgl. z. B. Schewe (2010, S. 225 ff.), Lutter et al. (2014, S. 25 ff.) und Warncke (2010, S. 44 ff.).

⁵⁸ Anmerkung: Alle im folgenden Verlauf der Arbeit verwendeten Verweise auf den DCGK beziehen sich auf den DCGK i. d. F. vom 5. Mai 2015 (vgl. dazu immer Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, 2015a).

⁵⁹ Vgl. vertiefend zu den Funktionen des Kodex Schwalbach & Schwerk (2014, S. 77) und Talaulicar (2002, S. 8 ff.)

wachsen war“ (Lutter et al., 2014, S. 25). Die gestiegenen Anforderungen an das Gremium wurden in den zahlreichen Reformen auf Gesetzgebungsebene und den ergänzenden Reformvorschlägen des DCGK aufgegriffen. Mit ihnen wurden die Rechte und Pflichten des Aufsichtsrates gestärkt und die Relevanz der Unternehmensüberwachung betont. Sie haben das heutige Verständnis für die Rolle des Aufsichtsrates verändert (vgl. Jünger, 2013, S. 24; Börsig & Löbbe, 2013, S. 125). Das Profil des Aufsichtsrates ist vielschichtiger geworden und mit ihm seine Aufgaben.

Von zentraler Bedeutung und Resultat der modernen Corporate Governance-Bewegung ist die zugenommene Überwachungsintensität und -tiefe. Dies zeigt sich vor allem in der stärkeren Betonung seiner antizipativen Überwachungsaufgabe, wodurch der Beratungsaspekt stärker in den Fokus gerückt ist. So übernehmen Aufsichtsräte heute eine aktivere Rolle bei „grundsätzlichen Fragen der strategischen Unternehmensführung“ (Lentfer, 2005, S. 209) ein, wie zum Beispiel bei der Strategieplanung. In einer Studie von Deloitte & Touche (2011, S. 4)⁶⁰ bestätigen 94 Prozent der befragten deutschen Aufsichtsräte, dass dem Aufsichtsrat bei der *Entwicklung* und Überwachung der Unternehmensstrategie eine wesentliche Bedeutung zukommt. Mit der verstärkten Übernahme derart zukunftsorientierter Aufgaben, zusammen mit dem Vorstand, erweitert sich auch das Aufgabenprofil des Aufsichtsrates (vgl. Lutter et al., 2014, S. 33). Er ist nicht nur Kontrolleur, sondern zugleich „kritische[r] Begleiter“ und „kompetente[r] Sparringspartner“ (Börsig, 2006, S. 5) des Vorstandes. Damit wird der Aufsichtsrat nach Lutter et al. (2014) zu einem „mitunternehmerischen, beratenden und mit-entscheidenden Unternehmensorgan“ (S. 33, Herv. i. O.). Ein weiteres Resultat der modernen Corporate Governance-Debatte ist die gestiegene Bedeutung der Risikodimension für die Arbeit des Aufsichtsrates. Neben der Überwachung des Compliance Managements (vgl. Apfelbacher & Metzner, 2013, S. 783), „achten Aufsichtsratsmitglieder [heute] mehr denn je auf bestandsgefährdende Geschäftsansätze und Faktoren“ (Deloitte & Touche, 2011, S. 9). Laut Scherer (2014, S. 149 ff.) betrifft dies zunehmend auch die Überwachung kommunikativer Risiken. Daran anschließend betonen Schichold und Vollbracht (2014) die Relevanz der „Überwachung des Managements von Reputationsrisiken“ (S. 69), demzufolge nicht mehr nur das Unternehmen selbst der Überwachung unterliegt, sondern insbesondere auch „seine in der Öffentlichkeit präsenten Entscheidungsträger und Überwachungsorgane“ (S. 68). Damit rücken neben der eigentlichen Überwachungsaufgabe auch das Gremium des Aufsichtsrates und seine Mitglieder an sich stärker in den Fokus der Öffentlichkeit. So können Imageschäden des Unternehmens einerseits auf die Mandatsträger im Aufsichtsrat ‚überspringen‘; andererseits haften aber eben auch jene Amtsin-

haber mit ihrem guten Namen für die Reputation des Unternehmens (vgl. ebd., S. 68 f.). Der Aufsichtsrat bleibt damit nicht nur ‚Erfüllungsgehilfe‘ einer guten Unternehmensführung, sondern wird selbst zum Objekt und Maßstab einer Good Corporate Governance. Hardt und Ponschab (2014) gehen gar soweit, dass sie „[d]em Aufsichtsrat [...] nicht mehr nur eine Nebenrolle, sondern eine Hauptrolle mit neuen Pflichten, Rechten und Haftung beim Misslingen einer nachhaltigen Unternehmensentwicklung“ (S. 86) zuschreiben.⁶¹ Damit erweitert sich zugleich, über die Aktionäre hinaus, der Adressatenkreis des Aufsichtsrates, wonach die Herausforderung zunehmend auch darin besteht, „to clearly present the organization’s story to its key stakeholders, from shareholders who want more transparent disclosures to employees who want assurances that the organization shares their values and is a good corporate citizen“ (Deloitte Global Center for Corporate Governance, 2015, S. 3).

Insgesamt kann damit eine Professionalisierung der Unternehmensüberwachung konstatiert werden, die „als eine Stärkung der Möglichkeiten des Aufsichtsrats anzusehen [ist], aktiv auf die Ausgestaltung der unternehmenseigenen [...] Führungs- und Überwachungsstruktur einzuwirken“ (Lentfer, 2005, S. 230 f.; vgl. Börsig & Löbbe, 2013, S. 143; Kuck, 2006, S. 11). Die Stärkung seiner Rechte und Pflichten *fördern* und *fordern* eine intensivere Kooperation zwischen Vorstand und Aufsichtsrat, wodurch ein besser ausbalanciertes Machtgefüge zwischen den Gremien sichergestellt werden soll (vgl. Pfitzer & Höreth, 2005, S. 148). Nach Börsig (2006) „[bilden] Aufsichtsrat und Vorstand im Hinblick auf Corporate Governance eine Interessengemeinschaft“ (S. 10). Trotz dieser stärker exponierten Stellung des Organs muss auch weiterhin die Charakterisierung des Aufsichtsrates als reines Innenorgan betont werden (vgl. Lutter, 2001, S. 231).

Die umfangreichen Erwartungen an den Aufsichtsrat zeigen sich in besonderer Deutlichkeit am Amt des Aufsichtsratsvorsitzenden (vgl. Trögel, 2013). Dabei liegen die zentralen Herausforderungen nicht nur in der zeitlichen Bewältigung des an Komplexität gewonnenen (Neben-)Amtes, sondern auch in den gestiegenen fachlichen und persönlichen Qualifikationen, denen ein Aufsichtsratsvorsitzender heute stärker denn je gerecht werden muss (vgl. Börsig, 2006, S. 5 ff.). Börsig und Löbbe (2013) zufolge erhöht sich diese Komplexität abermals, da „der Aufsichtsratsvorsitzende nach dem Vorbild des *Chairman* im angloamerikanischen *One-Tier-Board*-Modell zunehmend auch Repräsentationsaufgaben für das Unternehmen wahrnehmen muss“ (S. 145). Damit referieren die Autoren auf die bereits dargelegten Erwartungen, vor allem institutioneller Investoren, nach einem stärkeren Austausch mit dem Aufsichtsrat, die sich vor allem an dessen Vorsitzenden als

⁶⁰ In der sogenannten „Director 360°-Studie“ befragte Deloitte & Touche (2011, S. 2, 20) insgesamt 215 Aufsichtsräte in zwölf Ländern zu ihrer Einschätzung und Wahrnehmung der Herausforderungen und Chancen der Aufsichtsratsarbeit.

⁶¹ Das zunehmende Maß an Verantwortung bringt gleichermaßen auch größere Haftungsrisiken mit sich. Eine Absicherung gegenüber den Haftungsrisiken bietet die sogenannte „D&O-Versicherung“, die „vor den finanziellen Folgen einer persönlichen Haftung von Organmitgliedern, insbesondere auch Aufsichtsratsmitgliedern, schützt für den Fall, dass sie wegen einer bei Ausübung ihrer jeweiligen Tätigkeit begangenen Pflichtverletzung für den daraus resultierenden Vermögensschaden von dem eigenen Unternehmen oder von Dritten persönlich in Anspruch genommen werden“ (Held & Sutorius, 2014, S. 178).

Repräsentanten des Organs richten. Laut Bezemer, Peij, Maassen und Halder (2012) zeigt sich hier der Spagat, den Aufsichtsratsvorsitzende heute leisten müssen, „as they operate beyond their traditional roles and legal requirements in the two-tier model“ (S. 49). Börsig und Löbbe (2013, S. 145) bemängeln vor allem die bislang nicht stattgefundene rechtliche Aufarbeitung dieses praktischen Problembereichs. Auch Pfitzer und Höreth (2005) kritisieren, bezugnehmend auf den DCGK (Ziffer 5.2 Abs. 1: „[...] nimmt die Belange des Aufsichtsrats nach außen wahr“), dass nur „unklar formuliert [...] ist, was mit ‚nach außen wahrnimmt‘ gemeint ist“ (S. 163). Der Aufsichtsratsvorsitzende und sein Handeln sind zum Aushängeschild einer guten Unternehmensführung erwachsen. Ihm obliegt in besonderer Weise die heikle Aufgabe, „to combine the seemingly conflicting demands of control (such as independence, distance, and focus on the prevention of managerial opportunism) and service (i.e., interdependence, closeness, and focus on value creation)“ (Bezemer et al., 2012, S. 49). Diesen Ansprüchen und der Fülle an „rechtlichen Rahmenbedingungen und den inhaltlichen Reglementarien des deutschen Corporate Governance Kodex gerecht zu werden“, „ist für den Aufsichtsratsvorsitzenden zum Balanceakt geworden“ (Heidrick & Struggles, 2011, S. 3).

Erweiterte Publizitätspflichten⁶²

Die Corporate Governance-Entwicklungen resultieren in einem erweiterten Aufgaben- und Anforderungsprofil des Aufsichtsrates. Sie münden obendrein in einer Reihe zusätzlicher Publizitätspflichten, die teils gesetzlich fixiert sind oder im DCGK als Empfehlung oder Anregung ausgesprochen werden und mit denen ein wichtiger Beitrag zur Herstellung von Transparenz geleistet wird.

(1) Publizitätspflichten des Überwachers

Zwar haben sich die Anforderungen an den Aufsichtsrat immens erhöht, dennoch sind die ihm von Gesetzeswegen zugesprochenen Kompetenzen stets die gleichen geblieben; wurden sie doch lediglich weiter konkretisiert. Die dem Aufsichtsrat obliegende Kontrollkompetenz wurde ausgebaut: So erstreckt sich die Überwachungsaufgabe heute immer stärker auch auf Strategiethemata sowie Themen der Compliance und des Risikomanagements, in dessen Rahmen verstärkt auch das Management von kommunikativen, insbesondere aber Reputationsrisiken überwacht wird. Dies entspricht einer Konkretisierung des Überwachungsgegenstandes, die sich entsprechend der Anforderungen der Überwachungsberichterstattung auch in dem *Überwachungsbericht* der Aufsichtsrates widerzuspiegeln hat, in dem die Prozesse und Ergebnisse der Überwachung eben dieser Themen aufgeführt werden (s. Kap. 2.2.1.2). Darüber hinaus sind durch die Corporate Governance-Debatte Themen in den Vordergrund getreten, die die Personalkom-

petenz des Aufsichtsrates berühren. Dies betrifft insbesondere die Offenlegung des Vergütungssystems für die Vorstandsmitglieder, dessen Unverhältnismäßigkeit sich in den zahlreichen Unternehmenskrisen immer wieder als starker Kritikpunkt erwies (vgl. Balsmeier, Buchwald, & Peters, 2010, S. 547). Der DCGK schreibt hier eine explizite Offenlegungspflicht in einem sogenannten *Vergütungsbericht* vor, in dem die Grundzüge des Vergütungssystems für den Vorstand darzulegen sind (vgl. Ziffer 4.2.5 DCGK). Gleiches gilt für die Vergütung des Aufsichtsrates (vgl. Ziffer 5.4.6 DCGK).

(2) Gemeinsame Erklärungen von Vorstand und Aufsichtsrat: „Corporate Governance-Publizität“

Ausdruck der Stärkung des Aufsichtsrates im Gremiengefüge ist die intensivere Zusammenarbeit zwischen Vorstand und Aufsichtsrat. Ihr „gemeinsames Interesse an einer wirksamen Corporate Governance“ (Börsig, 2006, S. 11) und das stärkere Zusammenwirken beider Organe drückt sich auch in den Publizitätspflichten aus, die aus den Reformbewegungen resultieren und eine Reihe ‚gemeinsamer‘ Publikationen einfordern oder empfehlen/anregen. Die darunter fallenden Berichtselemente werden unter dem Schlagwort der „Corporate Governance-Publizität“ zusammengefasst, die nach von Werder (2014) „die Gesamtheit der Kommunikationsmaßnahmen bezeichnen, welche über die Grundzüge der Leitung und Überwachung eines Unternehmens informieren und damit über das Financial Reporting im engeren Sinne deutlich hinausgehen“ (Rn. 536). Sie stellt neben den Zielen des Unternehmens vor allem auch die Strukturen, Prozesse und hinter der Unternehmensführung stehenden Personen in den Vordergrund, um das Vertrauen der Aktionäre und der weiteren Anspruchsgruppen des Unternehmens in die Unternehmensführung zu stärken bzw. aufzubauen versucht (vgl. ebd.).

Ziffer 3.10 des DCGK fasst die darunter zu fassenden Inhalte bzw. Berichtselemente wie folgt zusammen:

„Über die Corporate Governance sollen Vorstand und Aufsichtsrat jährlich berichten (Corporate Governance Bericht) und diesen Bericht im Zusammenhang mit der Erklärung zur Unternehmensführung veröffentlichen. Dabei sollte auch zu den Kodexanregungen Stellung genommen werden. Die Gesellschaft soll nicht mehr aktuelle Entsprechenserklärungen zum Kodex fünf Jahre lang auf ihrer Internetseite zugänglich halten.“

Damit werden die drei wesentlichen Elemente der Corporate Governance-Publizität angesprochen: (a) Corporate Governance Bericht, (b) Erklärung zur Unternehmensführung, (c) Entsprechenserklärung. Die Berichtselemente sind teilweise gesetzlich fixiert, teilweise ‚freiwilliger‘ Natur und weisen zudem einen hohen

⁶² Von Publizitätspflichten im Sinne damit verbundener konkreter Haftungsfolgen bei Verletzung dieser kann hier nicht die Rede sein, da viele der im DCGK ausgesprochenen Regelungen keinen rechtsverbindlichen Charakter besitzen. Im Sinne einer guten Corporate Governance sind sie jedoch insofern „verbindlich“ als das eine Nichtbefolgung mit negativen Konsequenzen behaftet sein kann (z. B. Kapitalentzug). Daher wird der Begriff der Publizitätspflichten weiter geführt.

Überschneidungsgrad auf (von Werder, 2014, Rn. 544). Sie sollen daher im Folgenden kurz vorgestellt werden

Bei dem (a) *Corporate Governance* Bericht handelt es sich um eine Empfehlung des DCGK, die keine gesetzliche Entsprechung im AktG oder HGB hat. Gemäß des DCGK wird darunter ein umfassender Bericht über die Eckpfeiler einer guten Unternehmensführung verstanden. Der Corporate Governance Bericht weist inhaltlich eine große Nähe zu der gesetzlich vorgeschriebenen (b) *Erklärung zur Unternehmensführung* (§ 289a HGB) auf. Die Erklärung zur Unternehmensführung ist in den Lagebericht der Gesellschaft aufzunehmen oder kann, mit einem entsprechenden Hinweis im Lagebericht, auf der Website des Unternehmens veröffentlicht werden. Die Inhalte der Erklärung sind dreigeteilt (§ 289a Abs. 2 HGB):

1. Entsprechenserklärung gemäß § 161 AktG
2. relevante Angaben zu Unternehmensführungspraktiken, die über die gesetzlichen Anforderungen hinaus angewandt werden, nebst Hinweis, wo sie öffentlich zugänglich sind
3. Beschreibung der Arbeitsweise von Vorstand und Aufsichtsrat sowie der Zusammensetzung und Arbeitsweise von deren Ausschüssen; sind die Informationen auf der Internetseite der Gesellschaft öffentlich zugänglich, kann darauf verwiesen werden

Die (c) *Entsprechenserklärung* ist hieraus noch einmal besonders hervorzuheben. Sie war die erste gesetzliche Vorschrift, „die eine Veröffentlichung von Informationen speziell zu den Corporate Governance-Modalitäten einer Gesellschaft verlang[te]“ (von Werder, 2014, Rn. 537) und deren Erfüllung heute weitgehend befolgt wird (vgl. ebd., Rn. 558). Danach sind Vorstand und Aufsichtsrat seit 2002 zu einer jährlichen Erklärung zum Corporate Governance Kodex verpflichtet (vgl. § 161 AktG; Präambel DCGK), in der sie darlegen müssen, inwieweit die *Empfehlungen* des DCGK befolgt bzw. nicht befolgt werden und was die Gründe für eine eventuelle Abweichung sind. Darüber hinaus können die Gremien freiwillige Angaben darüber liefern, inwieweit den Kodexanregungen entsprochen wurde (Ziffer 3.10 Satz 2 DCGK). Die Entsprechenserklärungen vergangener Jahre sind außerdem über einen Zeitraum von fünf Jahren auf der Website des Unternehmens zur Verfügung zu stellen. Dies ermöglicht den Aktionären und weiteren Stakeholdern eine bessere Nachvollziehbarkeit und Grundlage für die Bewertung der Kontinuität der CG-Praktiken des Unternehmens (vgl. von Werder, 2014, Rn. 559).

Es wird deutlich, dass alle in Ziffer 3.10 DCGK genannten Berichtselemente eng miteinander verwoben sind. Daher empfiehlt der

DCGK auch, den CG-Bericht im Zusammenhang mit der Erklärung zur Unternehmensführung zu veröffentlichen, um ein umfassendes Corporate Governance-Werk zu schaffen und etwaige „Redundanzen zwischen beiden Instrumenten des Governance-Reporting“ (von Werder, 2014, Rn. 545) besser vermeiden und den Adressaten der Berichterstattung, den Aktionären und weiteren Stakeholdern, ein übersichtliches Bewertungskriterium an die Hand geben zu können (vgl. ebd.). In aller Regel findet die Corporate Governance-Berichterstattung neben der Veröffentlichung auf der Website vor allem im jährlichen Geschäftsbericht ihren Platz.

Ein kurzer Blick in die Praxis lässt schnell den Eindruck entstehen, dass diese „Integrationslösung“ (ebd., Rn. 545) heute schon einem gängigen Standard entspricht (vgl. z. B. adidas AG, 2014b; Deutsche Bank AG, 2015). Weiterhin ist auch eine Integration weiterer Berichtspflichten des Aufsichtsrates, wie bspw. des *Verfügungsberichts*, denkbar (vgl. ThyssenKrupp, 2014b). Allerdings offenbart sich bereits bei dieser sehr oberflächlichen Betrachtung die große Varianz in der praktischen Gestaltung Governance-relevanter Inhalte und entsprechender Berichte. Darüber hinaus existieren keine vertiefenden Ausführungen zur Gestaltung der Corporate Governance-Berichterstattung. Es steht den Gremien sogar frei, getrennt voneinander zu berichten. Doch auch hier gilt: Dem Aufsichtsrat und Vorstand ist angeraten, im Sinne ihres ‚gemeinsamen Interesses‘ an einer guten Unternehmensführung auch gemeinsam Bericht zu erstatten. Nach von Werder (2014) kann auf diese Weise vor allem signalisiert werden, „dass beide Organe das Thema Corporate Governance zu ihrer Sache machen und sich miteinander über die Governance-Gepflogenheiten in der Gesellschaft verständigen“ (Rn. 556).

(3) Kommunikation ‚für‘ den Aufsichtsrat

Wie dargelegt werden konnte, rückten auch das Gremium des Aufsichtsrates und seine Mitglieder als ‚Repräsentanten‘ der Unternehmensführung mit der Intensivierung der Corporate Governance-Debatte stärker in den Fokus – auch auf Ebene der Gesetzgebung und des DCGK. Folglich können eine Reihe von Regelungen identifiziert werden, die eine effizientere Organisation des Aufsichtsratsgremiums im Blick haben und aus denen wiederum eine Reihe vereinzelter Berichtsansätze abzuleiten sind.

Zum einen ist die *Zusammensetzung* des Aufsichtsrates zu einem prominenten Thema herangewachsen. Ihr widmet der DCGK eine Reihe spezifizierender Regelungen (Ziffer 5.4 DCGK). So ist insbesondere darauf zu achten, dass die fachlichen und für das Unternehmen relevanten Kenntnisse, Fähigkeiten und Erfahrungen im Gremium ausreichend vorhanden sind. Außerdem hat der

Aufsichtsrat für seine Zusammensetzung Ziele zu formulieren, z. B. wie den Kriterien der Vielfalt (Diversity) oder einer internationaleren Zusammensetzung des Gremiums Rechnung getragen werden soll. Der DCGK (Ziffer 5.4.1) spricht im Hinblick darauf die Empfehlung aus, diese Ziele sowie den Status quo ihrer Umsetzung im *Corporate Governance Bericht* offenzulegen. Auf diese Weise wird dem häufigen Vorwurf eines intransparenten und ineffizienten Auswahlverfahrens neuer Aufsichtsratsmitglieder mit einem erhöhten Maß an Transparenz in der Nachfolgeplanung begegnet (vgl. Deloitte & Touche, 2011, S. 2, 12).⁶³

Des Weiteren sind die Aufsichtsräte aufgrund ihrer Ämterüberschneidungen⁶⁴ immer wieder starker Kritik ausgesetzt. Befürchtet werden vor allem eine nur unzureichende *Unabhängigkeit* der Mandatsträger und potenzielle *Interessenkonflikte*, die eine effiziente Wahrnehmung des Aufsichtsratsmandats hemmen würden (s. Kap. 2.3.2). Der DCGK hat sich diesem Thema umfangreich gewidmet. Demnach sollen Aufsichtsräte mit einer „angemessenen Anzahl unabhängiger Mitglieder“ (Ziffer 5.4.2 DCGK) und maximal zwei ehemaligen Vorstandsmitgliedern besetzt werden; die Ausübung eines Aufsichtsrats- oder Vorstandsamtes in einem Wettbewerbsunternehmen verbietet sich ebenso (vgl. ebd.). Der DCGK (Ziffer 5.5.3) empfiehlt dem Aufsichtsrat daher, als Element der Regelkommunikation in seinem Bericht an die Hauptversammlung (= *Aufsichtsratsbericht*; s. Kap. 2.2.1.2) über vorliegende persönliche oder geschäftliche Beziehungen, aufgetretene Interessenkonflikte und den Umgang mit diesen zu berichten. Besondere Kommunikationsanlässe ergeben sich im Falle von Neuwahlen von Aufsichtsratsmitgliedern, für die der DCGK (Ziffer 5.4.1 Abs. 4) dem Aufsichtsrat nahelegt, in seinen Wahlvorschlägen an die Hauptversammlung ausführlich zu dokumentieren, wie es um Interessenkonflikte und die Unabhängigkeit der zur Wahl stehenden Mitglieder bestellt ist (vgl. Kremer & von Werder, 2013, S. 346 f.; Höreth, 2015). Bartz und von Werder (2014) haben dazu eigens eine Studie⁶⁵ durchgeführt, die die Umsetzung dieser Empfehlung untersucht und kommen zu dem Ergebnis, dass diese bislang sehr verschieden, in einem stark unterschiedlichen Detaillierungsgrad umgesetzt wird; insbesondere bei den Ausführungen zum Unabhängigkeitsstatus der Amtsträger gibt es laut den Autoren Verbesserungspotenzial (vgl. ebd., S. 850).

Weiterhin schlägt der DCGK (Ziffer 5.4.7) vor, die Aktivität des Gremiums offenzulegen, indem ein Vermerk darüber gemacht wird, wenn ein Aufsichtsratsmitglied in einem Geschäftsjahr an

(weniger als) der Hälfte der Aufsichtsrats- und Ausschusssitzungen teilgenommen hat. Als Publikationsort wird ebenfalls der *Bericht des Aufsichtsrates* an die Hauptversammlung vorgeschlagen.

2.2.2.3 Zwischenfazit: Neue Kommunikationsaufgaben für den Aufsichtsrat

In Anbetracht der Ausführungen zur modernen Corporate Governance-Debatte und der sich damit verändernden Rolle und Erwartungen an den Aufsichtsrat muss nun erneut hinterfragt werden, ob und wie sich die Kommunikationsnotwendigkeiten und -aufgaben des Aufsichtsrates im Zuge dessen verändert haben. So konnte gezeigt werden, dass sich die Aufgaben des Aufsichtsrates im Kern nicht verändert haben; Schwerpunkt seines Tuns bleibt die Überwachung des Vorstandes. Die **Notwendigkeit zur Kommunikation** besteht damit weiterhin in der Beseitigung der Informationsasymmetrie zwischen dem Aufsichtsrat als Agenten und den Aktionären als Prinzipale. Neu hingegen ist der gestiegene Druck von außen, der ein Festhalten an alten Kommunikationsmustern erschwert. Die mit der Corporate Governance-Debatte einhergehenden *höheren Ansprüche an eine transparente Unternehmensführung, die eine transparente und verantwortungsvolle Überwachung einschließt*, haben eine intensivere Auseinandersetzung mit den Möglichkeiten der Transparenzherstellung und damit auch mit dem Thema der Kommunikation notwendig gemacht. Neue Regelungen und die Verschärfung der gesetzlichen Vorschriften fordern dieses höhere Maß an Transparenz ein, insbesondere vom Aufsichtsrat, der verstärkt Rechenschaft über seine Überwachungsaktivitäten sowie seine Organisation und Qualifikation zu leisten hat. Des Weiteren formulieren spezifische Anspruchsgruppen, insbesondere die Akteure des Kapitalmarktes, konkrete *Erwartungen an die Kommunikationsbereitschaft des Aufsichtsrates*, deren Erfüllung über die gesetzlichen Publizitätsmaßnahmen weit hinausgeht, da sie den Aufsichtsrat in die Rolle eines Dialogpartners und aktiven Kommunikators drängen; davon besonders betroffen ist der Aufsichtsratsvorsitzende. Der Aufsichtsrat bewegt sich damit in einem Spannungsfeld der Erfüllung der gesetzlichen Pflichten einerseits und der Erwartungen relevanter Anspruchsgruppen andererseits. Die Herausforderung besteht folglich darin, „die richtige Balance zu finden und rechtliche Anforderungen mit denen des Marktes in Einklang zu bringen“ (Picard, 2009, S. 113).

Die Kommunikation des Aufsichtsrates hat sich auch weiterhin innerhalb der Leitplanken der Überwachungsaufgabe zu bewegen, jedoch sind die Transparenzanforderungen höher als je zuvor. Dieses stärkere Maß an Transparenz drückt sich in einer durch den Gesetzgeber vorgenommenen **Erweiterung seiner Kommunikationsaufgaben** aus. So konnte deutlich gemacht werden, dass die Publizitätspflichten⁶⁶ des Aufsichtsrates um „governance-re-

⁶³ Laut einer Studie von Spencer Stuart (2014), die 66, in den DAX-Indizes gelistete Unternehmen untersuchte, „veröffentlicht bereits etwa die Hälfte der Unternehmen Profile im Geschäftsbericht, die neben Zielquoten für die Repräsentanz von weiblichen und internationalen Mitgliedern auch Angaben zu den erforderlichen Fachkenntnissen und Erfahrungen machen“ (S. 6).

⁶⁴ Das Aufsichtsratsamt ist als berufliches Nebenamt konzipiert, wonach ein einfaches Aufsichtsratsmitglied maximal zehn Aufsichtsratsmandate wahrnehmen kann (§ 100 Abs. 2 Satz 1 Nr. 1 AktG). Dies birgt potenziell die Gefahr von Interessenkonflikten (vgl. Warncke, 2010, S. 140). Siehe auch Kap. 2.3.2.

⁶⁵ Die Studie untersucht den Detaillierungsgrad der publizierten Informationen zur Unabhängigkeit und zu den Interessenkonflikten von im Jahr 2013 zur Wahl stehenden AR-Mitgliedern. Für die Analyse wurden sämtliche, mit den Hauptversammlungen in Verbindung stehenden Dokumente und Informationen von 150, an der Frankfurter Börse gelisteten Unternehmen herangezogen, von denen 83 Unternehmen in die Untersuchung eingingen, da bei ihnen eine AR-Wahl stattfand (vgl. Bartz & von Werder, 2014).

⁶⁶ Auch an dieser Stelle sei noch einmal darauf hingewiesen, dass unter den Pflichten zur Publizität auch die im DCGK festgehaltenen Empfehlungen und Anregungen verstanden werden.

levante“ Inhalte erweitert wurden: Die Überwachungsberichterstattung wurde auf weitere Themen wie Compliance und Risiken ausgeweitet und um die Corporate Governance-Berichterstattung ergänzt. Die Kommunikationsaufgaben bleiben auf diese Weise jedoch auf die Publizitätspflichten beschränkt. Unklar bleibt, wie den gestiegenen Erwartungen an den Aufsichtsrat als persönlichen Ansprechpartner und aktiveren Kommunikator Rechnung getragen werden kann oder muss. Weder der Gesetzgeber noch der DCGK berücksichtigt diesen Problembereich explizit. Demnach bestehen zumindest auf gesetzlicher Ebene zunächst erst einmal keine Verpflichtungen, aber eben auch keine spezifischen Verbote zu dieser Art der Kommunikation; dennoch hat sich im Grunde nichts an der Tatsache geändert, dass dem Aufsichtsrat(-svorsitzenden) keine generelle Sprecherfunktion zugeteilt wird. Jedoch scheinen sich gerade hieraus eine Reihe praktischer Probleme zu ergeben, die im Fokus der aktuellen Diskussion stehen und die neue Relevanz des Themas der Aufsichtsratskommunikation begründen. Damit kamen Fragen auf wie: Wie sollen Aufsichtsräte mit diesen Forderungen umgehen – dürfen bzw. sollten sie in eine stärker extern gerichtete Position treten? Wie sollte diese Kommunikation ausgestaltet sein, zum Beispiel im Hinblick auf Themen und Instrumente? Wie kann und muss diese Kommunikation von der des Vorstandes abgegrenzt werden?

Zwar lassen sich auf diese Fragen an dieser Stelle noch keine umfassenden Antworten finden, dennoch lässt sich hierzu bereits festhalten, dass auch diese Kommunikationsaktivitäten des Aufsichtsrates in jedem Fall aus der Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrates abgeleitet werden müssen und sich ausschließlich in diesem Korridor zu bewegen haben. Darüber hinaus wird die Kommunikation des Aufsichtsrates von weiteren Herausforderungen begleitet, die im Folgenden vorgestellt werden sollen.

2.3 Rahmenbedingungen der Aufsichtsratsarbeit und Herausforderungen für die Aufsichtsratskommunikation

In der Darlegung seiner Aufgaben wurde bereits mehrfach deutlich, dass sich der Aufsichtsrat in einem stark rechtlich regulierten Kontext bewegt (vgl. Gehrke & Schichold, 2013, S. 158). Folgerichtig müssen diese rechtlich definierten Leitplanken auch als Maßstab an jegliche Kommunikation des Aufsichtsrates angelegt werden. Ein falscher Schritt außerhalb dieses Korridors kann weitreichende Folgen mit sich bringen. Neben Schadensersatzklagen gegen Aufsichtsratsmitglieder stehen nicht selten die materiellen und immateriellen Werte des überwachten Unternehmens auf dem Spiel. Der rechtliche und faktische Ordnungsrahmen stellt jedoch nur eine Herausforderung für die Kommunikation des Aufsichtsrates dar. Überdies ergeben sich eine Reihe weiterer Spezifika des Aufsichtsratsmandats und seiner Funktionsweise, die den

Handlungsrahmen für eine Aufsichtsratskommunikation definieren. Eine Extraktion und Deutung der nachfolgend dargestellten Spezifika der Aufsichtsratsarbeit bzw. des Aufsichtsratsmandats unter dem Gesichtspunkt ihrer Relevanz für die Kommunikation des Aufsichtsrates hat bislang nicht stattgefunden; die folgenden Ausführungen stellen daher einen ersten Versuch dar, mögliche Variablen der Aufsichtsratskommunikation zu bestimmen.

2.3.1 Heterogenität mitbestimmungspflichtiger Aufsichtsräte

Die Einrichtung eines Aufsichtsrates ist für jede deutsche Aktiengesellschaft obligatorisch und sieht eine Mitgliederzahl von mindestens drei Vertretern der Anteilseignerseite vor. Einen entscheidenden Impuls für die heutige Gestalt und Besonderheit deutscher Aufsichtsräte brachte jedoch die Einführung der Arbeitnehmermitbestimmung, wodurch der Aufsichtsrat mit einer *Interessenvertretungskompetenz* (s. Kap. 2.1) ausgestattet wurde und die eine zusätzliche Besetzung des Aufsichtsrates mit Arbeitnehmervertretern und ggf. weiteren Mitgliedern vorsieht (§ 96 AktG). Die Rede ist dann vom sogenannten „mitbestimmungspflichtigen Aufsichtsrat“ (Schiedermaier & Kolb, 2004, S. 562). In Abhängigkeit von der Arbeitnehmerzahl, dem Grundkapital und dem Industriezweig des betrachteten Unternehmens legt das Gesetz eine Höchstzahl für die Mitglieder des Aufsichtsrates fest und bestimmt zugleich das Verhältnis zwischen den Vertretern der Anteilseigner- und Arbeitnehmerseite. Demnach besteht ein Aufsichtsrat aus maximal 20 bzw. 21 Mitgliedern und wird zur Hälfte⁶⁷ bzw. mindestens zu einem Drittel mit Arbeitnehmervertretern besetzt (vgl. Lutter et al., 2014, S. 5 f.).⁶⁸ Außerdem ist die Besetzung der Position des stellvertretenden Aufsichtsratsvorsitzenden durch einen Vertreter der Arbeitnehmerseite heute gängige Praxis (vgl. Hörisch, 2009, S. 141).

Auch die Zusammensetzung der Seiten der Anteilseignervertreter und der Arbeitnehmervertreter lässt sich nochmals differenzieren. Die Gruppe der *Anteilseignervertreter* schließt sowohl interne („Aktionäre“) als auch externe („Nicht-Aktionäre“) Vertreter ein. Mögliche Aktionärsvertreter im Aufsichtsrat sind bspw. institutionelle Aktionäre, Banken, Großaktionäre oder auch Aktionärsvereinigungen. Darüber hinaus können auch Nicht-Aktionäre einen Sitz im Aufsichtsrat einnehmen. Dazu gehören beispielsweise ehemalige Mitglieder der Geschäftsführung (Altvorstände des Unternehmens), Mitglieder anderer Unternehmen oder Repräsentanten der öffentlichen Hand. Auf der Seite der *Arbeitnehmervertreter* ergibt sich ein ähnlich heterogenes Bild. Sie können zum einen von den Mitarbeitern gestellt werden. Neben ‚normalen‘ Arbeitnehmern nehmen regelmäßig auch Mitglieder des Betriebsrates Aufsichtsratsmandate wahr (vgl. Lutter et al., 2014, S. 11). Zum anderen

⁶⁷ Für Aktiengesellschaften, die dem MontanMitbestG unterliegen, muss zusätzlich zu den Arbeitnehmer- und Anteilseignervertretern ein sogenannter „neutraler Mann“ gewählt werden (vgl. § 4 MontanMitbestG). Daraus ergibt sich eine ungerade Anzahl an Aufsichtsratsmitgliedern.

⁶⁸ Für eine genaue Übersicht über die Besetzung der Aufsichtsräte vgl. §§ 4, 9 MontanMitbestG; § 5 MitbestErgG; § 1 Abs. 1 Nr. 3 DrittelbG; § 7 MitbestG; §§ 95, 96 AktG.

können die Arbeitnehmer im Aufsichtsrat durch die Gruppe der Gewerkschaftsfunktionäre vertreten sein, die sowohl dem Unternehmen angehören als auch externe Gewerkschafter sein können. Witt (2001) stellt dazu fest: „Auf der Seite der Arbeitnehmer dominieren empirisch zwar die Betriebsräte aus dem betreffenden Unternehmen, aber die für Gewerkschaften reservierten Mandate werden fast ausnahmslos von externen Gewerkschaftsvertretern wahrgenommen.“ (S. 106; vgl. Schneider, 2000, S. 143; Gerum, 2007, S. 225 ff.) Der Aufsichtsrat wird damit „zu einem Forum für den Interessenausgleich unterschiedlicher ‚Stakeholder‘“ (Bleicher et al., 1989, S. 87) und zu einer „*interessenpluralistische[n] Institution*“ (ebd.). Neben der großen Zahl an Aufsichtsratsmitgliedern, ergibt sich aus den Mitbestimmungsgrundsätzen eine stark heterogene Zusammensetzung des Gremiums, durch die eine Reihe von Konflikten hervorrufen werden kann. Diese Faktoren sollten daher für die Konzeption der Aufsichtsratskommunikation entsprechend mitgedacht werden.

Zum einen können Konflikte aus den divergierenden Interessen der Vertreter der Arbeitnehmer und Anteilseigner resultieren.⁶⁹ Dazu konnte bereits festgestellt werden, dass beide Seiten über eine unterschiedliche Motivation, einen differierenden Informationsbedarf und Planungshorizont sowie über abweichende Risikoneigungen verfügen (s. Kap. 2.2.1.1). Trotz ihrer gemeinsamen Verpflichtung im Unternehmensinteresse zu handeln, erwachsen aus diesen organinternen Interessenkonflikten potenzielle Kontroversen, die unter Umständen an die Öffentlichkeit dringen können (vgl. Raabe, 2005).⁷⁰

Zum anderen, und elementar für die fortschreitenden Betrachtungen, stehen die Arbeitnehmervertreter in einem latenten Rollenkonflikt⁷¹, der aus ihrer Doppelfunktion im Unternehmen erwächst: Als von den Arbeitnehmern gewählte Repräsentanten erwartet die Belegschaft die Durchsetzung entsprechender Arbeitnehmerinteressen im Aufsichtsrat. Im Widerspruch dazu steht die ihnen als Aufsichtsratsmitglied obliegende Aufgabe der Vorstandsüberwachung, die eine Ausrichtung des eigenen Handelns

und der Entscheidungen an dem übergeordneten Unternehmensinteresse erfordert, das weit mehr als die Berücksichtigung der Arbeitnehmerinteressen umfasst. In besonderer Weise zeigen sich derartige Rollenkonflikte bei Betriebsräten und Gewerkschaftsrepräsentanten, die gleichzeitig ein Aufsichtsratsmandat inne haben; sie agieren im Kontext verschiedener Rollen, die jeweils „mit einem spezifischen Handlungs- und Erwartungsset ausgestattet“ (Hälker, 2004, S. 27) sind. Der Rollenkonflikt kommt auch auf Ebene der Kommunikation zum Tragen: In ihrer Doppelfunktion stehen bspw. im Aufsichtsrat vertretene Betriebsräte in vielfachen Kommunikationsbeziehungen, in denen die *Rolle des Kommunikators* ganz unterschiedlich ausgestaltet und legitimiert sein kann. Während die Kommunikation mit internen Adressaten, den Arbeitnehmern, für die Erfüllung der mit der Rolle des Betriebsrates verknüpften Erwartungen unabkömmlich ist, verbietet sich im Kontext des Aufsichtsratsmandats allein schon aus Gründen der Verschwiegenheit eine Stellungnahme zu etwaigen Prozessen und Entscheidungen im Aufsichtsrat, auch wenn sie für die Belegschaft von Bedeutung sein können. Laut Zerfaß (2010b) „[wird] [d]ie Trennung von Handlungssphären und organisationalen Beziehungsmustern in der Biographie konkreter Personen aufgehoben“ (S. 309), sodass sich daraus abgeleitet die Frage stellt, inwieweit eine ‚sortenreine‘ Trennung zwischen den Kommunikationsaktivitäten des Betriebsratsmitglieds und denen des Aufsichtsratsmitglieds gelingen kann bzw. überhaupt realistisch ist. So wird an dieser Stelle außerdem vermutet, dass die im Kontext der ‚Betriebsrats-Rolle‘ getätigten Aussagen der Person potenziell auf die Rolle des Aufsichtsratsmitglieds zurückwirken können, sowohl positiv als auch negativ. Ferner wird die Wahrscheinlichkeit der Wahrnehmung „kommunikativer Diskrepanzen“⁷² damit als umso größer eingeschätzt. Besonders kritisch wird es in Sondersituationen, wie bspw. Streiks. Ein daran anschließendes und aktuelles Beispiel kann im Fall des unbefristeten Streiks der Briefträger der Deutschen Post AG ausfindig gemacht werden. Die stellvertretende Aufsichtsratsvorsitzende der Deutschen Post und Vize-Chefin der Gewerkschaft Verdi, Andrea Kocsis, agierte im genannten Streik als zentrale Streikführerin. In derartigen Interessenkonflikten wird dem Aufsichtsratsmitglied üblicherweise eine vorübergehende Niederlegung des Amtes nahe gelegt (vgl. Lutter et al., 2014, S. 385 f.). Kocsis wendete jegliche Kritik an der Fortführung ihres Mandats ab und äußerte sich dazu auch öffentlich. Auch der Aufsichtsratsvorsitzende, Wulf von Schimmelmann, nahm dazu kritisch Stellung. Hier zeigen sich ganz deutlich die Reibungspunkte zwischen den Parteien im Aufsichtsrat, die wie in diesem Fall immer wieder auch publik werden (vgl. Göbel, 2015) und die Wahrnehmung von Diskrepanzen in der öffentlichen Wahrnehmung befördern. Ähnlich zeigt sich die Problematik der Rollenüberschneidungen auch auf Seiten der Anteilseigner. Ein

⁶⁹ Ein Aufsichtsratsmitglied „hat bei Wahrnehmung seiner Organfunktion [...] dem Unternehmensinteresse, dessen Aufsichtsratsmandat es wahrnimmt, den uneingeschränkten Vorrang gegenüber kollidierenden anderen Interessen zu geben“ (Hambloch-Gesinn & Gesinn, 2014, § 116, Rn. 32; vgl. Ziffer 5.5.1 DCGK). Dennoch nicht auszuschließen sind Interessenkonflikte, bei denen „die Unternehmensinteressen den eigenen Interessen des Aufsichtsratsmitglieds widerstreiten“ (Lutter et al., 2014, S. 382) und die Verfolgung der Partikularinteressen in den Vordergrund rückt (vgl. Hutzschenreuter, Metten, & Weigand, 2012, S. 720).

⁷⁰ Ein prominentes Beispiel der aus der Mitbestimmung resultierenden heterogenen Zusammensetzung und der daraus hervorgehenden Konfliktpotenziale ist der VW-Konzern. Der Aufsichtsrat des VW-Konzerns ist durch eine stark heterogene Zusammensetzung geprägt: Neben Angehörigen der Gründerfamilien muss v. a. die durch das „VW-Gesetz“ begründete starke Stellung der Arbeitnehmerbank im Aufsichtsrat betont werden. Darüber hinaus ist das Bundesland Niedersachsen als Minderheitsaktionär am Konzern beteiligt (vgl. Dombos, 2009, S. 214 ff.). Im jüngsten Fall um den Rücktritt Ferdinand Piëch als Aufsichtsratsvorsitzender der VW AG wurden Stimmen laut, der stellvertretende Aufsichtsratsvorsitzende, Berthold Huber, würde mit Betriebsratschef Bernd Osterloh „den Widerstand gegen die Attacken Piëchs auf Vorstandschef Martin Winterkorn organisieren“ (Clausen, 27. April 2015).

⁷¹ Ein Arbeitnehmervertreter befindet sich dann in einem sogenannten „Inter-Rollen-Konflikt“, der „entsteht, wenn die Erwartungen unterschiedlicher Rollen einer Person miteinander kollidieren, d. h. sich ganz oder teilweise ausschließen“ (Schreyögg & Koch, 2015, S. 374). Unter einer „Rolle“ wird wiederum „ein Bündel von Verhaltenserwartungen, die von anderen an eine Position herangetragen werden“ (ebd., S. 371) verstanden. Für eine detaillierte Betrachtung rollentheoretischer Annahmen vgl. z. B. Wiswede (1977) oder Neuberger (2002, S. 313 ff.).

⁷² Eine zentrale Ursache für Vertrauensverluste liegt laut Bentele (1994, S. 147 ff.) in der Wahrnehmung sogenannter „kommunikativer Diskrepanzen“ als Unstimmigkeiten „in der Kommunikation von Institutionen, Personen und Öffentlichkeiten (ebd., S. 147). Für einen Überblick über die Formen kommunikativer Diskrepanzen vgl. ebd., S. 147 ff.

dabei hervorzuhebendes Beispiel ist die Doppelrolle politischer Amtsträger, die zugleich Mitglied eines Aufsichtsrates sind.⁷³ Als Akteure politischer Kommunikation sind sie in diverse kommunikative Beziehungen eingebunden und mitunter „darauf bedacht, sich in der Öffentlichkeit ein günstiges Image zu verschaffen“ (Gerhards & Neidhardt, 1990, S. 3; vgl. Jarren & Donges, 2011, S. 146 f.; Kepplinger, 1998, S. 363). Auch hier können sich folglich ähnliche Abgrenzungsprobleme in der Zuschreibung der Kommunikation ergeben wie sie für die Seite der Arbeitnehmervertreter bereits beschrieben wurden.⁷⁴

Mit Blick auf die Überlegungen zur Aufsichtsratskommunikation kann schließlich festgehalten werden, dass die aus der Mitbestimmung resultierende heterogene Zusammensetzung des Aufsichtsrates Steuerungs- und Abgrenzungsprobleme hervorrufen kann. Für die Thematik der Aufsichtsratskommunikation ist dies in zweierlei Hinsicht von Bedeutung: *Erstens* konnte herausgestellt werden, dass manche der Aufsichtsratsmitglieder aufgrund ihrer Rollenüberschneidungen bereits eine Kommunikatorrolle inne haben können. Die damit zusammenhängenden Kommunikationsaktivitäten entspringen dann zwar nicht dem Aufsichtsratsmandat, wirken jedoch potenziell auf dieses zurück bzw. lassen sich von diesem nur schwer abgrenzen. Der Aufsichtsrat ist ein Kollegialorgan; die Realisierung einer „One Voice Policy“ des Aufsichtsrates scheint angesichts dessen kritisch. Die Berücksichtigung der spezifischen Zusammensetzung im Aufsichtsrat sowie möglicherweise existierender Rollenüberschneidungen stellt damit eine zentrale Herausforderung für die Aufsichtsratskommunikation dar. *Zweitens* konnte deutlich gemacht werden, dass die Steuerung der (kommunikativen) Handlungen der mit mehreren Rollen ausgestatteten Akteure nur bedingt bzw. nicht möglich ist. Eine Antizipation derartiger, teils stark öffentlichkeitswirksamer ‚Gegenkräfte‘ und der damit verbundenen Konsequenzen für das Aufsichtsratsgremium ist in der Beschäftigung mit dem Thema der Aufsichtsratskommunikation unverzichtbar.

2.3.2 Personelle Verflechtungen von Aufsichtsratsmitgliedern

Eine sehr enge inhaltliche Parallele zur oben geschilderten Rollenüberschneidung ergibt sich auch aus dem Tatbestand der personellen Verflechtungen, die im Kontext des Aufsichtsrates häufig diskutiert werden (vgl. Balsmeier et al., 2010, S. 547). Pfannschmidt (1993) definiert die personelle Verflechtung als „eine Verknüpfung, die entsteht, wenn eine Person gleichzeitig zwei Mandate oder Funktionen in zwei verschiedenen Organisationen ausübt“ (S. 57) und bei der „[d]urch die in Personalunion gehal-

tenen Mandate die zwei Organisationen personell direkt miteinander verknüpft [werden]“ (ebd.). Im Fall der Gewerkschafter und politischen Amtsträger mit Aufsichtsratsmandat kann demzufolge bereits von einer personellen Verflechtung gesprochen werden, die jedoch primär aus der für deutsche Aktiengesellschaften typischen Mitbestimmung resultiert und daher in diesem Kontext betrachtet wurde. Ein weiteres Phänomen personeller Verflechtungen ergibt sich aus der Möglichkeit der Mandatskumulation. So sind Aufsichtsräte häufig nicht nur Mitglied eines Gremiums, sondern nehmen daneben noch weitere Mandate in anderen Unternehmen wahr. Nach Pfannschmidt (1993, S. 66 f.) lassen sich zwei zentrale Formen personeller Verflechtung unterscheiden: Ein Aufsichtsrat kann *erstens* gleichzeitig Aufsichtsrat in einer anderen Gesellschaft sein und *zweitens* neben seinem Aufsichtsratsmandat auch eine Position im Vorstand eines anderen Unternehmens bekleiden. Diese ‚einfachen‘ Verflechtungen gewinnen mit jedem weiteren Mandat an Komplexität.

Laut Kremer und von Werder (2013, S. 342) ergeben sich aus diesen ‚Interessenabhängigkeiten‘ Rollenkonflikte, wie sie bereits für die Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat vorgestellt wurden. Im Hinblick auf die Relevanz dieser Dimension für die Aufsichtsratskommunikation lassen sich daher auch ähnliche Abgrenzungs- und Steuerungsprobleme ableiten. Neben der Frage, wie mögliche Kommunikatorrollen zwischen den Unternehmen abgrenzt und abgestimmt werden können und müssen, ergibt sich hieraus vor allem ein organisatorisches Problem: Welches Unternehmen, welche Abteilung oder welche sonstigen Akteure übernehmen bzw. koordinieren und unterstützen den Aufsichtsrat und seine Kommunikationsaktivitäten? Der Tatbestand der personellen Verflechtungen bedingt durch die Mandatskumulation erhöht demzufolge die Komplexität der Aufsichtsratskommunikation.

2.3.3 Organisation der Aufsichtsratsarbeit

Zu diesen hochkomplexen und auch als hoch politisch anzunehmenden interorganisationalen Prozessen kommt ein weiteres Problem, mit dem sich der Aufsichtsrat konfrontiert sieht: das Ressourcenproblem. Die Ursache dafür ist nicht zuletzt historisch bedingt. Wie bereits umfassend dargelegt werden konnte, sind die Anforderungen und Erwartungen an den Aufsichtsrat, insbesondere an den Aufsichtsratsvorsitzenden, in den vergangenen Jahren stark gestiegen. Aus dem ursprünglich als berufliches Nebenamt konzipierten Aufsichtsratsmandat ist ein teils hochkomplexes Pflichtengebilde erwachsen, das den Aufsichtsrat immer stärker fordert – „[o]hne kompetente und engagierte Unterstützung könnten die Kontrolleure ihre Arbeit längst nicht mehr adäquat wahrnehmen“ (Ernst & Young, 2012, S. 5).

⁷³ Gaugler (2009, S. 321) konnte mit seiner Studie zeigen, dass der Anteil derjenigen Abgeordneten des Deutschen Bundestages, die neben ihrem politischen Mandat auch Vorstands- oder Aufsichtsratsposten besetzten mit rund 25 Prozent zwischen 1987 und 2005 konstant recht hoch war.

⁷⁴ Darüber hinaus besteht immer auch die Gefahr, dass sich die einzelnen Aufsichtsratsmitglieder „unkontrolliert“ öffentlich zu Vorgängen rund um die Aufsichtsratsaktivität im betreffenden Unternehmen äußern. Die Verfasserin begreift auch solche Prozesse als wichtige Dimension, die für die Aufsichtsratskommunikation bedacht werden müssen. An dieser Stelle wird die Vermutung aufgestellt, dass ein solches Verhalten durch die gezielte Schaffung eines Bewusstseins für die Auswirkungen derartiger Äußerungen präventiv eingedämmt und damit größtenteils verhindert werden kann.

Eine Möglichkeit, den Aufsichtsratsvorsitzenden bei der Durchführung seiner administrativen Aufgaben zu unterstützen bietet die Einrichtung eines Aufsichtsratsbüros, dessen Leitung dem Aufsichtsratsvorsitzenden obliegt und das häufig auch Mitarbeiter der Rechtsabteilung beschäftigt (vgl. ebd.; Diekmann & Wurst, 2014, S. 126). Außerdem verfügen eine Vielzahl der DAX-Unternehmen über die „Stelle des ‚Corporate Secretary‘ [...], der die rechte Hand des Aufsichtsrats ist und zugleich dessen Büro leitet“ (Ernst & Young, 2012, S. 5). Darüber hinaus kann sich der Aufsichtsrat „für bestimmte Aufgaben sachverständiger Dritter bedienen“ (Diekmann & Wurst, 2014, S. 127); häufig wird das Aufsichtsratsmitglied dann von externen Beratern unterstützt, so z. B. im Rahmen der Vergütungsberatung (vgl. VUVB, 2015). Überdies, auch vor dem Hintergrund der zu wahrenen Unabhängigkeit gegenüber dem Vorstand, verfügt der Aufsichtsrat über keine ihm ‚zuarbeitenden‘ oder ihn unterstützenden Abteilungen. Bei den Abteilungen wie jenen der Investor Relations oder der Unternehmenskommunikation handelt es sich per definitionem um strategische *Managementfunktionen*, die idealerweise „direkt einem Vorstandsressort zugeordnet sind“ (Zerfaß, Ehrhart, & Lautenbach, 2014, S. 995; vgl. Köhler, 2015, S. 15; Steininger, 2015). Ein Rückgriff auf derartige ‚Vorstandstools‘ ist nicht nur aus Gründen der Unabhängigkeit kritisch zu bewerten. Auch für die Mitarbeiter dieser Abteilungen ergeben sich daraus möglicherweise unauflösbare Konflikte. Gerade im Hinblick auf Situationen, in denen Diskrepanzen zwischen Aufsichtsrat und Vorstand bestehen oder in denen bspw. ein Personalwechsel im Vorstand ansteht, erscheint eine Inanspruchnahme jener Abteilungen fraglich. Die Berücksichtigung dieser Strukturen ist für die Bewertung der Thematik der Aufsichtsratskommunikation unabdingbar.

2.3.4 Unternehmens- und Personenhistorie

Als eine weitere Determinante der Aufsichtsratskommunikation wird die ‚Historie‘ des betrachteten Unternehmens sowie der Personen des betreffenden Aufsichtsrates, insbesondere der Person des Aufsichtsratsvorsitzenden bestimmt.

Unternehmensspezifika

Die wirtschaftliche Lage des Unternehmens konnte bereits im Kontext der Überwachungsaufgabe als ein wichtiger Einflussfaktor identifiziert werden, in dessen Abhängigkeit eine Anpassung der Überwachungsintensität angeraten wurde (s. Kap. 2.2.1.2). Daraus abgeleitet werden sowohl die gegenwärtige Unternehmenssituation als auch vergangenheitsbezogene Unternehmensereignisse für die Beurteilung der Notwendigkeit der Aufsichtsratskommunikation als relevant erachtet. Dabei wird davon ausgegangen, dass vor allem Krisen oder krisenähnliche Ereignisse in der Vergangenheit des Unternehmens von besonderer Bedeutung sind.

Hat das Unternehmen in der Vergangenheit bspw. gegen die Grundsätze einer guten CG verstoßen, z. B. durch Fehlverhalten der Führungsspitze, oder befand sich das Unternehmen gar in einer tiefgreifenden Krise, so kann angenommen werden, dass das Unternehmen versuchen wird, mögliche Vertrauensdefizite durch ein gesteigertes Maß an Transparenz zu kompensieren. Im Zuge dessen sollte idealerweise auch die Führungsspitze des Unternehmens, in Person des Vorstandes und/oder Aufsichtsrates, an der Herstellung dieser Transparenz mitwirken. Diese Motivation zur Herstellung freiwilliger Transparenz folgt laut Klenk (2009) dem „Krisen-Imperativ“ und ist damit zentrales Instrument der Krisenbewältigung, um das in der Krise erschütterte Vertrauen möglichst schnell wieder herzustellen. Im Zuge einer „Krisenachsorge“ könnte folglich auch eine strategisch verstandene und gezielt eingesetzte Kommunikation des Aufsichtsrates gefordert oder gar von Nutzen sein.

Personenspezifika

Eine weitere Hürde der Aufsichtsratskommunikation ergibt sich aus dem Tatbestand der „Vorsitzkontinuität“, mit dem Bresser und Valle Thiele (2008, S. 176) den Wechsel eines Vorstandsvorsitzenden in die Position des Aufsichtsratsvorsitzenden bezeichnen. Den Autoren zufolge lässt sich bei etwa der Hälfte der DAX30-Unternehmen ein solches Muster identifizieren (vgl. ebd., S. 195). Derartige „CEO transitions“ (Andres et al., 2013, S. 30) werden in der Praxis kontrovers diskutiert und haben 2005 sogar zur Aufnahme dieses Problembereichs in den DCGK (Ziffer 5.4.4) geführt, demzufolge der Gesetzgeber für einen Wechsel ehemaliger Vorstandsmitglieder in den Aufsichtsrat eine sogenannte „Abkühlungsphase“ („Cooling Off-Periode“) für die Dauer von zwei Jahren vorsieht (vgl. Andres et al., 2013, S. 7 f.). Die Befürworter der Vorsitzkontinuität betonen dabei die Vorteile der personellen Beständigkeit, die z. B. in der geringeren Gefahr eines abrupten Strategiewechsels oder den exzellenten Kompetenzen sowie Unternehmens- und Branchenkenntnissen des ehemaligen Vorstandsvorsitzenden liegen. Die Kritiker hingegen stellen die Neutralität und Korrekturwilligkeit des neuen ‚alten‘ Vorsitzenden in Frage (vgl. Lange, 2004, S. 266 f.; Andres et al., 2013, S. 30). Kremer und von Werder (2013, S. 341 f.) sprechen in diesem Zusammenhang auch von sogenannten „Vorstandsabhängigkeiten“, die in Loyalitätskonflikten münden und die Unabhängigkeit des Aufsichtsratsmitglieds gefährden. Immer wieder erregt das Thema auch die öffentliche Aufmerksamkeit, wenn z. B. institutionelle Investoren auf die Gefahren eines solchen Wechsels öffentlichkeitswirksam hinweisen. Nach Auffassung der Autorin ergeben sich für die Aufsichtsratskommunikation daraus vor allem Fragen nach dem Umgang mit der, teils von den eigenen Investoren hervorbrachten Kritik.⁷⁶ Weiterhin ist zu hinterfragen, wie mit daraus

⁷⁶ Am 13. Mai 2015 wechselte der ehemalige und langjährige Vorstandsvorsitzende der BMW AG, Norbert Reithofer, in die Position des Aufsichtsratsvorsitzenden und löste damit Joachim Milberg ab. Eine Einhaltung der „Abkühlungsphase“ war durch eine entsprechende Stimmenmehrheit für den Wechsel auf der Hauptversammlung nicht notwendig. Aktionärsvertreter sowie institutionelle Investoren äußerten sich jedoch kritisch zu einem derart schnellen Wechsel (vgl. Fromm, 13. Mai 2015).

möglicherweise resultierenden Konflikten umgegangen werden kann. Schließlich muss geklärt werden, ob eine entsprechende kommunikative Begleitung eines solchen ‚Übergangs‘ stattfinden sollte, damit eine klare, auch kommunikative Trennung zwischen dem ‚alten‘ und ‚neuen‘ Mandat gelingen kann. Auch die durch das ehemalige Vorstandsamt begründete ‚Popularität‘ des Amtsinhabers erfordert von ihm ein gewisses Maß an Sensibilität für die Aufgaben und Kompetenzen des neuen Amtes als Aufsichtsratsvorsitzender, einschließlich der damit verbundenen, deutlich zurückhaltenden kommunikativen Aufgaben.

Es ließen sich mit Sicherheit weitere Aspekte finden, die als Einflussfaktoren oder Rahmenbedingungen der Aufsichtsratskommunikation benannt, jedoch im Rahmen dieser Arbeit nicht weiter vertieft werden können; darunter fallen bspw. Faktoren, wie die Persönlichkeit des Aufsichtsratsmitglieds⁷⁶, seine Kompetenzen, Kenntnisse und Erfahrungen, seine Zugehörigkeit zur Gründerfamilie sowie seine Stellung in Wirtschaft, Gesellschaft und Politik.

Zusammenfassend können die dargelegten Rahmenbedingungen auf zwei wesentliche Kategorien von Einflussfaktoren heruntergebrochen werden: Die durch die Mitbestimmung bedingte heterogene Zusammensetzung des Aufsichtsrates, die Strukturen und Ressourcen im Unternehmen zur Unterstützung des Aufsichtsrates sowie die Lage des Unternehmens können der Gruppe **unternehmensbedingter Faktoren** zugeordnet werden. Weitere Aspekte wie personelle Verflechtungen oder Besonderheiten wie der Tatbestand der Vorsitzkontinuität können zu den **personenbedingten Faktoren** gezählt werden.⁷⁷ Damit kann festgehalten werden, dass die Kommunikation des Aufsichtsrates von unternehmens- und personenbedingten Faktoren beeinflusst wird. Dies kann unterschiedliche Auswirkungen haben: Zum einen nimmt die Möglichkeit der Steuerung⁷⁸ sowie der Abgrenzbarkeit der Kommunikationsaktivitäten z. B. mit zunehmenden Verflechtungen eines Aufsichtsratsmitglieds ab. Zum anderen ergeben sich aus organisatorischen Gründen wie dem Ressourcenmangel schlichtweg nur begrenzte Möglichkeiten zur Realisierung der Aufsichtsratskommunikation. Darüber hinaus kann das Unternehmen sowie der Aufsichtsrat selbst, z. B. bedingt durch populäre Persönlichkeiten im Aufsichtsrat oder eine vergangene Krise des Unternehmens, per se sehr viel stärker in der Öffentlichkeit stehen und damit stärker unter Druck geraten, sich dem Thema der Aufsichtsratskommunikation anzunehmen. Damit sollte deutlich geworden sein, dass die Kommunikation des Aufsichtsrates *unternehmensindividuell* und in engem Zusammenhang mit den mit ihm in Verbindung stehenden *Personen und ihren individuellen Rollen* innerhalb und außerhalb des Unternehmens betrachtet werden muss.

2.4 Parameter der Aufsichtsratskommunikation

2.4.1 Bezugsrahmen der Aufsichtsratskommunikation

Das Ziel des Kapitels bestand darin, aufzuzeigen, welche Kommunikationsaufgaben der Aufsichtsrat wahrnehmen muss. Dafür wurde schrittweise der Aufgabenkanon des Aufsichtsrates vorgestellt. Dabei zeigte sich, dass Kommunikation ein notwendiger Bestandteil der Aufsichtsratsaktivität ist; sie dient der Beseitigung der Informationsasymmetrie zwischen den Anteilseignern und dem Aufsichtsrat, die aus der Prinzipal-Agenten-Beziehung zwischen den Parteien resultiert. Die originäre Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrates ist dabei unmittelbar mit der Durchführung spezifischer Kommunikationsaufgaben verknüpft. Erst mit der Erfüllung der ihm auferlegten Publizitätspflichten, die sich in der Überwachungsberichterstattung erstrecken, gilt die Aufgabe der Überwachung als abgeschlossen. Über diese Regelkommunikation hinaus ergeben sich nur sehr vereinzelt explizit geforderte Kommunikationsaufgaben, wie im Falle einer Übernahme oder im Rahmen der ‚allgemeinen‘ Publizitätspflichten börsennotierter Gesellschaften, im Sinne ad-hoc-relevanter Kommunikationstatbestände. Des Weiteren wurden die im Zuge der Intensivierung der Corporate Governance-Debatte eingetretenen Veränderungen erläutert. So konnte gezeigt werden, dass dem Aufsichtsrat durch diese Entwicklungen keine gänzlich neuen Kompetenzen zugesprochen wurden und die primäre Notwendigkeit zur Kommunikation damit auch weiterhin in der Beseitigung des Informationsgefälles zwischen Anteilseignern und Aufsichtsrat liegt. Zur ausreichenden Erfüllung dessen wurden die Kommunikationsaufgaben des Aufsichtsrates jedoch ausgebaut: Die erhöhten Anforderungen an eine verantwortungsvolle und transparente Unternehmensführung, deren Repräsentant auch der Aufsichtsrat ist, verlangen nach einer intensivierten Kommunikation, die in der Erweiterung der Überwachungsberichterstattung einerseits und in der Ausweitung der Publizitätspflichten um den Aspekt der Governance andererseits, vor allem in Form der Corporate Governance-Berichterstattung, mündet. Die Erwartungen einzelner Stakeholder wie der institutionellen Investoren an die *direkte* Kommunikation mit dem Aufsichtsrat(-svorsitzenden), werden nach jetzigem Gesetzesstand nicht als fest definierte Kommunikationsaufgabe des Aufsichtsrates begriffen. Dennoch sollen diese an den Aufsichtsrat herangetragenen Erwartungen als Teil der Aufsichtsratskommunikation verstanden werden, für die im Idealfall zumindest ein Bewusstsein geschaffen sowie eine Bewertung dieser durch das Unternehmen vorgenommen werden sollten. Dennoch bleibt der Spielraum der Kommunikation begrenzt. Zwar wird dem Aufsichtsrat im Laufe der geschilderten Entwicklungen eine aktivere Rolle innerhalb der Unternehmensführung zugestanden, im Hinblick auf die „Kommunikationsordnung“

⁷⁶ Vgl. dazu v. a. Bewernick, Schreyögg und Costas (2013), die in einer Studie anhand einer Medieninhaltsanalyse die Wahrnehmung Ferdinand Piëchs untersucht haben.

⁷⁷ Die Zuordnung zu den Kategorien ist nicht exklusiv. Personelle Verflechtungen, wie sie für die Gewerkschafts- und Betriebsratsvertreter im Aufsichtsrat aufgezeigt wurden, sind genau genommen beiden Kategorien zuordenbar.

⁷⁸ Unter ‚Steuerung‘ wird die „zweckrationale Gestaltung von Kommunikationsprozessen mit dem Ziel, die Unternehmenssicht zu vermitteln und Stakeholder zu beeinflussen“ (Zerfaß, 2010a, S. 34) verstanden.

hat sich damit jedoch nichts verändert. Dem Aufsichtsrat ist als Überwacher und Berater keine originäre Sprecherfunktion zugeordnet. Die Vertretung der Unternehmung nach außen obliegt einzig und allein dem Vorstand. An diesen Grundfesten konnte auch die Corporate Governance-Bewegung nicht rütteln. Aufsichtsrat und Vorstand bilden zwar eine stärkere Koalition im Hinblick auf eine gute Corporate Governance und sind dahingehend auch zu ‚gemeinsamen‘ Erklärungen verpflichtet; die Kommunikationsverantwortung bleibt jedoch klar verteilt: Während der Vorstand das Sprachrohr des Unternehmens ist, bleibt der Aufsichtsrat „[i]m Grunde [...] ‚Unternehmer hinter dem Vorstand““ (Lutter, 2001, S. 231), auch in kommunikativer Hinsicht. In Ergänzung zu den Kommunikationsaufgaben wurden weitere Rahmenbedingungen der Aufsichtsratsarbeit vorgestellt. Dabei wurden unternehmens- und personenbedingte Faktoren differenziert und herausgearbeitet, dass diese die Steuerbarkeit der Aufsichtsratskommunikation beeinflussen und zugleich Abgrenzungsprobleme hervorrufen können. Sie müssen als Determinanten der Aufsichtsratskommunikation berücksichtigt werden. In Anbetracht der gewonnen Erkenntnisse kann nun erstmals eine nähere Bestimmung des Konstrukts der Aufsichtsratskommunikation vorgenommen werden. Im Bezugsrahmen der Aufsichtsratskommunikation, dargestellt in Abbildung 2, sind die Ergebnisse zusammengeführt:

Aufsichtsratskommunikation ist damit erstens immer **aufgabengetrieben** („communication follows competence“). Einerseits verlangen die Aufgaben des Aufsichtsrates aufgrund gesetzlicher oder im DCGK festgehaltener Regelungen eine kommunikative Aktivität des Aufsichtsrates. Andererseits bedingen die vielfältigen und noch nicht regulierten Erwartungen aus dem Unternehmensumfeld eine gestiegene Notwendigkeit zur Auseinandersetzung mit dem Thema und der Prüfung, inwieweit diese mit der Überwachungsaufgabe und den Kompetenzen des Aufsichtsrates vereinbar sind. Aufsichtsratskommunikation ist zweitens immer **unternehmens- und personengetrieben** („communication within limits“) und darf von den darunter gefassten Faktoren nicht losgelöst betrachtet werden. Demnach empfiehlt sich eine unternehmens- und personenindividuelle Bewertung der Notwendigkeit und ggf. Umsetzung der Aufsichtsratskommunikation. Die im Unternehmen oder in der Person individuell begründet liegenden Eigenschaften können die Aufsichtsratskommunikation zum einen hemmen. Zum anderen müssen bzw. können dadurch hervorgerufene Interessenkonflikte durch entsprechende Kommunikationsmaßnahmen bewältigt werden.

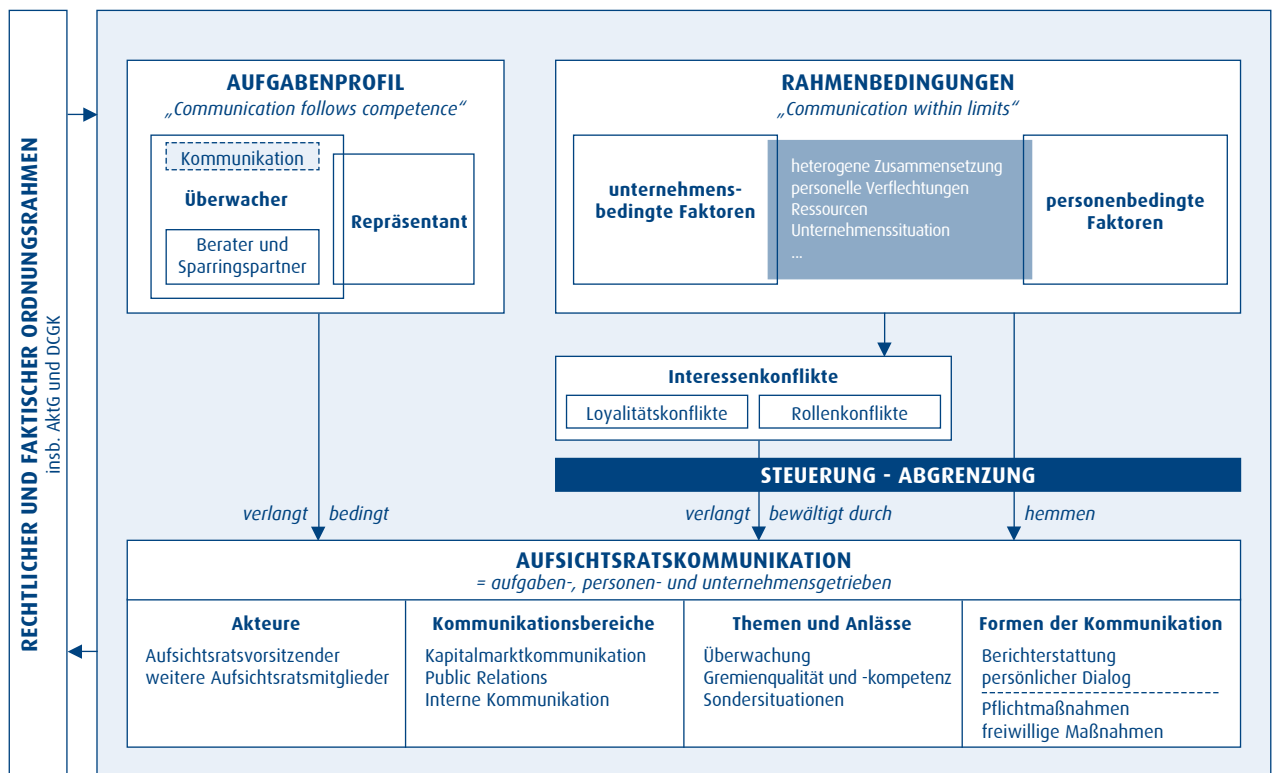


Abbildung 2: Bezugsrahmen der Aufsichtsratskommunikation (Quelle: eigene Darstellung)

Zu den **Akteuren** der Aufsichtsratskommunikation zählen die Mitglieder des Aufsichtsrates. Der Aufsichtsratsvorsitzende nimmt dabei eine exponierte Stellung ein. Er ist Repräsentant des Aufsichtsrates und übernimmt, sofern nötig, die (kommunikative) Vertretung des Gremiums nach innen und außen. Er ist weiterhin direkte Schnittstelle zur primären Unternehmensführung, insbesondere zum Vorstandsvorsitzenden, mit dem eine enge Abstimmung zu erfolgen hat. Daneben agieren die weiteren Aufsichtsratsmitglieder indirekt als Kommunikatoren, bedingt durch mögliche Rollenüberschneidungen.

Der Aufsichtsrat bewegt sich in verschiedenen Handlungsfeldern, in denen er mit verschiedensten Stakeholdern in Berührung kommt. Wesentlich sind die Akteure des Kapitalmarktes, insbesondere die aktuellen und potenziellen Kapitalgeber, die sowohl im Organisationsfeld als auch im Marktumfeld agieren.⁷⁹ Weiterhin ist der Aufsichtsrat über die Arbeitnehmervertreter auch mit den weiteren Organisationsmitgliedern im Organisationsfeld verbunden, zu denen er potenziell in kommunikativen Beziehungen steht. Außerdem zeigte sich, dass sich der Kreis der für den Aufsichtsrat relevanten externen Stakeholder über die wichtige Anspruchsgruppe des Kapitalmarktes hinaus erweitert hat. Mit der gesteigerten Exponiertheit der Unternehmensführung werden die Sicherung von Handlungsspielräumen und die Legitimation konkreter Unternehmensstrategien immer mehr auch zu Aufgaben des Aufsichtsrates, für deren Erfüllung er sich zunehmend auch im gesellschaftspolitischen Umfeld⁸⁰ bewegt, in dem Stakeholder wie bspw. politische Akteure agieren. Die Aufsichtsratskommunikation berührt damit potenziell die **Kommunikationsbereiche** der Kapitalmarktcommunication, der Public Relations und der internen Kommunikation.⁸¹

Des Weiteren können für die Aufsichtsratskommunikation erste **Themen** identifiziert werden, die sich aus dem aufsichtsratspezifischen Kontext ableiten und für die Corporate Governance des Unternehmens von Bedeutung sind. Dazu gehören Ausführungen zu seiner Überwachungsaufgabe und zu allen mit ihr in Verbindung stehenden Inhalten, wie bspw. zur Besetzung und Vergütung des Vorstandes. Auch die Qualität und Kompetenzen des Aufsichtsratsgremiums können als Themen der Aufsichtsratskommunikation dienen. In Einzelfällen bieten Sondersituationen wie Übernahmen oder Krisen konkrete Anlässe zur Kommunikation des Aufsichtsrates.

Außerdem lassen sich die **Formen** bzw. Instrumente der Aufsichtsratskommunikation differenzieren. Neben unpersönlichen Formaten in Form der klassischen Berichterstattung, z. B. des Aufsichtsratsberichts, gehören auch direktere und persönliche Kommunikationsinstrumente in das Repertoire der Aufsichtsratskommunikation. Diese bilden mit Blick auf die vergangenen Ausführungen jedoch scheinbar die Ausnahme und sind angesichts der dem Aufsichtsrat ‚fehlenden‘ Sprecherkompetenz mit Vorsicht zu betrachten. Überdies können die Kommunikationsinstrumente sowohl einen Pflicht- als auch einen freiwilligen Charakter haben. Eine abschließende Arbeitsdefinition fasst die bisherigen Erkenntnisse zur Aufsichtsratskommunikation zusammen:

Unter **Aufsichtsratskommunikation** werden alle Kommunikationsprozesse des Aufsichtsrates, insbesondere des Aufsichtsratsvorsitzenden, mit seinen internen und externen Anspruchsgruppen verstanden. Sie umfasst die Kommunikation zu allen Themen, die sich aus den mit der Überwachungsaufgabe verknüpften und weiteren Kompetenzen des Aufsichtsrates ergeben sowie zum Aufsichtsrat selbst. Aufsichtsratskommunikation schließt sowohl die Erfüllung von Publizitätspflichten als auch die Verwendung weiterer, freiwilliger Instrumente zur Herstellung von Transparenz über die Überwachung des Vorstandes und über den Aufsichtsrat ein, für die er sich persönlicher und unpersönlicher Kommunikationsinstrumente bedient. Aufsichtsratskommunikation ist immer unternehmens- und personengetrieben und ihr Einsatz daher stets individuell abzuwägen.

2.4.2 Aufsichtsratskommunikation aus Sicht der Praxis

Mit dem Bezugsrahmen der Aufsichtsratskommunikation konnte dargestellt werden, worin die Notwendigkeit der Aufsichtsratskommunikation begründet liegt, in welchen Grenzen Aufsichtsratskommunikation gedacht werden muss und wie eine Ausgestaltung dieser, unter Berücksichtigung der erläuterten Einschränkungen, aussehen kann. Wie bereits eingangs erwähnt wurde, wird das Thema der Aufsichtsratskommunikation jedoch bislang vor allem auf Seiten der Praxis diskutiert. Im Folgenden sollen diese Ausführungen im Hinblick auf ihren inhaltlichen Fokus und mögliche weitere Hinweise zur konkreten Ausgestaltung daher kurz vorgestellt werden.

Die unter dem Stichwort der Aufsichtsratskommunikation lancierten Beiträge entstammen in erster Linie betriebswirtschaftlichen Fachzeitschriften sowie Praktikerliteratur zum Aufsichtsrat.⁸² Dabei fällt auf, dass die inhaltliche Bandbreite sehr groß ist. Die Darstellungen reichen von umfassenden Ausführungen zur Aufsichtsratskommunikation einschließlich eines Katalogs von Handlungsempfehlungen zur Umsetzung einer erfolgreichen Kommunikation des

⁷⁹ „[D]as Organisationsfeld [umfasst] alle Rollenträger, die zur arbeitsteiligen Formulierung und Realisierung konkreter Produkt-Markt-Konzepte beitragen“ (Zerfaß, 2010b, S. 290), wobei die Rollenträger in zwei Gruppen unterteilt werden können, den verfassungskonstituierenden (z. B. Mitglieder des Vorstandes und Aufsichtsrates, einschließlich der Arbeitnehmervertreter) und den weiteren Organisationsmitgliedern (z. B. Arbeitnehmer) (vgl. ebd.). Im Marktumfeld wird dagegen die Gestaltung der wirtschaftlichen Beziehungen mit z. B. Lieferanten, Abnehmern, Wettbewerbern, potenziellen Kapitalgebern oder Wirtschaftsverbänden vollzogen (vgl. ebd., S. 297 f.).

⁸⁰ Das gesellschaftspolitische Umfeld umfasst nach Zerfaß (2014) die „Gesamtheit aller regulativen Beziehungen in nicht-ökonomischen Sphären“ (S. 49).

⁸¹ Eine tiefere Ausführung und Bewertung der Teilbereiche der internen Kommunikation sowie der Public Relations im Kontext der Aufsichtsratskommunikation kann und soll nicht Gegenstand der vorliegenden Arbeit sein. Für eine allgemeine Beschreibung der Teilbereiche der Unternehmenskommunikation s. Kap. 3.1.1.

⁸² Die Recherche nach relevanten Beiträgen für die Untersuchung der Aufsichtsratskommunikation erstreckte sich auf ein mehrstufiges Vorgehen. Dabei wurde neben wirtschaftswissenschaftlichen Fachzeitschriften und Journals der strategischen Unternehmenskommunikation/des Kommunikationsmanagements auch die Internetsuche einbezogen. Es erfolgte jeweils eine stichwortbasierte Suche, bei der Begriffe wie „Aufsichtsratskommunikation“, „Investorendialog“, „Berichterstattung“, „Kapitalmarktcommunication“ usw. sowie einzelne Fragmente und Variationen der Begriffe und ihre englischen Entsprechungen gesucht wurden.

Aufsichtsrates bis hin zu thematisch stark zugespitzten Beiträgen, die lediglich Teilaspekte des Themas betrachten. Darüber hinaus lassen sich neben Fürsprechern auch vehemente Gegner der Aufsichtsratskommunikation ausfindig machen.

Der Aufsichtsrat als Kommunikator

Auf Seiten der Befürworter einer Aufsichtsratskommunikation wurde die Relevanz des Themas erkannt. Angeknüpft an die mit der Corporate Governance-Debatte verbundenen Entwicklungen und Veränderungen für den Aufsichtsrat fordern die Autoren, dass „[u]nter Berücksichtigung der rechtlichen Anforderungen durch den Aufsichtsrat eine klare Kommunikationsstrategie formuliert werden [sollte], die nicht nur die Ausgestaltung des ‚Berichts des Aufsichtsrats‘, sondern auch alle weiteren Kommunikationsinhalte über den Aufsichtsrat umfasst“ (Ruhwedel & Weitzel, 2013, S. 41). Die Fürsprecher plädieren für einen proaktiven Umgang mit den Kommunikationserfordernissen. Bereits ein „Schweigen“ oder ‚Nichts-Sagen‘ zu den jeweiligen relevanten Themenbereichen wird von den Anspruchsgruppen [...] als eine Art der Kommunikation verstanden“ (Scherer, 2014, S. 148); „[s]tatt dem wachsenden öffentlichen Interesse passiv zu begegnen, sollte ihm mit einer durchdachten Strategie, passenden Themen und Maßnahmen begegnet werden“ (Mündemann & Martin, 2013, S. 42). Auch Scherer (2014, S. 151), der dem Aufsichtsrat ein Transparenzdefizit bescheinigt, welches seinem Ansehen schade, argumentiert, dass eine „ausgewogene Wahrnehmung in der Öffentlichkeit“ (ebd.) nur durch ein frühzeitiges Erkennen der Notwendigkeit und einen gezielten Einsatz der Aufsichtsratskommunikation hergestellt werden kann. Der Tatsache, dass die Arbeit des Aufsichtsrates immer stärker auch von außen evaluiert wird, ist laut Walther und Morner (2014, S. 39) nur durch einen professionellen Umgang mit den Erwartungen von außen zu begegnen. Dass sich also der „Unternehmensaufseher mit Fragen der Kommunikation beschäftigen [muss]“ (Scherer, 2014, S. 152), ist Mündemann und Martin (2013, S. 42) zufolge als Teil der allgemeinen Professionalisierung der Aufsichtsratsarbeit zu begreifen. Der Aufsichtsrat wird damit zum „aktive[n] Kommunikator“ (Scherer, 2014, S. 151), der „für die interne und externe Kommunikation des Unternehmens von Bedeutung [ist]“ (ebd.). Dopheide (2014) geht diesbezüglich noch weiter: So bilde der Aufsichtsrat zusammen mit dem Vorstand das Gesicht des Unternehmens. Das „persönliche Vertrauenskapital“ (S. 165) der Organträger werde so zum entscheidenden Erfolgsfaktor (ebd.). Er begreift den Aufsichtsrat als wertsteigernden „Markenartikel“ (ebd., S. 163) und führt in diesem Zusammenhang den Begriff der „Aufsichtsratsmarken“⁸³ ein. Auch Mündemann und Martin (2013, S. 43) plädieren für eine aktive Positionierung des Aufsichtsrates

und schlagen dem folgend verschiedene Handlungsfelder für die Positionierung vor. Laut den Autoren seien Erkenntnisse aus der CEO-Positionierung „[m]it wenigen Änderungen [...] auch für die Positionierung von Aufsichtsräten“ (ebd.) nutzbar.

Ein weiterer interessanter Aspekt, auf den eine Vielzahl der Arbeiten Bezug nimmt, ist die Ausbildung sogenannter „kommunikativer Kompetenzen“ im Aufsichtsrat. So spricht sich Thienel (2014, S. 123) dafür aus, dass Kenntnisse zur „Unternehmenskommunikation“ heute zum Repertoire der Basisanforderungen an ein Aufsichtsratsmitglied gehören wobei diese idealerweise beim Aufsichtsratsvorsitzenden liegen, der laut Thienel für die „AR Unternehmenskommunikation“ (S. 125) zuständig ist. Dabei bleibt sowohl offen, wie der Autor Unternehmenskommunikation definiert, als auch was er unter dieser spezifischen Kompetenz versteht. Expliziter äußern sich Mündemann und Martin (2013, S. 43): Sie weisen darauf hin, dass die Aufsichtsratsmitglieder ggf. Medien- und Präsentationstrainings zu absolvieren hätten, um ihren vor allem repräsentativen Aufgaben nachkommen zu können. Scherer (2014, S. 148) benennt es zwar nicht explizit als kommunikative Kompetenz, macht aber darauf aufmerksam, dass ein Bewusstsein für die Auswirkungen der Kommunikation oder Nicht-Kommunikation unabdingbar sei. Auch Will (2005) greift diesen Aspekt auf: Demnach „benötigen [Aufsichtsräte] zur Ausübung ihrer Überwachungsfunktion immer mehr Kompetenz in Fragen systematischer Unternehmenskommunikation bzw. Public Relations“ (S. 7). Will bezieht sich darauf, dass Kommunikations- und Reputationsrisiken derweil zum festen Überwachungsgegenstand erwachsen sind und eine Bewertung dieser nur durch entsprechende „Kommunikationskompetenzen“ möglich sei (vgl. ebd.). Bommer und Steinbach (2013) spitzen dies noch weiter zu: Unter dem Blickwinkel der zunehmenden Dialoge mit den Akteuren des Kapitalmarktes sollten Aufsichtsräte „Kenntnisse über den Kapitalmarkt und die Kapitalmarktkommunikation“ (S. 221) sowie „Wissen über aktuelle IR-relevante Geschehnisse“ (ebd.) besitzen, um die Kommunikationsaktivitäten ihres Gremiums und des Vorstandes sowie deren Auswirkungen auf den Kapitalmarkt kritisch bewerten zu können (vgl. ebd.).⁸⁴

Uneinheitliches Begriffsverständnis

Aus den betrachteten Darstellungen jedoch nicht eindeutig abzuleiten ist, was unter dem Begriff der Aufsichtsratskommunikation zu fassen ist. Eine Vielzahl der Beiträge interpretiert Aufsichtsratskommunikation aus der spezifischen Perspektive der Kapitalmarktkommunikation und im Kontext der gestiegenen Erwartungen des Kapitalmarktes (vgl. z. B. Bommer & Steinbach, 2013;

⁸³ Dopheide (2014, S. 165) führt an, dass in deutschen Unternehmen bereits eine Reihe von Aufsichtsratsmarken existieren. Als Beispiel wählt er Ferdinand Piëch, der als die „personalisierte Autokompetenz“ nicht nur Kompetenz sondern auch Bekanntheit und Akzeptanz in das Unternehmen einbringt, auf diese Weise für Vertrauen und Identifikation sorgt und damit gesamthaft zur Steigerung des Unternehmenswertes beiträgt (vgl. ebd.). Angesichts der Ausführungen zu den Rahmenbedingungen der Aufsichtsratskommunikation (s. Kap. 2.3) greift eine derart einseitige Betrachtung und Reduzierung auf die Vorteile einer solchen Positionierung zu kurz. Gedacht sei hier auch an die Möglichkeit gegenteiliger Effekte im Falle von Negativereignissen wie z. B. Krisen, oder wenn die besagte Person das Gremium und Unternehmen verlässt.

⁸⁴ Kommunikative Kompetenzen werden im Folgenden nach Zerfaß et al. (2013, S. 11) definiert. Demnach lassen sich drei „Ebenen“ kommunikativer Kompetenzen differenzieren: (1) kommunikative Kompetenzen in interpersonalen Gesprächssituationen oder kleinen Gruppen, (2) kommunikative Kompetenzen im Hinblick auf Medien und große Zuhörerschaften, (3) Wissen über strategische Kommunikation. Für den Aufsichtsrat sind alle diese Dimensionen denkbar. Von besonderem Interesse, wie sie auch schon in den Praktikerbeiträgen zur Sprache kamen, sind jedoch die beiden letztgenannten Kompetenzen. Im Bezug auf die strategische Kommunikationskompetenz kann nach Auffassung der Autorin noch eine weitere Unterscheidung in Unternehmenskommunikations-spezifisches Wissen (z. B. Bewusstsein für und Wissen über Reputation, Marke, etc.) und Investor Relations-spezifisches Wissen (z. B. Funktions- und Verhaltensweisen des Kapitalmarktes und seiner Akteure) erfolgen.

Fleischer, Bauer, & Wansleben, 2015; Walther & Morner, 2014). Der inhaltliche Fokus liegt damit vor allem auf den direkten Kommunikationsaktivitäten des Aufsichtsrates mit den Aktionären. Neben der Rechtmäßigkeit derartiger dialogischer Kommunikationsformen (vgl. Fleischer et al., 2015) werden konkrete Konzepte diskutiert, wie die Erwartungen des Kapitalmarktes gemanagt werden können. Dass über die Investoren hinaus weitere Stakeholder von Bedeutung sind, wird zwar stellenweise auf-, jedoch an keiner Stelle vertiefend ausgeführt (vgl. z. B. Thienel, 2014, S. 125). Nur vereinzelt wird die Dimension der Berichterstattung in die Betrachtungen zur Aufsichtsratskommunikation einbezogen (vgl. Ruhwedel & Weitzel, 2013). Eine umfassende Darstellung *aller* Kommunikationsdimensionen bleiben die Autoren in den meisten Fällen schuldig (eine Ausnahme bildet Scherer, 2014). Dabei nimmt die Verfasserin an, dass diese Pflichten vernachlässigt werden, weil sie ohnehin weitgehend gesetzlich geregelt scheinen. Größere Reibungspunkte liefern die neu aufgekommenen und bislang nicht ausdrücklich regulierten dialogischen und direkteren Kommunikationsformen, die folgerichtig auch im Fokus der Debatte stehen. Eine eindeutige Bestimmung des Konstrukts der Aufsichtsratskommunikation bleibt damit aus. Erschwerend kommt hinzu, dass die große Mehrheit der Autoren den Begriff der Aufsichtsratskommunikation zwar explizit verwendet, eine Definition oder eine annähernde Begriffsbestimmung jedoch in keinem der Aufsätze vorgenommen wird.

Vorschläge zur Ausgestaltung der Aufsichtsratskommunikation

Eine weitere Auffälligkeit zeigt sich in dem starken Fokus auf die Ausgestaltung und Umsetzung der Aufsichtsratskommunikation. Diese liefern teils konkrete Vorschläge zur Umsetzung der Aufsichtsratskommunikation auf den Ebenen Themen, Abstimmung/Abgrenzung zur Vorstandskommunikation, Akteure und Organisation. Im Hinblick auf die *Themen* der Aufsichtsratskommunikation empfehlen die Autoren dem Aufsichtsrat, mit seiner Kommunikation auf einer eher allgemeinen und abstrakten Ebene zu verbleiben. Dazu gehören bspw. Ausführungen zu „Branchen-, Markt und allgemeine[n] Management-Themen“ (Mündemann & Martin, 2013, S. 43). Darüber hinaus besteht weitgehende Einigkeit darüber, dass sich die Kommunikation im Rahmen der Themen bewegt und sich auf diese beschränken sollte, die sich auf die Überwachungsaufgabe oder das Gremium selbst beziehen (vgl. Director's Channel, o. J.). Darunter zählen die Bestellung und Vergütung von Vorständen einschließlich der Bestellung ehemaliger Vorstände in den Aufsichtsrat, Erläuterungen zur Ausschussarbeit, zur Mandatekumulation und fachlichen Eignung der Aufsichtsratsmitglieder sowie zur Rolle des Aufsichtsratsvorsitzenden und seines Kommunikationsverhaltens (vgl. Prinz & Schwalbach, 2014; Bommer & Steinbach, 2013, S. 222). Wichtig sei vor allem die Ab-

grenzung zu den operativen Themen der Geschäftsführung, deren Kommunikation dem Vorstand obliegt (vgl. Scherer, 2014, S. 158). Die Themenebene ist eng verknüpft mit der Betrachtungsebene der *Abgrenzung und Abstimmung zwischen der Vorstands- und Aufsichtsratskommunikation*. Dabei gibt der Vorstand zwar „die kommunikationspolitischen Leitlinien“ (Fleischer et al., 2015, S. 365) vor, jedoch kann es laut den Autoren auch Situationen geben, in denen es zweckdienlich ist, „dass gerade der Aufsichtsratsvorsitzende gezielt den Weg in die Öffentlichkeit sucht“ (S. 363) und mit dem Vorstand, zumindest aber nach Abstimmung mit diesem, mit den Stakeholdern kommuniziert. Beispiele dafür sind die Teilnahme an Investorengesprächen, zusammen mit dem CEO und/oder Finanzvorstand (CFO) oder Krisen, bei denen der Aufsichtsrat dem Vorstand Rückendeckung geben kann (vgl. ebd., S. 365). Um Abgrenzungs- und Abstimmungsprobleme zu vermeiden, ist eine klare „Kommunikationsordnung“ zwischen Vorstand und Aufsichtsrat aufzustellen, die über die Themen der Kommunikation erfolgt (vgl. ebd.; Bommer & Steinbach, 2013, S. 222; Scherer, 2014, S. 159). Mündemann und Martin (2013, S. 43) sowie Fleischer et al. (2015, S. 366) betonen zudem die aufsichtsratsinterne Abstimmung und Sicherstellung einer „One Voice Policy“ des Aufsichtsrates. Hieran schließen auch die Ausführungen zu den *Akteuren* der Aufsichtsratskommunikation. So sollte die Kommunikation durch den Aufsichtsratsvorsitzenden und nur durch diesen wahrgenommen werden. Dazu konträre Empfehlungen konnten nicht ausgemacht werden (vgl. Fleischer et al., 2015, S. 366; Director's Channel, o. J.). Des Weiteren werden die Organisation und die unterstützenden bzw. koordinierenden Akteure der Aufsichtsratskommunikation thematisiert. Dazu lassen sich keine eindeutigen und einheitlichen Aussagen ableiten. Dennoch in diesem Zusammenhang immer wieder genannte Akteure sind die Abteilungen der Unternehmenskommunikation (UK) und Investor Relations (IR) sowie die Rechtsabteilung, das Aufsichtsratsbüro und externe Berater (vgl. Bommer & Steinbach, 2013, S. 221 f.; Fleischer et al., 2015, S. 366; Gercke, Laschet, & Schweinsberg, 2013, S. 71; Winzig & Labbé, 4. Juni 2011; Scherer, 2014, S. 154). Gercke et al. (2013, S. 71) plädieren überdies ab einer bestimmten Unternehmensgröße für die Einsetzung eines eigenen Kommunikationsverantwortlichen für den Aufsichtsrat. Detailliertere Ausführungen existieren lediglich für die Rolle der Investor Relations. Der Abteilung bzw. dem IR-Manager sind dabei unterschiedliche Aufgaben zugeordnet: Die IR fungieren als (1) Informationsdienstleister, indem sie den Aufsichtsrat „über die Wahrnehmung des Unternehmens am Kapitalmarkt und dessen Erwartungen an das Unternehmen informieren“ (Bommer & Steinbach, 2013, S. 221). IR dienen *über den Vorstand* als (2) Frühwarnsystem, da sie Entwicklungen im Unternehmen(-sumfeld) beobachten und rechtzeitig Alarm schlagen. Der IR-Mana-

ger agiert außerdem als (3) Moderator, sobald der Aufsichtsrat mit den Investoren „in intensiveren Kontakt“ (ebd.) tritt, um zu gewährleisten, dass die Spielregeln der Investor Relations (z. B. Sicherstellung der Gleichbehandlung aller Aktionäre) eingehalten werden (vgl. ebd.; Winzig & Labbé, 4. Juni 2011, B1). Mündemann und Martin (2013, S. 43) machen jedoch zugleich auf die bislang wenig vorhandene Unterstützung und den Ressourcenmangel des Aufsichtsrates aufmerksam.

Abseits dieser Diskussionen konnten lediglich zwei Studien identifiziert werden, die sich im engeren Kontext der Aufsichtsratskommunikation bewegen. Probst und Theisen (2014) untersuchten erstmals die Rolle des Aufsichtsrates bei der Unternehmensberichterstattung und befragten die 52 Interviewpartner zum Status quo, zur Organisation und zu den Inhalten der Berichterstattung durch den Aufsichtsrat. Darüber hinaus fragten sie auch die Einschätzung der Befragten mit Blick auf die verstärkte unmittelbare Kommunikation des Aufsichtsrates mit internationalen Investoren ab. So konnte herausgestellt werden, dass auf Ebene der Berichterstattung durchaus Optimierungspotenziale gesehen werden. Mit Blick auf die unmittelbaren Kommunikationsformen besteht hingegen Uneinigkeit; dabei werden vor allem die rechtlichen Regelungen als Einengung empfunden. Die Autoren konstatieren dazu, „dass das Selbstbewusstsein und das Bewusstsein für die eigenständige Funktion des Aufsichtsrats noch nicht breitflächig entwickelt ist“ (ebd., S. 156).⁸⁵ Die Personalberatung Heidrick & Struggles (2011) interviewte 71 deutsche Aufsichtsratsvorsitzende (ARV) zur Rolle des ARV im 21. Jahrhundert. Dabei wurden auch seine kommunikativen Aufgaben in den Blick genommen, die laut den Autoren auf drei Ebenen stattfinden: (1) die Kommunikation mit dem Vorstand, (2) die Kommunikation mit Medien, die laut den Experten nur in Ausnahmefällen und dann nur zu sehr allgemeinen Themen vom ARV, ansonsten aber vom Vorstandsvorsitzenden übernommen werden sollte und schließlich (3) die Kommunikation mit dem Kapitalmarkt, die weniger kritisch gesehen wird und auf Grundlage einer engen Abstimmung mit dem Vorstand durchaus als Aufgabe gesehen wird (vgl. ebd., S. 13). Darüber hinaus bringt Köhler (2015) mit ihrer Studie einen ganz neuen Blickwinkel ein.⁸⁶ So zielte ihre Untersuchung zwar vorrangig auf die Analyse der Institutionalisierung der Investor Relations ab; in ihren Interviews mit Investor Relations-Experten fand sie jedoch auch heraus, dass bislang nur sehr wenige Unternehmen die direkte Interaktion des Aufsichtsrates mit den Kapitalmarktakteuren befürworten und sich eine solche Gangart bislang scheinbar nicht etabliert hat (vgl. ebd., S. 301). Auf Grundlage dieser Erkenntnisse empfiehlt sich folglich auch ein kritischer Blick auf die Relevanz dieser Kommunikationsdimension, die zwar

öffentlich munter diskutiert wird, aber praktisch scheinbar nur wenig relevant ist.

Kritische Einordnung

Die Beiträge bestätigen damit in Teilen die in der Herleitung des Bezugsrahmens identifizierten Erkenntnisse und geben darüber hinaus weitere interessante Impulse, vor allem zur praktischen Umsetzung der Aufsichtsratskommunikation. Dennoch ist an dieser Stelle auch eine kritische Einordnung der gewonnenen Einblicke notwendig. So fällt auf, dass die Zahl der Befürworter einer proaktiven Aufsichtsratskommunikation sehr groß ist; eine kritische Sicht auf die Notwendigkeit einer Aufsichtsratskommunikation oder eine Darlegung der Hürden und Grenzen bleiben dagegen meist aus. Eine teils stark populistische Interpretation des Aufsichtsrat(-svorsitzenden) als neuer Medienstar, Imageträger und Marke des Unternehmens, dessen Positionierung ‚ungeahnte‘ Chancen für das Unternehmen bereithält, scheint angesichts der bislang noch fehlenden umfassenden wissenschaftlichen Erkenntnisse und der vorangegangenen Ausführungen dieser Arbeit etwas voreilig.

Die Sicht der Kritiker der Aufsichtsratskommunikation scheint ebenfalls zu einseitig. Sie verbleiben zumeist auf einer stark rechtswissenschaftlichen Ebene, weisen die Notwendigkeit und die Rechtmäßigkeit einer Aufsichtsratskommunikation klar zurück und beziehen sich dabei auf die Grenzen der Gesetzgebung (vgl. Hexel, 2014; Vetter, 2014).⁸⁷ Die Diskussion um die Aufsichtsratskommunikation scheint sich zwischen diesen beiden Extrempunkten zu bewegen; die stark deskriptive, teils sogar präskriptive Beschreibungsebene wird dabei nur selten verlassen. Empirische Erhebungen stellen derzeit ebenfalls noch eine Ausnahme dar. Die dargestellten Untersuchungen bestätigen jedoch in weiten Teilen die vorangegangenen Vermutungen und Erkenntnisse. Insgesamt hat sich sowohl in der theoretischen Auseinandersetzung als auch in der Beschäftigung mit praxisnaher Literatur abgezeichnet, dass es sich bei der Debatte um das Thema der Aufsichtsratskommunikation um eine vom Kapitalmarkt getriebene Diskussion handelt. Dies lässt sich einerseits auf die dem Aufsichtsrat per definitionem obliegende Funktion als Vertreter (Agent) des Kapitals zurückführen. Andererseits haben sich im Zuge der modernen Corporate Governance-Bewegung auch die Bedürfnisse des Kapitalmarktes verändert. Die verstärkte Forderung nach einer transparenten Unternehmensführung und die gestiegenen Erwartungen an die Kommunikationsbereitschaft des Aufsichtsrates offenbaren die enge Verknüpfung zwischen dem Kapitalmarkt und der Aufsichtsratskommunikation. Ohne die Relevanz der weiteren Dimensionen der Aufsichtsratskom-

⁸⁵ In Zusammenarbeit mit der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft BDO führt die Fachzeitschrift Der Aufsichtsrat eine jährliche Panel-Befragung zu aktuellen Themen der Aufsichtsratsarbeit durch. Bei der oben vorgestellten Befragung wurden 52 Panel-Teilnehmer mittels strukturierter Interviews telefonisch befragt. Jedoch muss hier die Einschränkung vorgenommen werden, dass auch Mandatsträger aus anderen Rechtsformen außer der AG befragt wurden, die in der vorliegenden Arbeit nicht thematisiert werden. (vgl. Probst & Theisen, 2014)

⁸⁶ Köhler (2015) interviewt im Rahmen ihrer Dissertation 80 Experten, die ein breites Spektrum der Kapitalmarktakteure repräsentieren. Darunter vertreten waren auch Mitarbeiter oder gar Leiter der Abteilungen Investor Relations und Unternehmenskommunikation.

⁸⁷ Die Auffassungen über die Rechtmäßigkeit derartiger Kommunikationsaktivitäten des Aufsichtsrates gehen stark auseinander. Fleischer et al. (2015) widmen sich diesem Gegenstand ausführlich und stellen fest: „Entgegen einer verbreiteten These lässt sich weder aus der dualistischen Leitungsstruktur deutscher AGs noch aus dem Geschäftsführungsverbot für den Aufsichtsrat oder aus seiner Charakterisierung als ‚reines Innenorgan‘ ein generelles Verbot von Investorenkontakten für Aufsichtsratsmitglieder herleiten“ (S. 367). Wichtig sei dabei jedoch, die „Spielregeln der Investor Relations“ (ebd., S. 365) und die Kommunikationszuständigkeit des Vorstands zu beachten“ (ebd.). Dieser Feststellung schließt sich die vorliegende Arbeit an.

munikation zu verkennen, wird für den folgenden Verlauf eine Zuspitzung des Themas auf den Teilbereich der Kommunikation des Aufsichtsrates mit dem Kapitalmarkt vorgenommen. In Anbetracht der dargelegten Kommunikationsnotwendigkeiten und -aufgaben wird die Kommunikation des Aufsichtsrates mit dem Kapitalmarkt als originärer Kommunikationsbereich identifiziert und daher detaillierter analysiert.

3 Der Aufsichtsrat in der Kapitalmarktkommunikation

Bislang konnten einzelne Fragmente zusammengetragen werden, die auf die Bedeutung des Aufsichtsrates in der Kommunikation mit dem Kapitalmarkt hinweisen. Dabei zeigte sich vor allem, dass sich die Kommunikation des Aufsichtsrates in einem per se stark regulierten und durch weitere Spezifika der Aufsichtsratsarbeit begrenzten Kommunikationskorridor bewegt. Das Verlassen dieses Korridors kann weitreichende Folgen für den Aufsichtsrat und das betreffende Mitglied sowie für das überwachte Unternehmen mit sich bringen. Die gewachsene Bedeutung und gestiegenen Erwartungen des Kapitalmarktes für deutsche börsennotierte Aktiengesellschaften sowie die allgemein gewachsene Sensibilität für unternehmerisches Handeln vergegenwärtigen überdies die Notwendigkeit eines bewussten, *strategischen* Umgangs mit den Kommunikationserfordernissen im Kapitalmarkt durch den Aufsichtsrat. Daraus leitet sich die Aufgabe ab, die bis dato gewonnenen Erkenntnisse weiter zu konkretisieren und mit den Erkenntnissen zur strategischen *Unternehmenskommunikation* sinnhaft zu verknüpfen. Dafür gilt zu klären, inwieweit sich die Kommunikation des Aufsichtsrates mit dem Kapitalmarkt in den Kanon der strategischen Unternehmenskommunikation einfügt. Entscheidend wird hier sein, in welchem Verhältnis die Kommunikation des Aufsichtsrates zur „Vorstandskommunikation“ mit dem Kapitalmarkt steht und wie die Ausgestaltung der Kommunikation aussehen muss, damit gesamthaft ein Beitrag zur Erfüllung der Kommunikations- und schließlich auch übergeordneten Unternehmensstrategie geleistet werden kann.

3.1 Strategische Unternehmenskommunikation

Bevor der Aufsichtsrat und seine Kommunikationsaktivitäten mit dem Kapitalmarkt verortet und weiter ausgeführt werden können, bedarf es einer tiefergehenden Betrachtung des Managements von Kommunikationsprozessen im Unternehmen. Des Weiteren soll analysiert werden, welche Akteure bzw. Akteursgruppen im Unternehmen kommunikative Rollen einnehmen. Hier wird kritisch zu prüfen sein, inwieweit der Aufsichtsrat und seine Mitglieder auf Grundlage der Erkenntnisse der Kommunikationswissenschaft als Kommunikatoren des Unternehmens begriffen werden können.

3.1.1 Management von Kommunikationsprozessen

Spätestens mit dem Aufblühen der modernen Corporate Governance-Debatte wurde die Notwendigkeit zur Herstellung von Transparenz sowie die Bedeutung der Kommunikation als „zentraler Bestandteil der Unternehmensführung“ (Zerfaß & Piwinger, 2014, S. 2) deutlich. Unternehmen stehen in vielfältigen Beziehungen mit ihren Stakeholdern, deren divergierende Interessen und Handlungen aufeinander abgestimmt werden müssen. Der Unternehmensführung obliegt dabei die zentrale Aufgabe, die

Diversität der Interessen und Anspruchsgruppen bei der Formulierung und Umsetzung ihrer Strategien entsprechend zu berücksichtigen (vgl. Zerfaß, 2010b, S. 286). Kommunikation spielt dabei eine wichtige Rolle, da sie „auf verschiedene Weise zur Integration moderner Gesellschaften“ (Zerfaß, 2014, S. 35) beiträgt. Auf diese integrative Kraft kommunikativer Handlungen ist letztlich auch zurückzuführen, warum Kommunikation „immer deutlicher zum strategiekritischen Bestandteil (Erfolgsfaktor) der Unternehmensführung wird“ (Zerfaß 2010b, S. 288).

Zerfaß (2010b) liefert mit seiner „Grundlegung einer Theorie der Unternehmenskommunikation“ einen umfassenden und interdisziplinären Erklärungsansatz für die Kommunikationsprozesse in Unternehmen, in dem er Unternehmenskommunikation begrifflich als „alle gesteuerten Kommunikationsprozesse, mit denen ein Beitrag zur Aufgabendefinition und -erfüllung in gewinnorientierten Wirtschaftseinheiten geleistet wird und die insbesondere zur internen und externen Handlungskoordination sowie Interessenklärung zwischen Unternehmen und ihren Bezugsgruppen (Stakeholdern) beitragen“ (Zerfaß, 2014, S. 23). Dabei agieren Unternehmen in unterschiedlichen Handlungsfeldern (Sphären) und Öffentlichkeiten, die sich durch jeweils spezifische Anspruchsgruppen und Handlungslogiken kennzeichnen und damit unterschiedlicher Integrationsmodi und entsprechend angepasster Kommunikationsaktivitäten bedürfen. Zerfaß (2010b, S. 278 ff.) unterscheidet dem folgend die drei Handlungsfelder des Organisationsfelds, des Marktumfelds und des gesellschaftspolitischen Umfelds. Aufbauend auf die in den Handlungsfeldern jeweils verfolgten Ziele leitet er systematisch die Teilbereiche der Unternehmenskommunikation her, die sich den übergeordneten Kategorien der *externen* und *internen Unternehmenskommunikation* zuordnen lassen (vgl. ebd., S. 286).

Externe Unternehmenskommunikation

Das externe Umfeld von Unternehmen schließt die Handlungsfelder von Gesellschaft und Markt ein. Zwar wird mit der externen Unternehmenskommunikation das übergeordnete, gemeinsame Ziel verfolgt, Koalitionsteilnehmer zu gewinnen, um die erforderlichen Beiträge der Transaktionspartner und weiteren Stakeholder sicherzustellen (vgl. ebd., S. 297). Dennoch bedarf es einer stärker differenzierenden Betrachtung, die berücksichtigt, „dass soziale Beziehungen im Markt und im gesellschaftspolitischen Umfeld auf prinzipiell unterschiedliche Weise integriert werden“ (ebd.). Dem folgend leitet Zerfaß für die extern gerichtete Kommunikation die zwei Teildisziplinen der *Public Relations* und *Marktkommunikation* ab, die den stark unterschiedlichen Anforderungen Rechnung tragen sollen (vgl. ebd., S. 297 f.). In dieser Unterscheidung offenbart sich nicht zuletzt das Spannungsfeld zwischen Legitimität

und Ökonomie, in dem sich Unternehmen (und mit ihnen ihre Aufsichtsräte) heute bewegen.

Im Mittelpunkt der **Public Relations** steht die Gestaltung der kommunikativen Beziehungen im gesellschaftspolitischen Umfeld, bspw. in den Arenen der Politik, der Wissenschaft oder der Kunst, in dem die Public Relations mit einer Vielzahl unterschiedlicher Stakeholder in Berührung kommen (z. B. Anwohner, Behörden, Parteien) (vgl. ebd., S. 301 f.). Public Relations dienen dabei der Imagepflege und dem Management der Beziehungen mit jenen nicht-ökonomischen Bezugsgruppen. Im Fokus steht die Erarbeitung gemeinsamer Orientierungsmuster, die als referenzielle Bezugspunkte in der Beziehung zwischen Unternehmen und Anspruchsgruppe fungieren und die „Sicherung prinzipieller Handlungsspielräume und die Legitimation konkreter Strategien“ (ebd., S. 302) gewährleisten sollen (vgl. ebd., S. 303).

Im Gegensatz zu Public Relations umfasst die **Marktkommunikation** „alle kommunikativen Handlungen von Organisationsmitgliedern (Führungskräften, Kommunikationsverantwortlichen) und ihren Beauftragten (Agenturen), mit denen Transaktions- und Wettbewerbsbeziehungen gestaltet werden“ (Zerfaß, 2014, S. 49) und mit welchen die tauschvertragliche Koordination ermöglicht wird. Kommunikation nimmt in diesem Zusammenhang eine lediglich begleitende Funktion ein, indem sie die Anbahnung von Verträgen unterstützt, mit deren Hilfe das Ziel des Verkaufs und Einkaufs von Produkten und Ressourcen realisiert werden soll (vgl. Zerfaß 2010b, S. 299). Die Beeinflussung des Rezipienten durch die Marktkommunikation ist auf zwei Wegen möglich: (1) *direkt* darüber, dass Werbebotschaften positive Kaufanreize wecken oder (2) *indirekt*, indem ein positives Produkt- und Unternehmensimage aufgebaut wird (vgl. ebd.). Die damit insgesamt eher persuasiv angelegten Kommunikationsaktivitäten im Marktumfeld haben schließlich nicht die Herstellung „gemeinsame[r] Orientierungen, sondern schlicht anschlussfähige Handlungen“ (ebd.) zum Ziel.

Interne Unternehmenskommunikation

Darüber hinaus übernimmt die Unternehmenskommunikation auch eine nach innen gerichtete Funktion, die im Rahmen der Internen Kommunikation realisiert wird. Die Interne Unternehmenskommunikation bezieht sich auf das Organisationsumfeld und umfasst damit alle Organisationsmitglieder, die an der arbeitsteiligen Leistungserstellung beteiligt sind (vgl. Zerfaß, 2010b, S. 290). Zerfaß (ebd.) differenziert die Gruppe der Organisationsmitglieder nochmals in die *verfassungskonstituierenden* und *weiteren Organisationsmitglieder*, die in Abhängigkeit ihrer Stellung in der Unternehmensverfassung über unterschiedliche

Einflusspotenziale im Hinblick auf die Zielsetzung und Politik des Unternehmens verfügen. Aufbauend auf dieser Trennung kann interne Unternehmenskommunikation in zwei Richtungen gedacht werden: (1) Sie betrifft zum einen die verfassungskonstituierenden Beziehungen, indem sie zur Herstellung eines gemeinsamen Orientierungskonsens zwischen jenen Organisationsmitgliedern beiträgt. Diese Kommunikationsprozesse werden über direkte Kommunikationswege realisiert, z. B. in Vorstands-/Aufsichtsratssitzungen oder auch in der Hauptversammlung (vgl. ebd., S. 290 ff.). (2) Zum anderen stehen die Organisationsmitglieder aufgrund der arbeitsteiligen Aufgabenausführung im Leistungserstellungsprozess in einer Vielzahl weiterer Beziehungen, die durch Kommunikation gestaltet und moderiert werden können (vgl. ebd., S. 293 ff.). Zwar sind diese Beziehungen durch die Organisationsverfassung, speziell durch die Arbeitsverträge bereits vorstrukturiert; dennoch kann die laufende Strukturierung und Steuerung dieses Leistungsprozesses durch Interne Kommunikation zusätzlich unterstützt werden, um die „disparaten Handlungen der Organisationsmitglieder miteinander abzustimmen“ (Zerfaß, 2010b, S. 293). Ein Beispiel für diese Dimension Interner Unternehmenskommunikation sind Mitarbeiterversammlungen oder die Kommunikation zwischen Vorgesetzten und Untergebenen (vgl. Zerfaß, 2014, S. 47 f.).

Finanzkommunikation, Kapitalmarktkommunikation, Investor Relations

Neben die drei dargestellten Kommunikationsdisziplinen tritt ein vierter Kommunikationsbereich, der von Zerfaß in der ursprünglichen Fassung seiner Theorie nicht berücksichtigt wird, jedoch für die vorliegende Arbeit von zentraler Bedeutung ist: die Finanzkommunikation bzw. Investor Relations oder auch Kapitalmarktkommunikation⁸⁹. Zerfaß fügt diesen Aspekt seiner Definition von Unternehmenskommunikation später hinzu und beschreibt Finanzkommunikation als Kommunikationshandlungen, mit denen die Kommunikationsbeziehungen mit den Kapitalgebern und den weiteren Kapitalmarktakteuren gestaltet werden (vgl. Zerfaß, 2014, S. 23, 46; Zerfaß, 2010a, S. 34). Laut Zerfaß (ebd.) kann dieser Bereich weder der externen noch der internen Unternehmenskommunikation eindeutig zugeordnet werden. Zum einen verfügt die Finanzkommunikation über klare, nach innen gerichtete Aufgaben. Dies bezieht sich einerseits auf die Kommunikation mit den verfassungskonstituierenden Organisationsmitgliedern, zu denen bei Publikumsgesellschaften wie der hier betrachteten AG auch die Kapitalgeber gehören. Andererseits ist Finanzkommunikation auch im Hinblick auf die weiteren Organisationsmitglieder der Internen Kommunikation zuzuordnen, da Finanzkommunikation „in besonderem Maße auf ein funktionierendes Beziehungsnetz und Informationsfluss mit allen Teilen des Unternehmens

⁸⁸ Die Begriffe Finanzkommunikation, Kapitalmarktkommunikation und Investor Relations werden häufig synonym verwendet (s. Kap. 3.2.1).

angewiesen [ist]“ (Köhler, 2010, S. 23 f.), um ihre „Geschichten erzählen“ (ebd., S. 24) zu können. Zum anderen kann die Finanzkommunikation gezielt zur Handlungskoordination und Interessenklärung mit externen Stakeholdern beitragen. Gerade wenn es um die Gestaltung der Beziehungen zu den Kapitalmarktakteuren geht, insbesondere zu z. B. potenziellen Kapitalgebern oder Multiplikatoren wie Analysten, wird die Finanzkommunikation im Marktumfeld tätig. Sie ist dann eben auch der Marktkommunikation zuzuordnen. Darüber hinaus können, bedingt durch den die Finanzkommunikation begleitenden strengen rechtlichen und faktischen Ordnungsrahmen, auch nichtökonomische Beziehungen im gesellschaftspolitischen Umfeld bspw. zu Regulierungsbehörden für die Finanzkommunikation von Relevanz sein. Damit wäre die Finanzkommunikation wiederum im Bereich der Public Relations zu verorten (vgl. ebd.). Insgesamt kann festgehalten werden, dass die Finanzkommunikation je nach Handlungsfeld und Zielstellung den bereits bekannten Integrationsmodi folgt. Da sich die Finanzkommunikation als ein stark reguliertes Kommunikationsfeld darstellt, erfolgt ihre Betrachtung dennoch meist separat, sodass sie als vierte Kommunikationsdisziplin angesehen werden kann (vgl. Zerfaß, 2010a, S. 34).

Optimale Wertschöpfung durch eine Integrierte Unternehmenskommunikation

Bei diesem kurzen Einblick in die einzelnen Kommunikationsbereiche wurde bereits deutlich, dass jede der Disziplinen in teils ganz „unterschiedlicher Weise zur Realisierung und Umsetzung strategischer Konzepte [beiträgt]“ (Zerfaß, 2010b, S. 307). Trotz dieser Aufgabenteilung besitzen die Teilbereiche der Unternehmenskommunikation die übergeordnete Kommunikationsstrategie, die wiederum systematisch aus der allumfassenden Unternehmensstrategie abgeleitet ist, als gemeinsamen Referenzpunkt. Eine zentrale Gefahr der Spezialisierung der einzelnen Bereiche besteht in dem Verlust des Bezugs zu dieser Gesamtstrategie. Folgerichtig bedarf es einer „wohlverstandene[n] Integration aller kommunikationspolitischen Aktivitäten“ (Zerfaß, 2010b, S. 308, Herv. i. O.). Nur auf diese Weise kann die Unternehmenskommunikation einen optimalen Beitrag zur sozialen Integration leisten und ihre Wertschöpfungspotenziale freisetzen (vgl. ebd.). Sie kann dann auch als *strategische Kommunikation* verstanden werden, da sie die übergeordneten Unternehmensziele unterstützt (vgl. Zerfaß, 2014, S. 23, 27). Kommunikation kann schließlich auf vier Wegen zur Wertschöpfung beitragen: (1) Unternehmenskommunikation unterstützt die laufende Leistungserstellung und fungiert in ihrer unterstützenden Funktion unternehmensintern und -extern als „enabling function“ bzw. „Schmierstoff“ vieler Abläufe in Unternehmen und im Stakeholdermanagement“ (ebd., S. 29). (2) Unternehmenskommunikation ist am Aufbau immaterieller

Erfolgspotenziale wie Vertrauen und Reputation beteiligt, mit denen eine langfristig angelegte ‚Wertebasis‘ geschaffen wird, von der das Unternehmen zehren und profitieren kann. (3) Unternehmenskommunikation ist überdies an der Steigerung der Werthaltigkeit von Unternehmen beteiligt, da sie ihre kommunikativen Beziehungen zu den Stakeholdern auch dazu nutzt, strategierelevante Themen und Meinungen aus den verschiedenen Öffentlichkeiten aufzunehmen und in die Unternehmensstrategie einzuspeisen. (4) Unternehmenskommunikation ist schließlich auf den systematischen Aufbau und die Pflege von Beziehungen zu ihren relevanten Stakeholdern ausgerichtet und hilft auf diese Weise, die Handlungsspielräume des Unternehmens auch langfristig sicherzustellen („licence to operate“) (vgl. Zerfaß, 2014, S. 27 ff.). Das **Kommunikationsmanagement** als „Prozess der Planung, Organisation und Kontrolle der Unternehmenskommunikation“ (Zerfaß, 2014, S. 59) schafft sodann die Voraussetzungen dafür, dass eine Integration aller disparat ausgeführten Kommunikationshandlungen gelingen kann (vgl. Zerfaß, 2010b, S. 312). Dazu gehören die Steuerung und Kontrolle der Unternehmenskommunikation, die auf die Beeinflussung der Stakeholder ausgerichtet sein sollten (= ‚Outbound‘) sowie die Beobachtung relevanter Stakeholder zur „Einspeisung externer Meinungen und Interessen in den organisatorischen Entscheidungsprozess (= ‚Inbound‘)“ (Zerfaß, 2010a, S. 35).

3.1.2 Akteure strategischer Kommunikation

Im Unternehmen sind die Kommunikatorrollen unterschiedlich verteilt. Als Kommunikator seien zunächst jene Akteure bezeichnet, „die an der Herstellung von öffentlicher Kommunikation beteiligt sind“ (Bentele, 1997, S. 183) und Funktionen der „Generierung, Verarbeitung und Weiterverarbeitung von Informationen und Themen für Öffentlichkeiten“ (ebd., Herv. i. O.) übernehmen. Für die Klassifizierung von Kommunikatoren existieren unterschiedliche Vorschläge:

Bentele (1997, S. 183) legt dazu drei Varianten vor: (1) Je nach Zugehörigkeit zu einem bestimmten sozialen Subsystem können die *journalistischen, PR- und Fachkommunikatoren* unterschieden werden. (2) Sind Kommunikatoren qua ihres Berufes zu dieser Rolle befähigt, handelt es sich um sogenannte *Berufskommunikatoren*, die von *funktionalen Kommunikatoren* zu unterscheiden sind, welche „öffentlich in ‚Nebenfunktionen‘ kommunizieren, während sie ‚in Hauptfunktion‘ andere Tätigkeiten und Rollen ausüben“ (ebd., S. 187). (3) Schließlich sind mit dem Begriff des Kommunikators nicht nur *personale Kommunikatoren* angesprochen; auch Akteursgruppen, wie z. B. die Kommunikationsabteilung des Unternehmens oder der Vorstand, können als sogenannte *korporative Kommunikatoren* begriffen werden.

Szyszka (2008) weitet die Kommunikatorrolle noch weiter aus und benennt grundsätzlich alle Mitglieder einer Organisation als „natürliche Organisationskommunikatoren, da sie mit ihren organisationsbezogenen Aussagen immer auch Organisationsinteressen repräsentieren“ (S. 318, Herv. i. O.), wobei dem Akteur keine spezifische Rollenkompetenz zugewiesen sein muss, die ihn formell zur Kommunikation berechtigt (ebd.). Szyszka zufolge lassen sich nach dem Kriterium der jeweils zugewiesenen Rollenkompetenz drei organisationale Kommunikatorrollen identifizieren, die wiederum zwei Kategorien zugeordnet werden können: Die erste Kategorie bilden die *formellen Organisationskommunikatoren*, die qua ihres Amtes mit einer kommunikativen Rollenkompetenz ausgestattet sind. Darunter zu zählen sind einerseits (1) die Mitglieder der Organisationsführung, die die Organisation in allen Angelegenheiten vertreten, was auch die kommunikative Vertretung einschließt. In ihrer Rolle handeln sie allgemein strategisch und sind dabei auf eine effektive und effiziente Erfüllung der Organisationsstrategie bedacht. Dennoch kann die Kommunikation dieser Mitglieder zum erfolgskritischen Punkt werden, da „ihr kommunikatives Verhalten [...] nicht zwangsläufig professionell sein [muss]“ (ebd.). Ebenfalls mit einem kommunikativen Vertretungsmandat ausgestattet sind (2) die Fachkräfte für Kommunikationsmanagement, die zur kommunikativen Vertretung der Organisation „anwaltschaftlich autorisiert“ (ebd.) sind und in ihrer Rolle idealerweise „kommunikationsstrategisch“ handeln, was ein professionelles Kommunikationsverhalten einschließen sollte. Im Gegensatz zu den zur Kommunikation offiziell autorisierten Akteuren, verfügen die (3) *informellen Organisationskommunikatoren*, die der zweiten Kategorie angehören, über keine explizite kommunikative Rollenkompetenz. Sie werden immer nur dann zu Kommunikatoren, „wenn sich ihre Aussagen organisationsbezogen zuordnen und bewerten lassen“ (ebd.).

Die genannten Kommunikatoren sind überdies auch Teil eines organisationalen Repräsentationsystems, in dem den Rollenträgern je nach Rollenposition und -mandat unterschiedliche Repräsentationswerte zugeordnet werden (vgl. Szyszka, 2010, S. 97). Zu den *formalen Repräsentanten* zählen dann sowohl die Mitglieder der Organisationsführung, insbesondere der CEO, als auch die Fachkräfte für Kommunikationsmanagement, „die *Repräsentationsleistungen* im Rahmen eines ihnen zugewiesenen *Rollenmandats* erbringen“ (ebd., Herv. i. O.). Davon zu unterscheiden sind die informellen Repräsentationsträger, für die sich die gleichen Annahmen treffen lassen wie für die informellen Organisationskommunikatoren (vgl. ebd.; s. o.). Die Kommunikatoren, gleich ihres formellen/informellen Status sind aufgrund ihrer Rolle als Repräsentanten des Unternehmens, damit gewissermaßen auch Adressaten öffentlicher Kommunikation (vgl. ebd.).

Institutionalisierung der Kommunikatorrollen

Wie diese Rollen, vor allem aber die formellen Kommunikatorrollen, nun konkret im jeweiligen Unternehmen ausgestaltet sind, lässt sich nicht verallgemeinernd darstellen. Übertragen auf die im Rahmen dieser Arbeit fokussierte deutsche börsennotierte Aktiengesellschaft lassen sich jedoch zumindest Tendenzaussagen darüber treffen, welche Form die theoretisch dargelegten Kommunikatorrollen in der Praxis annehmen.

Ausgehend von den dargelegten Klassifizierungsmöglichkeiten lässt sich die Unternehmensführung einer AG zunächst als formeller Unternehmenskommunikator⁸⁹ (nach Bentele: funktionaler Kommunikator) benennen. Hier ist jedoch eine weitere Spezifizierung nötig, da hiermit genau genommen nur die primäre Unternehmensführung, sprich der **Vorstand**, gemeint sein kann, da im Gegensatz zur sekundären Unternehmensführung (= Aufsichtsrat) nur der Vorstand über ein per Unternehmensverfassung zugesichertes kommunikatives Vertretungsmandat verfügt.⁹⁰ In einer herausgehobenen kommunikativen Rolle befindet sich der Vorstandsvorsitzende/CEO, für den die Kommunikation „zu den Kernaufgaben [gehört]“ und „nicht delegiert werden [kann]“ (Deekeling & Arndt, 2014, S. 1241). Die Relevanz der kommunikativen Dimension der Arbeit des Vorstands(-vorsitzenden) wurde indessen weitgehend erkannt und als erfolgskritischer Parameter der Unternehmensführung identifiziert (vgl. ebd.).

„Für die Steuerung und Umsetzung strategischer Kommunikation setzen Unternehmen im Allgemeinen professionelle Kommunikatoren ein“ (Zerfaß & Dühring, 2014, S. 163), die ebenfalls in der Rolle formeller Unternehmenskommunikatoren (nach Bentele: Berufskommunikatoren) agieren. Die Kommunikationsspezialisten können in internen Kommunikationsabteilungen gebündelt sein oder durch die Delegation der Kommunikationsaufgaben bei externen Dienstleistern im Auftrag des Unternehmens tätig sein (vgl. ebd.). Die *unternehmensinterne* Ausdifferenzierung des **Kommunikationsmanagements** variiert mit bestimmten Parametern, bspw. der Unternehmensgröße, von Unternehmen zu Unternehmen (vgl. ebd., S.171). Jedoch „[besteht] hinsichtlich der institutionellen Verankerung und seines Stellenwerts im organisationspolitischen Entscheidungsgefüge weitgehend Einigkeit darüber, dass Kommunikationsmanagement als *strategische Managementfunktion* organisiert und praktiziert werden muss“ (ebd., S. 167, Herv. i. O.). Um seine Wertschöpfungspotenziale optimal freisetzen zu können, muss sichergestellt werden, dass das Kommunikationsmanagement „über wichtige Entscheidungen informiert und entsprechend handlungsfähig“ ist (Zerfaß et al., 2014, S. 1004). Diese Einbindung wird im besten Fall durch eine enge organisatorische Anbindung der Kommunikationsfunktion an

⁸⁹ Die an den Organisationsbegriff angelehnte Klassifizierung der Kommunikatorrollen von Szyszka (2008) wird entsprechend der der Arbeit zugrunde liegenden Einschränkung des Untersuchungsgegenstandes auf Aufsichtsräte in Unternehmen (s. Kap. 2.1) begrifflich angepasst.

⁹⁰ Es existieren unterschiedliche Auffassungen zur Definition der Unternehmensführung. Dem dieser Arbeit zugrunde liegenden Verständnis folgend bezeichnet Szyszka damit nur die primäre Unternehmensführung, womit der Aufsichtsrat als sekundäre Unternehmensführung nicht in diese Kategorie fällt.

das Top-Management, speziell an den Vorstand, realisiert und in vielen Fällen als Stabsfunktion organisiert (vgl. Zerfaß & Dühring, 2014, S. 173).⁹¹ Als personelle Schnittstellen zwischen dem Vorstandsgremium und Kommunikationsmanagement fungieren der Vorstandsvorsitzende und der Leiter Unternehmenskommunikation⁹², wobei Letzterer dem Vorstandsvorsitzenden gegenüber berichtspflichtig ist (vgl. Zerfaß et al., 2014, S. 1004).⁹³ Vorstand und Kommunikationsmanager werden so zu einer Interessengemeinschaft im Hinblick auf ein erfolgreiches Kommunikationsmanagement, das die Wertschöpfung des Unternehmens unterstützt.⁹⁴

Der Aufsichtsrat als Kommunikator

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die Verteilung der Kommunikator- und „Repräsentantenrollen“ im Unternehmen mehr oder weniger festgelegt zu sein scheint. Dabei fällt auch auf, dass das Gremium des Aufsichtsrates bislang weder in der theoretischen Auseinandersetzung noch in der praktischen Ausgestaltung Berücksichtigung erfährt. Dies verwundert zunächst einmal nicht; wird dem Aufsichtsrat doch keine explizite Sprecherkompetenz zugewiesen, was eine Berücksichtigung des Aufsichtsrates als Kommunikator bislang obsolet machte. Bezugnehmend auf die dargestellten Kommunikationsdimensionen der Aufsichtsratsarbeit, die mitunter gesetzlich legitimiert sind, und in Anbetracht der repräsentativen Funktion, die dem Aufsichtsrat als Teil der Unternehmensführung und ‚Botschafter‘ einer guten Corporate Governance zukommt (s. Kap. 2), scheint die Vernachlässigung des Aufsichtsrates in dem Akteursgefüge strategischer Kommunikation jedoch fraglich. Beim Versuch, den **Aufsichtsrat** in den oben dargestellten Klassifizierungen der Kommunikatoren zu verorten, muss schnell festgestellt werden, dass eine eindeutige Zuordnung des Aufsichtsrates nicht auf Anhieb möglich ist. So ist der Aufsichtsrat nach der Klassifikation von Szyszka (s. o.) streng genommen den informellen Unternehmenskommunikatoren zuzuordnen, da er *nicht* über ein kommunikatives Vertretungsmandat, im Sinne einer expliziten und generellen Sprecherfunktion nach innen und außen verfügt. Gleiches gilt mit Blick auf die ihm zugewiesene Repräsentationsrolle. Jedoch scheint eine solche Zuordnung zu den informellen Rollenträgern angesichts seiner Stellung innerhalb der Unternehmensführung sowie seiner Aufgaben und Verantwortlichkeiten schlichtweg zu kurz zu greifen. Daher wird die Klassifizierung von Szyszka im folgenden Schritt entsprechend modifiziert: Dies bedarf zunächst einer Ausweitung seiner Definitionskriterien für formelle Unternehmenskommuni-

katoren. Darunter sollen fortan jene Unternehmensakteure gefasst werden, die entweder von ihrem Vertretungsmandat her zu kommunikativem Handeln oder aufgrund der *Spezifika und Relevanz ihrer Funktion für die strategische Unternehmensführung in Einzelfällen zu Kommunikationshandlungen autorisiert sind*. Des Weiteren wird die Gruppierung der „Mitglieder der Organisations-/ Unternehmensführung“ weiter differenziert. Die von Szyszka darunter bezeichneten Unternehmensrepräsentanten sollen von nun an als „Mitglieder der primären Unternehmensführung“ bezeichnet werden. Die Definitionsmerkmale bleiben dieselben. Dazu wird eine zweite Gruppierung mit der Bezeichnung „Mitglieder der sekundären Unternehmensführung“ eingeführt, die im Folgenden in Anlehnung an Szyszkas Ausführungen definiert wird:

Mitglieder der *sekundären* Unternehmensführung sind den formellen Unternehmenskommunikatoren zuzuordnen. Sie verfügen *nicht* über ein kommunikatives Vertretungsmandat, sind aber im Rahmen der ihnen obliegenden Überwachungsaufgabe und den damit verbundenen Kompetenzen zu eingeschränkten Kommunikationshandlungen autorisiert. Sie verfügen über einen hohen Informationsstatus und agieren allgemein strategisch; ihr kommunikatives Verhalten muss allerdings nicht zwangsläufig professionell sein.

Aufsichtsräte (korporative Kommunikatoren), insbesondere aber die Aufsichtsratsvorsitzenden (personale Kommunikatoren), können damit als formelle Kommunikatoren und Repräsentanten des Unternehmens bestimmt werden, die abgeleitet aus ihrer Aufgabe und den ihnen darin zugestandenen Kompetenzen über (eingeschränkte) Kommunikationsbefugnisse verfügen. Abbildung 3 stellt die Gesamtheit der identifizierten Unternehmenskommunikatoren dar.

⁹¹ Die konkrete organisatorische Umsetzung kann auf unterschiedliche Art und Weise geschehen. Dazu existiert eine Vielzahl von Vorschlägen, vgl. z. B. vertiefend Zerfaß et al. (2014) sowie von Werder und Grundei (2009).

⁹² Zerfaß und Dühring (2014) legen dazu dar, dass sich insbesondere in großen Unternehmen im Zuge der fortschreitenden Institutionalisierung und Professionalisierung des Kommunikationsmanagements die Funktion „des Chief Communication Officer (CCO) herausgebildet [hat], der alle Kommunikationsaktivitäten eines Unternehmens auf der Leitungsebene verantwortet und [...] steuert“ (S. 165, Herv. i. O.).

⁹³ Der Stellenwert der Kommunikationsfunktion wird auch von Managementseite weitgehend anerkannt (vgl. Zerfaß, Schwalbach, Bentele & Sherzada, 2014, S. 73). Die Kommunikationsleiter sind laut Grunig, Grunig und Dozier (2002, S. 140 ff.) idealerweise auch Mitglieder der sogenannten „dominant coalition“.

⁹⁴ Ergänzend und in Anlehnung an Bentele (s. oben) sei erwähnt, dass Vorstand und Kommunikationsmanagement sowohl als personale als auch als korporative Kommunikatoren in Erscheinung treten können.

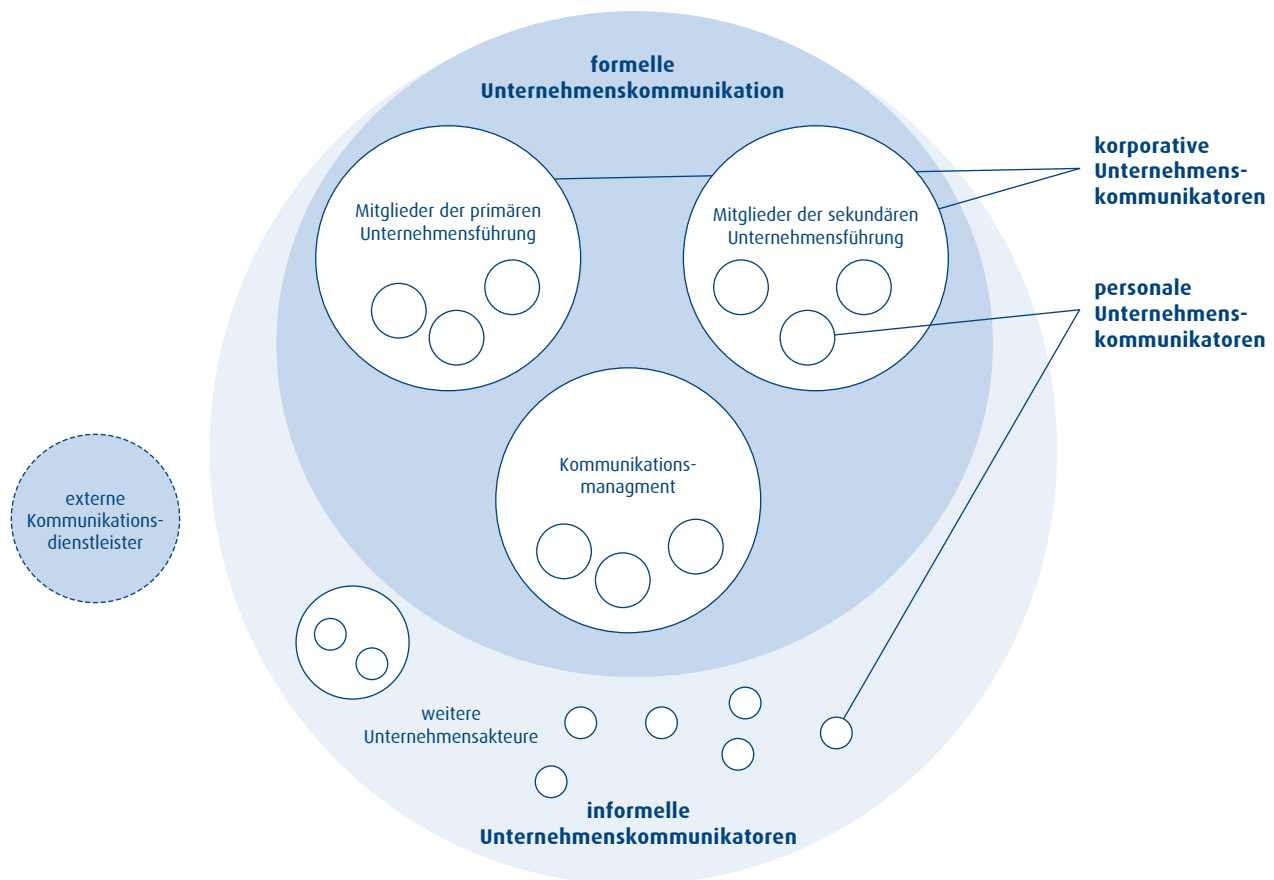


Abbildung 3: Kommunikatorrollen im Unternehmen (Quelle: eigene Darstellung)

Bei abschließender Betrachtung können folgende Erkenntnisse festgehalten werden: Es wurde gezeigt, dass der Aufsichtsrat als Kommunikator agiert, dem kommunikationsstrategische Aufgaben obliegen. Dass er als Kommunikator begriffen werden kann, sagt jedoch noch nichts über die Art und Weise seiner Kommunikation aus. So kann, im Rückbezug auf die vorangegangenen Überlegungen zu den Kommunikationsdimensionen der Aufsichtsratsarbeit, bereits konstatiert werden, dass die Kommunikation des Aufsichtsrates einer Reihe von Einschränkungen genügen muss, die einen wohlbedachten Einsatz und eine tiefgründige Auseinandersetzung mit den Chancen und Gefahren der Aufsichtsratskommunikation erforderlich machen. Den Aufsichtsrat als Kommunikator zu begreifen, kann dennoch als ein erster wichtiger Schritt angesehen werden, mit dem die Relevanz und Reichweite seines (kommunikativen) Handelns anerkannt wird. Damit tritt der Aufsichtsrat neben die mit den primären Kommunikationsbefugnissen ausgestatteten Akteure des Vorstandes (insbesondere des Vorstandsvorsitzenden) und des Kommunikationsmanagements bzw. die darunter zu fassenden Fach-/Kommunikations-

bereiche und ihre Kommunikationsfachkräfte. Es konnte ebenfalls herausgestellt werden, dass das Kommunikationsmanagement, wie bereits am Namen zu erkennen ist, eine Managementfunktion, sprich ein dem Vorstand zugeordnetes ‚Managementtool‘ darstellt. An dieser Stelle soll daher ein kurzer Hinweis auf eventuell daraus hervorgehende Konfliktpotenziale gegeben werden. In Anbetracht des dem dualistischen System zugrunde liegenden strengen Trennungsprinzips zwischen Vorstands- und Aufsichtsratsangelegenheiten könnte sich auch eine An- oder Einbindung entsprechender Kommunikationsaktivitäten des Aufsichtsrates in die Bereiche der ‚klassischen‘ Unternehmenskommunikation als problematisch erweisen.

Auch die Kommunikationsdisziplin der Finanz-/Kapitalmarktkommunikation/Investor Relations stellt dieser Sichtweise folgend ein klassisches Managementtool dar, für das nachstehend eine Charakterisierung vorgenommen wird. Diese dient als eine wichtige Grundlage für eine Spezifizierung der Rolle des Aufsichtsrates in der Kapitalmarktkommunikation.

3.2 Strategische Kommunikation mit dem Kapitalmarkt

Im Rahmen der Darstellung der „Theorie der Unternehmenskommunikation“ konnte die Kapitalmarktkommunikation bereits als ein *Teilbereich der integrierten Unternehmenskommunikation* identifiziert werden. Darüber hinaus wurden die ‚klassischen‘ Akteure der Unternehmenskommunikation dargestellt. Nachfolgend sollen diese Erkenntnisse weiter vertieft werden: Dazu wird die Kapitalmarktkommunikation definiert, im Gefüge der Unternehmenskommunikation detaillierter verortet und die daran beteiligten Kommunikatoren vorgestellt. Des Weiteren werden die Ziele und Aufgaben in der Kommunikation mit dem Kapitalmarkt sowie der Wertschöpfungsbeitrag jener Kommunikationsaktivitäten aufgezeigt. Die Darstellung der Bezugsgruppen im Kapitalmarkt und ihrer Informationsbedürfnisse sowie der daraus hervorgehenden Inhalte/Themen und Instrumente der Kapitalmarktkommunikation rundet das Kapitel ab.

3.2.1 Definition, Verortung und Kommunikatoren

Wie an manchen Stellen dieser Arbeit bereits deutlich wurde, wird die Kommunikationsdisziplin, welche den Kapitalmarkt im Blick hat, mit teils sehr unterschiedlichen Begriffen bezeichnet. In der Literatur wie auch in der Praxis zeigt sich eine große begriffliche Unschärfe (vgl. Köhler, 2015, S. 1; Kirchhoff & Piwinger, 2014, S. 1080 f.; Morich, 2008, S. 12). In der vorliegenden Arbeit wird daher eine Reduzierung auf die Begriffe der Finanzkommunikation, Kapitalmarktkommunikation sowie der Investor Relations (IR) vorgenommen, die synonym verwendet werden. Die große begriffliche Vielfalt ist nicht zuletzt Ausdruck des interdisziplinären Charakters der IR, der zu einer Betrachtung des Untersuchungsgegenstandes aus ganz unterschiedlichen Perspektiven geführt hat. Köhler (2015, S. 15 ff.) benennt die PR- und Organisationsforschung sowie finanzwirtschaftliche und marketingtheoretische Ausführungen als prägende Einflüsse in Bezug auf den Untersuchungsgegenstand der IR (vgl. auch Achleitner et al., 2008, S. 264). Dennoch lassen sich mit Blick auf den Forschungsstand immer noch große Lücken aufzeigen; die IR werden „bisher [...] nur ausschnittsweise betrachtet“ (Köhler, 2015, S. 3), wobei Themen wie die Bedeutung, Ziele, Instrumente, die Informationsbedürfnisse der Kapitalmarktakteure sowie die Wirkung der IR fokussiert werden (vgl. ebd.; Laskin, 2011, S. 303; Achleitner et al., 2008, S. 264 f.). Die interdisziplinäre Prägung des Untersuchungsgegenstandes spiegelt sich auch in den zahlreichen Definitionen der IR wider. Als zentrale Gemeinsamkeiten lassen sich folgende Merkmale festhalten:

(1) IR sind eine *strategische Managementfunktion*; sie sind aus der übergeordneten Unternehmens- und Kommunikationsstrategie abgeleitet, um einen optimalen Wertschöpfungsbeitrag

leisten zu können; dies erfordert zugleich, dass IR-Manager „must have a seat at the table when the key organizational decisions are being made“ (Laskin, 2010, S. 612). (2) IR folgen dem Ansatz der *zweiseitigen symmetrischen Kommunikation*⁹⁵, indem sie den Informationsfluss vom Unternehmen zu seinen relevanten Stakeholdern sicherstellen (= „Outbound“) und umgekehrt strategierelevante Informationen aus der Unternehmensumwelt in das Unternehmen einspeisen (= „Inbound“). (3) IR sind eine auf die Pflege der Beziehungen zu den Kapitalmarktakteuren ausgerichtete Teildisziplin der Unternehmenskommunikation und sind (4) Teil einer integrierten Unternehmenskommunikation. (5) IR sind schließlich eine *„hochgradig reglementierte Kommunikationsdisziplin“* (Piwinger & Strauss, 2002; vgl. Steininger, 2015; Kirchhoff & Piwinger, 2014, S. 1082; Kelly, Laskin, & Rosenstein, 2010, S. 183, 204; Laskin, 2010, S. 612; Achleitner et al., 2008, S. 263)

Das National Investor Relations Institute (NIRI, 2003) bringt diese Punkte in einer Definition zusammen:

„Investor relations is a strategic management responsibility that integrates finance, communication, marketing and securities law compliance to enable the most effective two-way communication between a company, the financial community, and other constituencies, which ultimately contributes to a company’s securities achieving fair valuation.“

Die Anerkennung der IR als Managementfunktion ist das Ergebnis eines Entwicklungsprozesses, der im Zusammenhang mit den allgemeinen Megatrends (s. Kap. 1) und insbesondere mit den Entwicklungen im Kapitalmarktumfeld steht (vgl. Dolphin, 2004, S. 26). Diese Entwicklungen wurden bereits umfangreich im Kontext der modernen Corporate Governance-Debatte dargelegt (s. Kap. 2.2.2.1). Als wesentlicher Einfluss auf die Ausformung der IR kann die Internationalisierung der Kapitalmärkte genannt werden, die den globalen Kapitalmarkt für deutsche Unternehmen als Finanzierungsquelle zunehmend relevanter machte und mit dem neue Stakeholder und damit neue Erwartungen an das Unternehmen herantreten und -getragen werden (vgl. Steininger, 2015). Eine weitere Herausforderung, mit der sich die IR konfrontiert sehen, ist das sich schnell wandelnde Umfeld und die fortschreitende technologische Durchdringung des unternehmerischen Alltags. Von der zunehmenden Digitalisierung bleiben auch die IR nicht unberührt: Köhler (2010) untersucht in ihrer Studie bspw. die Integration von Social Media in die professionelle Investor Relations-Arbeit und betont damit abermals den Komplexitätszuwachs in der Kapitalmarktkommunikation. (vgl. Ernst & Young, 2014; S. 3; Wasser, 15. Mai 2015) Diese Entwicklungen münden heute in einer weit vorangeschrittenen *„Professionalisierung der*

⁹⁵ Das „two-way symmetric model“ entstammt dem 4-Typen-Modell von Grunig & Hunt (1984, S. 21 ff.), welches die historische Entwicklung der Public Relations nachzeichnet und gleichermaßen verschiedene „Kommunikationsmodi/-optionen“ darstellt. Die Autoren definieren diese Ausprägung wie folgt: „In the two-way symmetric model [...] practitioners serve as mediators between organizations and their publics. Their goal is mutual understanding between organizations and their publics“ (ebd., S. 22).

Investor Relations im Sinne der Kommunikation mit den Kapitalgebern und mit weiteren Stakeholdern im Kapitalmarktumfeld“ (Köhler, 2015, S. 2, Herv. i. O.; vgl. auch Kirchhoff & Piwinger, 2014, S. 1080). Köhler (2015, S. 37) trifft mit dieser Formulierung eine weitere, für diese Arbeit zentrale definitorische Unterscheidung: Laut der Autorin können mit dem Begriff der IR einerseits die Kommunikationshandlungen mit dem Kapitalmarkt bezeichnet werden; andererseits ist er Ausdruck einer konkreten *Kommunikationsfunktion* bzw. -abteilung im Unternehmen.

Die strukturelle Ausdifferenzierung und Anbindung der Investor Relations-Funktion im Unternehmen kann unterschiedlich ausgestaltet sein. Thommen und Struß (2001, S. 162 ff.) stellen dazu drei idealtypische Modelle vor, die kurz erläutert und zugleich kritisch eingeordnet werden sollen: Investor Relations können *erstens* anderen Funktionsbereichen untergeordnet sein. Dafür bieten sich bspw. die Abteilung der Unternehmenskommunikation⁹⁶ oder die Finanzabteilung an. Bezugnehmend auf die theoretische Fundierung der Unternehmenskommunikation wäre diese praktische Ausgestaltung eine mehr als logische Konsequenz, da sie theoretisch einen Teilbereich der UK darstellt. Trotz dessen und auch „[o]bwohl die Investor Relations [...] aus der generellen Unternehmenskommunikation hervorgegangen [sind], haben sich beide Bereiche in der Praxis zu getrennten Disziplinen entwickelt“ (Achleitner et al., 2008, S. 263). Kelly et al. (2010) betiteln die UK und IR gar als „opposing camps“ (S. 183), wobei nach Auffassung der Autoren in Anbetracht der vergangenen Entwicklungen und der Notwendigkeit zur integrierten Kommunikation gelten sollte, dass ein „common ground between the two camps must and can be found“ (ebd.; vgl. auch Kirchhoff & Piwinger, 2014, S. 1081).⁹⁷ Eine organisatorische Vereinigung bleibt damit zumindest vorerst ein theoretisches Idealmodell. Der praktischen Realität kommt damit ein anderes Modell sehr viel näher: Investor Relations kann demnach *zweitens* als eigenständige Abteilung im Unternehmen, in Form einer Stabsstelle, Zentralstelle oder eines eigenständigen Geschäftsbereichs, organisiert sein, die dann in der Regel direkt dem Vorstand untersteht (vgl. Achleitner et al., 2008, S. 268). Die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Ernst & Young (2014) fand dazu heraus, dass mit 62 Prozent „mehrerlich CFOs für die Kapitalmarktkommunikation zuständig“ sind (S. 4; CEOs liegen mit 56 Prozent leicht darunter).⁹⁸ Eine *dritte* Möglichkeit zur Eingliederung der IR-Funktion ist die Organisation der IR als originäre Vorstandsfunktion.

Die Einbeziehung des Vorstandes in die IR-Aktivitäten des Unternehmens, wie sie in der zweiten und dritten Variante vorgeschlagen wird, ist elementar. Der Vorstand ist der zentrale Wissensträger im Unternehmen. Er verfügt (bestenfalls) über alle

kapitalmarktrelevanten Informationen und ist für die „Außendarstellung und Vermittlung des Unternehmens“ (Fieseler, Hoffmann, & Meckel, 2008, S. 331) aufgrund seiner Repräsentationsfunktion unabkömmlich. Insbesondere „CEOs have a major responsibility to engage in complex relationships with their investors and communicate in a variety of critical circumstances with these key stakeholders“ (Chandler, 2014, S. 163 f.). Der CEO ist „the individual investors [sic] ultimately hold accountable for a public company’s performance“ (ebd., S. 173).⁹⁹ Die IR sind damit gewissermaßen ‚Hoheitsgebiet des Vorstandes‘. Dennoch halten Fieseler et al. (2008) fest, dass der Vorstand durch die IR-Abteilung unterstützt werden sollte, die „durch solide Arbeit und gute Drähte zum Management die Köpfe und Herzen der Kapitalmarktteilnehmer gewinn[t]“ (S. 336).¹⁰⁰

Die konkrete strukturelle Anbindung der IR-Funktion bleibt unternehmensspezifisch (vgl. Köhler, 2015, S. 188). Dennoch können die zentralen Akteure der Kapitalmarktkommunikation an dieser Stelle festgehalten werden: Kommunikatoren im Kapitalmarkt im Sinne formeller Unternehmenskommunikatoren (s. Kap. 3.1.2) sind der Vorstand (insbesondere der CEO und CFO) sowie die Fachbereiche der Investor Relations und Unternehmenskommunikation, die je nach Unternehmen unterschiedlich organisiert sind und durch externe Berater unterstützt werden können.

3.2.2 Notwendigkeit, Ziele und Aufgaben

Die Notwendigkeit der Kapitalmarktkommunikation besteht in erster Linie in der Beseitigung der Informationsasymmetrie zwischen den Kapitalgebern und dem Unternehmen als Kapitalnehmer. Diese Informationsasymmetrie ist auf das Informationsgefälle in der Prinzipal-Agenten-Beziehung zwischen Management und den Eigentümern sowie auf die Unvollkommenheit der Kapitalmärkte¹⁰¹ zurückzuführen (vgl. Huchzermeier, 2006, S. 22; Morich, 2008, S. 1). Kapitalgeber handeln dann unter Unsicherheit. Das Investitionsrisiko resultiert insbesondere aus den dann sehr hohen Informations- und Schätzrisiken, die eine Bewertung des Unternehmens erschweren. Folglich „[ist] [d]er Kapitalmarkt [...] auf transparente und möglichst vollständige Finanzinformationen angewiesen, um eine faire, d.h. eine die tatsächliche Performance widerspiegelnde Unternehmensbewertung vornehmen zu können“ (Achleitner et al., 2008, S. 263). Investor Relations sind wesentlich an der Herstellung dieser Transparenz beteiligt. Laut Kirchhoff und Piwinger (2014, S. 1097) können diese Kommunika-

⁹⁶ Laut Achleitner et al. (2008) „sind die Investor Relations in Europa öfter der Unternehmenskommunikation zugeordnet als in den USA“ (S. 268).

⁹⁷ Dieser Tatbestand ist insbesondere im Hinblick auf die Auswahl der Experten für die empirische Erhebung von Bedeutung (s. Kap. 4.2.2.1).

⁹⁸ Der Berufsverband DIRK - Deutscher Investor Relations Verband und die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Ernst & Young befragten in ihrer letzten Studie 125 börsennotierte Unternehmen in Deutschland, Österreich und der Schweiz zur Organisation ihrer Finanzkommunikation (vgl. Ernst & Young, 2014).

⁹⁹ Interessant, v. a. aus dem Blickwinkel der vorliegenden Arbeit, sind die Ergebnisse von Köhler (2015), die mit ihrer Dissertation u. a. ein Phasenmodell der Institutionalisierung von Investor Relations in Deutschland vorlegt. Darin differenziert sie die verschiedenen Entwicklungsphasen der Investor Relations aus. Dabei kann für die sogenannte „Vorläufer-Phase“ zwischen 1950 und 1985 festgehalten werden, dass sich Investorenbeziehungen vornehmlich im Aufsichtsrat abspielten (vgl. dazu vertiefend Köhler, 2015, S. 243, 260, 301, 313).

¹⁰⁰ Die interne IR kann auch durch externe Berater unterstützt werden. Die Gründe für eine solche Delegation sind häufig z. B. in den mangelnden Kapazitäten, Erfahrungswerten, dem fachspezifischem Know-how und dem teils fehlenden Netzwerk zu suchen (vgl. Thommen & Struß, 2001, S. 67 ff.; PwC & Kirchhoff Consult, 2005, S. 25).

¹⁰¹ Vollkommene Märkte kennzeichnen sich bspw. durch eine vollständige Markttransparenz, nach der alle Nachfrager (hier: Kapitalgeber) über vollständige Informationen verfügen (vgl. dazu vertiefend Wöhe, 2013, S. 416). Diese stark theoretische Annahme ist im Realitätstest nicht haltbar, weswegen auch von sogenannten „unvollkommenen Märkten“ (z. B. unvollkommener Kapitalmarkt“) die Rede ist (vgl. Rudolph, 2006, S. 29).

tionsaktivitäten und die Informationsqualität einen elementaren Einfluss auf die Bewertung des Unternehmens und den Aktienkurs haben. Bassen, Basse Mama und Ramaj zufolge (2010) besteht hier „a negative (positive) association between corporate disclosure levels and the cost of equity capital (stock prices)“ (S. 53). Eine höhere Unternehmenstransparenz senkt das Informations- und Schätzrisiko der Kapitalgeber, stärkt das Vertrauen der Anleger und erhöht unterdessen die Attraktivität der Aktie für andere Investoren und Analysten. Dies wiederum bewirkt idealerweise eine Steigerung des Aktienumsatzes, der die Kapitalbasis des Unternehmens stärkt und zugleich dessen Liquiditätsrisiko senkt (vgl. Streuer, 2004, S. 27 ff.). Der Aktienkurs eines Unternehmens ist nach Fieseler et al. (2008, S. 326) demgemäß immer auch Ausdruck der Wertschätzung des Kapitalmarktes, da in ihn „Wahrnehmungen, Meinungen, Empfehlungen und Entscheidungen der Kapitalmarktteilnehmer [einfließen]“ (S. 326). Investor Relations können damit letztlich nicht nur eine Informationsvermittlungsfunktion, sondern auch eine Wertoptimierungsfunktion zugeschrieben werden (vgl. Huchzermeier, 2006, S. 27).

Als strategische Managementfunktion folgen IR dem übergeordneten Unternehmensziel der *kontinuierlichen und langfristigen Steigerung des Unternehmenswertes* (vgl. ebd., S. 28; Kirchhoff & Piwinger, 2014, S. 1083). Aus diesem Oberziel lassen sich wiederum einzelne Subziele ableiten, die in die *finanzwirtschaftlichen Ziele* und die *kommunikationspolitischen Ziele* unterschieden werden. Zwischen den Unterzielen besteht ein wechselseitiger Zusammenhang. Laut Huchzermeier (2006, S. 28) befördern kommunikationspolitische Ziele zum einen den Vertrauensaufbau bei den Kapitalgebern, sodass insbesondere mögliche Krisen nicht zum sofortigen Kapitalabzug führen. Zum anderen sorgt gerade eine stabile Entwicklung des Aktienkurses für ein gestiegenes Vertrauen in die Unternehmensführung. Es existiert eine Vielzahl verschiedener Ausführungen zu den Zielsystemen der IR, die sich vor allem in ihrem Detailgrad unterscheiden. Tabelle 1 trägt die wesentlichen Ziele zusammen, die sicherlich um weitere ergänzt werden können. Aus den finanzwirtschaftlichen und kommunikationspolitischen Zielen können entsprechende *finanz-*

spezifische und kommunikationsspezifische Aufgaben abgeleitet werden (vgl. Huchzermeier, 2006, S. 21). Dabei sind erstere Aufgaben ebenso wichtig wie die kommunikationsbezogenen Aufgaben, damit die IR ihr vollständiges Wertschöpfungspotenzial freisetzen können; sie beziehen sich jedoch im Wesentlichen auf Finanzierungsmaßnahmen und sollen daher für die vorliegende Arbeit bewusst ausgeklammert werden. Dennoch bedarf es des Bewusstseins für diese Dimension der IR-Tätigkeit, vor allem weil jene Aufgaben Auswirkungen auf die kommunikationsbezogenen Aufgaben haben (vgl. ebd.). Die kommunikationsspezifischen Aufgaben können wiederum auf unterschiedliche Weise wahrgenommen werden: IR muss einerseits (1) *Informationstransparenz* herstellen und andererseits (2) auf einen langfristigen *Reputationsaufbau* hinwirken (vgl. Fieseler et al., 2008, S. 328 f.). Das Verständnis der IR als „reporting function“ (1) stellt die klassische Sichtweise auf die Kapitalmarktkommunikation dar (vgl. Hoffmann & Fieseler, 2012, S. 140). Zwar ist diese Aufgabe damit nicht weniger wichtig geworden, der Aufgabenfokus der IR hat sich mit den Jahren jedoch leicht verschoben. Angetrieben durch die Corporate Governance-Bewegung, die ein besseres Verständnis für die Beziehung zwischen dem Management und den Aktionären herbeiführte, wurde seither vor allem der Beziehungsdimension der IR-Arbeit (2) Aufmerksamkeit geschenkt (ebd.). Hoffmann und Fieseler (2012) halten dazu fest: „[O]rganizations wanting to bolster their market performance by winning over the financial community need to regard their financial communication, or investor relations (IR) function, as more than just a tool for financial reporting“ (S. 139). Die Beziehungspflege bzw. der Aufbau neuer Beziehungen ist zur zentralen Aufgabe der IR-Tätigkeit geworden, mit der die Akzeptanz und Kooperationsbereitschaft der Kapitalmarktteilnehmer mittels Kommunikation sichergestellt werden soll (vgl. ebd., S. 141). Gelingt es dem Unternehmen diese Reputation aufzubauen, so werden dadurch sowohl finanzielle als auch nichtfinanzielle Wirkungen freigesetzt. Neben der günstigeren Kapitalbeschaffung durch die Beseitigung der Unsicherheiten bei den Kapitalgebern steigen auch das Vertrauen und der Respekt der Akteure in das Unternehmen und seine Führungsorgane, weshalb sich die Investoren auch in Krisenzeiten tendenziell

FINANZWIRTSCHAFTLICHE ZIELE

Sicherstellung angemessener Unternehmensbewertung

Senkung der Kapitalkosten

stabile Entwicklung des Aktienkurses

Stabilität und Beeinflussung der Aktionärsstruktur

Zugang zu (globalen) Kapitalquellen sichern

Schutz vor feindlichen Übernahmen

KOMMUNIKATIONSPOLITISCHE ZIELE

Abbau von Informationsasymmetrien

Schaffung von Vertrauen bei Kapitalmarktakteuren

Steigerung des Bekanntheitsgrads und Images

wahren Unternehmenswert zeigen

Glaubwürdigkeit des Managements verbessern

Attraktivität für (neue) Mitarbeiter steigern

Tabelle 1: Zieldimensionen der Investor Relations

(Quelle: eigene Darstellung; in Anlehnung an Huchzermeier, 2006, S. 28; Kirchhoff, 2009, S. 38 ff.; PwC & Kirchhoff Consult, 2005, S. 12)

loyaler verhalten und im Unternehmen investiert bleiben (vgl. Wang, Berens, & van Reel, 2012, S. 201, 203; Fieseler et al., 2008, S. 329 f.). Im Gegenteil dazu führt eine negative Unternehmensreputation heute zu einem stärkeren Engagement und Bedürfnis der Investoren, in die Unternehmensstrategie und Geschäfte einzugreifen (vgl. ebd.). Die erfolgreiche Bewältigung der Aufgabe des Reputationsaufbaus durch die IR wird so zu einem wesentlichen Wettbewerbsvorteil (vgl. Wang et al., 2012, S. 203).

Die konkrete Umsetzung dieser Aufgaben vollzieht sich auf strategischer und operativer Ebene. Danach lassen sich nach Streuer (2004, S. 46 ff.) z. B. die (Fort-)Entwicklung der Kapitalmarktstory, die Analyse der Investorenstruktur und Bestimmung der Zielinvestoren, der Aufbau und die Pflege eines Kommunikationsnetzwerks oder die Konzeption einer „One Voice Policy“ als *strategische Aufgaben* benennen. Zur Sicherstellung des letzten Punktes wird die Aufstellung von Richtlinien empfohlen, die auf Ebene der Akteure (Kommunikatoren), Themen und Prozesse die Kommunikationszuständigkeiten regeln (vgl. ebd., S. 53). Die konkreten Aufgaben auf *operativer Ebene* unterscheidet Streuer (2004, S. 55 ff.) nach den Adressaten der Kommunikation. Dabei übernehmen die IR im Außenverhältnis zweierlei Aufgaben: Sie haben erstens die notwendigen Finanzinformationen für den Kapitalmarkt bereitzustellen (= „Outbound“) und zweitens Informationen über Kapitalmarktentwicklungen und -erwartungen zu beschaffen, um sie in das Unternehmen sowie die Strategie einfließen zu lassen (= „Inbound“).¹⁰² Darüber hinaus übernehmen die IR auch im Innenverhältnis wichtige Kommunikationsaufgaben: Einerseits müssen die IR die kapitalmarktrelevanten Informationen im Unternehmen zunächst beschaffen und entsprechend abstimmen. Andererseits fungieren IR-Manager gewissermaßen als interne Unterstützungsfunktion im Unternehmen; ihnen obliegen das Reporting an interne Adressaten sowie die interne Beratung, vor allem des Vorstandes, in Fragen des Kapitalmarktes. Jedoch bleiben diese Aufgaben nicht auf das Vorstandsgremium beschränkt. So haben Ernst & Young (2014, S. 13) herausgefunden, dass die IR auch den Aufsichtsrat mit entsprechenden Informationen versorgen und ihn in ihrer Funktion als Frühwarnsystem über kritische Themen und Entwicklungen in Kenntnis setzen. Mit 34 Prozent kommunizieren immerhin über ein Drittel der befragten 125 Unternehmen im monatlichen Rhythmus mit dem Aufsichtsrat, was wiederum zu 65 Prozent in schriftlicher Form stattfindet. Auch Köhler (2015, S. 343) identifiziert diese IR-Aufgabe anhand ihrer Experteninterviews, in denen „diverse IR-Leiter“ von DAX-Unternehmen eine Betreuung des Aufsichtsrates durch die IR bestätigen.

Investor Relations als strategische Managementfunktion können damit einen entscheidenden Wertschöpfungsbeitrag leisten. IR unterstützen die Realisierung *wirtschaftlicher Zielgrößen*, indem sie Wettbewerbsvorteile generieren und die Rentabilität und Liquidität durch eine Verbesserung der Kapitalbasis und -beschaffungsmöglichkeiten steigern. IR leisten gleichermaßen einen Beitrag zur Legitimation der Strategien des Unternehmens, da sie die Sicherung von Handlungsspielräumen und der „licence to operate“ unterstützen, indem sie immaterielle Werte wie Vertrauen und Reputation aufbauen und relevante Akteure auch langfristig an das Unternehmen binden.

3.2.3 Erwartungen des Kapitalmarktes

Während die Kommunikationsaufgaben der IR im Hinblick auf die internen Adressaten bereits ausgeführt wurden, soll nun ein vertiefender Blick auf die Zielgruppen der IR im Außenverhältnis geworfen werden. Dieser Blick verrät schnell, dass es sich dabei um ein Geflecht aus einer Vielzahl *heterogener Bezugsgruppen* handelt, die unterschiedliche Informationsbedürfnisse und Erwartungen an die IR haben und dennoch „gleichermaßen zufrieden stellend zu informieren sind“ (Kirchhoff & Piwinger, 2014, S. 1088; vgl. Zerfuß et al., 2012, S. 5).

3.2.3.1 Divergierende Informationsbedürfnisse der Financial Community

Die Gesamtheit der für die IR relevanten Bezugsgruppen wird unter dem Begriff der „Financial Community“ (FC) zusammengeführt, mit dem „alle Personen, die im Rahmen einer Kapitalmarkttransaktion ein berechtigtes Interesse an den Unternehmensinformationen haben“ (Huchzermeier, 2006, S. 3), bezeichnet werden. Kirchhoff und Piwinger (2014, S. 1086) ergänzen dazu, dass die Mitglieder der FC in wechselseitigen Beziehungen zueinander stehen und sich gegenseitig beeinflussen können. „Diese Abhängigkeiten bewirken eine Dynamik innerhalb des Kommunikationsprozesses“ (ebd.) und sind von den IR entsprechend zu berücksichtigen. Die Mitglieder der FC können unterschieden werden in die *primären Zielgruppen* und die *Multiplikatoren*, die nachfolgend als *sekundäre Zielgruppen* bezeichnet werden (vgl. Achleitner et al., 2008, S. 271). Die Heterogenität der Bezugsgruppen zeigt sich spätestens in der weiteren Differenzierung, die für die primären und sekundären Zielgruppen vorgenommen werden kann und nun kurz vorgestellt wird.

Mit den *primären Zielgruppen* werden die unmittelbaren Kapitalgeber des Unternehmens bezeichnet, die sich aus den *institutionellen Investoren* und den *privaten Investoren* zusammensetzen.¹⁰³ Eine elementare Voraussetzung für eine optimale Informationsversorgung und Beziehungsarbeit durch die IR ist die

¹⁰² Eine Konkretisierung der Aufgaben der Investor Relations im Außenverhältnis erfolgt im nachfolgenden Kap. 3.2.3.

¹⁰³ Es existieren noch weitere Möglichkeiten zur Klassifikation der Investoren. Üblich ist auch eine Unterscheidung in aktuelle und potenzielle Investoren (vgl. z. B. Huchzermeier, 2006, S. 20). Auch diese Dimension soll in der vorliegenden Arbeit stets mitgedacht werden, ohne dass sie explizit Erwähnung findet.

Kenntnis der *Aktionärsstruktur* des eigenen Unternehmens, die Aufschluss darüber gibt, in welchem Verhältnis institutionelle und private Aktionäre Anteile am Unternehmen halten (vgl. PwC & Kirchhoff Consult, 2005, S. 29). Laut Theisen und Werner (2010, S. 22) hat sich die Aktionärsstruktur deutscher börsennotierter Kapitalgesellschaften in den letzten Jahren stark gewandelt. Ausdruck dessen sei auch die starke und häufig sehr einseitige Konzentration der IR-Tätigkeiten auf die *institutionellen Investoren* (vgl. ebd.). Die Dominanz dieser Investorenform bestätigt sich auch in einer aktuellen Studie der Ipreo und des DIRK (2014, S. 4), mit der erstmalig die Aktionärsstruktur der deutschen DAX30-Emittenten ermittelt wurde. Dabei stellte sich heraus, dass von dem in Streubesitz¹⁰⁴ befindlichen Aktien mit 63 Prozent über die Hälfte der Wertpapiere von institutionellen Investoren gehalten werden, dagegen nur 15 Prozent von privaten Anlegern.¹⁰⁵ Darüber hinaus stammen eine Vielzahl der institutionellen Investoren aus dem Ausland (77,1 %), vor allem aus Nordamerika (32 % aller Investoren). Zu der Gruppe der institutionellen Investoren (auch: „Buy-Side“) gehören alle Unternehmen, die das Vermögen Dritter verwalten und als eine „Sammelstelle für Kapital“ über große Anlagevolumina verfügen (vgl. Wendt, 2005, S. 417; Achleitner et al., 2008, S. 272). Darunter zu zählen sind bspw. Kapitalanlagegesellschaften, Versicherungen, Investmentfonds und Pensionskassen, die von professionellen Portfolio-Managern betreut werden. Ihre Aufgabe besteht darin, das Vermögen ihrer Kapitalgeber „stärker zu steigern als der vereinbarte Vergleichsmaßstab (Benchmark)“ (Wendt, 2005, S. 418; vgl. Achleitner et al., 2008, S. 272.; Huchzermeier, 2006, S. 77). Obwohl die Anzahl der institutionellen Investoren vergleichsweise gering ist, verfügen sie über das größte Anlagekapital pro Kopf (vgl. Kirchhoff & Piwinger, 2014, S. 1087). So ist es nicht verwunderlich, dass diese kleine, aber bedeutsame Aktionärsgruppe traditionell im Fokus der Investor Relations-Manager steht (vgl. ebd.; Wendt, 2005, S. 417). Wie bereits dargelegt wurde, hat sich diese Tendenz in den letzten Jahren noch weiter verstärkt. Das Thema der Corporate Governance wurde und wird noch heute vor allem durch jene Investoren getrieben (vgl. Laskin, 2010, S. 613; Faber, 2009, S. 220). „Mit dem Relevanzzuwachs stiegen auch die Einflussmöglichkeiten institutioneller Anleger auf die Unternehmensführung und -kontrolle“ (Dietrich, 2014, S. 1). Die Suche nach einer möglichst hohen Rendite äußert sich zugleich in dem hohen Informationsbedürfnis der institutionellen Investoren (vgl. Huchzermeier, 2006, S. 78). Dabei greifen die Portfolio-Manager auf verschiedene Informationsquellen zurück, zu denen auch die Zeitung, das Internet, professionelle Nachrichtendienste wie Bloomberg oder Reuters und Analystenberichte gehören (vgl. Wendt, 2005, S. 419). Darüber hinaus formulieren sie vermehrt konkrete Erwartungen an die direkte und persönliche Interaktion mit dem Top-Management (v. a.

CEO und CFO) und weiteren wichtigen Entscheidungsträgern (vgl. ebd., S. 420 ff.; Bassen, 2002).¹⁰⁶ Häufig verlangen sie nicht nur den jederzeitigen Zugriff auf eben jene Gesprächspartner – „they also want to be heard“ (Laskin, 2010, S. 614) und versuchen, ihre Ideen und Expertise in die Unternehmensführung und -strategien einfließen lassen, um die Performance des Unternehmens zu optimieren (vgl. ebd.). Als Resultat ihres Einflusspotenzials und ihrer Bedeutung für den Unternehmenserfolg pflegen die Unternehmen in aller Regel einen engen Kontakt zu den institutionellen Investoren. Überdies „[kann] [d]ie Anlageentscheidung institutioneller Investoren Signalwirkung für private Investoren haben“ (Kirchhoff & Piwinger, 2014, S. 1087). Auch diese Wirkungsdimension gilt es in der täglichen IR-Arbeit zu berücksichtigen. Die *privaten Investoren*, als zahlenmäßig größte Investorengruppe, stellen eine stark heterogene Zielgruppe der IR dar (vgl. ebd., S. 1086). Dabei lassen sich eine Reihe unterschiedlicher ‚Subgruppen‘, wie bspw. die Belegschaftsaktionäre oder die sogenannten „VIP-Privatanleger“ (vgl. Vollbrecht, 2004, S. 294 f.), und verschiedene Anlegertypen differenzieren (vgl. Zerfaß et al., 2012). Dass die privaten Anleger von den IR häufig vernachlässigt werden, ist nur schwer zu verstehen angesichts ihrer Bedeutung für das Unternehmen (vgl. ebd., S. 5). Im Gegensatz zu institutionellen Investoren stehen sie nicht unter einem derart starken Performancedruck. Sie sind loyaler und halten dem Unternehmen meist auch in Krisenzeiten die Treue (vgl. Kirchhoff & Piwinger, 2014, S. 1086 f.). Private Investoren sorgen damit nicht unwesentlich für die Verstetigung des Aktienkurses und bilden gewissermaßen „das gesunde Finanzfundament“ (Achleitner et al., 2008, S. 273) des Unternehmens (vgl. Hocker, 2009, S. 469; Vollbrecht, 2004, S. 295). Eine Ursache für die stiefmütterliche Behandlung liegt sicherlich auch in der schweren Identifizier- und Erreichbarkeit privater Aktionäre (vgl. ebd., S. 296), die einen persönlichen Beziehungsaufbau erschwert und einen Rückgriff auf unpersönliche Kommunikationsinstrumente nahelegt. Dies trifft im Grunde auch die Informationsbedürfnisse der privaten Investoren, die insbesondere unpersönliche bzw. indirekte Kommunikationswege wie bspw. Presseveröffentlichungen, die Unternehmenswebsite, Medien- und Quartals-/Geschäftsberichte sowie vereinzelt auch Analystenberichte nutzen, um sich über ein Investmentobjekt zu informieren (vgl. Zerfaß et al., 2012, S. 59; Theisen & Werner, 2010, S. 22; Vollbrecht, 2004, S. 297). Für die Kommunikation mit den privaten Anlegern eignen sich daher vor allem die mediale Kommunikation und die Website. Eine direkte und persönliche Beziehungspflege zu dieser Investorengruppe ist wie erwähnt nur sehr beschränkt möglich, z. B. im Rahmen der HV, von Messen oder Aktionärsforen (vgl. ebd., S. 297). Ein wichtiger ‚Touchpoint‘ sind auch organisierte Aktionärsvereinigungen, wie die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V. (DSW), die „[sich] [a]

¹⁰⁴ Als Streubesitz (auch: Freefloat) wird der „Anteil der frei handelbaren Aktien einer AG“ bezeichnet“ (Büschgen, 2012, S. 965). Es ist zugleich ein Ausdruck dafür, dass „sich die Aktien der AG oder ein Teil davon im Besitz vieler Aktionäre befinden“ (ebd.).

¹⁰⁵ So befinden sich z. B. bei der Deutschen Post AG 79 Prozent der Aktien im Streubesitz. Davon halten institutionelle Investoren 65,5 Prozent der Wertpapiere, Privatanleger nur 13,4 Prozent (vgl. Deutsche Post AG, 2015).

¹⁰⁶ Laut Achleitner et al. (2008) führen Fondsmanager bis zu 150 Unternehmensgespräche pro Jahr.

ls Sprachrohr und Interessenvertreter der Privatanleger positionieren“ (ebd., S. 299) und als Schnittstelle zwischen Unternehmen und Privataktionären fungieren können.

Eine immer wieder kritische Größe in der Ansprache der primären Zielgruppen ist die Sicherstellung der Gleichbehandlung *aller* Aktionäre. Dabei geht es nicht darum, den privaten Investoren nun auch den persönlichen Zugang zum Management zu bieten oder die Bindung zu jenen Investoren ähnlich zu jener der institutionellen Investoren zu intensivieren. Die Ansprache der Investoren kann und muss auf teilweise ganz unterschiedlichen Wegen stattfinden. Die Herausforderung besteht vielmehr darin, „die privaten Anleger genauso schnell und ausführlich mit Informationen zu versorgen wie professionelle Marktteilnehmer“ (Hocker, 2009, S. 469).

Hier zeigt sich auch die Relevanz der *Multiplikatoren* bzw. *sekundären Zielgruppen* für die IR, die als Bindeglied zwischen den primären Zielgruppen und dem Unternehmen fungieren und zu denen in erster Linie die Finanz- und Wirtschaftsjournalisten sowie die Analysten zu zählen sind (vgl. Achleitner et al., 2008, S. 273). Weitere Multiplikatoren sind bspw. Ratingagenturen (vgl. Everling, 2004) und Anlageberater (vgl. Huchzermeier, 2006, S. 79). In ihrer Rolle als „Informationsintermediäre“ (von Rosen & Gerke, 2001, S. 9) verbessern sie „die informationellen Entscheidungsgrundlagen der Investoren und erhöhen somit die Informationseffizienz des Kapitalmarktes“ (Huchzermeier, 2006, S. 73). Der Kommunikation der Multiplikatoren kommen damit „Verstärkereffekte“ zu, da sie immer auch auf die unmittelbaren Zielgruppen der Investoren zurückwirkt (vgl. Kirchhoff & Piwinger, 2014, S. 1087). Ebenfalls elementar ist ein Bewusstsein für das Zusammenspiel unter den Multiplikatoren, insbesondere zwischen den Finanz- und Wirtschaftsjournalisten und den Analysten. Laut Fieseler et al. (2008, S. 335) kommt es zu einer „Informationsdiffusion“ zwischen den Akteuren. Als Beispiel führen die Autoren an, dass Journalisten einerseits mit Hilfe von Analyseberichten Anlagetipps abgeben und sich Analysten andererseits aus den Finanzmedien informieren (vgl. Achleitner et al., 2008, S. 273). Aus Sicht der IR liegt das besondere Potenzial der Wirtschafts- und Finanzmedien vor allem in der Möglichkeit, das Problem der informationellen Gleichbehandlung leicht, schnell und kostengünstig zu überwinden (vgl. Huchzermeier, 2006, S. 75 f.). Als Chance und auch als Risiko können die zunehmenden Personalisierungstendenzen im Wirtschafts- und Finanzjournalismus betrachtet werden, mit denen die Akteure der Unternehmensführung immer stärker in den Fokus rücken (vgl. Mast & Sprachmann, 2014, S. 264). Auch Analysten¹⁰⁷ nehmen qualitative Faktoren, wie bspw. die Fähig- und Fertigkeiten des Managements vermehrt in den Blick; ihre Aufga-

be besteht nicht zuletzt auch darin, „die oft als weich bezeichneten Faktoren, die den Erfolg oder Misserfolg eines Unternehmens ausmachen, zu eruieren, zu evaluieren und in Zusammenhang mit den Finanzinformationen eines Unternehmens zu stellen“ (Frank, 2004, S. 308).

3.2.3.2 Bedeutung qualitativer Faktoren

In Annäherung an konkrete Inhalte und Themen der Kommunikation mit dem Kapitalmarkt empfiehlt sich eine Unterscheidung relevanter Unternehmensinformationen in *quantitative* und *„weiche“* bzw. *qualitative Faktoren* (vgl. Fieseler et al., 2008). Allein mit Blick auf die Publizitätspflichten fällt auf, welche Rolle den quantitativen Faktoren zukommt. Die Jahres- und Quartalsberichte enthalten eine Vielzahl quantitativer Informationen, wozu neben allgemeinen Informationen zum Unternehmensumfeld und Finanzdaten auch wichtige Kennzahlen und Prognosen zur gegenwärtigen und zukünftigen Geschäftstätigkeit gehören (vgl. Achleitner et al., 2008, S. 274). Zunehmend wichtiger für die Wahrnehmung des Unternehmens am Kapitalmarkt werden hingegen die qualitativen Faktoren. Sie liefern über die Finanzinformationen hinausgehende Daten zur Unternehmenssituation und zukünftigen Entwicklung und verbessern somit die Entscheidungsbasis der Anspruchsgruppen (vgl. DIRK, 2007, S. 7). Die Universität St. Gallen führte dazu in Zusammenarbeit mit dem DIRK (2007) eine der bislang umfangreichsten Untersuchungen¹⁰⁸ durch, die die Identifizierung relevanter qualitativer Faktoren im Blick hatte und mit der die Autoren auch empirisch belegen, dass die Kommunikation rein quantitativer Faktoren längst nicht mehr ausreicht, um die Kapitalmarktakteure vom Unternehmenswert nachhaltig überzeugen zu können. Dabei wurde die „Qualität des Managements“ als bedeutendster Faktor ermittelt. Unternehmerisches Handeln wird den Autoren zufolge erst über die handelnden Personen erfahrbar. Um diese Personen ausreichend beurteilen zu können, verlangen die Kapitalmarktteilnehmer vom Management eine jederzeitige Dialogbereitschaft. Außerdem betonen sie die Bedeutung der „kommunikativen oder Präsentationsfähigkeiten eines Managements“ (Vater, Meckel, Fieseler, & Hoffmann, 2008, S. 2607). Weitere relevante weiche Faktoren sind der Studie zufolge die „Unternehmenskommunikation“ gefolgt von der „Strategie“ und der „Corporate Governance“. Im Zusammenhang mit der CG zeigte sich zudem, dass „auch die Qualität der Aufsichtsratsgremien einen Einfluss auf die Unternehmenswahrnehmung am Kapitalmarkt“ (DIRK, 2007, S. 25) hat. Besonders gefragt sind Informationen zur Qualifikation, zum Werdegang, zu den Kompetenzen und zu den personellen Verflechtungen der Aufsichtsratsmitglieder (vgl. ebd.). Die Relevanz der qualitativen Unternehmensfaktoren, gar als „leading indicators“ (Fieseler et al., 2008, S. 327), wird zunehmend erkannt. Damit „kommt die Kapital-

¹⁰⁷ Die Zielgruppe der Analysten lässt sich abermals differenzieren in die „Sell-Side-Analysten“ (i. d. R. für Banken und unabhängige Researchhäuser tätig) und die „Buy-Side-Analysten“ (eigene Analysten der institutionellen Investoren). Auf eine detailliertere Charakterisierung muss an dieser Stelle verzichtet werden. Vgl. dazu vertiefend Achleitner et al. (2008, S. 273), Frank (2004) und Gohlke, Schiereck, & Tunder (2007).

¹⁰⁸ Für die Studie „Corporate Perception on Capital Markets“ befragte das Projektteam um Prof. Miriam Meckel 200 Analysten und institutionelle Investoren, auf welcher Grundlage sie ihre Analysen und Investitionsentscheidungen aufbauen. Hierzu identifizierten die Forscher sieben Kategorien qualitativer Erfolgsfaktoren (vgl. DIRK, 2007).

marktcommunication den gestiegenen Informationsbedürfnissen ihrer Zielgruppen nach“ und „verbessert so die Beziehung des Unternehmens zu den Kapitalmarktteilnehmern“ (ebd., S. 329).

3.2.3.3 Bedeutung persönlicher Ansprache

In den vergangenen Ausführungen zu den Informationsbedürfnissen und Erwartungen der Zielgruppen an die Kommunikation des Unternehmens sollte bereits deutlich geworden sein, dass „Investor Relations in *hohem Maße persönliche Kommunikation* [sind]“ (Kirchhoff & Piwinger, 2014, S. 1086, Herv. i. O.). Des Weiteren bieten persönliche Maßnahmen den entscheidenden Vorteil, eventuelle Rückfragen und Bedenken unmittelbar klären zu können. Dennoch soll auch auf die ‚Risiken‘ dieser Art der Kommunikation hingewiesen werden. Sowohl der IR-Manager als auch das Management absolvieren insbesondere in der persönlichen Kommunikation immer auch einen Balanceakt zwischen Transparenz und Regularien, bei der zentrale Grundsätze wie die Verschwiegenheits- und Geheimhaltungspflicht unter keinen Umständen verletzt werden dürfen (vgl. Chandler, 2014, S. 169). Persönliche Instrumente sind aufgrund ihres dialogischen Charakters in der Kommunikation mit dem Kapitalmarkt zwar insgesamt wirkungsvoller, bergen aber zugleich größere Risiken. Zu den persönlichen Instrumenten zählen die Hauptversammlung, Roadshows, Einzel- und Roundtable-Gespräche, Capital Market Days, Analystentref-

fen und -konferenzen, Telefon- und Pressekonferenzen sowie Firmenbesichtigungen und Messen (vgl. Kirchhoff & Piwinger, 2014, S. 1096). Im Rückblick auf die Ansprache vor allem auch privater Investoren dürfen auch die unpersönlichen Maßnahmen nicht vergessen werden, zu denen bspw. der Geschäftsbericht, als sicherlich wichtigstes Instrument, Aktionärsbriefe und -zeitschriften, Pressemitteilungen, Factbooks und die (IR-)Website des Unternehmens gehören (vgl. ebd., S. 1095).¹⁰⁹

Damit ist die Charakterisierung der Kapitalmarktcommunication, die als wichtige Grundlage für die Einbettung des Aufsichtsrates in die Kommunikation mit dem Kapitalmarkt fungiert, abgeschlossen. Abbildung 4 verdichtet die gewonnenen Erkenntnisse in einem Bezugsrahmen. Auf der **Akteursebene** werden mögliche Kapitalmarktcommunicatoren sowie unterstützende Einheiten dargestellt. Darüber hinaus werden die wesentlichen, von den zentralen Kapitalmarktcommunicatoren des Vorstandes und den IR bzw. der UK ausgehenden Informations- und Kommunikationsaufgaben aufgezeigt. Auf der **Umsetzungsebene** wird abgebildet, welche Zielgruppen die Kommunikatoren mit Hilfe welcher Inhalte/Themen und welcher Instrumente zu erreichen versuchen. Auf der **Zielebene** werden in abstrahierter Form die Subzielkategorien der Kapitalmarktcommunication dargestellt, die auf die Erfüllung des übergeordneten Unternehmensziels ausgerichtet sind.

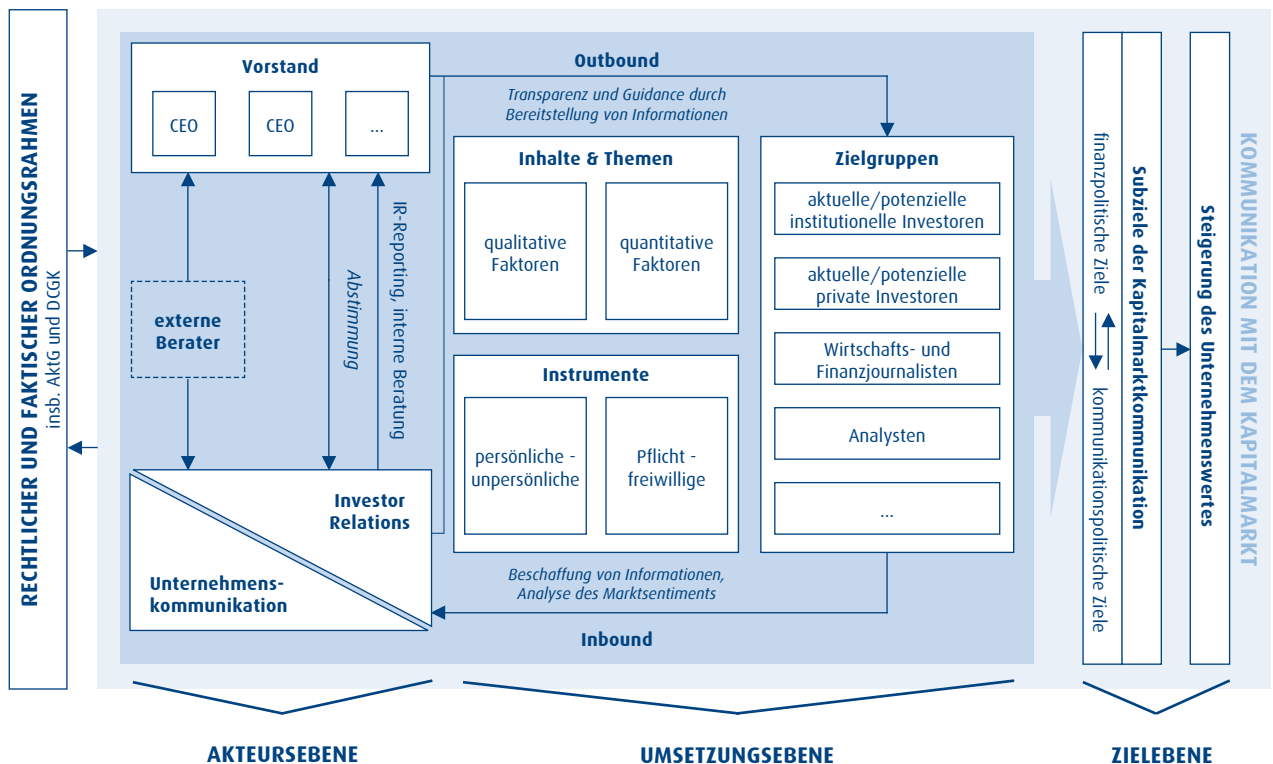


Abbildung 4: Bezugsrahmen der Kapitalmarktcommunication (Quelle: eigene Darstellung)

¹⁰⁹ Auch an dieser Stelle sei an eine die Unterscheidungsmöglichkeit der IR-Instrumente in Pflichtmaßnahmen und freiwillige Maßnahmen erinnert.

3.3 Strategische Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt

Nachdem in Kapitel 2 die Kommunikationsdimensionen der Aufsichtsratsarbeit aufgezeigt wurden und die Kapitalmarktkommunikation als relevanter Kommunikationsbereich der Aufsichtsratskommunikation identifiziert wurde, ist abschließend zu klären, inwieweit die Aufsichtsratskommunikation in den Handlungsrahmen der ‚klassischen‘ Kapitalmarktkommunikation¹¹⁰ eingebettet werden kann und wie eine Ausgestaltung dieser aussehen muss, damit die Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt einen konkreten Wertschöpfungsbeitrag leisten kann.

3.3.1 Verbindungslinien: Kapitalmarktkommunikation durch den Aufsichtsrat

Für eine Annäherung an den finalen Bezugsrahmen der strategischen Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt wird der für die ‚klassische‘ Kapitalmarktkommunikation entwickelte Bezugsrahmen (s. Abbildung 4, S. 57) herangezogen werden. Die nun folgende Beschreibung orientiert sich daher an den zuvor dargestellten Ebenen. In diesem Zusammenhang sei nochmals betont, dass mit einer solchen Darstellung keineswegs vorgeschlagen werden soll, die Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt als Erfolgsgarant zu interpretieren. Schon gar nicht soll sie zu einer unreflektierten Durchführung der Aufsichtsratskommunikation oder Übernahme der Gestaltungsvorschläge motivieren. Es geht vielmehr um ein Abstecken des Handlungsrahmens, der vor dem Hintergrund der bereits identifizierten rechtlichen Grenzen und insbesondere des strengen Gebots, die Kommunikation des Aufsichtsrates stets aufgaben-, unternehmens- und personenbezogen abzuwägen, in seiner Anwendung immer kritisch bewertet werden muss.

Akteursebene

Der Aufsichtsrat, der als formeller Unternehmenskommunikator definiert wurde, nimmt in der Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt eine zentrale Rolle ein, jedoch immer *nur dann*, wenn in seinem Kompetenzbereich liegende Themen zur Debatte stehen. Diese Annahme muss für das Aufsichtsratsgremium als korporativen Kommunikator, das sich aus mehreren Personen zusammensetzt, gleichwohl differenziert betrachtet werden: So sollte der Aufsichtsrat als Kollegialorgan zwar gemeinschaftlich an der Ausrichtung der Kommunikationsaktivitäten und auch an der Erstellung entsprechender Kommunikationsinstrumente sowie -materialien (z. B. des Überwachungsberichts) beteiligt sein. Ist der Aufsichtsrat jedoch als Sprecher nach außen gefordert, so lautet die Empfehlung, lediglich den Aufsichtsratsvorsitzenden als personalen Kommunikator für diese Rolle einzusetzen, um eine aufsichtsratsinterne „One Voice Policy“ sicherstellen zu kön-

nen. Um diesen gestiegenen Kommunikationserfordernissen im Kapitalmarkt Rechnung tragen zu können, sollte der Aufsichtsrat, insbesondere aber sein Vorsitzender, über entsprechende kommunikative Kompetenzen verfügen. Wenn Aufsichtsratskommunikation als strategische Praktik begriffen werden soll, geht es hierbei um weit mehr als repräsentative Fertigkeiten. Aufsichtsratsvorsitzende verfügen idealerweise über Wissen zur strategischen Kommunikation, das sowohl IR-spezifisches als auch Unternehmenskommunikations-spezifisches Wissen einschließt (s. Kap. 2.4.2). In den vergangenen Ausführungen sollte ebenso deutlich geworden sein, dass gerade im Hinblick auf das Zusammenspiel zwischen dem Aufsichtsrat und den klassischen Akteuren der Kapitalmarktkommunikation ein hoher Regelungsbedarf besteht. Elementar ist dabei die Abstimmung mit dem Vorstand als eigentlichen Kommunikationspartner des Kapitalmarktes, um eine möglichst gute Abgrenzung zwischen der Kommunikation des Vorstandes und der des Aufsichtsrates gewährleisten zu können. Eine klare Kommunikationsordnung wurde von einigen Autoren als hilfreiches Instrument zur Abgrenzung empfohlen. Dabei wird vermutet, dass diese Abstimmungsprozesse sowohl auf einer inhaltlichen als auch einer organisatorischen Ebene stattfinden müssen. Auf *inhaltlicher Ebene* scheint eine Abgrenzung über Themen sinnvoll, die aus den unterschiedlichen Kompetenzbereichen der Gremien abzuleiten sind. Eine derartige Abgrenzung ist keineswegs gleichzusetzen mit einer voneinander losgelösten Kommunikation. Vorstands- und Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt folgen vielmehr dem Prinzip einer „Many Voices One Message Policy“ (Ehrhart, 2014, S. 1343) und sind miteinander abzustimmen. Der Aufsichtsrat ist Sparringspartner des Vorstandes, auch im Bezug auf die Kommunikation, so kann er diesen z. B. im Rahmen gemeinsamer Gespräche mit Investoren unterstützen oder im Falle einer Krise den Rücken stärken, jedoch immer vor dem Hintergrund der abgegrenzten Themenbereiche und der Anerkennung der Kommunikationshoheit des Vorstandes. Auf *organisatorischer Ebene* ist die Frage der Abgrenzung vor allem dahingehend zu klären, welche die Kommunikation unterstützenden oder koordinierenden Einheiten der Aufsichtsrat bemühen kann und darf. Damit wird insbesondere auf die Rolle der Fachabteilungen für Investor Relations und Unternehmenskommunikation angespielt, die in ihrer originären Funktion für die klassische, dem Vorstand zugeordnete Kapitalmarktkommunikation verantwortlich zeichnen. Dennoch kann die IR-Abteilung verschiedene *unterstützende* Aufgaben für den Aufsichtsrat übernehmen, ohne dabei das Trennungsprinzip zwischen Vorstand(-skommunikation) und Aufsichtsrat(-skommunikation) zu verletzen: Die IR können Informationsgeber sein, indem sie dem Aufsichtsrat Informationen über den Kapitalmarkt sowie über die Erwartungen der Kapitalmarktteilnehmer zur Verfügung

¹¹⁰ Als ‚klassische‘ Kapitalmarktkommunikation und ‚klassische‘ Akteure der Kapitalmarktkommunikation werden hier der Vorstand sowie die entsprechenden Managementtools, sprich die Abteilungen der Investor Relations und Unternehmenskommunikation bezeichnet.

stellen. Des Weiteren agieren die IR *über den Vorstand*, der zur Informationsversorgung des Aufsichtsrates gesetzlich verpflichtet ist, als Frühwarnsystem für erfolgsrelevante Entwicklungen im Kapitalmarktumfeld. Außerdem übernehmen die IR auch die Rolle eines Moderators, insbesondere dann, wenn der Aufsichtsrat über persönliche Kommunikationsinstrumente an die Financial Community herantritt. Für die Abteilung der Unternehmenskommunikation können vorerst keine vertiefenden Ausführungen getätigt werden. Jedoch wäre nach Auffassung der Autorin bspw. denkbar, dass der Leiter UK eine zentrale Rolle als Schnittstelle zwischen Aufsichtsrat und den restlichen Kommunikationsfachkräften einnimmt. Dabei wird vermutet, dass die UK z. B. bei Medienanfragen oder anderen Anfragen aus dem gesellschaftspolitischen und Organisationsumfeld eine koordinierende Funktion innehat, damit aber auch weniger relevant für die Kapitalmarktkommunikation des Aufsichtsrates ist. Schließlich sei auch an dieser Stelle noch einmal darauf hingewiesen, dass die Aufgabenverteilung nicht zuletzt von der organisatorischen Anbindung der Abteilungen der Investor Relations und Unternehmenskommunikation im betreffenden Unternehmen abhängig sein wird (s. Kap. 3.2.1). Wie weit die Unterstützung des Aufsichtsrates durch jene Abteilungen praktisch gehen kann, ist daher immer unternehmensindividuell abzuklären. Doch gerade im Hinblick auf die Vermeidung kommunikativer Diskrepanzen erscheint die *Koordination* mit der „Vorstands-Kapitalmarktkommunikation“ und die Einbeziehung der genannten Abteilungen ratsam. Weitere unterstützende und koordinierende Funktionen im Hinblick auf die Kommunikationsaktivitäten des Aufsichtsrates können bei unternehmensinternen Akteuren, wie dem Aufsichtsratsbüro sowie bei unternehmensexternen Akteuren im Sinne externer Berater liegen.

Umsetzungsebene

Auch für die Ebene der Umsetzung der Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt können bereits detaillierte Aussagen getroffen werden. Dabei konnten für die *Themen- bzw. Inhaltsebene* bereits konkrete Themen identifiziert werden, die für die Aufsichtsratskommunikation im Allgemeinen, aber auch für die Kommunikation mit dem Kapitalmarkt im Speziellen relevant sind (s. Kap. 2.4): (1) Dazu gehört die Kommunikation über die mit der Überwachungsaufgabe in Zusammenhang stehenden Inhalte. Beispielfhaft soll hier noch einmal der Überwachungsbericht erwähnt werden. Dieser macht als Teil des Aufsichtsratsberichts z. B. Angaben zu: Zahl und Turnus der Aufsichtsratssitzungen, Bildung und Besetzung von Aufsichtsratsausschüssen einschließlich deren Aufgaben und Sitzungsfrequenz sowie zum Katalog zustimmungspflichtiger Geschäfte. Auch aus der Personalkompetenz des Aufsichtsrates, die als Teil der Überwachungsaufgabe begriffen wurde, erwachsen kapitalmarktrelevante Themen. Die

Vorstandsbesetzung und -vergütung stellt für den Kapitalmarkt ein wichtiges Beurteilungskriterium dar, das gerade im Hinblick auf die Aspekte einer guten Corporate Governance zu einem immer bedeutenderen Anlagekriterium für Investoren geworden ist. Damit ist bereits ein nächster wichtiger Themenbereich angesprochen. (2) Die Kommunikation zur Corporate Governance des Unternehmens ist auch durch den Aufsichtsrat selbst, als Teil der Unternehmensführung und Repräsentant des Unternehmens, entsprechend mitzutragen. Auch die Kommunikation zur Qualität des Aufsichtsrates und zu den im Aufsichtsrat vorhandenen Kompetenzen liegt in diesem Themenspektrum und stellt eine Dimension der Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt dar. Grundsätzlich soll damit festgehalten werden, dass sich die Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt in dem thematischen Schnittbereich zwischen Überwachung und Corporate Governance bewegt, aus dem eine breite Palette an Inhalten hervorgeht und das sowohl die Kommunikation quantitativer als auch qualitativer Unternehmensinformationen einschließt. Vor allem aber bedient die Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt eine Vielzahl qualitativer Faktoren, indem sie bspw. Nachweise über die Qualität der Unternehmensführung durch Vorstand und Aufsichtsrat erbringt. Auch die Aufsichtsratskommunikation leistet damit einen entscheidenden Beitrag zur Erfüllung der Erwartungen und Bedürfnisse der Kapitalmarktakteure.

Des Weiteren konnten im Verlauf dieser Arbeit bereits eine Reihe von Kommunikationsinstrumenten identifiziert werden, die in der Aufsichtsratskommunikation zur Anwendung kommen und auch für die Kommunikation mit dem Kapitalmarkt relevant sind. Auf *Instrumentenebene* lässt sich daher, äquivalent zur klassischen Kapitalmarktkommunikation, eine Differenzierung zwischen Pflichtmaßnahmen und freiwilligen Maßnahmen festhalten. Dabei bedient sich die Aufsichtsratskommunikation einer Vielzahl unpersönlicher Kommunikationsinstrumente. Beispiele dafür sind der Aufsichtsratsbericht und der Corporate Governance-Bericht. Im Rückgriff auf persönliche Instrumente zeigen sich Praxis und Gesetzgebung bislang eher zurückhaltend. So bleibt die Hauptversammlung häufig die einzige Plattform zur persönlichen Interaktion zwischen Aktionären und Aufsichtsrat. Dabei scheint diese Dimension zunehmend wichtiger zu werden, da eine Reihe vor allem institutioneller Investoren diese persönlichen Kommunikationsformen zunehmend vom Aufsichtsrat einfordert.¹¹¹

Hieraus ergibt sich auch eine enge Verknüpfung zu der *Zielgruppenebene* der Aufsichtsratskommunikation im Kapitalmarkt. Primäre Adressaten der Aufsichtsratskommunikation, und dies zeigte sich insbesondere bei der Überwachungsberichterstattung, sind die Investoren eines Unternehmens. Als Agent der Kapitalgeber

¹¹¹ Solche Forderungen bzw. Erwartungen zeigen, dass sich auch der Aufsichtsrat zunehmend mit dem Problem der Gleichbehandlung aller Aktionäre konfrontiert sieht. Er hat sich demnach nicht nur die Frage zu stellen, ob er diesen Forderungen entgegen will, sondern auch wie er sie zu erfüllen vermag, ohne eine bestimmte Aktionärsgruppe zu bevorzugen.

besteht die Aufgabe des Aufsichtsrates darin, den Investoren mit seinen Kommunikationsaktivitäten eine bessere Entscheidungsgrundlage bereitzustellen und so insgesamt zur Transparenz im Kapitalmarkt beizutragen. Dies kann sowohl auf persönlichem als auch unpersönlichem Wege geschehen und betrifft in erster Linie aktuelle private und institutionelle Investoren. Doch auch die restliche Financial Community, zu denen potenzielle Investoren und die Multiplikatoren wie Wirtschafts- und Finanzjournalisten und Analysten zu zählen sind, können als Zielgruppen der Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt angenommen werden.

3.3.2 Beitrag einer strategischen Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt

Die Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt lässt sich nicht nur auf Akteurs- und Umsetzungsebene in den Handlungsrahmen der klassischen Kapitalmarktkommunikation integrieren. Auch auf **Zielebene** finden sich wichtige Verknüpfungspunkte. Im Rückbezug auf die dargelegten *Aufgaben* und Ziele (s. Kap. 3.2.2) wird schnell deutlich, dass auch der Aufsichtsrat mit seinen Kommunikationsaktivitäten eine nicht zu unterschätzende Rolle in der Kommunikation mit dem Kapitalmarkt spielen kann.

Zum einen übernimmt der Aufsichtsrat folgende zentrale Aufgaben der Kapitalmarktkommunikation: Die Herstellung von Informationstransparenz erfüllt er in erster Linie durch die Überwachungs- und Corporate Governance-Berichterstattung. Des Weiteren ist der Aufsichtsrat als Repräsentant des Unternehmens am langfristigen Reputationsaufbau des Unternehmens beteiligt. Die Krisen und Unternehmenszusammenbrüche und die darauf folgende Corporate Governance-Bewegung haben die Beziehungsdimension in der Kapitalmarktkommunikation und die Rolle des Aufsichtsrates insgesamt wieder stärker in den Fokus gerückt.

Zum anderen leistet der Aufsichtsrat mit der Erfüllung dieser Aufgaben einen elementaren Beitrag zur Realisierung der für die Kapitalmarktkommunikation identifizierten *Subziele*. Durch die Kommunikation des Aufsichtsrates mit dem Kapitalmarkt können Informationsasymmetrien abgebaut, Vertrauen bei den Kapitalmarktakteuren geschaffen und die Glaubwürdigkeit der Unternehmensführung, welche sowohl den Vorstand als auch den Aufsichtsrat einschließt, insgesamt erhöht werden. Die Umsetzung dieser kommunikationspolitischen Ziele bildet wiederum die Basis für die Realisierung der finanzwirtschaftlichen Ziele. Das verbesserte informationelle Gleichgewicht und die größere Vertrauensbereitschaft der Financial Community, insbesondere aber der Investoren, tragen zu einer besseren Entscheidungsgrundlage der Akteure bei, wodurch bspw. nicht nur die Senkung der Kapitalkosten, sondern auch eine Stabilisierung des Aktienkurses und

eine angemessene Bewertung des Unternehmens herbeigeführt werden können. Dieses Zusammenspiel finanz- und kommunikationsbezogener Ziele reflektiert wiederum das Spannungsfeld zwischen Ökonomie und Legitimität, in dem sich Aufsichtsräte zunehmend bewegen und dem sie mit einer geeigneten und an den strategischen Unternehmenszielen ausgerichteten Kommunikation begegnen können. Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt unterstützt demzufolge einerseits die Realisierung wirtschaftlicher Kenngrößen, indem sie die Liquidität und Rentabilität des Unternehmens verbessert und Wettbewerbsvorteile generiert. Sie ist andererseits am Aufbau langfristiger Beziehungen zu den Stakeholdern des Unternehmens beteiligt und trägt auf diese Weise zur Sicherung der Handlungsspielräume und Legitimation der Unternehmensstrategie bei. Die Kommunikation des Aufsichtsrates mit dem Kapitalmarkt leistet damit letztlich einen Beitrag zur Steigerung des Unternehmenswertes. Wenn die Aufsichtsratskommunikation die Erfüllung dieser „übergeordnete[n] Unternehmensziele unterstützt [...], entweder durch die Unterstützung der laufenden Leistungserstellung (Erfolg) oder durch die Schaffung und Erhaltung immaterieller Werte (Erfolgspotenziale)“, dann ist sie auch als strategische Kommunikation zu begreifen (Zerfaß, 2014, S. 23).

3.3.3 Vorläufiger Bezugsrahmen der strategischen Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt

Nach den vorangegangenen Betrachtungen kann nun der vorläufige Bezugsrahmen der strategischen Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt aufgestellt werden. Der in Abbildung 5 (s. S. 88) dargestellte Bezugsrahmen ist das Ergebnis einer umfassenden theoretisch-konzeptionellen Auseinandersetzung mit den Kommunikationsaufgaben des Aufsichtsrates und seiner Rolle im Kontext der Kapitalmarktkommunikation.

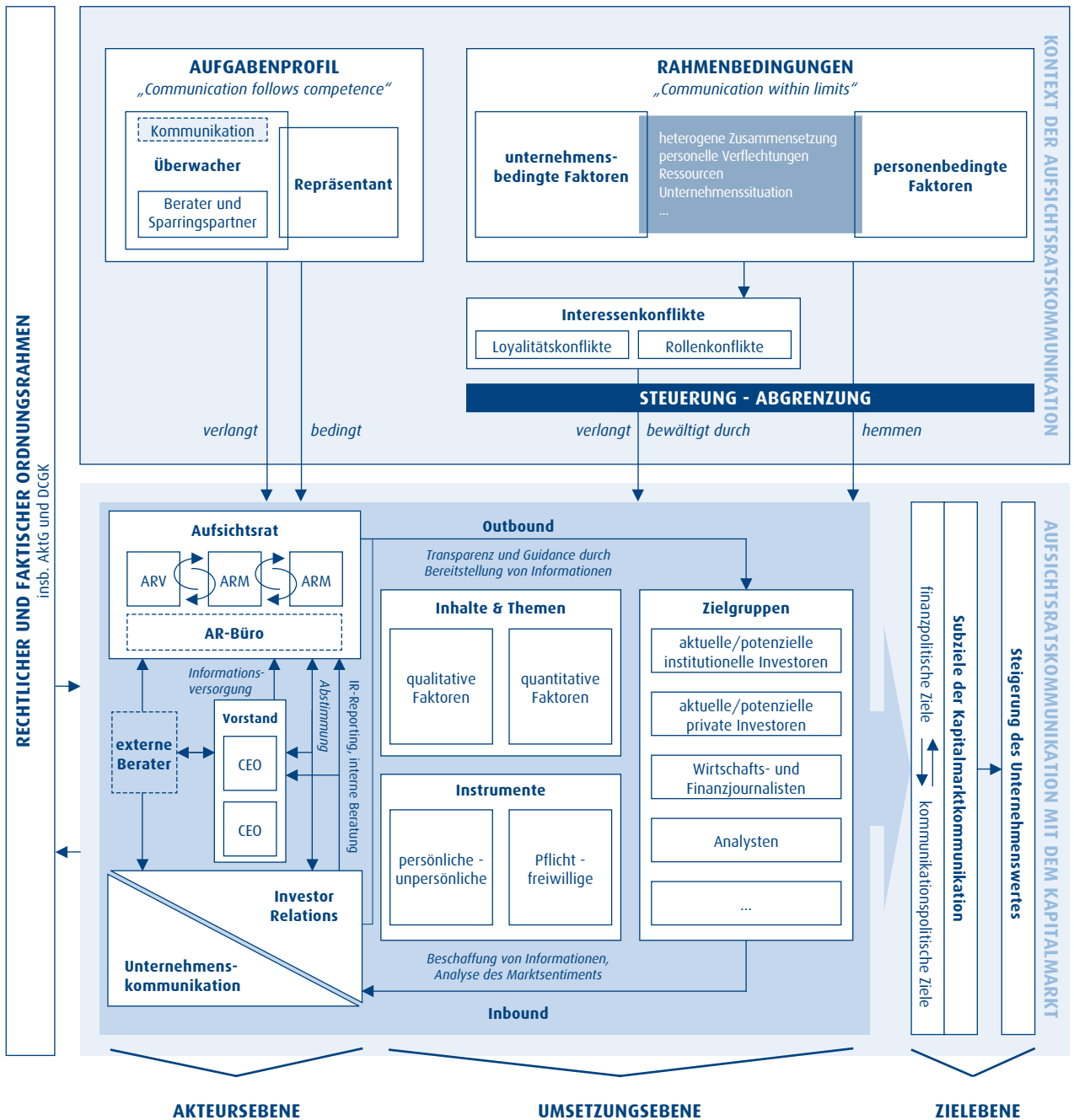


Abbildung 5: Vorläufiger Bezugsrahmen der strategischen Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt (Quelle: eigene Darstellung)

Gemäß seiner Herleitung ist der Bezugsrahmen aus zwei Teilen zusammengesetzt. Zum einen wurde die Aufsichtsratskommunikation in den Bezugsrahmen der Kapitalmarktkommunikation (s. Kap. 3.2.3.3) eingepasst. Wesentliche Änderungen wurden auf Akteursebene vollzogen, auf der der Aufsichtsrat in das Beziehungsgefüge der restlichen Unternehmenskommunikatoren eingebettet wurde, sodass nun alle vorab definierten *formellen Unternehmenskommunikatoren* abgebildet sind. Auf Umsetzungs- und Zielebene hingegen mussten keine Änderungen vorgenommen werden. Die Kommunikation des Aufsichtsrates mit dem Kapitalmarkt folgt im Hinblick auf Inhalte und Themen, Instrumente und relevante Zielgruppen der gleichen Logik wie die klassische Kapitalmarktkommunikation. Auch für die Zielebene konnte gezeigt werden, dass die Aufsichtsratskommunikation an der Erfüllung wichtiger Aufgaben und Ziele der Kapitalmarktkommunikation beteiligt sein und damit gesamthaft zur Realisierung der Kommunikations- und schließlich auch Unternehmensstrategie beitragen kann. Die Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt ist demnach unter Rückbezug auf die Differenzierung von Köhler (s. Kap. 3.2.1) als ein *Teil der Kommunikation mit dem Kapitalmarkt* anzuerkennen, darf jedoch *nicht zwangsläufig als Teil der konkreten Funktion oder Abteilung der IR (und/oder UK) bzw. Kapitalmarktkommunikation* im Unternehmen verstanden werden. Die Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt ist vielmehr eine in Ergänzung zur klassischen (Vorstands-)Kapitalmarktkommunikation existierende Kommunikation, die mit dieser gut abgestimmt sein muss.

Zum anderen wurde der Bezugsrahmen der Aufsichtsratskommunikation (s. Kap. 2.4.1) erneut herangezogen und mit dem eben genannten, auf den Aufsichtsrat zugeschnittenen Bezugsrahmen zur Kapitalmarktkommunikation verknüpft. Diese Verknüpfung ist von zentraler Bedeutung für die Betrachtung der Rolle des Aufsichtsrates in der Kapitalmarktkommunikation. Die Notwendigkeit, Chancen und Gefahren der Kommunikation des Aufsichtsrates mit dem Kapitalmarkt müssen immer vor dem Hintergrund der zu Beginn dieser Arbeit getätigten Einschränkungen beurteilt werden und sind keineswegs losgelöst von diesen zu betrachten. Aufsichtsratskommunikation – insbesondere mit dem Kapitalmarkt – bleibt ein heikles Kommunikationsfeld, das sich durch ein hohes Maß an Komplexität und Individualität kennzeichnet.

Der hier dargestellte, umfassende Bezugsrahmen kann lediglich als vorläufig betrachtet werden. Ein wichtiger nächster Schritt besteht darin, diesen einer praktischen Plausibilitätsprüfung zu unterziehen. Der vorläufige *Bezugsrahmen der strategischen Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt* dient folgerichtig als Ausgangspunkt für die nachfolgende empirische Untersuchung.

Er bildet den Analyserahmen und ermöglicht ein strukturiertes Vorgehen im weiteren Forschungsprozess. Auf Basis der durch die Experteninterviews gewonnenen Ergebnisse wird der vorläufige Bezugsrahmen gegebenenfalls modifiziert und finalisiert. So soll es schließlich auch gelingen, eine umfangreiche Definition für die Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt aufzustellen.

4 Empirische Absicherung des Bezugsrahmens

Mit den vorangegangenen Ausführungen wurde sich dem Untersuchungsgegenstand des Aufsichtsrates erstmals auch aus kommunikationswissenschaftlicher Perspektive genähert, wobei eine enge Verknüpfung mit den bereits zum Aufsichtsrat vorhandenen Erkenntnissen der Wirtschaftswissenschaften angestrebt wurde. Der daraufhin entwickelte Bezugsrahmen, der die Mehrdimensionalität des Konstrukts der Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt darzustellen versucht, verdichtet die auf diese Weise interdisziplinär zu verortenden Erkenntnisse. Jedoch kann es sich dabei höchstens um eine vorläufige Darstellung handeln, die auf ihre Anschlussfähigkeit in der Praxis erst noch untersucht werden muss. Franke (2011, S. 96) bezeichnet dies auch als „Plausibilitätsprüfung“, mit der geprüft wird, ob die aufgestellten Annahmen und Zusammenhänge nachvollziehbar und korrekt dargestellt sind.

Dazu müssen die bisherigen Erkenntnisse zunächst für die empirische Analyse handhabbar gemacht werden, indem sie komprimiert und in Leitthesen überführt werden. Diese dienen dann als Grundlage für die empirische Absicherung des Bezugsrahmens, die mit Hilfe von leitfadengestützten Experteninterviews vorgenommen wird. Demgemäß werden nachfolgend zunächst die wesentlichen Charakteristika und die Eignung dieser Methode für das vorliegende Erkenntnisinteresse dargelegt. Darauf folgt die Darlegung der Expertenauswahl, der Leitfadenerstellung sowie wichtiger Informationen zur Durchführung und Auswertung der Interviews, die für die Dokumentation des Forschungsvorhabens zentral sind. Daran schließt die Ergebnisdarstellung und -interpretation, die eine Modifikation des Bezugsrahmens nach sich zieht.

4.1 Leitthesen

Die in der theoretisch-konzeptionellen Analyse erlangten Erkenntnisse werden in Leitthesen überführt, die mit Hilfe der empirischen Untersuchung überprüft werden sollen. Sie werden, aufbauend auf den Analyseebenen des Bezugsrahmens, nachfolgend vorgestellt. Zunächst wird auf einer **allgemeinen** Ebene, mit der die Relevanz und die Kommunikationsdimensionen der Aufsichtsratskommunikation im Kapitalmarkt beschrieben werden, festgehalten:

– *LT₁ – Relevanz der Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt:* Mit der Corporate Governance-Bewegung wurde dem Aufsichtsrat eine aktivere Rolle zugeschrieben, die eine intensivere Kommunikation mit dem Kapitalmarkt erfordert.

– *LT₂ – Determinanten der Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt:* Der Einsatz und die Frequenz der Aufsichtsratskommunikation ist vor dem Hintergrund der Vielzahl der sie

bestimmenden Determinanten unternehmens- und personenindividuell abzuwägen.

– *LT₃ – Kommunikationsaufgaben:* Der Aufsichtsrat übernimmt im Kapitalmarkt in Einzel- und Sonderfällen die Kommunikationsaufgaben des Reportings und der Beziehungspflege.

Für die **Akteursebene** wird eine differenzierte Betrachtung der beteiligten Akteure und der zwischen ihnen stattfindenden Prozesse vorgenommen:

– *LT_{4.1} – AR-interne Koordination/Kommunikatoren:* Der Aufsichtsratsvorsitzende nimmt eine kommunikative Schlüsselrolle ein; er ist alleiniger Sprecher des Aufsichtsrates.

– *LT_{4.2} – Kompetenzen im Aufsichtsrat:* Der Aufsichtsratsvorsitzende sollte über kommunikative Kompetenzen, insbesondere IR- und kommunikationsstrategisches Wissen, verfügen.

– *LT₅ – Koordination mit Vorstand:* Für die Abstimmung zwischen der Vorstands- und Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt ist eine Kommunikationsordnung aufzustellen, die eine Abgrenzung auf Themenebene vorsieht.

– *LT₆ – Organisation der Aufsichtsratskommunikation:* Bei der Umsetzung und Abstimmung der Kommunikation mit dem Kapitalmarkt wird der Aufsichtsrat durch weitere formelle Unternehmenskommunikatoren wie die Investor Relations-Abteilung und/oder die Unternehmenskommunikationsabteilung, durch externe Berater sowie durch weitere interne Fachbereiche und das Aufsichtsratsbüro unterstützt.

Auch für die **Umsetzungsebene** werden die bisherigen Erkenntnisse in Leitthesen wie folgt zusammengefasst:

– *LT₇ – Inhalte & Themen:* Die Themen der Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt sind durch die Aufgaben des Aufsichtsrates determiniert.

– *LT₈ – Instrumente:* In der Kommunikation des Aufsichtsrates mit dem Kapitalmarkt werden unpersönliche und persönliche Kommunikationsinstrumente eingesetzt.

– *LT₉ – Zielgruppen:* Die Zielgruppe der Aufsichtsratskommunikation im Kapitalmarkt ist die Financial Community. Dazu zählen institutionelle Investoren, private Investoren und Multiplikatoren wie Wirtschafts- und Finanzjournalisten und Analysten.

Für die **Zielebene** wird festgehalten: *LT₁₀ – Strategische Kommunikation*: Die strategische Kommunikation des Aufsichtsrates mit dem Kapitalmarkt leistet einen Beitrag zur Erfüllung der übergeordneten Unternehmensziele.

4.2 Methodische Umsetzung

4.2.1 Leitfadengestützte Experteninterviews

Mit der Aufsichtsratskommunikation wird in dieser Arbeit ein wissenschaftlich bislang wenig beachtetes Feld in den Blick genommen, das jedoch in der Praxis immer stärker diskutiert wird. Darüber hinaus handelt es sich um einen sensiblen und schwer zugänglichen, aber dennoch hoch relevanten Bereich der Unternehmensrealität. Um die Nachvollziehbarkeit der dargelegten Annahmen hinreichend überprüfen zu können, müssen daher Akteure befragt werden, die Wissen über die Realität der Aufsichtsratsaktivität besitzen oder Zugang zu diesem Handlungsfeld haben. Die Verfügbarkeit dieses Wissens wird Experten „als Quelle von Spezialwissen über die zu erforschenden sozialen Sachverhalte“ (Gläser & Laudel, 2010, S. 12) zugeschrieben. Laut Meuser und Nagel (1991) kann dieses Expertenwissen differenziert werden in *Betriebswissen und Kontextwissen*. Dabei repräsentiert der befragte Experte entweder die konkrete Zielgruppe, hier also als konkretes Aufsichtsratsmitglied, und kann daher auch „Auskunft über ihr eigenes Handlungsfeld geben“ (S. 445) oder er agiert lediglich in der Rolle einer „zur Zielgruppe *komplementären* Handlungseinheit“ (ebd., Herv. i. O.), in der er jedoch gleichermaßen Auskunft „über die Kontextbedingungen des Handelns der Zielgruppe [...] liefern“ (ebd.) kann. Für die vorliegende Arbeit ist eine Einbeziehung beider Wissensformen angeraten. Denn es kann nicht zwangsläufig sichergestellt werden, dass ein Aufsichtsratsmitglied auch tatsächlich für ein Interview zur Verfügung steht – aufgrund seines hohen Status sowie des eingeschränkten Zeitkontingents dieser Person und der damit einhergehenden erschweren Zugänglichkeit. Jene Experten verfügen sodann „über einen privilegierten Zugang zu Informationen“ (Meuser & Nagel, 2009, S. 470), die sie durch ihre Einbindung in organisationale und institutionelle Strukturzusammenhänge und der damit in Zusammenhang stehenden Tätigkeit erworben haben (vgl. Liebold & Trinczek, 2009, S. 37). „[A]ls FunktionsträgerInnen innerhalb eines organisatorischen oder institutionellen Kontextes“ (Meuser & Nagel, 1991, S. 443) steht der Experte weniger als individuelle Person, sondern vielmehr als *Repräsentant* eines interessierenden Erfahrungs- und Wissensschatzes im Fokus der Befragung (vgl. ebd.; Liebold & Trinczek, 2009, S. 37; Flick, 2014, S. 214). Die Zuschreibung des Expertenstatus ist dabei nicht per se gegeben, sondern „ergibt sich [...] erst aus den Zielen und Inhalten der Forschungsfrage“ (Bähring, Hauff, Sossdorf, & Thommes, 2008, S. 92

f.). Die Expertenrolle ist damit „ein relationaler Status“ (Meuser & Nagel, 1991, S. 443), der für jedes Forschungsprojekt individuell definiert werden muss (s. Kap. 4.2.2.1). Die Relevanz von Experten(-wissen) zeigt sich überdies in dem Potenzial, auch für andere Akteure im betreffenden Handlungsfeld als Orientierungspunkt zu fungieren (vgl. Bogner & Menz, 2009, S. 72 f.). Zusammenfassend lassen sich Experten daher

„als Personen verstehen, die sich – ausgehend von einem spezifischen Praxis- oder Erfahrungswissen, das sich auf einen klar begrenzten Problembereich bezieht – die Möglichkeit geschaffen haben, mit ihren Deutungen das konkrete Handlungsfeld sinnhaft und handlungsleitend für Andere zu strukturieren.“ (Bogner, Littig, & Menz, 2014, S. 13)

Um die im Bezugsrahmen beschriebenen Analyseebenen und einzelnen Dimensionen rekonstruieren und auf ihre Plausibilität hin überprüfen zu können, ist eine ausreichende „Tiefe der Analyse, die wegen des Aufwandes nur für wenige Fälle zugleich überhaupt realisierbar ist“ (Gläser & Laudel, 2010, S. 37) sicherzustellen. Dabei ist der persönliche, verbale Zugang zu den identifizierten Wissensträgern/Experten elementar (vgl. Mayring, 2002, S. 66). Eine geeignete Möglichkeit, um das Wissen über die Rolle des Aufsichtsrates in der Kapitalmarktkommunikation zu erschließen und den geforderten verbalen Zugang realisieren zu können, ist die qualitative Methode des Experteninterviews, die „als ein Instrument der Datenerhebung [...] auf einen spezifischen Modus des Wissens bezogen ist – auf Expertenwissen“ (Meuser & Nagel, 2009, S. 466). Bogner und Menz (2009, S. 64 ff.) schreiben dem Experteninterview unterschiedliche Zielsetzungen zu.¹¹² In der vorliegenden Arbeit werden die Interviews als „systematisierende Experteninterviews“ verstanden, die darauf ausgerichtet sind, systematische und lückenlose Informationen über den Untersuchungsgegenstand des Aufsichtsrates und seine Relevanz für die Kommunikation anhand des „aus der Praxis gewonnene[n], reflexiv verfügbare[n] und spontan kommunizierbare[n] Handlungs- und Erfahrungswissens“ (ebd., S. 64) der Experten zu gewinnen. Experteninterviews sind dem Typus der Leitfaden- und darunter den teilstrukturierten Interviews zuzuordnen, die mit Hilfe eines Leitfadens, der die relevanten Themen und eine Frageliste enthält, das Wissen und die Erfahrungen der Experten zu erfragen versucht (vgl. Gläser & Laudel, 2010, S. 42, Bogner et al., 2014, S. 27). Das damit beschriebene leitfadengestützte Experteninterview bietet schließlich den Vorteil, „eine privilegierte Problemsicht“ (Liebold & Trinczek, 2009, S. 53) auf die Chancen, Risiken sowie Erfahrungen und Ideen zur Aufsichtsratskommunikation mit

¹¹² Bogner und Menz (2009, S. 64 ff.) unterscheiden, in Abhängigkeit der Zielsetzung, drei Arten von Experteninterviews: Das „explorative Experteninterview“ soll dabei helfen, ein interessierendes Themengebiet oder Forschungsfeld erstmalig zu strukturieren und eine erste Orientierung herzustellen. Davon zu unterscheiden sind das „systematisierende Experteninterview“ (s. o.) sowie das „theoriegenerierende Interview“. Die im Rahmen dieser Arbeit durchgeführten Experteninterviews werden dem Typus der systematischen Interviews zugeordnet. Zwar handelt es sich um eine erstmalige Erschließung des Untersuchungsgegenstandes aus kommunikationswissenschaftlicher Sicht, was einem eher explorativen Charakter entspricht, jedoch konnte in der theoretisch-konzeptionellen Phase bereits auf einige hilfreiche Erkenntnisse aus den Wirtschaftswissenschaften sowie auf Beiträge aus der Praktikerdebatte zurückgegriffen werden, die als Orientierung und Hilfe zur ersten Systematisierung des Gegenstandes dienten.

dem Kapitalmarkt zu erlangen und so den aufgestellten Bezugsrahmen absichern zu können. Problematisch gestaltet sich die nicht aufhebbare Untrennbarkeit zwischen Person und Experte, die dazu führt, dass die in den Interviews erlangten Erkenntnisse immer vor dem Hintergrund ihres stark subjektiven Charakters zu interpretieren sind (vgl. ebd., S. 54). Damit kann Repräsentativität nicht als Maßstab an die Ergebnisse angelegt werden, was aber mit der Festlegung auf das Erkenntnisinteresse, die Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt erstmalig zu erschließen, ohnehin nicht anvisiert wurde.

4.2.2 Durchführung und Dokumentation der Experteninterviews

4.2.2.1 Auswahl der Experten

Die Zuweisung des Expertenstatus wurde von Kriterien abhängig gemacht, die vorab speziell für die vorliegende Arbeit formuliert wurden: Als Experten gelten demnach Personen, die über (1) spezifisches Wissen und Erfahrungen im Bezug auf den Untersuchungsgegenstand des Aufsichtsrates bzw. der Unternehmensüberwachung, (2) Expertise in der internen sowie externen Kommunikationsberatung *und/oder* (3) Erfahrungen verfügen, die aus einer direkten Betroffenheit resultieren, z. B. durch das Innehaben eines Aufsichtsratsamtes oder die Zugehörigkeit zu einer Zielgruppe der Investor Relations und gegebenenfalls Aufsichtsratskommunikation. Das Sampling, „also die (gezielte) Auswahl der zu befragenden Personen“ (Bogner et al., 2014, S. 34), ist stets eng verknüpft mit dem zugrunde liegenden Erkenntnisinteresse und entspricht daher keinesfalls einer Zufallsauswahl (vgl. Kelle & Kluge, 2010, S. 42). Im Rahmen qualitativer Verfahren wie dem leitfadengestützten Experteninterview ist vielmehr die Heterogenität der mit den Experten repräsentierten Erfahrungs- und Wissensschätze ausschlaggebend (vgl. ebd., S. 50). Kelle und Kluge (2010) sprechen hier auch von „einer bewussten (d. h. nicht zufälligen!) *kriteriengesteuerten Fallauswahl und Fallkontrastierung*“ (S. 43, Herv. i. O.), mit der alle relevanten Aspekte, Varianten, Ausprägungen und Einflussfaktoren des zu untersuchenden Phänomens abgedeckt werden (vgl. Bogner et al., 2014, S. 37; Gläser & Laudel, 2010, S. 98). Dieser Prämisse folgend wurde auch im Rahmen dieser Arbeit eine möglichst breite Abdeckung der Themenaspekte, die in der theoretisch-konzeptionellen Auseinandersetzung berührt wurden, anvisiert, um die Vielschichtigkeit des Erkenntnisobjekts hinreichend abbilden zu können (vgl. Flick, 2014, S. 167). Die Auswahl der Experten beschränkte sich folglich nicht auf eine einzelne Gruppe von Experten (z. B. Kommunikationsmanager), sondern schloss Experten mit ganz unterschiedlichen Erfahrungshorizonten ein. Die identifizierten Experten konnten schließlich den nachfolgenden Akteursgruppierungen zugeteilt

werden: Investor Relations- und/oder Unternehmenskommunikationsexperte, Kapitalmarktexperte, Wissenschaftler. Die Experten wurden überdies der dichotomen Unterscheidung von Innen- und Außenperspektive zugeordnet, da der Zugang zu und die Beteiligung an (kommunikations-)strategischen Entscheidungen im Unternehmen ein sehr unterschiedlicher ist.¹¹³

Die konkrete Auswahl der Experten für das vorliegende Forschungsvorhaben war von zwei Verfahren begleitet. Zum einen erfolgte die Auswahl auf Grundlage der theoretisch-konzeptionellen Analyse und Literaturrecherche. Darüber hinaus wurde die Identifikation und Vermittlung von Experten durch entsprechende Empfehlungen von Betreuern dieser Arbeit und Mentoren der Verfasserin begleitet.¹¹⁴ Die ‚Neuartigkeit‘ des Themas sowie die teils erhöhten Zugangsbarrieren zu entsprechenden Wissensträgern (wie z. B. zu Aufsichtsräten) stellten eine besondere Herausforderung dar.¹¹⁵ Insbesondere die Auswahl der Unternehmensvertreter, die als IR- und/oder UK-Experte Auskunft geben sollten, gestaltete sich als schwierig. Dabei musste bedacht werden, dass das Unternehmen sowie seine Repräsentanten im Idealfall bereits mit dem Thema der Aufsichtsratskommunikation konfrontiert sein oder sich gar selbst aktiv mit dem Thema auseinandergesetzt haben sollten. Überdies markierte die funktionale Trennung zwischen den IR- und UK-Abteilungen in der Praxis eine weitere Hürde für die Ermittlung von Gesprächspartnern, die über den gewünschten Erfahrungs- und Wissenshorizont verfügen (vgl. zu diesem Problemtyp Przyborski & Wohlrab-Sahr, 2014, S. 121). Auf der Grundlage der genannten Auswahlkriterien und -verfahren wurden von der Verfasserin im Mai 2015 insgesamt 15 Experten per E-Mail kontaktiert. Davon sagten bis Ende Juni zehn Experten zu. Diese wurden im Zeitraum vom 13. Juli bis zum 5. August 2015 im Rahmen eines jeweils ca. 30-minütigen, telefonischen Interviews befragt. In Tabelle 2 sind die interviewten Experten dargestellt.¹¹⁶

¹¹³ Durch das Innehaben mehrerer Rollen und Funktionen konnte es, insbesondere bei den der Außenperspektive zugeordneten Experten, zu Rollenüberschneidungen kommen, die eine grundsätzliche Zuordenbarkeit zu beiden Perspektiven möglich gemacht hätte. Dieser Aspekt wird jedoch vernachlässigt. Die Zuteilung wurde immer auf Grundlage der primären Funktion des Experten (z. B. als Vertreter einer Kapitalmarktinteressenvereinigung) vorgenommen, aufgrund derer dem Akteur auch der Expertenstatus zugewiesen wurde.

¹¹⁴ Behilflich waren Prof. Dr. Ansgar Zerfaß, Dr. Kristin Köhler und Alexander Bilgeri.

¹¹⁵ Aus Kapazitätsgründen auf Seiten des Experten konnte ein bereits anvisiertes Interview mit einem Aufsichtsratsvorsitzenden eines DAX-Unternehmens nicht durchgeführt werden. Hier zeigt sich nicht nur die Schwierigkeit, den „richtigen“ Experten zu finden, sondern auch die Hürde, diesen für ein Interview zu gewinnen und auf etwaige Änderungen oder Absagen als Forscher flexibel reagieren zu können.

¹¹⁶ Die Darstellung der Experten erfolgt in anonymisierter Form. Eine ausführlichere Übersicht sowie detaillierte Informationen zu den Interviewpartnern finden sich in dem separat veröffentlichten Anhang (Band II), der mit einem Sperrvermerk versehen ist und daher lediglich den Betreuern der vorliegenden Arbeit zugänglich gemacht werden kann.

	PERSPEKTIVE	EXPERTE	POSITION	INTERVIEW
Innenperspektive	IR/UK	Exp. I-1	Manager Investor Relations (DAX30)	30.07.2015
	IR/UK	Exp. I-2	Leiter Investor Relations (DAX30)	05.08.2015
	Kommunikationsberatung	Exp. I-3	Managing Partner einer Kommunikationsberatung	13.07.2015
	Kommunikationsberatung	Exp. I-4	Inhaber einer Kommunikationsberatung	23.07.2015
	Kommunikationsberatung	Exp. I-5	Gründer einer Kommunikationsberatung	28.07.2015
Außenperspektive	Kapitalmarkt	Exp. A-1 [*]	Leiter Engagement und aktives Aktionärstum bei einem Asset Manager	15.07.2015
	Kapitalmarkt	Exp. A-2	Vertreter eines IR-Berufsverbands	15.07.2015
	Kapitalmarkt	Exp. A-3 [*]	Vertreter einer Kapitalmarktinteressenvereinigung	20.07.2015
	Wissenschaftler	Exp. A-4	Lehrstuhlinhaber mit Forschungsschwerpunkt Überwachung der Unternehmensführung	13.07.2015
	Wissenschaftler	Exp. A-5	Lehrstuhlinhaber mit Forschungsschwerpunkt Corporate Governance	14.07.2015

Tabelle 2: Übersicht der Experten (Quelle: eigene Darstellung)¹¹⁷

4.2.2.2 Herleitung des Leitfadens

Der Leitfaden fungiert als „Bindeglied zwischen den theoretischen Vorüberlegungen und qualitativen Erhebungsmethoden“ (Gläser & Laudel, 2010, S. 90). Um an die für die Beantwortung der Forschungsfragen notwendigen Informationen zu gelangen und Aussagen über die Plausibilität des Bezugsrahmens machen zu können, werden die forschungsleitende(n) Frage(n) sowie der bereits entwickelte *vorläufige* Bezugsrahmen in ihrer Komplexität aufgebrochen, in Leitfragen übersetzt und in einen Gesprächsleitfaden überführt (vgl. ebd., S. 113). Der für das vorliegende Forschungsprojekt entwickelte Leitfaden ist in seiner Gliederung eng an die Analyseebenen des Bezugsrahmens angelehnt. Zusätzlich wurde zum Einstieg eine Eisbrecherfrage formuliert, die dem Interviewpartner den thematischen Einstieg erleichtern sollte und mit der zugleich der Erfahrungshorizont des Experten im Hinblick auf die Thematik der Aufsichtsratskommunikation abgesteckt werden konnte. Der Leitfaden stellt damit ein gewisses Maß an Standardisierung her und „erleichtert die Vergleichbarkeit mehrerer Interviews“ (Mayring, 2002, S. 70). Dennoch handelt es sich nicht um einen fest fixierten und starren Fragenkatalog.

Viel entscheidender ist eine gewisse Offenheit des Leitfadens und Flexibilität in dessen Anwendung, die eine individuelle Anpassung des Leitfadens an die jeweilige Gesprächssituation und den Gesprächspartner erlaubt, ohne dabei die Kernfragen (hier: „Sollfragen“ in Abgrenzung zu wahlweise einsetzbaren „Eventualfragen“) des Leitfadens aus den Augen zu verlieren (vgl. Gläser & Laudel, 2010, S. 42; Liebold & Trinczek, 2009, S. 38).

Diese Anpassungsbedürftigkeit der Leitfäden zeigte sich nicht nur in der konkreten Gesprächssituation, sondern wurde bereits vorab mitgedacht. Grundsätzlich kann der „allgemeine Leitfaden“ sowohl für Vertreter der Innen- als auch der Außenperspektive genutzt werden. Lediglich für zwei Experten wurde ein separater Leitfaden entwickelt. Als Vertreter der institutionellen bzw. privaten Investoren agieren sie aus einer Zielgruppenperspektive heraus und verfügen aufgrund dessen über spezifisches Wissen, das mit dem allgemeinen Leitfaden nicht hätte abgedeckt bzw. abgefragt werden können, was die Entwicklung eines eigenen Leitfadens nahelegte (vgl. Gläser & Laudel, 2010, S. 117). Mit einem Pretest wurden die Leitfäden schließlich auf

¹¹⁷ Die mit einem Stern gekennzeichneten Experten (Exp. A-1; Exp. A-3) werden im Folgenden, insbesondere bei der Ergebnisdarstellung und -interpretation (s. Kap. 4.3), auch als Investorenvertreter bezeichnet.

die Verständlichkeit der Fragen und die Logik ihrer Reihenfolge hin überprüft. Daraufhin mussten leichte sprachliche Modifizierungen vorgenommen und der Leitfaden um einzelne Eventualfragen erweitert werden. Außerdem wurden Definitionen und Beispiele zur Veranschaulichung vorbereitet. Zur individuellen Vorbereitung der Gesprächspartner wurde der Leitfaden den Experten in verkürzter Form mindestens eine Woche vor dem Interview per E-Mail zur Verfügung gestellt.

4.2.2.3 Durchführung

Die Durchführung der Interviews erfolgte telefonisch, was im Wesentlichen auf die Zeit- und Kostenersparnis dieser Interviewmethode zurückzuführen ist. Vor diesem Hintergrund wird ein Telefoninterview auch aus Sicht der Experten, deren Zeit häufig den größten Engpassfaktor im Rahmen der hier angewandten Methode darstellt, als angenehmer empfunden, da sie so flexibler auf spontane Veränderungen im eigenen Terminkalender reagieren können, ohne große Zeit- und Kosteneinbußen bei Interviewer und Befragtem in Kauf nehmen zu müssen (vgl. Gläser & Laudel, 2010, S. 153). Die Interviews wurden als Audioaufnahme aufgezeichnet. Diese Maßnahme ist im Hinblick auf die spätere Auswertung und Interpretation des Gesagten unabkömmlich (vgl. Liebold & Trinczek, 2009, S. 40). Parallel dazu wurden von der Verfasserin Interviewprotokolle angelegt, um „auch nach längeren Zeiträumen noch eine Einschätzung der Qualität des jeweiligen Interviews“ (Kaiser, 2014, S. 87) vornehmen zu können.

Die digitalen Aufzeichnungen der Gespräche wurden direkt im Anschluss an die Interviews transkribiert, um eine größtmögliche zeitliche Nähe zum Gespräch zu haben und eventuell unverständliche Textpassagen besser entschlüsseln zu können. Für die Transkription wurde die *Transkriptionssoftware f5* verwendet. Dabei wurde auf die Erstellung eines „Volltranskripts“ verzichtet. Als maßgeblich für die vorliegende Arbeit wird vielmehr das erachtet, „was gesagt wurde“ und weniger, „wie es gesagt wurde“ (Bähring et al., 2008, S. 101). Dabei kommt es laut Kuckartz (2014, S. 41) zwar zu Informationsverlusten, diese sind jedoch, je nach Erkenntnisinteresse und so auch für diese Arbeit, hinnehmbar. Daher wurden die Interviews nur „selektiv transkribiert“ (Liebold & Trinczek, 2009, S. 41). Dies meint, dass zwar alle Redeanteile transkribiert, diese jedoch an die „übliche Schriftsprache“ (Bogner et al., 2014, S. 42) angepasst wurden, womit insgesamt eine sprachliche Glättung des Textes vorgenommen wurde.¹¹⁸ Mit der Verschriftlichung wurde ein wichtiger Grundstein für die Auswertung der Experteninterviews gelegt, die aufgrund ihres qualitativen Charakters eines „interpretative[n] Verfahren[s] der Datenanalyse“ (Kaiser, 2014, S. 3) bedarf, mit dem die Transkripte auf Grundlage definierter, systematischer Kriterien analysiert werden.

4.2.3 Auswertung der Experteninterviews

Dieses systematische Verfahren wird mit der Methodik der qualitativen Inhaltsanalyse zur Verfügung gestellt. Ihre Aufgabe besteht darin, das teils unscharfe und interpretationsbedürftige Material in Form der Transkripte so zu komprimieren, dass die für die Beantwortung der Frage nach der Plausibilität des entwickelten Bezugsrahmens relevanten Informationen extrahiert werden können (vgl. Gläser & Laudel, 2010, S. 43 ff.). Für die Extraktion dieser Informationen wurde ein „Analyseraster“ entwickelt, anhand dessen die Transkripte durchsucht wurden (vgl. ebd., S. 200). Das Analyseraster entspricht einem umfangreichen Kategoriensystem, welches in mehreren Schritten aufgestellt wurde. Kuckartz (2014, S. 69) spricht hier auch von einer „Mischform“ der Kategorienbildung, da die Kategorien in einem ersten Schritt aus den theoretisch-konzeptionellen Überlegungen *deduktiv* abgeleitet wurden, bevor das Kategoriensystem in einem zweiten Schritt mittels eines ersten Materialdurchgangs durch weitere Unterkategorien *induktiv* ergänzt wurde (vgl. Mayring, 2002, S. 115 ff.).

Für die Auswertung wurde überdies auf die von Kuckartz entwickelte QDA-Software MAXQDA zurückgegriffen, die sich besonders für leitfadengestützte Interviews wie Experteninterviews eignet (vgl. Kuckartz, 2010, S. 17) und darüber hinaus den Vorteil bietet, das Material sehr einfach in sehr unterschiedlichen Varianten darstellen und auswerten zu können (vgl. Bogner et al., 2014, S. 83). Mit Hilfe dieses computergestützten Vorgehens wurde, entsprechend der Methode der inhaltlich strukturierenden qualitativen Inhaltsanalyse, eine kategorienbasierte Auswertung der Transkripte entlang der vorab identifizierten Haupt- und Subthemen vorgenommen. Diese Ergebnisse dienen als Basis für die Überprüfung der vorab formulierten Leitthesen (vgl. Kuckartz, 2014, S. 77, 93 f.).

4.3 Ergebnisdarstellung, Interpretation und Implikationen

Mit den Experteninterviews konnte ein tiefergehender Einblick in den Gegenstandsbereich der Aufsichtsratskommunikation generell und speziell im Hinblick auf ihren Einsatz im Kapitalmarkt gewonnen werden. Die Darstellung der Ergebnisse erfolgt entlang der Dimensionen des Bezugsrahmens und der vorab aufgestellten Leitthesen (s. Kap. 4.1). Ziel dabei ist es, die Ergebnisse zugleich an die Erkenntnisse der theoretisch-konzeptionellen Analyse zurückzubinden, die den Ausgangspunkt für die Aufstellung des Bezugsrahmens bildeten. Durch diesen Abgleich können schließlich Aussagen über die Plausibilität der Annahmen und des Bezugsrahmens gemacht und eventuelle Implikationen für die Modifikation des Bezugsrahmens abgeleitet werden.

¹¹⁸ Damit wurden weder nonverbale Äußerungen (z. B. Seufzen oder Husten) noch Sprechpausen, Stimmlagen, Dialekte bzw. sprachliche Färbungen und Fülllaute (z. B. „äh“ und „mh“) protokolliert (vgl. Kuckartz, 2014, S. 43; Bähring et al., 2008, S. 101; Meuser & Nagel, 1991, S. 455).

4.3.1 Allgemeine Ebene

Relevanz und Determinanten der Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt

Um die *Relevanz der Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt* bewerten zu können, ist eine Betrachtung der dieser Debatte zugrunde liegenden Treiber, Entwicklungen und/oder Veränderungen im Unternehmensumfeld unabdingbar. Dies zeigte sich durchweg auch in allen Interviews: Demnach handelt es sich bei der Aufsichtsratskommunikation generell um ein von außen getriebenes Phänomen, dessen gestiegene Relevanz laut den Experten auf eine Reihe von externen Faktoren zurückzuführen ist. Eine zentrale „Begründung, warum sich Aufsichtsräte heute mehr damit beschäftigen müssen, [beruht] im Wesentlichen auf der ganzen Corporate Governance-Debatte“. Aus der vor allem in der Wirtschafts- und Finanzkrise begründeten Debatte resultierte den Experten zufolge eine völlig neue Erklärungsbedürftigkeit des unternehmerischen Handelns, mit der auch an den Aufsichtsrat neue Transparenz- und Kommunikationsanforderungen gestellt wurden. Ein Experte bringt die Folgen der gestiegenen Exponiertheit der Unternehmen und der Aufsichtsräte wie folgt zum Ausdruck: „Dass alle Unternehmensorgane in der Außendarstellung heute mehr machen müssen als früher, das ist klar“. Für den Aufsichtsrat resultiert daraus, dass er „Reputationsaspekte, gesellschaftliche Aspekte viel stärker berücksichtigen muss, als er das vor zehn oder 15 Jahren getan hat“. Die mit der CG einhergehende Verschärfung der gesetzlichen Regulierung brachte überdies auch eine Vergrößerung des Aufgabenkanons des Aufsichtsrates mit sich, mit dem ihm eine stärkere Stellung im Beziehungsgefüge mit dem Vorstand zugestanden wurde. Ferner sind mit der Corporate Governance-Debatte Themen wichtiger geworden, die im Kompetenzbereich des Aufsichtsrates liegen und zu denen er folglich auch zunehmend Stellung zu beziehen hat. Formuliert werden diese Ansprüche von einer Vielzahl von Stakeholdern. Als wesentlichen Treiber der Debatte um die Kommunikation des Aufsichtsrates wurden von den Experten die Investoren, vor allem aber die ausländischen institutionellen Investoren identifiziert, die eine durch die Internationalisierung der Kapitalmärkte vorangetriebene, immer stärker werdende Stellung im Aktionärsgefüge deutscher Aktiengesellschaften einnehmen. Die Relevanz der Aufsichtsratskommunikation für diese Kapitalmarktakteure ist laut dem Vertreter einer Kapitalmarktinteressenvereinigung nicht zuletzt zurückzuführen auf: (1) die Exklusivität des Wissens des Aufsichtsrates, der „auch deutlich langfristiger über den Tellerrand schaut“ als der Vorstand und (2) die Seltenheit seiner Kommunikation, die seinen Äußerungen ein besonderes Gewicht verleiht. Damit werden an die Aufsichtsräte vielfältige Erwartungen herangetragen, denen es Beachtung zu schenken gilt. Dabei zeigte sich in den Gesprächen, dass es zunächst einmal darum gehen muss,

sich mit diesen Informationsbedürfnissen auseinanderzusetzen und ein Bewusstsein für diese Dimension der AR-Tätigkeit zu entwickeln. Die besondere Relevanz der Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt ergibt sich nicht zuletzt aus der Rolle des Aufsichtsrates als „Treuhand der Aktionäre“. Im Zuge dessen stellt die Kommunikation mit den Aktionären als primäre Zielgruppe der Kapitalmarktkommunikation ein zentrales Instrument dar, um das Informationsdefizit der Aktionäre auszugleichen. Darüber hinaus handelt es sich, wie dargelegt, um eine ursprünglich vom Kapitalmarkt getriebene Debatte, welche als Resultat zahlreicher unternehmerischer Fehlentscheidungen und ‚gescheiterter Aufsichtsräte‘ ein Mehr an Informationen zur Unternehmensführung und -kontrolle verlangte. Der Kapitalmarkt ist mitnichten die einzige Zielgruppe der Aufsichtsratskommunikation; ihre Bedeutung ist jedoch zentral. Die Relevanz der Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt wird von den meisten Experten erkannt. Die Mehrheit (acht von zehn Befragten) betont, dass die Relevanz des Themas angesichts der oben dargestellten Entwicklungen insgesamt zugenommen hat. Eine Ausnahme bilden die Unternehmensvertreter, die das Thema überbewertet sehen. Darauf Bezugnehmend betont der Leiter Investor Relations eines DAX30-Unternehmens, dass es sich dabei um eine vergleichsweise kleine Gruppe von Investoren zu handeln scheint, „die sich sehr plakativ auf diesem Thema beweg[t]“ und dieses zu pushen versucht. Besonders interessant ist auch die Aussage desselbigen Experten, dass eine ‚Öffnung‘ des Zugangs zum Aufsichtsrat und eine Forcierung der Aufsichtsratskommunikation häufig dann zu beobachten sei, wenn das Unternehmen in der Vergangenheit von Problemen betroffen war oder sich gegenwärtig in einer kritischen Situation befindet. Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt sei dem Experten zufolge dann häufig „ein Pflaster [...], das man auf seine Wunde klebt, wenn man in der Vergangenheit etwas falsch gemacht hat [...],vielleicht [...] nicht gut gearbeitet ha[t] beim Thema Governance“.

Insgesamt wird die Relevanz der Aufsichtsratskommunikation zwar erkannt, jedoch fällt die Bewertung der Umsetzbarkeit dieser Forderung nach einer verstärkten Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt vergleichsweise verhalten aus. Die Schwierigkeiten in der Umsetzung sind den Experten zufolge vor allem auf die *Vielzahl der sie einschränkenden Determinanten* zurückzuführen, die im Wesentlichen die in der theoretisch-konzeptionellen Analyse identifizierten Faktoren einschließen (s. Kap. 2.4.1). Demnach liegen die Hürden der Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt: (1) in der Schwierigkeit, diese Anforderungen mit dem deutschen dualistischen System und der klaren Aufgabenteilung zwischen Vorstand und Aufsichtsrat zu vereinen, (2) in der Besetzung des Aufsichtsrates mit Arbeitnehmervertretern,

die häufig in weiteren kommunikativen Rollen agieren und die Sicherstellung einer „One Voice Policy“ blockieren können. Weiterhin sind eine (3) Vielzahl rechtlicher Schranken und Pflichten (wie der Ad-hoc-Publizität) zu beachten. Darüber hinaus sehen sich (4) die Aufsichtsräte selbst einer völlig neuen Anforderung gegenüber, die aufgrund mangelnden Willens oder auch Könnens bei ihnen eine gewisse ‚Sperrwirkung‘ oder gar Angst im Hinblick auf dieses Thema auslösen kann. Von besonderer Bedeutung für die Umsetzung ist jedoch der von einem Kommunikationsberater angebrachte Punkt der hohen Individualität des Themas; pauschalisierende Aussagen zur Notwendigkeit und Umsetzung der Aufsichtsratskommunikation im Kapitalmarkt sind daher kaum denkbar:

„Ich würde gerne loswerden, dass bei allem, was so als Regelhaftes, also ‚soll‘ und ‚müsste‘ und ‚könnte‘ gesagt wurde, müssen Sie einfach sehen, dass die Varianz in der Wirklichkeit sehr groß ist. Das fängt an bei den Personen bis zu eben den Positionen und Situationen in den Unternehmen. Also wann immer Regeln formuliert werden, dann sind die teilweise so global-galaktisch, dass sie dann auch wieder so ein bisschen banal klingen. Ich glaube, das sollten Sie immer im Hinterkopf haben, dass dann der Einzelfall mitunter sogar das Gegenteil beweisen kann. Nur weil die alle Aufsichtsräte sind, sind es trotzdem völlig andere Situationen, Menschen und so weiter. Misstrauen Sie Regeln. Die Standardabweichung ist sehr groß.“

LT₁ & LT₂: Damit bestätigen sich die vorab in den Leitthesen aufgestellten Annahmen, dass dem Aufsichtsrat mit der Corporate Governance-Bewegung eine aktivere Rolle zuteil geworden ist, die eine intensivere Kommunikation mit dem Kapitalmarkt nach sich zieht (LT₁) sowie die Tatsache, dass es sich dabei um stark determinierte sowie individuell zu bewertende und umzusetzende Kommunikationsaktivitäten handelt (LT₂).

Kommunikationsaufgaben

Angesichts dieser Hürden und Einschränkungen verwundert es nicht, dass sich *alle* Experten, sowohl der Innen- als auch der Außenperspektive, für eine generell zurückhaltende und wohl dosierte Kommunikation des Aufsichtsrates mit dem Kapitalmarkt aussprechen. So wird argumentiert, dass der Aufsichtsrat als „die höchste Instanz im Unternehmen“ darauf achten muss, „dass [sein] Image nicht verwässert“. Darüber hinaus könne eine gesteigerte Kommunikationsaktivität des Aufsichtsrates im Kapitalmarkt „die Rolle des Vorstandes [aufweichen]“. Daher sollten

„die Möglichkeiten und die Aufgaben des Aufsichtsrates mit dem Kapitalmarkt zu kommunizieren, nicht überstrapazier[t]“ werden.

In diesem Zusammenhang ergab sich in den Gesprächen mit den Experten, dass der Aufsichtsrat mit Blick auf den Kapitalmarkt „[e]rst einmal per definitionem keine regelmäßigen, keine feststehenden und keine festgelegten [Aufgaben innehat]. Sondern es kommt immer auf die Situation an, auf das Unternehmen oder ob es um irgendwelche Spezialfälle geht“. Eine direkte Kommunikationsverantwortung trägt er den Experten zufolge nur dann, wenn es um „große strategische Entscheidungen“ und Themen geht, die in seinem Verantwortungs- und Kompetenzbereich liegen (s. Koordination mit Vorstand in Kap. 4.3.2). Die Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt hat demzufolge keinen regelmäßigen Charakter; vielmehr kommen dem Aufsichtsrat vor allem in Einzel- und/oder Sonderfällen konkrete *Kommunikationsaufgaben* zu. Dabei wurden die übergeordneten Kommunikationsaufgaben des Reportings und der Beziehungspflege auch in den Interviews als wesentlich identifiziert. In den Gesprächen bestätigte sich ebenfalls der durch die theoretisch-konzeptionelle Analyse gewonnene Eindruck der Autorin (s. Kap. 2.4.2), dass unter dem Schlagwort der Aufsichtsratskommunikation häufig nur die Debatte über die Regelungsbedürftigkeit der persönlichen/direkten Kontakte und Interaktionen mit den Kapitalgebern geführt wird. Dieser starke Fokus auf die Beziehungsdimension kann darauf zurückgeführt werden, dass es sich dabei laut Auffassung der Experten zwar um eine hoch relevante, aber eben auch höchst regelungsbedürftige Aufgabe handelt: „Das ist eine ‚tricky line‘, ‚walking on the tightrope‘, die die Aufsichtsratsvorsitzenden dort gehen müssen, weil sie sich teilweise dieser Verpflichtung, gerade bei großen Investoren, nicht entziehen können und dürfen“. Die Aufgabe des Reportings hingegen wird von den meisten Experten als unproblematisch und weitestgehend geregelt anerkannt und im Interview teilweise erst auf Nachfrage erwähnt. Weiterhin zeigte sich in den Interviews, dass die Aufgaben des Aufsichtsrates nicht nur auf die Informationsversorgung der Kapitalmarktakteure („Outbound“) beschränkt bleiben. Sie bestehen auch darin, entsprechende Informationen und Erwartungen aus dem Kapitalmarkt in das Unternehmen ‚hineinzutragen‘: „[D]er Aufsichtsrat sollte darüber wissen, wo das Unternehmen steht in der Wahrnehmung der Öffentlichkeit, er soll auch wissen, wie der Vorstand kommuniziert und wie deren Kommunikationsbotschaften am Markt ankommen“, um so schließlich auch seiner Überwachungsaufgabe adäquat nachkommen zu können. Er übernimmt damit gewissermaßen auch „Inbound“-gerichtete Kommunikationsaufgaben. Des Weiteren bestätigte sich die Annahme, dass der Aufsichtsrat als ‚weiteres Gesicht‘ des Unternehmens zunehmend auch repräsentative Aufgaben wahrnimmt und damit

dem Kapitalmarkt signalisiert, „dass hier ein Unternehmen gut geführt wird, unabhängig von der Person des Vorstandsvorsitzenden“.

LT₃: Die Leitthese zu den Kommunikationsaufgaben des Reportings und der Beziehungspflege, die dem Aufsichtsrat in Einzel- und Sonderfällen obliegen, kann damit insgesamt bestätigt werden. Überdies kann die Leitthese dahingehend spezifiziert werden, dass der Aufsichtsrat „In und Outbound“-gerichtete Kommunikationsaufgaben übernimmt.

4.3.2 Akteursebene

Aufsichtsratsinterne Koordination

Bereits in der theoretischen Auseinandersetzung zeigte sich, dass die heterogene Zusammensetzung des Aufsichtsrates eine Herausforderung für die strategische Aufsichtsratskommunikation darstellt. Auch den Interviewpartnern zufolge sind vor allem die Arbeitnehmervertreter „oft sozusagen die ‚Mavericks‘ in dem Spiel und machen, was sie wollen oder was sie für richtig halten“. Dabei handelt es sich weniger um ein kapitalmarktspezifisches, sondern eher um ein generelles Problem der Aufsichtsratskommunikation, das eine Klärung der Zuständigkeiten in Fragen der Kommunikation innerhalb des Aufsichtsrates notwendig macht. Analog zu den Erkenntnissen aus der theoretisch-konzeptionellen Analyse konnten auch in den Interviews eindeutige Aussagen dazu gewonnen werden: So bestätigten *alle* Experten die exponierte Rolle des Aufsichtsratsvorsitzenden, der „der Sprecher für den Aufsichtsrat und vor allem auch derjenige [ist], der gegenüber dem Kapitalmarkt verantwortlich ist“. Die Aufsichtsratskommunikation kann die Vorstandskommunikation einem der befragten Kommunikationsberater zufolge nur dann flankierend unterstützen, wenn die Anzahl der kommunizierenden Personen auf möglichst eine Person in Gestalt des Aufsichtsratsvorsitzenden reduziert wird. Eine Ausweitung der Kommunikationsverantwortung auf die weiteren Aufsichtsratsmitglieder, die möglicherweise ihre Partikularinteressen und -themen durchzusetzen versuchen, befördere lediglich die Verwirrung bei den Rezipienten. Damit steige auch die Gefahr der Wahrnehmung kommunikativer Diskrepanzen (vgl. ebd., S. 80, Abs. 9). Dennoch betonen die Experten die Tatsache, dass der Aufsichtsrat als Kollegialorgan konzipiert ist, was eine Abstimmung der Kommunikation mit *allen* anderen Aufsichtsratsmitgliedern voraussetzt: „Es muss natürlich sichergestellt sein, dass alle Aufsichtsratsmitglieder sich dieser Kommunikation anschließen und nicht, dass da einer seine Privatmeinung vertritt, die nicht repräsentativ ist für den Aufsichtsrat“. Auch in der Praxis wird diese Ansicht nach Aussagen der interviewten Investorenvertreter gelebt. Jedoch sei die Darstellung des Aufsichtsratsvorsitzenden dabei noch stark verbesserungswürdig.

Weiterhin erläuterte der Leiter „Engagement und aktives Aktionärstum“ eines Asset Managers, dass es in der Praxis durchaus zu Abweichungen vom Idealbild des alleinigen Kommunikators des Aufsichtsratsvorsitzenden komme; insbesondere bei Spezialthemen sprechen die Investoren auch mit „normalen Aufsichtsräten“, die jedoch spezielle Funktionen, z. B. im Prüfungs- oder Nominierungsausschuss, einnehmen. Dieser spezielle Zugang zu weiteren Aufsichtsratsmitgliedern bilde aber eine Ausnahme und ist nach Vermutung der Autorin auch vom ‚Status‘ des Investors abhängig.

LT_{4.1}: Damit bestätigen sich die vorab getätigten Annahmen zur Rolle des Aufsichtsratsvorsitzenden als alleinigen Kommunikator, wobei sich gleichermaßen gezeigt hat, dass diese stark normative Denke in der Praxis nicht selten von einer Reihe von Problemen, wie z. B. der Kommunikation der Arbeitnehmervertreter, begleitet wird.

Befähigung des Aufsichtsrates

Die gestiegenen Anforderungen an die Kommunikation des Aufsichtsrates mit dem Kapitalmarkt, die sich vor allem für den Aufsichtsratsvorsitzenden stellen, haben dazu geführt, dass heute „wesentlich mehr kommunikative Fähigkeiten gefordert sind als noch vor zehn oder 15 Jahren“. Was konkret unter diesen kommunikativen Fähigkeiten verstanden wird, kann bezeichnet werden als ein breites Repertoire an Eigenschaften, die ein Aufsichtsratsvorsitzender mitbringen muss: Dazu gehört in erster Linie „eine gewisse Bereitschaft zu Transparenz, das überhaupt anzuerkennen, dass da Stakeholder Informationsbedarf haben, den man sinnvollerweise auch decken soll“. Auch eine „gewisse Extrovertiertheit“ sowie ein „Fingerspitzengefühl dafür [...], zu welchen Themen und zu welchen Zeiten er sich melden sollte“, gehören nach Meinung einzelner Experten zum Kompetenzprofil eines Aufsichtsratsvorsitzenden. Darüber hinaus wird vereinzelt auch der öffentliche Auftritt als relevante ‚Kompetenzdimension‘ genannt. Ein Investorenvertreter betont, dass dabei auch die nonverbale Kommunikation des Aufsichtsratsvorsitzenden oder sein Umgang mit den Investoren, z. B. bei Präsenzveranstaltungen wie der Hauptversammlung, in seine Bewertung einfließen. Überdies finden „digitale Kompetenzen“ und weitere ‚taktische Fertigkeiten‘, wie die Fähigkeit zur Formulierung entsprechender Botschaften oder Reden, Erwähnung. Über dieses ‚Umsetzungswissen‘ hinaus sollte der Aufsichtsratsvorsitzende jedoch insbesondere über strategisches Kommunikationswissen verfügen. Darunter verstanden wird in erster Linie,

„dass man sich beispielsweise eine eigene Meinung bilden kann über die Medienresonanz des Unternehmens, dessen Aufsichtsratsvorsitzender man ist. Ich verstehe darunter, dass man sich eine eigene Meinung bilden kann über die Kommunikationsfähigkeiten des Vorstandsvorsitzenden oder des Vorstandes. Ich verstehe darunter, dass man sich eine eigene Meinung bilden kann, wie man gesellschaftlich als Unternehmen dasteht. Ich verstehe darunter auch, dass man sich auch bei großen Budgets, nehmen wir mal an große Werbebudgets [...], als Aufsichtsratsvorsitzender eine eigene Meinung bilden kann. Das verstehe ich unter eigener kommunikativer Kompetenz.“

In diesem Sinne wird vom Aufsichtsratsvorsitzenden vor allem die Fähigkeit gefordert, ein Bewusstsein für die Auswirkungen der eigenen Kommunikation und der des Vorstandes sowie für Entwicklungen im Unternehmensumfeld, die mögliche Reputationsrisiken für das Unternehmen mit sich bringen können, schaffen zu können. Dieses in der vorliegenden Arbeit als „Unternehmenskommunikations-spezifisch“ bezeichnetes Wissen (s. Kap. 2.4.2, S. 59) ist laut den Experten zum einen relevant für die adäquate Ausführung seiner Überwachungsaufgabe, so z. B. bei Personalentscheidungen, für die nach Meinung der Kommunikationsberaterin „schon bei einer Berufung eines CEOs auch mit berücksichtigen [werden müsste], wie das am Kapitalmarkt ankommt“. Zum anderen ist diese strategische Kompetenz auch für die eigene Kommunikation von Bedeutung. Da der Aufsichtsratsvorsitzende „häufig auch bei der Krisenkommunikation rauskommen muss“, aber auch weil er eben über ein sehr exklusives Wissen verfügt, gebührt ein sensibler Umgang mit diesem Wissen in der Kommunikation. Darüber hinaus sei auch „Investor Relations-spezifisches Wissen“ für die Kommunikation mit dem Kapitalmarkt unbedingt erforderlich. Zum Status Quo des Vorhandenseins entsprechender Kompetenzen äußerten sich die Experten sehr unterschiedlich: So argumentieren einige Befragte, dass es sich dabei vor allem um ein „theoretisches Thema“ handele, dass in der Praxis wenig problematisch sei, da eine Vielzahl der Aufsichtsratsvorsitzenden eine Vorstands- oder zumindest Führungshistorie aufweisen könnten, womit die genannten Kompetenzen ohnehin vorhanden seien. Wiederum andere Experten konstatieren dem Aufsichtsrat, als „kommunikativ betrachtet immer noch große Laien“, dringenden Nachholbedarf. Des Weiteren werde es zunehmend auch Aufsichtsratsvorsitzende geben, die eine solche Historie nicht aufweisen können und „einfach die Sensitivität der Öffentlichkeit, also wie sehr man auf sie hört, [unterschätzen]“. Gegebenenfalls sei auch eine ‚Nachschulung‘ entsprechender Kompetenzen zu bedenken.

LT_{4.2}: Trotz dieser teils widersprüchlichen Meinungen zeigt sich auch hier die Einigkeit über die Relevanz entsprechender kommunikativer Kompetenzen, womit die in der Leitthese getroffenen Vermutungen als bestätigt anzusehen sind.

Damit die Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt ihre Potenziale als ergänzende Kommunikation zu der des Vorstandes freisetzen kann, ist nach einstimmiger Auffassung der Experten eine enge Abstimmung mit dieser erforderlich. Dies bezieht sich auf die Abstimmung mit dem Vorstandsgremium einerseits und den die Kommunikation koordinierenden und unterstützenden Funktionsbereichen und Abteilungen andererseits.

Koordination mit Vorstand

In den Interviews stellte sich schnell heraus, dass eine Abgrenzung zwischen der Vorstands- und Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt in erster Linie am übergeordneten strengen Trennungsprinzip des dualistischen Systems der Unternehmensführung orientiert ist bzw. sein muss. Dieses sieht eine eindeutige Trennung zwischen den strategisch-operativen Führungsaufgaben der primären Unternehmensführung und der Überwachungsaufgabe der sekundären Unternehmensführung vor; diese Abgrenzung zeigt sich auch in der Kommunikation: Demnach darf die Zuständigkeit des Vorstandes, insbesondere des CEO und CFO, als primärer Ansprechpartner, legitimer Kommunikator und Vertreter des Unternehmens nach außen keineswegs verletzt werden. „[A]lles, was mit [...] operativer Geschäftspolitik und Ausrichtung des Unternehmens zu tun hat, ist [...] erste Aufgabe des Vorstandes“. Diese Kommunikationshoheit sollte laut des Vertreters eines IR-Berufsverbandes vom Aufsichtsrat nicht nur respektiert, sondern von ihm selbst auch aktiv nach außen kommuniziert und bei entsprechenden Anfragen auf die klar abgegrenzten Zuständigkeitsbereiche verwiesen werden. Eine „primäre Zuständigkeit“ bzw. „Mitteilungs- und Kommunikationsfunktion“ ergibt sich für den Aufsichtsrat nach Meinung aller Experten immer nur dann, wenn es zu Themen kommt, bei denen „der Vorstand schlichtweg nicht im Fahrersitz sitzt“. Daher gilt: „Überall da, wo er entscheidet, da sollte er auch kommunizieren – wo er nicht entscheidet, sollte er auch nicht kommunizieren, weil das ist dann Aufgabe des Vorstandes“. Demzufolge handelt es sich um eine Abgrenzung auf Themenebene (vertiefend s. Kap. 4.3.3). Eine Möglichkeit zur praktischen Umsetzung sieht ein Experte in der Aufstellung von Leitlinien, mit denen die Kommunikationsbereiche und Themen sowie die Prozesse definiert werden, die regeln, in welcher Form und zu welchem Zeitpunkt der Vorstand eingebunden werden muss (z. B. wann er zu informieren ist). Gleichwohl ist an dieser Stelle kritisch anzumerken, dass eine solche Abgrenzungsmöglich-

keit zwar eine erste Orientierung bieten kann, es sich dabei aber zugleich um eine stark normative Annahme handelt, die sich in der Praxis möglicherweise weniger einfach umsetzen lässt. Dies bestätigt auch der Leiter Investor Relations eines DAX30-Unternehmens, der darauf hinweist, dass sich eine „sortenreine Trennung“ dessen, worüber der Aufsichtsrat (nicht) spricht, vor allem in direkten Kommunikationssituationen wie dem persönlichen Investorengespräch, als schwierig erweisen kann.

In der Abstimmung mit dem Vorstand geht es überdies um weit mehr als um eine Abgrenzung dessen, „worüber“ kommuniziert werden darf oder soll. Gefragt ist eine umfangreiche Abstimmung dessen, „was“, „wie“ und „wann“ gesagt werden darf. Für die Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt ist damit nicht nur eine Koordination innerhalb des Aufsichtsrates zur Sicherstellung einer aufsichtsratsinternen „One Voice Policy“ von Bedeutung. Es geht vor allem auch darum, dass sich Aufsichtsrats- und Vorstandskommunikation mit dem Kapitalmarkt nicht entgegenstehen und einander widersprechen, sondern sich möglichst gut ergänzen, um im Sinne einer „Many Voices One Message Policy“ gesamthaft zum Erfolg des Unternehmens beizutragen.

LT₅: Die vorab aufgestellte Annahme, eine Kommunikationsordnung zwischen Vorstand und Aufsichtsrat aufzustellen, die eine Abgrenzung auf Themenebene vorsieht und mit der im Hinblick auf den Kapitalmarkt ein umfassendes Kommunikationspaket geschnürt wird, erwies sich auch nach Auswertung der Expertengespräche als zutreffend.

Organisation der Aufsichtsratskommunikation

Während die Frage der Abstimmung in den Interviews durchweg als elementar erachtet wurde, überraschten die Aussagen der Experten (v. a. der Innenperspektive) im Hinblick auf die konkrete funktionale Ansiedelung der Kapitalmarktkommunikation des Aufsichtsrates im Unternehmen und darüber, welche Akteure den Aufsichtsrat bei der Umsetzung unterstützen sollten/können. Dieser Aspekt wird entgegen der Vermutung der Verfasserin weitgehend als „zweitrangig“ eingeschätzt, was möglicherweise auf die starke Individualität in der Konzeption der Aufsichtsratskommunikation zurückgeführt werden kann (s. Kap. 4.3.1), die eine unternehmensindividuelle Regelung nahelegt. Nichtsdestotrotz ließen sich recht klare Tendenzen zur empfohlenen Anbindung erkennen: In der Kommunikation mit dem Kapitalmarkt wurde die *Investor Relations-Abteilung* von einer Vielzahl der Experten als geeignetste Schnittstelle bzw. „dotted line“ zur Aufsichtsratskommunikation benannt, die am besten für Konsistenz zwischen der Kapitalmarktkommunikation des Vorstandes und der des Aufsichtsrates sorgen kann. Dabei übernehmen IR keine konzeptionelle, sondern eine vor allem beratende und unterstützende Rolle. Als konkrete Aufgaben bestätigten sich die bereits in der theoretischen Auseinandersetzung identifizierten Funktionen: Zusätzlich zur gesetzlich vorgeschriebenen Informationsversorgung des Aufsichtsrates durch den Vorstand, erhält der Aufsichtsrat durch die IR Informationen bspw. über die Wahrnehmung des Unternehmens am Kapitalmarkt oder (strategie-)relevante Entwicklungen im Unternehmensumfeld

Diese unterstützende Funktion bestätigt auch der Leiter Investor Relations eines DAX30-Unternehmens, wonach die Rolle der IR „im Sinne von Informationsfunktion gegenüber dem Aufsichtsrat [zu verstehen ist], ihm den Spiegel vorzuhalten und zu sagen, ‚So wird das Unternehmen gesehen.‘ Also das, was wir auch dem Vorstand gegenüber tun, wird auch dem Aufsichtsrat zur Verfügung gestellt. Dass wir nach jeder Quartals- oder Jahreskommunikation zusammenstellen, was die Reaktionen auf unsere Zahlen waren, wie die Analysten uns gewürdigt haben, die jeweiligen Ergebnisse oder die Kommunikation, die wir dort betrieben haben.“

Auch eine beratende Funktion, z. B. bei konkreten Anfragen von Investoren, können IR hier leisten. Ein Investorenvertreter bestätigt ebenfalls, dass bei einem konkreten Informationsbedürfnis entweder der Aufsichtsrat direkt oder die *Investor Relations-Abteilung* kontaktiert wird. Von Seiten der IR übernimmt dann vor allem der Leiter IR die Koordination zwischen Aufsichtsrat und Investor. Dagegen nimmt die *Abteilung der Unternehmenskommunikation* keine primäre Rolle bei der Organisation der Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt ein. Dies mag nach Auffassung der Autorin jedoch vor allem daran liegen, dass die Kommunikation des Aufsichtsrates von den Experten häufig auf die Kommunikation mit den Investoren reduziert und Multiplikatoren wie Wirtschafts- und Finanzjournalisten damit nur wenig Bedeutung zugemessen wird (s. auch Abschnitt zur Zielgruppe in Kap. 4.3.3). Zudem ist die Involvierung der UK auch davon abhängig, mit welchen Instrumenten die Kommunikation umgesetzt wird (s. Kap. 4.3.3). So gewinnen die weiteren Akteure der Financial Community, z. B. die Wirtschaftsjournalisten, an Relevanz, wenn ein Interview des Aufsichtsratsvorsitzenden in einem Wirtschaftsmedium als adäquates Kommunikationsinstrument erachtet wird (s. Instrumente in Kap. 4.3.3). Damit würde auch die Bedeutung der Abteilung Unternehmenskommunikation steigen, da die UK einbezogen werden sollte, „[s]obald es eine Aussage ist, die Richtung Medien geht“. Der Fakt, dass der Aufsichtsrat damit auf originäre ‚Managementtools‘ zurückgreift, wurde von den Experten unterschiedlich bewertet. Demnach entspringen da-

raus potenzielle Objektivitäts- und unlösbare Interessenkonflikte für die Mitarbeiter dieser Abteilungen, die „disziplinarisch und arbeitsrechtlich dem Vorstand unterstellt“ sind. Laut Auffassung wiederum anderer Experten sei dies so lange unproblematisch, wie die ‚Vorstandsabteilung‘ lediglich umsetzende und beratende, nicht aber konzeptionelle oder konkrete inhaltliche Aufgaben übernimmt.

Darüber hinaus wurde in der Einbeziehung *externer Kommunikationsberater* zwar grundsätzlich kein Widerspruch gesehen, sie sei aber im konkreten Einzelfall abzuwägen. Das *Aufsichtsratsbüro* übernimmt nach Auffassung eines Experten eine eher organisatorische und Filterfunktion, weniger aber die Rolle als „Konzeptionator oder Umsetzer der Kommunikation des Aufsichtsrates mit dem Kapitalmarkt“. Trotz der nicht eindeutigen Bestimmung der organisatorischen Anbindung der Aufsichtsratskommunikation wiesen einige Experten darauf hin, dass eine Verortung der Verantwortlichkeiten auf oberster Hierarchieebene (z. B. beim Leiter UK oder Leiter IR), auf der ein ausgeprägtes Netzwerk sowie umfangreiche Entscheidungskompetenzen entsprechend vorausgesetzt werden können, anzuraten ist. Ein weiterer zentraler Aspekt bei der Organisation der Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt ist die Frage nach den zur Verfügung stehenden Ressourcen. Ein Kommunikationsberater gibt dazu eine eher pessimistische Einschätzung¹¹⁹, wonach „viele Aufsichtsräte unter semi-professionellen Strukturen in ihrem Umfeld [leiden], was Kommunikation angeht“. Er fordert zugleich eine entsprechende Anpassung der Ressourcenbasis, die mit Blick auf die gestiegenen Kommunikationsanforderungen gerechtfertigt sei.

LT₆: Insgesamt kann die Leitthese zur Unterstützung des Aufsichtsrates bei der Umsetzung und Abstimmung damit vollumfänglich bestätigt werden.

4.3.3 Umsetzungsebene

Inhalte & Themen

Bei der Bestimmung der kommunikativen Verantwortungsbereiche von Vorstand und Aufsichtsrat in der Kommunikation mit dem Kapitalmarkt wurde eine Abgrenzung auf Themenebene als sinnvoll erachtet. Hierzu wurde bestimmt, dass der Aufsichtsrat zu Themen kommunizieren darf, bei denen ihm die *originäre Zuständigkeit* obliegt. Dabei handelt es sich um Themen, „die relevant für die Corporate Governance des Unternehmens sind, also für die verantwortungsvolle Unternehmensführung“. Dazu gehört in erster Linie die Kommunikation zu den mit der *Überwachungsaufgabe* in Verbindung stehenden Sachverhalten. Von den Experten besonders herausgehoben wird die Kommunikation zu den aus seiner Personalhoheit abgeleiteten Aufgaben der Vor-

standsbestellung und -abberufung sowie der Vorstandsvergütung. Dies verwundert nicht; mit den zahlreichen Unternehmenskrisen und -zusammenbrüchen wurden vor allem für die Besetzung und Vergütung des Vorstandes neue Maßstäbe gefordert, die es für den Kapitalmarkt auch entsprechend transparent zu machen gilt. Die Zuständigkeit des Aufsichtsrates liegt hier nahe:

„[I]ch kann den Vorstand als Investor nicht wirklich sinnvoll danach fragen, ob sein Anreiz- und Vergütungssystem geeignet ist, ob er zu viel bekommt oder zu wenig. Das muss ich eigentlich den fragen, der verantwortlich ist für diese Systeme. Ich kann den Vorstandsvorsitzenden auch nicht sinnvoll fragen, ob der Vorstand gut zusammengesetzt ist, denn die Bestellung des Vorstandes und gegebenenfalls die Abberufung ist die Sache des Aufsichtsrates.“

Als Inhalte dieser Kommunikation wurden die Darlegung der Kompetenzen und Eignung der Vorstandsmitglieder bei einer Neubesetzung sowie die dabei zugrunde gelegten Auswahlkriterien als wichtig erachtet. Ein Experte betont das hier vorhandene Optimierungspotenzial: Dabei werde bei Personalwechseln im Vorstand nach außen häufig ein völlig falsches Bild vermittelt, wenn der scheidende CEO in der Pressekonferenz verkündet, dass er seinen Nachfolger gefunden habe. Mit einer derartigen Aussage seien die Zusammenhänge und Zuständigkeiten falsch dargestellt und dies führe dazu, dass sich der „Aufsichtsrat [...] in einer ganz wichtigen Funktion in der Öffentlichkeit [...] vollkommen falsch oder nicht bewertet sieht“. Hier sei dem Interviewpartner zufolge ein starker Aufsichtsratsvorsitzender gefragt, dessen Aufgabe es ist, sich zu den Gründen und den Qualifikationen des Vorstandes oder zu dessen Abberufung entsprechend zu äußern. Auch die Vergütung des Vorstandes stellt ein für den Kapitalmarkt hoch relevantes Thema dar: Dazu gehört nicht nur, die Vorstände richtig zu „incentivieren“ und ein kapitalmarktkonformes Vergütungssystem zu schaffen, sondern dieses auch dem Kapitalmarkt entsprechend zu erklären; vor allem in Krisen ergibt sich hier eine besondere Erklärungsbedürftigkeit. Ein weiteres mögliches Thema im Kontext der Überwachungsaufgabe ist die Kommunikation zur Strategie. Bereits in der theoretischen Analyse (s. Kap. 2.2.2.2) konnte aufgezeigt werden, dass dieser Aspekt stärker in den Fokus der Aufsichtsratsaktivität gerückt ist. Zwar handelt es sich dabei per definitionem um ein ‚Vorstandsthema‘, eine Reihe von Experten weisen aber darauf hin, dass der Aufsichtsrat „im Beisein des Vorstandes oder des Vorstandsvorsitzenden“ der Strategieentscheidung des Vorstandes mit seiner Kommunikation entsprechend den Rücken stärken kann. Als ein zweites großes Themengebiet wurde die *Kommunikation über das Gremium* des Aufsichtsrates (nachfolgend: „Gremienkommunikation“) identifiziert. Ausschlag-

¹¹⁹ An dieser Stelle sei darauf hingewiesen, dass derartige Einschätzungen immer auch mit Vorsicht zu betrachten sind. Als Kommunikationsberater ist es gewissermaßen Teil seines Geschäftsmodells, dass die Ressourcen im Unternehmen entsprechend ausgebaut werden. Dennoch ist davon auszugehen, dass die Ressourcen des Aufsichtsrates noch immer stark denen eines Nebenamtes entsprechen und bislang keine oder nur selten professionelle Strukturen zur Unterstützung des Aufsichtsrates in Sachen Kommunikation implementiert wurden, sodass diese Forderung legitim ist.

gebend dafür sind die gewachsenen Anforderungen, sowohl fachlich als auch zeitlich, an die Aufsichtsratsmitglieder. Die Gremienkommunikation kann laut den Experten mit unterschiedlichen Inhalten ‚gefüllt‘ werden. Dazu gehören Ausführungen zu den im Aufsichtsrat vorhandenen Kompetenzen¹²⁰, z. B. wie signifikant diese für das betreffende Unternehmen sind oder über wie viele weitere Aufsichtsrats- und Vorstandsmandate die Mitglieder verfügen, Angaben zu der Zusammensetzung des Gremiums unter Diversity-Aspekten sowie Informationen zur Unabhängigkeit der Mitglieder. Auch die Selbstevaluierung des Aufsichtsrates und seiner Mitglieder könnte nach Meinung eines Investorenvertreters Teil dieser Kommunikation sein. Besonders relevant ist diese Form der Kommunikation nach Einschätzung der Experten im Vorfeld und während Aufsichtsratswahlen, die häufig mit der jährlichen Hauptversammlung zusammenfallen. Drittens wurden auch in den Interviews Sondersituationen wie eine Übernahme als Kommunikationsanlass hervorgehoben. Eine Kommunikationsberaterin erwähnte die in diesem Zusammenhang notwendigen Stellungnahmen von Aufsichtsrat und Vorstand des Zielunternehmens, die häufig separat abgegeben werden. Über die Kommunikation zu den eigenen Verantwortungsbereichen hinaus konnten durch die Interviews weitere Themen identifiziert werden. So kann sich der Aufsichtsrat nach Meinung einiger Experten auch zu Branchenentwicklungen und den geschäftlichen Rahmenbedingungen, zum regulatorischen Umfeld oder zu anderen, sehr allgemeinen Themen wie bspw. dem demographischen Wandel äußern. Damit bewegt sich der Aufsichtsrat „auch auf einer Metaebene bei vielen Themen, die allgemein von Interesse sind, ohne halt tatsächlich sehr operativ einzugreifen und sich dazu zu äußern“.

LT₇: Damit hat sich der in der Leitthese formulierte Zusammenhang zwischen den Inhalten und Themen der Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt und den originären Aufgaben des Aufsichtsrates als richtig erwiesen. Neben der Kommunikation zur Überwachung, insbesondere zu Personalbelangen, der Gremienkommunikation und der vereinzelt Kommunikation in Sondersituationen konnten weitere Themen herausgearbeitet werden, bei denen sich der Aufsichtsrat inhaltlich auf einer sehr ‚allgemeinen‘ Ebene bewegt. Mit der Kommunikation zu diesen Themen, mit denen vor allem qualitative Faktoren angesprochen werden, ist der Aufsichtsrat nicht nur Adressat und Repräsentant des Unternehmens, sondern auch Botschafter einer guten Corporate Governance.

Instrumente

Für die Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt wurden

von den Experten eine Reihe unterschiedlicher persönlicher und unpersönlicher Instrumente erwähnt. Als grundsätzlich mögliche, *persönliche Kommunikationsinstrumente* wurden genannt: die Hauptversammlung, Roadshows, das persönliche Einzelgespräch (auch: „one-on-one“; insbesondere im Vorfeld von Hauptversammlungen), das „Collaborative Engagement“ als persönliches Gespräch zusammen mit mehreren Investoren, der Email-Austausch, das Telefonat und der Briefwechsel mit den Investoren. Auch *unpersönliche Kommunikationsinstrumente* sind in der Kapitalmarktkommunikation des Aufsichtsrates denkbar: der Aufsichtsratsbericht als Teil des Geschäftsberichts, Interviews und Meinungsäußerungsbeiträge in einschlägigen Wirtschafts- und Finanzmedien, die Website sowie weitere einzelfallabhängige schriftliche Äußerungen wie bspw. die Stellungnahme zum Übernahmeangebot. Dabei wurde vereinzelt auch auf das Optimierungspotenzial des Aufsichtsratsberichts hingewiesen, der noch stärker dazu genutzt werden könne, „um tatsächlich substanzuell etwas sagen [zu können], zur Entwicklung des Unternehmens, zu den schwierigen Punkten, die es zu bewältigen hatte, zur Art der Zusammenarbeit noch jenseits der Aufsichtsratsausschüsse“. Bei der Frage danach, welche Kommunikationsinstrumente am besten geeignet seien, bestand unter den befragten Experten wenig Einigkeit, was vermutlich auf die unterschiedlichen Perspektiven zurückzuführen ist. Demnach sprach sich der Vertreter der Seite der institutionellen Investoren sehr deutlich für persönliche Kommunikationsinstrumente, insbesondere das one-on-one-Gespräch, aus, was den Vorteil biete, „eine Stunde Zeit [zu haben], mit dem Aufsichtsrat im Detail diskutieren [zu können] und Ihre Meinung [des Investors; Anm. d. Verf.] auch rüberbringen [zu können]“. Angesichts der Tatsache, dass eben jene Investoren auch als treibende Kraft in der Diskussion um die Forcierung der vor allem *persönlichen* Aufsichtsratskommunikation gelten, ist dieses Ergebnis jedoch wenig verwunderlich. Im Gegensatz dazu, und auch dies ist nicht überraschend, favorisiert der Vertreter privater Investoren vor allem unpersönliche Kommunikationsinstrumente, mit denen eine potenzielle Erreichbarkeit *aller* Investoren gewährleistet werden kann:

„Also wir sind der Meinung, dass diese persönliche Ansprache einzelner Investoren nicht dem Grundgedanken des Aktienrechts und auch nicht des Aufsichtsrates entspricht. Weil, das haben wir ja heute auch schon, es gibt eine latente Ungleichbehandlung der Investoren und da muss ich sagen, gerade der Aufsichtsrat wäre gut beraten, wenn er dafür sorgt, dass alle definitiv die gleichen Informationen haben.“

Ähnlich vorsichtig äußerten sich auch die Unternehmensvertreter, die dafür plädieren den Zugang zum Aufsichtsrat möglichst zu

¹²⁰ Die Investorenvertreter erwähnen in diesem Zusammenhang die Termini „Kompetenzlandkarte“ und „Ziel-Kompetenzportfolio“, die einen Hinweis auf die gestiegenen Anforderungen an den Aufsichtsrat liefern und in der Praxis von den Investoren als konkrete Beurteilungsmaßstäbe herangezogen werden.

minimieren und, mit Ausnahme der Hauptversammlung, die Verwendung vor allem unpersönlicher Kommunikationsinstrumente empfehlen. Inwieweit bestimmten Investoren Zugang zum Aufsichtsrat gewährt wird, sei überdies stets danach abzuwägen, inwieweit daraus ein zusätzlicher Nutzen für den jeweiligen Investor entsteht. Angesichts der Tatsache, dass die Grundsätze des „Fair Disclosure“ und der Ad-hoc-Publizität einzuhalten sind, scheint der Mehrwert eines solchen Austauschs nach Einschätzung dieser Experten verschwindend gering. Außerdem gelte: „Ein Unternehmen, das den Zugang zum Aufsichtsrat nicht gewährt, muss nicht unbedingt viel schlechter performen oder viel schlechter arbeiten als ein anderes, das das ermöglicht“. Einigkeit besteht bei den Experten wiederum in dem Punkt, dass weder Werbe- noch Social Media-Maßnahmen adäquate Instrumente zur Kommunikation des Aufsichtsrates mit den Kapitalmarktakteuren darstellen. Ein Einsatz derartiger Instrumente würde nach Auffassung der Autorin auch der bereits getätigten Annahme einer wohl dosierten, einzelfallbezogenen Kommunikation, die weder das Image des Aufsichtsrates verwässert noch den Vorstand schwächt, widersprechen.

LT₈: Insgesamt kann festgehalten werden, dass der Aufsichtsrat sowohl persönliche als auch unpersönliche Kommunikationsinstrumente in der Kapitalmarktkommunikation verwendet, die in individueller Abwägung und unterschiedlicher Gewichtung eingesetzt werden können. Die dazu formulierte Leitthese kann damit als bestätigt angesehen werden.

Zielgruppen

Eine weitere zentrale Erkenntnis aus den Experteninterviews liegt in den gewonnenen Aussagen zu den Zielgruppen der Kapitalmarktkommunikation des Aufsichtsrates. Als primäre Adressaten seiner Kommunikation wurden durchweg die Aktionäre benannt, die den Aufsichtsrat gewählt haben und qua dieser Funktion als legitimierte „Kernzielgruppe“ zu definieren sind. Inwieweit die restliche Financial Community, z. B. Wirtschafts- und Finanzmedien oder Analysten, eine Rolle spielt, wurde sehr unterschiedlich bewertet; werden bspw. eher unpersönliche Kommunikationsinstrumente wie das Interview gewählt, so können Journalisten durchaus als „Hilfsmittel“ gesehen werden, „um seine Botschaften nach außen zu tragen“. Wiederum erscheint fraglich, inwieweit konkrete Informationsbedürfnisse, die von den Journalisten an den Aufsichtsrat herangetragen werden, tatsächlich auch befriedigt werden können und sollten. Der Einwand des Vertreters eines IR-Berufsverbandes im Zusammenhang mit den persönlichen Gesprächen des Aufsichtsrates mit Investoren könnte auch für die Interaktion zwischen Aufsichtsrat und Journalisten als hilfreiche Maxime gelten:

„Die Frage, die mich immer umtreibt, ist Push/Pull. Die Frage ist ja: Ist es der Aufsichtsrat, der aktiv kommuniziert und die Welt beglückt mit Informationen – das empfinde ich als positiv. Darf es auch sein, dass ein Investor an den Aufsichtsrat herantritt und sagt ‚jetzt erkläre mir mal das und jenes‘ – da habe ich so meine Probleme mit.“

Folglich gilt: Primärer Adressat der Aufsichtsratskommunikation im Kapitalmarkt sind die Investoren, sowohl aktuelle als auch potenzielle. Multiplikatoren können als Intermediäre zwischen den Investoren und dem Unternehmen je nach gewählter Kommunikationsstrategie durchaus relevant sein und damit ebenfalls als Zielgruppe der Kommunikation des Aufsichtsrates begriffen werden.¹²¹

LT₉: Damit sind alle Akteure der Financial Community von Bedeutung, jedoch mit einer starken Gewichtung der Investoren. Die dazu verfasste Leitthese stimmt mit diesen Annahmen überein.

4.3.4 Zielebene

Abschließend ist die Frage zu stellen, inwieweit die Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt tatsächlich der Erfüllung der übergeordneten Unternehmensziele dient und damit nicht auf einer rein operativen Ebene verbleibt, sondern als strategische Kommunikationsfunktion im Unternehmen einen konkreten Wertschöpfungsbeitrag leistet. Nach Einschätzung der Experten sind ein proaktiver Umgang und eine bewusste Auseinandersetzung mit den von außen an den Aufsichtsrat herangetragenen Informationsbedürfnissen ein erster Schritt in diese Richtung. Ein erhöhtes Maß an Transparenz, hergestellt durch den Aufsichtsrat, trägt diesen Bedürfnissen Rechnung und ist entscheidend dafür, dass mit der Kapitalmarktkommunikation des Aufsichtsrates konkrete Unternehmens- und Kommunikationsziele realisiert werden können. Die Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt kann zum einen zur Erfüllung konkreter *kommunikationspolitischer Ziele* beitragen, indem Informationsasymmetrien abgebaut werden. Ein Investorenvertreter betont in diesem Zusammenhang den Vorteil, dass die Investoren so „auch einen Einblick bekomm[en] über die Ebene über dem Vorstand“. In den Gesprächen mit den Experten wurde zudem deutlich, dass die Kapitalmarktkommunikation des Aufsichtsrates in besonderer Weise die Pflege und den Aufbau des Vertrauens zwischen dem Unternehmen und seiner Führungsspitze einerseits und den Kapitalmarktakteuren andererseits unterstützen kann:

„[Ziel] der Aufsichtsratskommunikation [kann] sein, Vertrauen in den amtierenden Vorstand herzustellen,

¹²¹ Damit sind keine Aussagen darüber gemacht, dass der Kreis der Rezipienten, die von dieser Kommunikation des Aufsichtsrates erreicht werden, nicht auch sehr viel größer sein kann. Darauf kann im Rahmen der vorliegenden Arbeit und dem ihr zugrunde liegenden Schwerpunkt auf der Kapitalmarktkommunikation jedoch nicht weiter eingegangen werden.

beispielsweise wenn jemand neu kommt, oder dem Kapitalmarkt zu signalisieren, dass die handelnden Personen aligned sind, also man könnte sagen auf Linie sind mit den Erwartungen des Kapitalmarkts, dass sie das Unternehmen beispielsweise wertorientiert führen. Und das würde man durch eine gute Kommunikation eines guten Vergütungssystems erreichen.“

Auf diese Weise kann es potenziell auch gelingen, die Reputation des Unternehmens zu steigern und die Unternehmung „voranzubringen und stärker zu machen, abzuschirmen gegenüber möglichen Risiken, auch Reputationsrisiken“. Das damit aufgebaute immaterielle Kapital kann zum anderen dem Erreichen finanzwirtschaftlicher *Ziele* dienen, bspw. eine Senkung der Kapitalkosten bewirken. Die Kommunikationsberaterin führt dazu an: „Also in einer M&A-Situation zum Beispiel kann die Kommunikation des Aufsichtsrates dazu beitragen, dass das Unternehmen eine höhere Prämie bekommt, weil der Aufsichtsrat das beispielsweise gut argumentiert hat oder dass das Unternehmen Standortgarantien als Übernahmeziel bekommt“. Demzufolge kann die Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt auch dahingehend einen Wertschöpfungsbeitrag leisten, dass sie die laufende Leistungserstellung unterstützt. Der Aufsichtsrat ist mit seinen Kommunikationsaktivitäten mit dem Kapitalmarkt damit neben dem Vorstand *potenziell*, nämlich immer dann, wenn diese an der Kommunikationsstrategie des Unternehmens ausgerichtet sind, an der Erfüllung der übergeordneten Unternehmensziele und -strategie beteiligt. Das folgende Zitat drückt diese Gedanken anschaulich aus:

„Also im Grunde genommen sind Vorstand und Aufsichtsrat an die Wahrung des Unternehmensinteresses gebunden. Das ist eine juristische Formulierung und das [ist] im Grunde genommen auch gleichzusetzen mit der Leitmaxime, den nachhaltigen Unternehmenswert zu steigern. Also nicht nachhaltig den Unternehmenswert, also Börsenkurs, sondern den nachhaltigen Unternehmenswert. Dieser nachhaltige Unternehmenswert ergibt sich daraus, aus der Fähigkeit eines Unternehmens, die Belange der verschiedenen Stakeholder so ausreichend zu bedienen, dass die auf Dauer bereit sind, mitzumachen. Und das muss dann im Grunde genommen nicht nur für alles Aufsichtsratshandeln gelten, sondern auch für die Aufsichtsratskommunikation. Also ich muss die Kommunikation so gestalten, dass ich diesen nachhaltigen Unternehmenswert, und nochmal das ist nicht dieser Shareholder Value kurzfristig, sondern das ist die Fähigkeit des Unternehmens, die Stakeholder an sich zu binden und alle wie Aktionäre, Gläubiger, Lieferanten,

den Staat, die Öffentlichkeit und so weiter. Und diesem Ziel muss die Aufsichtsratskommunikation dienen.“

LT10: Die Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt besitzt das Potenzial einer strategischen Kommunikationsfunktion, da sie einen Beitrag zur Erfüllung der übergeordneten Unternehmensziele leisten kann. Die dazu aufgestellte Leitthese gilt damit als bestätigt.

4.4 Modifikation des Bezugsrahmens

In den Expertengesprächen konnten damit alle vorab aufgestellten und in Leitthesen zusammengefassten Annahmen bestätigt werden. Dabei besonders intensiv diskutiert wurden die Abgrenzung zur und Abstimmung mit der Kapitalmarktkommunikation des Vorstandes. Einen daran anschließenden zentralen Aspekt der Debatte stellte der enge thematische Korridor dar, in dem sich der Aufsichtsrat bei seiner Kommunikation mit dem Kapitalmarkt bewegen darf. Auch in den Gesprächen bestätigte sich abermals die hohe Komplexität der Aufsichtsratskommunikation, die in der Praxis einen stark reflektierten Einsatz erfordert. Dabei konnten eine Reihe gemeinsamer Referenzpunkte identifiziert werden, die mit dem Bezugsrahmen abgebildet werden. Da sich dieser in überwiegenden Teilen als plausibel erwies, werden nur kleinere Anpassungen vorgenommen, die in dem finalen Bezugsrahmen der strategischen Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt in Abbildung 6, dargestellt sind:

- *Erweiterung der Kommunikationsaufgaben:* Zu den „Outbound“- treten „Inbound“-gerichtete Kommunikationsaufgaben.
- *Konkretisierung der Inhalte & Themen:* Mit den Experteninterviews konnten die Themen bestätigt und weiter konkretisiert werden. Sie wurden der Dimension „Inhalte & Themen“ als Liste hinzugefügt; diese soll als Orientierung dienen.
- *Festlegung der Zielgruppen:* Es konnten keine weiteren Zielgruppen in den Gesprächen identifiziert werden, weshalb eine Festlegung auf die dargestellten Akteure erfolgte und die Option, weitere Akteure hinzuzufügen (ursprünglich dargestellt in einem weiteren Kasten), aus dem Bezugsrahmen entfernt wurde.
- *Steigerung des nachhaltigen Unternehmenswertes:* Das Oberziel der Steigerung des Unternehmenswertes wurde um den Zusatz „nachhaltig“ ergänzt, um die Bedeutung auch langfristiger Zielgrößen, wie den Aufbau von immateriellem Kapital, zu unterstreichen und dem modernen Leitbild einer wertorientierten Unternehmensführung zu entsprechen.

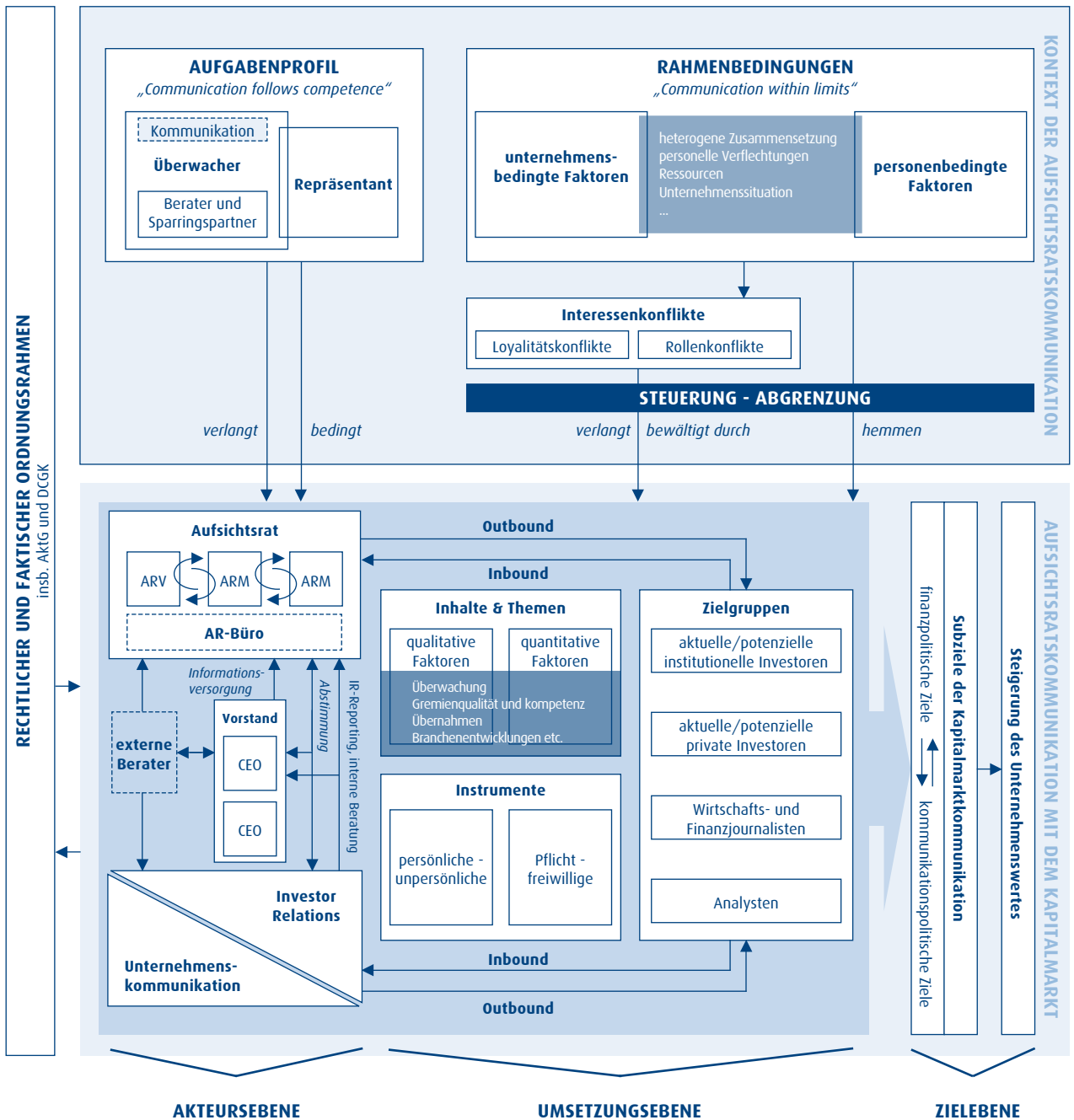


Abbildung 6: Modifizierter Bezugsrahmen der strategischen Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt nach Integration der Interviewergebnisse (Quelle: eigene Darstellung)

Damit wurde der Untersuchungsgegenstand des Aufsichtsrates erstmalig mit dem Gegenstandsbereich der Kapitalmarktcommunication verknüpft und ein umfangreiches Grundgerüst für zukünftige Debatten und Untersuchungen zum Thema der Aufsichtsratscommunication bereitgestellt. Aufbauend auf den zur Kapitalmarktcommunication gewonnenen Erkenntnissen wird die für die ‚allgemeine‘ Aufsichtsratscommunication entwickelte Arbeitsdefinition (s. Kap. 2.4.1) nun abschließend für die Kommunikation des Aufsichtsrates mit dem Kapitalmarkt entsprechend zugespitzt.

Unter **Aufsichtsratscommunication mit dem Kapitalmarkt** werden alle gesteuerten Kommunikationsprozesse des Aufsichtsrates verstanden, mit denen ein Beitrag zur Aufgabendefinition und -erfüllung in gewinnorientierten Wirtschaftseinheiten geleistet wird und die insbesondere zur Handlungskoordination sowie Interessenklärung zwischen dem Unternehmen und der Financial Community beitragen. Sie umfasst die Kommunikation zu allen Themen, die sich aus den mit der Überwachungsaufgabe verknüpften und weiteren Kompetenzen des Aufsichtsrates ergeben sowie zum Aufsichtsratsgremium selbst. Die Kommunikation des Aufsichtsrates mit dem Kapitalmarkt schließt sowohl die Erfüllung von Publizitätspflichten als auch die Verwendung weiterer, freiwilliger Instrumente zur Herstellung von Transparenz über die Überwachung des Vorstandes und über den Aufsichtsrat ein. Dafür bedient sich der Aufsichtsrat persönlicher und unpersönlicher Kommunikationsinstrumente. Die Aufsichtsratscommunication mit dem Kapitalmarkt ist mit der Kapitalmarktcommunication des Vorstandes eng abzustimmen und inhaltlich abzugrenzen. Dabei kann der Aufsichtsrat durch unternehmensinterne und -externe Akteure unterstützt werden. Aufsichtsratscommunication mit dem Kapitalmarkt ist dann strategische Kommunikation, wenn auf diese Weise übergeordnete Organisationsziele unterstützt werden. Aufsichtsratscommunication ist immer unternehmens- und personengetrieben und ihr Einsatz daher stets individuell abzuwägen.

5 Fazit und Ausblick

In einer ersten Auseinandersetzung mit der Debatte rund um das Thema der Aufsichtsratskommunikation zeigt sich sehr schnell, wie kontrovers die Meinungen zu dem ‚neuen‘ Betätigungsfeld des Aufsichtsrates sind. Ebenfalls auffällig ist die häufig stark einseitige Betrachtungsweise, bei der die Aufsichtsratskommunikation auf die persönliche Interaktion zwischen Investoren und Aufsichtsrat reduziert wird. Eine umfassende Analyse des gesamten Spektrums der Kommunikationsaufgaben des Aufsichtsrates, die über diese Dialogsituationen hinausgehen, bleibt aus. Diese Einseitigkeit wurde mit der vorliegenden Arbeit erstmals durchbrochen, indem die unterschiedlichen Kommunikationsdimensionen und die sie beeinflussenden Variablen in einen umfangreichen Bezugsrahmen eingebettet wurden, dessen Plausibilität mit Experteninterviews bestätigt werden konnte. Zudem wurde eine erste Definition des Konstrukts der Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt erarbeitet.

Um die Relevanz der Aufsichtsratskommunikation *mit dem Kapitalmarkt* bewerten zu können, galt es in einem ersten Schritt zu klären, inwieweit Kommunikation überhaupt als Bestandteil der Aufsichtsratsaktivität definiert werden kann, was in Kapitel 2 umfassend hergeleitet wurde. Dabei wurde der Aufsichtsrat in Kapitel 2.1 als Spezifikum des dualistischen Systems und zentraler Akteur der (sekundären) Unternehmensführung deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften identifiziert. Aus dieser Funktion heraus ergibt sich für den Aufsichtsrat die originäre Aufgabe der Überwachung, mit der die Teilaufgaben der Beratung des Vorstandes sowie der Besetzung und Vergütung des Vorstandes eingeschlossen sind. Wie gezeigt werden konnte, ergibt sich aus dieser Aufgabe wiederum eine konkrete Notwendigkeit zur Kommunikation mit den Aktionären des Unternehmens, die eine Beseitigung des Informationsungleichgewichts zum Ziel hat. Somit lassen sich die Kommunikationsaufgaben des Aufsichtsrates aus seiner klassischen Überwachungsaufgabe ableiten, die sich folgerichtig auch nur in den engen Grenzen seiner ihm zugestandenen Kompetenzen zu bewegen haben. Nur so kann eine klare Aufgabenteilung zwischen dem ‚Kommunikationsvorstand‘ und dem Aufsichtsrat gewährleistet und eine Verwirrung oder gar Wahrnehmung kommunikativer Diskrepanzen auf Seiten der Stakeholder vermieden werden. Die aus der Überwachungsaufgabe abgeleiteten Kommunikationsaufgaben, die einer strengen gesetzlichen Reglementierung unterliegen, manifestieren sich in einer Reihe von Publizitätspflichten, die unter dem Terminus der Überwachungsberichterstattung zusammengefasst werden können. Die Kommunikation des Aufsichtsrates besitzt einen starken Pflicht-, jedoch keinen regelhaften Charakter und kommt insgesamt nur in Einzel- und/oder Sonderfällen zum Einsatz. Neben diesen ‚Reporting‘-Elementen konnten für den Aufsichtsrat nur

vereinzelte direkte Kommunikationsanlässe identifiziert werden, bei denen der Aufsichtsratsvorsitzende als Sprecher und Kommunikator nach außen fungiert. Damit wurde umfangreich dargelegt, dass die Kommunikation des Aufsichtsrates weit mehr umfasst als den in der aktuellen Debatte hauptsächlich diskutierten persönlichen Dialog mit Investoren. Gleichwohl hat die Diskussion um diese ‚persönliche Dimension‘ ihre Berechtigung; sie ist Ausdruck des veränderten Aufgabenprofils des Aufsichtsrates, das im Zuge der modernen Corporate Governance-Bewegung eine ‚Neubewertung‘ seiner Kommunikationsaufgaben erforderte. Dabei zeigte sich, dass dem Aufsichtsrat zwar per se keine neuen Kompetenzen zugesprochen wurden; er sich aber seitdem einem neuen Rechtfertigungs- und Begründungszwang im Hinblick auf die Erfüllung seiner klassischen Aufgaben ausgesetzt sieht, mit dem ein höheres Maß an Transparenz über die Überwachung des Vorstandes *und* das eigene Handeln eingefordert wird. Damit formulieren neben den Investoren seither auch weitere Stakeholder Ansprüche an die Kommunikation des Aufsichtsrates. Die daraus entspringenden Kommunikationsaufgaben haben zwar keinen zwangsläufig rechtsverbindlichen Charakter, können für die Legitimation der Strategie des Unternehmens und seinen erfolgreichen Fortbestand dennoch von zentraler Bedeutung sein. Die Kommunikation des Aufsichtsrates umfasst damit neben der Erfüllung von Publizitätspflichten, die mit der Corporate Governance-Berichterstattung entsprechend erweitert wurden, eben auch freiwillige Instrumente sowie eine persönliche Dimension. Mit Kapitel 2.2 konnten nicht nur die veränderten Anforderungen an die Kommunikation des Aufsichtsrates, sondern zugleich die Mehrdimensionalität der Aufsichtsratskommunikation dargestellt werden. Überdies wurden die vielfältigen Einflussfaktoren aufgezeigt, die eine begrenzte Steuerbarkeit und Umsetzbarkeit der Aufsichtsratskommunikation bewirken. Die in Kapitel 2.3 identifizierten unternehmens- und personenbedingten Faktoren fordern vom Aufsichtsrat und den ihn unterstützenden Einheiten einen wohlbedachten und reflektierten Einsatz der Aufsichtsratskommunikation sowie eine individuelle Bewertung ihrer Notwendigkeit und Umsetzung. Eine Facette der Komplexität und Mehrdimensionalität der Aufsichtsratskommunikation besteht damit eben auch in ihrer großen Individualität. Auf diese Weise konnte mit der vorliegenden Arbeit erstmals auch die Vielseitigkeit der Aufsichtsratskommunikation abgebildet werden, die in der praktischen und vor allem theoretischen Debatte bislang nicht weiter konkretisiert wurde.

Aufsichtsratskommunikation wurde somit definiert als aufgabengetrieben („communication follows competence“) sowie unternehmens- und personengetrieben („communication within limits“). Dieser Leitgedanke ist bei der strategischen Konzeption

der Aufsichtsratskommunikation stets mitzudenken. Damit konnte auch die erste Forschungsfrage, die danach fragte, welche Kommunikationsaufgaben der Aufsichtsrat wahrnehmen muss, ausführlich beantwortet werden. Der damit geschaffene Bezugsrahmen bildete ein zentrales und notwendiges Grundgerüst für die Analyse der in der Arbeit fokussierten Kapitalmarktkommunikation, die im Zuge dessen als primärer Kommunikationsbereich des Aufsichtsrates identifiziert wurde.

Für den zweiten Schritt der Konkretisierung der Rolle des Aufsichtsrates in der Kapitalmarktkommunikation wurde in Kapitel 3.1 eine Neudefinition der Kommunikatorrollen im Unternehmen vorgenommen, die den Aufsichtsrat als formellen Kommunikator verortet. Mit der Charakterisierung der klassischen Kapitalmarktkommunikation in Kapitel 3.2 wurde nachfolgend ein zweiter Bezugsrahmen erarbeitet, der die beteiligten Akteure, Inhalte und Themen, Instrumente und Zielgruppen der Kapitalmarktkommunikation darstellt. Die in Kapitel 2 gewonnenen Erkenntnisse konnten schließlich in Kapitel 3.3 in den erweiterten Bezugsrahmen eingepasst werden, womit zugleich eine Anschlussfähigkeit an die Erkenntnisse zur Kapitalmarktkommunikation sichergestellt werden konnte. Dabei wurde festgehalten, dass der Aufsichtsrat in der Kommunikation mit den Kapitalmarktakteuren neben den Akteuren der Vorstands-Kapitalmarktkommunikation – des Vorstandes und Kommunikationsmanagements – in der Rolle eines formellen Kommunikators agiert. Außerdem wurde herausgearbeitet, wie wichtig die Sicherstellung einer aufsichtsratsinternen „One Voice Policy“ ist, die einer entsprechenden Koordination im Aufsichtsrat und Delegation der Kommunikationsverantwortung an den Aufsichtsratsvorsitzenden bedarf. Für die Wahrnehmung dieser Aufgabe bedarf es kommunikativer Kompetenzen, die ein gewisses Maß an IR- und UK-spezifischem, strategischen Wissen voraussetzen. Dabei können die weiteren formellen Unternehmenskommunikatoren, insbesondere aber die Investor Relations-Abteilung, dem Aufsichtsrat unterstützend und beratend zur Seite stehen. Überdies konnten die Themen der Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt weiter spezifiziert werden. Dabei stellte sich heraus, dass die im Rahmen der allgemeinen Aufsichtsratskommunikation in Kapitel 2 identifizierten Themen auch für den Kapitalmarkt von Relevanz sind: Dazu gehören die Themen der Überwachung einschließlich der Vorstandsbesetzung und -vergütung und die Kommunikation zur Qualität und zu den Kompetenzen des Aufsichtsrates; seltener werden auch Sonder-situationen wie Übernahmen zum konkreten Kommunikationsanlass. Des Weiteren zeigte sich, dass sowohl persönliche als auch unpersönliche Kommunikationsinstrumente in der Kommunikation des Aufsichtsrates mit den Akteuren der Financial Community, insbesondere aber in der Kommunikation mit den Investoren

als primäre Adressaten seiner Kommunikation, zur Anwendung kommen. Damit konnte abermals gezeigt werden, dass die Kommunikation des Aufsichtsrates mit dem Kapitalmarkt, mit Ausnahme des thematischen Fokus, per se der gleichen Logik folgt wie die klassische Kapitalmarktkommunikation des Vorstandes. Diese Feststellung korreliert mit einer zentralen Erkenntnis der vorliegenden Arbeit, die die Aufsichtsratskommunikation als Teil der Kommunikation mit dem Kapitalmarkt, konkreter als Ergänzung zur Kommunikation des Vorstandes, versteht. Für die Sicherstellung einer „Many Voices One Message Policy“ sind die Kommunikationsaktivitäten von Aufsichtsrat und Vorstand demnach gut abzustimmen. Wird Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt auf diese Weise gedacht, kann sie einen konkreten Wertschöpfungsbeitrag leisten, womit die zweite Forschungsfrage nach der Rolle des Aufsichtsrates in der Kapitalmarktkommunikation als beantwortet gilt. Der in einem mehrstufigen Vorgehen erarbeitete konzeptionelle Bezugsrahmen zur neuen Rolle des Aufsichtsrates in der Kapitalmarktkommunikation hat sich auch nach den anschließend durchgeführten Experteninterviews als plausibel erwiesen. Die Experten vermochten dabei besonders die enorme Komplexität und Individualität der Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt hervorzuheben.

Reflektion und Limitationen

Eben diese Komplexität und Individualität des Themas stellten für die Verfassung der vorliegenden Arbeit zugleich die größte Herausforderung dar. Besonders schwierig gestaltete sich die Identifikation *aller* Kommunikationsdimensionen der Aufsichtsratsarbeit. Dies erforderte einen tiefen Blick in die Vielzahl der gesetzlichen und freiwilligen Regelungen zur Arbeit und zu den Aufgaben des Aufsichtsrates sowie ein bewusstes Abrücken von der aktuellen Debatte und dem engen thematischen Fokus rund um das Thema der Aufsichtsratskommunikation. Nur so konnte es gelingen, die Vielfältigkeit der Aufsichtsratskommunikation hinreichend darstellen zu können. Dieser umfangreiche ‚erste‘ Schritt der Erarbeitung dessen, was unter Aufsichtsratskommunikation überhaupt zu verstehen ist, war eine der zentralen Aufgaben, der die vorliegende Arbeit viel Raum zugestanden hat. Die Ausführlichkeit der Darstellungen zur ‚allgemeinen‘ Aufsichtsratskommunikation war jedoch notwendig, um eine tragfähige Basis für die Bewertung der Kapitalmarktkommunikation des Aufsichtsrates zu schaffen. Die Ausführungen zur Rolle des Aufsichtsrates in der Kapitalmarktkommunikation konzentrieren sich daher, in dem begrenzten Rahmen dieser Arbeit, auf die wesentlichen Eckpunkte. Als Einschränkung muss festgehalten werden, dass für die in der Arbeit identifizierten Rahmenbedingungen nicht sichergestellt werden kann, dass alle relevanten Determinanten in ihrer Gänze abgebildet sind. Zwar ergaben sich in den Gesprächen mit den

Experten keine weiteren als die benannten Rahmenbedingungen; eine endgültige Aussage über die Vollständigkeit kann damit jedoch nicht gegeben werden. Hieran schließt sich eine weitere Hürde, die für die Bewertung der vorliegenden Ausführungen entsprechend berücksichtigt werden muss: So handelt es sich bei den mit dem Aufsichtsrat in Zusammenhang stehenden Themen um ein hoch exklusives Wissen, welches im Sinne einer „first hand experience“ nur einer begrenzten Menge von Personen zugänglich und für die Verfasserin nicht unmittelbar erfahrbar ist. Diese Exklusivität gestaltet sich auch bei der Zugänglichkeit zu direkten Erfahrungsträgern als problematisch. So konnten für die in diesem Rahmen durchgeführten Interviews keine Aufsichtsratsvorsitzenden gewonnen werden, deren Befragung eine weitere Perspektive eingebracht hätte und daher gewiss eine Bereicherung für die Arbeit hätte sein können. Darüber hinaus ist die Einschränkung zu tätigen, dass kein Kommunikationsexperte, z. B. ein Leiter Unternehmenskommunikation, interviewt werden konnte, der sowohl mit der kommunikativen Betreuung des Vorstandes als auch des Aufsichtsrates betraut ist. Auch hieraus wären gewinnbringende Erkenntnisse, insbesondere zur Koordination zwischen Vorstands- und Aufsichtsratskommunikation (mit dem Kapitalmarkt), zu erwarten gewesen. Doch auch hier stellten sich sowohl die noch wenig verbreitete Praxis der Aufsichtsratskommunikation als auch die Identifikation entsprechender Wissensträger sowie ihre zeitliche Verfügbarkeit als Hürde heraus.

Forschungsdesiderate

Aus den genannten Limitationen ergibt sich zugleich eine Reihe von Forschungsdesideraten, deren Untersuchung an die vorliegende Arbeit anschließt und für die der entwickelte Bezugsrahmen als Basis genutzt werden kann. In erster Linie empfiehlt sich eine detailliertere Analyse konkreter im Bezugsrahmen abgebildeter Elemente und Zusammenhänge. Wie bereits erwähnt wurde, sollten die Rahmenbedingungen der Aufsichtsratskommunikation stärker fokussiert werden. Hierbei ist zu klären, inwieweit die angeführten Determinanten tatsächlich Einfluss auf die Konzeption der Aufsichtsratskommunikation nehmen und ob gegebenenfalls weitere Variablen identifiziert werden können. In Kapitel 2.3 wurden dazu bereits erste Ideen geliefert. In besonderer Weise für diese Untersuchung geeignet erscheint eine breitere Befragung von Kommunikations- und IR-Experten im Unternehmen, um das Phänomen der Aufsichtsratskommunikation detaillierter darstellen zu können. Damit können zugleich ausführlichere Erkenntnisse zu der Anbindung der Aufsichtsratskommunikation im Unternehmen, sodann sie ‚existiert‘ bzw. strategisch umgesetzt wird, sowie zum Zusammenspiel mit den weiteren formellen Kapitalmarktkommunikatoren gewonnen werden. Ebenfalls interessant ist die Analyse der Rolle der persönlichen Einzelberater von Aufsichtsräten, für

die vermutet wird, dass auch sie für die Konzeption einer Kommunikationsstrategie für den Aufsichtsrat von Bedeutung sein können. Allerdings stellt sich der Zugang zu diesen Personen und Informationen als womöglich große Hürde dar. Ebenfalls denkbar wäre eine Überprüfung des Bezugsrahmens im Hinblick auf seine Anwendbarkeit auf andere Kommunikationsbereiche, z. B. auf die Interne Kommunikation oder die Kommunikation im gesellschaftspolitischen Umfeld. Dabei wird vermutet, dass sich eine Vielzahl der zur Aufsichtsratskommunikation im Kapitalmarkt getroffenen Annahmen auch auf diese Bereiche anwenden lässt.

In der theoretisch-konzeptionellen Aufarbeitung des Themas ebenso wie in den Experteninterviews wurde zudem immer wieder deutlich, dass die grundsätzliche Wahrnehmung des ‚Phänomens‘ der Aufsichtsratskommunikation sehr unterschiedlich ist. Die Bewertung der Notwendigkeit eines kommunizierenden Aufsichtsrates reicht von unreflektierter Euphorie bis hin zu vehementer Ablehnung. Aus diesem Zusammenhang heraus ergeben sich gleich mehrere Ansatzpunkte für eine vertiefende Analyse. So wurde bereits darauf hingewiesen, dass sich eine gezielte Befragung von Aufsichtsratsmitgliedern, idealerweise Aufsichtsratsvorsitzenden, als fruchtbar erweist, sofern das Problem des erschwerten Zugangs gelöst werden kann. Eine Einschätzung der Chancen und Risiken sowie der ganz praktischen Hürden durch die primär ‚betroffenen‘ Akteure der Aufsichtsratsmitglieder ist für die Bewertung der Umsetzbarkeit der Aufsichtsratskommunikation elementar. So kann auch geprüft werden, inwieweit die von den befragten Experten befürchteten Ängste im Umgang mit diesen ‚neuen‘ kommunikativen Anforderungen und die ‚Sperrwirkung‘ der Aufsichtsräte tatsächlich eine Rolle spielen. Eine ganz andere Perspektive auf das Thema der Aufsichtsratskommunikation eröffnet die Überprüfung der Frage, inwieweit sich die Wahrnehmung des Aufsichtsrates in der Öffentlichkeit tatsächlich verändert hat. Eine Inhaltsanalyse der Medienberichterstattung über Aufsichtsräte in ausgewählten Tageszeitungen und Wirtschafts- und Finanzmedien könnte Aufschluss darüber geben, welche konkreten Personen, mit welchen Themen und zu welchen Anlässen Erwähnung finden. So könnte bspw. erhoben werden, ob die Darstellung des Aufsichtsrates der starken Personalisierungstendenz der Medien folgt und die Person des Aufsichtsratsvorsitzenden, ähnlich zum Vorstandsvorsitzenden (vgl. Mast & Sprachmann, 2014), im besonderen Fokus der Berichterstattung steht. Hieraus ließen sich dann konkrete Ansatzpunkte für die Konzeption und Umsetzung der Kommunikation des Aufsichtsrates ableiten. In diesem Zusammenhang könnte auch eine aus der Analyse der Praktikerdebatte hervorgegangene Vermutung überprüft werden, inwieweit sich Konzepte zur CEO-Kommunikation und -Positionierung auf die Aufsichtsratskommunikation übertragen

lassen. Eine Vielzahl der Studien nimmt bereits die Reputation des CEOs und deren Auswirkungen auf die Gesamtreputation des Unternehmens in den Blick (vgl. Schwalbach, 2015). Sandhu und Zielmann (2010) untersuchten überdies, welche Bedeutung die Kommunikationsverantwortlichen börsennotierter Unternehmen der Kommunikation des Top-Managements zuschreiben. Eine daran angelehnte Untersuchung ist auch für den Aufsichtsrat denkbar. So ließen sich nicht nur Antworten auf die Frage finden, wie präsent und bewusst dieses Thema in der Praxis bereits ist, sondern auch inwieweit sich die in den Interviews erfasste Tendenz, dass die Kommunikation des Aufsichtsrates von der Gruppe der Unternehmensvertreter als wenig relevant beurteilt wird, auch in der Praxis bestätigt.

Die Bandbreite möglicher Untersuchungen ist noch weit größer als hier dargestellt. So ist eine Prüfung der Annahmen bspw. für andere Rechtsformen oder Organisationsformen, z. B. für Aufsichtsräte von Unternehmen öffentlicher Hand, grundsätzlich denkbar. Angesichts der Vielzahl der zu klärenden Grundsatzfragen wird dieser Schritt von der Autorin jedoch als verfrüht erachtet.

Die Intention dieser Arbeit bestand darin, eine generelle Bewertung der Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt vor dem Hintergrund ihrer Notwendigkeit, der daraus hervorgehenden Aufgaben und der sie limitierenden Rahmenbedingungen vorzunehmen, um ein Bewusstsein für diese Facette der Aufsichtsrats-tätigkeit zu schaffen. Die Sichtweise, den Aufsichtsrat(-svorsitzen-den) als Kommunikator zu begreifen, hat sich bislang noch nicht auf breiter Ebene durchgesetzt; dennoch gibt es erste Anzeichen in Praxis und Theorie, die auf eine stärkere Auseinandersetzung mit diesem Kommunikationsfeld hinweisen. Fest steht – und das hat die vorliegende Arbeit zeigen können – dass ein bewusster Umgang und ein gezielter, strategisch verstandener Einsatz unter Anerkennung der Restriktionen, einen entscheidenden Mehrwert leisten, eine Verletzung dieser Bedingungen jedoch weitreichende Folgen für Aufsichtsrat und Unternehmen nach sich ziehen kann. Inwieweit sich der (sichtbare) strategische Einsatz von Aufsichtsratskommunikation durchsetzen wird, bleibt abzuwarten. Prominente Beispiele der jüngeren Vergangenheit, wie der Rücktritt Ferdinand Piëch's, haben in Ansätzen gezeigt, welche Auswirkungen eine fehlgeleitete Kommunikation haben kann. Hier wird interessant sein, welche ‚Lehren‘ aus derartigen Vorfällen gezogen werden und welche Rolle die strategische Aufsichtsratskommunikation dabei spielen wird. Ganz im Sinne der zu Beginn dieser Arbeit vorgestellten neuen Business-Moral wird es auch für den Aufsichtsrat zukünftig entscheidend sein, wie er sein Handeln gegenüber der Vielzahl der Stakeholder rechtfertigen und transparent machen kann. Die strategische Aufsichtsratskommunikation mit dem Kapitalmarkt könnte ein erster Schritt in diese Richtung sein.

Literaturverzeichnis

- Achleitner, A.-K. (2015). A director's perspective. A conversation with Ann-Kristin Achleitner. In Deloitte Global Center for Corporate Governance. (Hrsg.), *Directors' Alert - Through the eyes of the board: Key governance issues for 2015* (S. 16–17). Abgerufen am 2. April 2015 von <http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/de/Documents/governance-riskcompliance/corporate-governance-directors-alert-2015.pdf>
- Achleitner, A.-K., Bassen, A., & Fieseler, C. (2008). Finanzkommunikation. In M. Meckel, & B. F. Schmid (Hrsg.), *Unternehmenskommunikation: Kommunikationsmanagement aus Sicht der Unternehmensführung* (2., überarb. und erw. Aufl., S. 261–288). Wiesbaden: Gabler. doi: 10.1007/978-3-8349-9883-5
- Adams, M. (1994). Die Usurpation von Aktionärsbefugnissen mittels Ringverflechtung in der „Deutschland AG“. *Die Aktiengesellschaft*, 39(4), 148–158.
- adidas AG. (2014a). *Aufsichtsratsbericht*. Abgerufen am 25. Juli 2015 von <http://www.adidasgroup.com/de/investoren/corporate-governance/aufsichtsratsbericht/>
- adidas AG. (2014b). *Corporate Governance Bericht*. Abgerufen am 4. August 2015 von <http://www.adidas-group.com/de/investoren/corporate-governance/corporate-governancebericht/>
- Aguilera, R. V., & Cuervo-Cazurra, A. (2004). Codes of Good Governance Worldwide: What is the Trigger? *Organization Studies*, 25(3), 415–443. doi: 10.1177/0170840604040669
- Alparslan, A. (2006). *Strukturalistische Prinzipal-Agent-Theorie: Eine Reformulierung der Hidden- Action-Modelle aus der Perspektive des Strukturalismus*. Wiesbaden: DUV. doi: 10.1007/978-3-8350-9254-9
- Andres, C., Fernau, E., & Theissen, E. (2013). Should I stay or should I go? Former CEOs as monitors. *CFR Working Paper*, Nr. 12–02.
- Apfelbacher, G., & Metzner, M. (2013). Mitglied im Aufsichtsorgan eines Kreditinstituts im Jahr 2013. *Die Aktiengesellschaft*, 58, 773–789.
- Arnegger, M., Hofmann, C., Pull, K., & Vetter, K. (2010). Unterschiede in der fachlichen und demographischen Zusammensetzung deutscher Aufsichtsräte: Eine empirische Bestandsaufnahme für HDAX- und SDAX-Unternehmen. *Betriebswirtschaft/Business Administration Review*, 70(3), 239–257.
- Arnold, J. (2011). Die Kommunikation gesellschaftlicher Verantwortung am nachhaltigen Kapitalmarkt: Konzeptuelle Grundlegung eines kommunikativen Handlungsfeldes der Kapitalmarktkommunikation. Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften. doi: 10.1007/978-3-531-93337-5
- Arrow, K. (1985). The economics of agency. In J. Pratt, & R. Zeckhauser (Hrsg.), *Principals and Agents: The Structure of Business* (S. 37–51). Boston: Harvard Business School Press.
- Auge-Dickhut, S. (1999). Der Aufsichtsrat als Intermediär: Delegation von Kontrollaufgaben bei asymmetrischer Informationsverteilung. Wiesbaden: Dt. Univ.-Verl.. doi: 10.1007/978-3-322-97795-3
- Bähring, K., Hauff, S., Sossdorf, M., & Thommes, K. (2008). Methodologische Grundlagen und Besonderheiten der qualitativen Befragung von Experten in Unternehmen: Ein Leitfaden. *Die Unternehmung*, 62(1), 89–111.
- BaFin [Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht]. (2015a). *Directors' Dealings*. Abgerufen am 5. August 2015 von http://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Transparenzpflichten/DirectorsDealings/directorsdealings_node.html

- BaFin [Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht]. (2015b). Die BaFin. Abgerufen am 8. September 2015 von http://www.bafin.de/DE/DieBaFin/diebaфин_node.html
- Balsmeier, B., Buchwald, A., & Peters, H. (2010). Auswirkungen von Mehrfachmandaten deutscher Vorstands- und Aufsichtsratsvorsitzender auf den Unternehmenserfolg. *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik*, 230(5), 547–570.
- Bartz, J., & von Werder, A. (2014). Unabhängigkeit von Kandidaten für den Aufsichtsrat. Empirische Befunde zur tatsächlichen Anwendung der Kodexempfehlungen zur Beziehungstransparenz. *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 2014(22), 841–850.
- Bassen, A. (2002). Einflussnahme institutioneller Anleger auf Corporate Governance und Unternehmensführung – Ergebnisse einer empirischen Untersuchung. *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 14(5), 431–436.
- Bassen, A., Basse Mama, H., & Ramaj, H. (2010). Investor relations: a comprehensive overview. *Journal für Betriebswirtschaft*, 60(1), 49–79. doi: 10.1007/s11301-009-0057-7
- Baums, T. (1994). Der Aufsichtsrat - nützlich, schädlich, überflüssig? Arbeitspapier des Instituts für Handels- und Wirtschaftsrecht, Nr. 7. Osnabrück: Universität Osnabrück.
- Becker, T. (1993). Informationsorientierte Überwachungskonzepte zur Kontrolle von Vorständen. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Bentele, G. (1997). Massenkommunikation und Public Relations. Der Kommunikatorbegriff und die Rolle der PR in der Kommunikationswissenschaft. In H. Fünfgeld, & C. Mast (Hrsg.), *Massenkommunikation. Ergebnisse und Perspektiven* (S. 169–191). Opladen: Westdeutscher Verlag.
- Bentele, G. (1994). Öffentliches Vertrauen - normative und soziale Grundlage für Public Relations. In W. Armbrrecht, & U. Zabel (Hrsg.), *Normative Aspekte der Public Relations. Grundlegende Fragen und Perspektiven. Eine Einführung* (S. 131–158). Opladen: Westdeutscher Verlag.
- Bentele, G., & Seidenglanz, R. (2015). Vertrauen und Glaubwürdigkeit. In R. Fröhlich, P. Szyszka, & G. Bentele (Hrsg.), *Handbuch der Public Relations* (3., überarb. u. erw. Aufl., S. 411–429). Wiesbaden: Springer VS. doi: 10.1007/978-3-531-18917-8_26
- Bentele, G., & Seiffert, J. (2009). Organisatorische Transparenz und Vertrauen. In V. Klenk, & D. J. Hanke (Hrsg.), *Corporate Transparency: Wie Unternehmen im Glashaus-Zeitalter Wettbewerbsvorteile erzielen* (S. 42–61). Frankfurt am Main: Frankfurter Allgemeine Buch.
- Berger, K. (2000). Die Kosten der Aufsichtsratsstätigkeit in der Aktiengesellschaft. Frankfurt [u. a.]: Lang.
- Bewernick, M., Schreyögg, G., & Costas, J. (2013). Charismatische Führung: Die Konstruktion von Charisma durch die deutsche Wirtschaftspresse am Beispiel von Ferdinand Piëch. *zfbf - Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 2013(5), 434–465.
- Beyer, J. (2003). Deutschland AG a.D.: Deutsche Bank, Allianz und das Verflechtungszentrum des deutschen Kapitalismus. In W. Streeck, & M. Höpner (Hrsg.), *Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG* (S. 118–146). Frankfurt am Main: Campus Verlag.
- Bezemer, P., Peij, S., Maassen, G., & Halder, H. (2012). The changing role of the supervisory board chairman: the case of the Netherlands (1997–2007). *Journal Of Management & Governance*, 16(1), 37–55. doi: 10.1007/s10997-010-9128-3

- Bleicher, K. (1987). *Der Aufsichtsrat im Wandel: Eine repräsentative Studie über Aufsichtsräte in bundesdeutschen Aktiengesellschaften im Auftrag der Bertelsmann Stiftung*. Gütersloh: Verlag Bertelsmann-Stiftung.
- Bleicher, K., Leberl, D. G., & Paul, H. (1989). *Unternehmensverfassung und Spitzenorganisation: Führung und Überwachung von Aktiengesellschaften im internationalen Vergleich*. Wiesbaden: Gabler.
- BMJV [Bundesministerium für Justiz und für Verbraucherschutz]. (2015). Mehr Frauen in Führungspositionen - Bundestag beschließt Gesetz zur Frauenquote. [Pressemitteilung] Abgerufen am 6. März 2015 von <http://www.bmjbv.de/SharedDocs/Pressemitteilungen/DE/2015/20150306-Frauenquote.html?nn=1468684>.
- Börsig, C. (2006). Dr. Clemens Börsig – Rede anlässlich der Deutschen Corporate Governance Konferenz am 22. Juni 2006. Abgerufen am 9. März 2015 von https://www.deutschebank.de/medien/de/downloads/Dr._Boersig_Corp-Govern-Konf.pdf
- Börsig, C., & Löbbe, M. (2013). Die gewandelte Rolle des Aufsichtsrats. In G. Krieger, M. Lutter, K. Schmidt, H. Fleischer, K. J. Hopt, & M. Hoffmann-Becking (Hrsg.), *Festschrift für Michael Hoffmann-Becking zum 70. Geburtstag* (S. 125–156). München: Beck.
- Bogner, A., Littig, B., & Menz, W. (2014). *Interviews mit Experten: Eine praxisorientierte Einführung*. Wiesbaden: Springer VS. doi: 10.1007/978-3-531-19416-5
- Bogner, A., & Menz, W. (2009). Das theoriegenerierende Experteninterview. Erkenntnisinteresse, Wissensformen, Interaktion. In A. Bogner, B. Littig, & W. Menz (Hrsg.), *Experteninterviews. Theorien, Methoden, Anwendungsfelder* (3., grundlegend bearb. Aufl., S. 61–98). Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften.
- Bommer, K., & Steinbach, M. (2013). Aufsichtsräte für den Kapitalmarkt. *BOARD - Zeitschrift für Aufsichtsräte in Deutschland*, 3(6), 219–222.
- Boyden Global Executive Search, & WHU - Otto Beisheim School of Management (2011). Die neue Rolle des Aufsichtsrates. Abgerufen am 11. März 2015 von <https://www.boyden.de/mediafiles/attachments/5264.pdf>
- Bresser, R. K. F., & Valle Thiele, R. (2008). Ehemalige Vorstandsvorsitzende als Aufsichtsratschefs: Evidenz zu ihrer Effektivität im Falle des erzwungenen Führungswechsels. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 78(2), 175–203.
- Büschgen, H. E. (2012). *Das kleine Börsen-Lexikon* (23., überarb. und erw. Aufl.). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Buhleier, C., & Splinter, S. (2011). Aufsichtsratsagenda 2011 aus internationaler Perspektive. *BOARD - Zeitschrift für Aufsichtsräte in Deutschland*, 1(1), 26–29.
- CCGG [Canadian Coalition for Good Governance]. (2010). Model policy on engagement with shareholders. Abgerufen am 20. Mai 2015 von http://www.ccg.ca/site/ccgg/assets/pdf/model_policy_on_engagement_with_shareholders.pdf
- Chandler, C. S. (2014). Investor Relations from the Perspective of CEOs. *International Journal Of Strategic Communication*, 8(3), 160–176. doi: 10.1080/1553118X.2014.908296
- Clausen, S. (27. April 2015). Jahrhundertchance für Gewerkschaften und Betriebsräte. *Manager Magazin*. Abgerufen am 27. April 2015 von <http://www.managermagazin.de/unternehmen/autoindustrie/die-jahrhundertchance-fuer-gewerkschaften-undarbeitnehmer-a-1030735.html#ref=rss>

- Cornell, B., & Shapiro, A. C. (1987). Corporate Stakeholders and Corporate Finance. *Financial Management*, 16(1), 5–14.
- Dänzer-Vanotti, C., Föhr, H., Hofelich, P., Kopp, R., & Pins, M. (2006). *Werteorientierte Unternehmensführung und Corporate Governance*. Berlin: Managerkreis der Friedrich-Ebert- Stiftung.
- Deekeling, E., & Arndt, O. (2006). *CEO-Kommunikation: Strategien für Spitzenmanager*. Frankfurt am Main: Campus Verlag.
- Deloitte Global Center for Corporate Governance. (2015). Directors' Alert - Through the eyes of the board: Key governance issues for 2015. Abgerufen am 2. April 2015 von <http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/de/Documents/governance-risk-compliance/corporate-governance-directors-alert-2015.pdf> „
- Deloitte & Touche. (2011). Director 360° - Aufsichtsräte im Wandel. Abgerufen am 18. April von http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Germany/Local%20Assets/Documents/13_FocusOn/Center%20fuer%20Corporate%20Governance/2011/DE_GRC_Director_360.pdf
- Deutsche Bank AG. (2015). Erklärung zur Unternehmensführung/Corporate-Governance-Bericht 2014. Abgerufen am 4. August 2015 von https://www.deutschebank.de/ir/de/download/Deutsche_Bank_Corporate_Governance_Bericht_2014.pdf
- Deutsche Post AG. (2015). Aktionärsstruktur. Abgerufen am 25. August 2015 von <http://www.dpdhl.com/de/investoren/aktie/aktionarsstruktur.html>
- Diederichs, M., & Kißler, M. (2008). *Aufsichtsratsreporting*. München: Franz Vahlen.
- Diekmann, H., & Wurst, F. (2014). Die Organisation der Aufsichtsratsarbeit. *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 2014(4), 121–127.
- Dietrich, C. (2014). *Corporate Governance aus der Sicht institutioneller Growth- und Value- Investoren*. Wiesbaden: Springer Gabler. doi: 10.1007/978-3-658-03468-9
- Director's Channel (o. J.). Der Aufsichtsrats-Vorsitzende als Gesprächspartner für Institutionelle Investoren. Prof. Dr. Christian Strenger zur Rolle des Aufsichtsratsvorsitzenden in der Kommunikation [Videodatei]. Abgerufen am 31. Mai 2015 von <http://www.directorschannel.tv/dcMedia/detail/key/f029ec5d46bf31964eeb45927d25a5e7/type/video/title/Kommunikation-Aufsichtsrat-und-Investoren-203913>
- DIRK [Deutscher Investor Relations Verband]. (2007). *Corporate Perception on Capital Markets - Qualitative Erfolgsfaktoren der Kapitalmarktkommunikation*. Hamburg: Deutscher Investor Relations Verband. Abgerufen am 18. Mai von https://www.dirk.org/dirk_webseite/static/uploads/a121.pdf
- Dörner, D., & Orth, C. (2005). Bedeutung der Corporate Governance für Unternehmen und Kapitalmärkte. In N. Pfitzer, P. Oser, & C. Orth (Hrsg.), *Deutscher Corporate-Governance- Kodex: Ein Handbuch für Entscheidungsträger* (2., überarb. und aktualisierte Aufl., S. 3–22). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Dolphin, R. R. (2004). The strategic role of investor relations. *Corporate Communications: An International Journal*, 9(1), 25–42. doi: 10.1108/13563280410516474
- Dombois, R. (2009). Die VW-Affäre – Lehrstück zu den Risiken deutschen Co-Managements?. *Industrielle Beziehungen- Zeitschrift für Arbeit, Organisation und Management*, 16(3), 207–231. doi: 10.1688/1862-0035_IndB_2009_03_Dombois

- Doppeide, F. (2014). Der Aufsichtsrat als Identifikations- und Vertrauensperson. In P. H. Dehnen (Hrsg.), *Der professionelle Aufsichtsrat: Basiswissen für die Praxis. Ein 360°-Überblick* (S. 161-173). Frankfurt am Main: Frankfurter Allgemeine Buch.
- Drinhausen, F., & Marsch-Barner, R. (2014). Zur Rechtsstellung des Aufsichtsratsvorsitzenden als Leiter der Hauptversammlung einer börsennotierten Gesellschaft. *Die Aktiengesellschaft*, 59, 757-769.
- DRPR [Deutscher Rat für Public Relations]. (2005). DRPR-Richtlinie zur ordnungsmäßigen Adhoc-Publizität. Abgerufen am 12. Juli 2015 von <http://drpronline.de/kodizes/ratsrichtlinien/ad-hoc-publizitat/>
- Dutzi, A. (2005). *Der Aufsichtsrat als Instrument der Corporate Governance: Ökonomische Analyse der Veränderungen im Corporate-Governance-System börsennotierter Aktiengesellschaften*. Wiesbaden: Dt. Univ.-Verl..
- Ebert, J., Keßler, S., & Volk, S. C. (2015). Akzeptanz durch Transparenz? In G. Bentele, R. Bohse, U. Hitschfeld, & F. Krebber (Hrsg.), *Akzeptanz in der Medien- und Protestgesellschaft. Zur Debatte um Legitimation, öffentliches Vertrauen, Transparenz und Partizipation* (S. 41-56). Wiesbaden: Springer Fachmedien. doi: 10.1007/978-3-658-06167-8_3
- Ehrhart, C. E. (2014). Internationale Unternehmenskommunikation. In A. Zerfaß, & M. Piwinger (Hrsg.), *Handbuch Unternehmenskommunikation: Strategie – Management – Wertschöpfung* (2., vollst. überarb. Aufl., S. 1333-1347). Wiesbaden: Gabler. doi: 10.1007/978-3-8349-4543-3_20
- Eisenegger, M., & Wehmeier, S. (Hrsg.) (2010). *Personalisierung der Organisationskommunikation: Theoretische Zugänge, Empirie und Praxis*. Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften. doi: 10.1007/978-3-531-91904-1
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: an assessment and review. *The Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.
- Ernst & Young. (2014). *Effektive Finanzkommunikation. Marktstudie zur Investor-Relations- Organisation*. Abgerufen am 19. März 2015 von [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-gsa-effektivefinanzkommunikation/\\$FILE/EY-gsa-effektive-finanzkommunikation.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-gsa-effektivefinanzkommunikation/$FILE/EY-gsa-effektive-finanzkommunikation.pdf)
- Ernst & Young. (2012). *Klischee und Wirklichkeit. Der Aufsichtsrat in deutschen Unternehmen*. Abgerufen am 30. Mai 2015 von [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_Studie_2012_-_Klischee_und_Wirklichkeit/\\$FILE/EY-Studie-Klischee-und-Wirklichkeit-2012.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_Studie_2012_-_Klischee_und_Wirklichkeit/$FILE/EY-Studie-Klischee-und-Wirklichkeit-2012.pdf)
- Eulerich, M., Lohmann, C., Haustein, S., & Tunger, D. (2014). Die Entwicklung der betriebswirtschaftlichen Corporate Governance-Forschung im deutschsprachigen Raum – Eine State of the Art-Analyse auf der Basis bibliometrischer Daten. *zfbf - Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 66(7), 567-600.
- Eulerich, M., & Welge, M. K. (2010). *Strategische Unternehmensüberwachung durch den mitbestimmten Aufsichtsrat in Krisenzeiten. Eine empirische Untersuchung der Überwachungspraxis von Arbeitnehmer- und Arbeitgebervertretern in DAX-Unternehmen*. HBS-Arbeitspapier Nr. 225. Düsseldorf: Hans-Böckler-Stiftung.
- Everling, O. (2004). Ratingagenturen. In DIRK. (Hrsg.), *Handbuch Investor Relations* (S. 325-348). Wiesbaden: Gabler. doi: 10.1007/978-3-322-90343-3
- Faber, J. (2009). Institutionelle Investoren (einschließlich Hedgefonds und Private Equity). In P. Hommelhoff, K. J. Hopt, & A. von Werder (Hrsg.), *Handbuch Corporate Governance: Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis* (2., überarb. Aufl., S. 219-230). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.

- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288–307.
- Fieseler, C., Hoffmann, C. P., & Meckel, M. (2008). Herausforderungen der Kapitalmarktkommunikation in einem dynamischen Umfeld. In M. Meckel, & B. F. Schmid (Hrsg.), *Kommunikationsmanagement im Wandel* (S. 325–337). Wiesbaden: Gabler. doi: 10.1007/978-3-8349-9772-2_17
- Fischer, T. R. (2003). Corporate Governance - Challenges of Increased Management Accountability. In J. Schwalbach (Hrsg.), *Corporate Governance: Essays in honor of Horst Albach* (2. Aufl., S. 191–202). Berlin: BWV Berliner Wiss.-Verl..
- Fleischer, H., Bauer, L., & Wansleben, T. (2015). Investorenkontakte des Aufsichtsrats: Zulässigkeit und Grenzen. *Der Betrieb*, 68(7), 360–368.
- Flick, U. (2014). *Qualitative Sozialforschung: Eine Einführung* (6., vollst. überarb. und erw. Aufl.). Reinbek bei Hamburg: Rowohlt.
- Frank, R. (2004). Zielgruppen der Investor Relations – Finanzanalysten: wie denkt der Analyst? In DIRK. (Hrsg.), *Handbuch Investor Relations* (S. 301–324). Wiesbaden: Gabler. doi: 10.1007/978-3-322-90343-3
- Frank, N. (2011). *Befähigen, Beraten, Umsetzen – Neue Aufgabenprofile für Kommunikationsmanager in ganzheitlich kommunizierenden Organisationen* (Nicht veröffentlichte Masterarbeit). Leipzig: Universität Leipzig.
- Freeman, R. E., Harrison, J. S., & Wicks, A. C. (2007). *Managing for stakeholders: Survival, reputation, and success*. New Haven, Conn.: Yale University Press.
- Freeman, R. E., & McVea, J. (2001). Strategic management: A stakeholder approach. In M. A. Hitt (Hrsg.), *The Blackwell handbook of strategic management* (S.189–207). Oxford [u. a.]: Blackwell Publishers.
- Freeman, R. E., & Reed, D. L. (1983). Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance. *California Management Review*, 25(3), 88–106.
- Fromm, T. (13. Mai 2015). Reithofer geht und bleibt. *Süddeutsche Zeitung*. Abgerufen am 12. August 2015 von <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/bmw-hauptversammlungreithofer-geht-und-bleibt-1.2477832>
- Gaugler, M. (2009). Sinnvoll oder skandalös? Personelle Verflechtungen von Parlament und Wirtschaft durch die Nebentätigkeiten der Abgeordneten. Eine Netzwerkanalyse. In V. Schneider, F. Janning, P. Leifeld, & T. Malang (Hrsg.), *Politiknetzwerke: Modelle, Anwendungen und Visualisierungen* (S. 307–323). Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften. doi: 10.1007/978-3-531-91883-9
- Gehrke, N., & Schichold, B. (2013). DIN-Leitlinien für Geschäftsprozesse in Aufsichtsgremien. *Der Aufsichtsrat*, 10(11), 158–159.
- Gercke, M., Laschet, C., & Schweinsberg, K. (2013). Der Aufsichtsrat, die Öffentlichkeit und das Geheimhaltungsgebot. *BOARD - Zeitschrift für Aufsichtsräte in Deutschland*, 3(2), 67–71.
- Gerhards, J. & Neidhardt, F. (1990). *Strukturen und Funktionen moderner Öffentlichkeit: Fragestellungen und Ansätze*. WZB Discussion Paper, Nr. FS III 90-101. Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung: Berlin.
- Gerum, E. (2007). *Das deutsche Corporate Governance-System: Eine empirische Untersuchung*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.

- Gerum, E. (1998). Organisation der Unternehmensführung im internationalen Vergleich – insbesondere Deutschland, USA und Japan. In H. Glaser, E. Schröder, & A. von Werder (Hrsg.), *Organisation im Wandel der Märkte* (S. 135–153). Wiesbaden: Gabler.
- Gläser, J., & Laudel, G. (2010). *Experteninterviews und qualitative Inhaltsanalyse als Instrumente rekonstruierender Untersuchungen* (4. Aufl.). Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften. doi: 10.1007/978-3-531-91538-8
- Göbel, J. (2015). Kontrolleurin in kritischer Doppelrolle. *Wirtschaftswoche*, 2015(25), 40.
- Gohlke, F., Schiereck, D., & Tunder, R. (2007). Durch Finanzanalysten wahrgenommene Qualität der Investor Relations deutscher Unternehmen. Working Paper Series European Business School, Nr. 4. Abgerufen am 19. März 2015 von http://dirk.org/dirk_webseite/static/uploads/a53.pdf
- Gottschalck, A. (18. Januar 2013). Kammer-Flimmern. Aufsichtsräte in der Kritik. *Manager Magazin Online*. Abgerufen am 14. August von <http://www.managermagazin.de/unternehmen/artikel/a-877836.html>
- Grigoleit, J. (2009). *Effekte des institutionenökonomischen Paradigmas der Corporate Governance: Eine kritische Analyse* (Nicht veröffentlichte Dissertation). Technische Universität Bergakademie Freiberg, Deutschland.
- Grothe, P. (2006). *Unternehmensüberwachung durch den Aufsichtsrat: Ein Beitrag zur CorporateGovernance-Diskussion in Deutschland*. Frankfurt am Main [u. a.]: Lang.
- Grunig, L. A., Grunig, J. E., & Dozier, D. M. (2002). *Excellent Public Relations and Effective Organizations. A Study of Communication Management in Three Countries*. Mahwah, NJ [u. a.]: Erlbaum.
- Grunig, J. E., & Hunt, T. (1984). *Managing Public Relations*. Forth Worth [u. a.]: Harcourt Brace Jovanovich.
- Gutenberg, E. (1970). Funktionswandel des Aufsichtsrats. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 40(Ergänzungsheft), 1–10.
- Habersack, M. (2014). Zweiter Abschnitt: Aufsichtsrat. In W. Goette, & M. Habersack (Hrsg.), *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz: AktG, 2, §§ 76–117 AktG, MitbestG, DrittelbG* (4. Aufl., §§ 95–116). München: Beck.
- Hälker, J. (2004). *Betriebsräte in Rollenkonflikten: betriebspolitisches Denken zwischen Co-Management und Gegenmacht*. München: Hampp.
- Hambloch-Gesinn, S., & Gesinn, F.-J. (2014). Zweiter Abschnitt: Aufsichtsrat. In W. Hölters (Hrsg.), *Kommentar zum Aktiengesetz* (2. Aufl., §§ 107–116). München: Beck. Hardt, D., & Ponschab, R. (2014). Neue Rollenerwartungen an Aufsichtsräte und Beiräte. *Der Aufsichtsrat*, 11(6), 85–87.
- Hartmann-Wendels, T. (2001). Finanzierung. In P.-J. Jost (Hrsg.), *Die Prinzipal-Agenten-Theorie in der Betriebswirtschaftslehre* (S. 117–146). Stuttgart: Schäffer-Poeschel. Heidrick & Struggles. (2011). *Chairman 2.0. Die Rolle des Aufsichtsratsvorsitzenden im 21. Jahrhundert*. Abgerufen am 31. Mai 2015 von <http://www.heidrick.com/~media/Publications%20and%20Reports/Chairman20.pdf>
- Held, F., & Sutorius, D. (2014). Die Bedeutung der D&O-Versicherung für den Aufsichtsrat. In K. Schweinsberg, & C. Laschet (Hrsg.), *Die wichtigsten Aufsichtsräte in Deutschland. Handbuch für Aufsichtsräte und Beiräte in deutschen Unternehmen 2014/2015* (2. Aufl., S. 176–182). Köln: Bundesanzeiger Verlag.

- Hexel, D. (2014). Kapitalmarktkommunikation: Sonderrechte sind contra legem. *Der Aufsichtsrat*, 11(9), 121.
- Hiesserich, J. (2013). *Der CEO-Navigator: Rollenbestimmung und -kommunikation für Topmanager*. Frankfurt am Main: Campus Verlag.
- Hill, C. W. L., & Jones, T. M. (1992). Stakeholder-Agency Theory. *Journal of Management Studies*, 29(2), 131-154.
- Hillebrand, W., Nölting, A., & Wilhelm, W. (1993). Club der Amateure. *Manager Magazin*, 23(8), 32-45.
- Hocker, U. (2009). Die Erwartungen der Kleinanleger an Investor Relations. In K. R. Kirchhoff, & M. Piwinger (Hrsg.), *Praxishandbuch Investor Relations: Das Standardwerk der Finanzkommunikation* (2., überarb. und erw. Aufl., S. 469-474). Wiesbaden: Gabler. doi: 10.1007/978-3-8349-8810-2
- Höpner, M., & Jackson, G. (2002). Das deutsche System der Corporate Governance zwischen Persistenz und Konvergenz. *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie*, 54(2), 362-368.
- Höreth, M. (2015). Bitte stellen Sie sich den Aktionären persönlich vor! *Der Aufsichtsrat*, 12(4), 49.
- Hörisch, F. (2009). *Unternehmensmitbestimmung im nationalen und internationalen Vergleich*. Berlin; Münster: Lit.
- Hoffmann, C. P., & Fieseler, C. (2012). Investor relations beyond financials. *Corporate Communications: An International Journal*, 17(2), 138-155. doi: 10.1108/13563281211220265
- Hoffmann, D., & Preu, P. (2003). *Der Aufsichtsrat : Ein Leitfaden für Aufsichtsräte* (5., neubearb. und erg. Aufl.). München: Beck.
- Hoffmann-Becking, M. (2004). Organe: Strukturen und Verantwortlichkeiten, insbesondere im monistischen System. *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 33(3-4), 355-382. doi: 10.1515/zgre.2004.014
- Hopt, K. J. (2013). Der Deutsche Corporate Governance Kodex: Grundlagen und Praxisfragen. In G. Krieger, M. Lutter, K. Schmidt, H. Fleischer, K. J. Hopt, & M. Hoffmann-Becking (Hrsg.), *Festschrift für Michael Hoffmann-Becking zum 70. Geburtstag* (S. 563-588). München: Beck.
- Huchzermeier, M. (2006). *Investor Relations beim Börsengang: Konzept für mittelständische Unternehmen*. Wiesbaden: DUV. Hüffer, U. (2014). *Aktiengesetz* (11. Aufl.). München: Beck.
- Hutzschenreuter, T. (1998). *Unternehmensverfassung und Führungssystem: Gestaltung unternehmensinterner Institutionen*. Wiesbaden: Dt. Univ.-Verl..
- Hutzschenreuter, T., Metten, M., & Weigand, J. (2012). Wie unabhängig sind deutsche Aufsichtsräte? Eine empirische Analyse von 527 DAX-Aufsichtsratsmitgliedern. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 82(7-8), 717-744. doi: 10.1007/s11573-012-0590-z
- Institut für den öffentlichen Sektor. (2006). Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats. Abgerufen am 19. Juli 2015 von http://www.publicgovernance.de/docs/PG_I_2006_Rechte_und_Pflichten_AR_neu.pdf
- lpreo, & DIRK [Deutscher Investor Relations Verband]. (2014). Investoren der Deutschland AG. Die Aktionärsstruktur des deutschen Leitindex DAX. Abgerufen am 28. Mai 2015 von [https://www.dirk.org/dirk_webseite/static/uploads/lpreo%20DIRK%20-%20DAXstudie%20Juni%202014%20\(final\).pdf](https://www.dirk.org/dirk_webseite/static/uploads/lpreo%20DIRK%20-%20DAXstudie%20Juni%202014%20(final).pdf)
- Jarren, O., & Donges, P. (2011). *Politische Kommunikation in der Mediengesellschaft: Eine Einführung* (3., grundlegend überarb. und akt. Aufl.). Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften. doi: 10.1007/978-3-531-93446-4

- Jensen, M. C., & Meckling W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 306–360.
- Jessop, S., & Cruise, S. (23. April 2015). Investors called on to give boardroom leaders greater scrutiny. Reuters. Abgerufen am 6. Mai 2015 von <http://www.reuters.com/article/2015/04/23/us-agm-voting-chairmanidUSKBN0NE1SN20150423>
- Jost, P.-J. (2001). Die Prinzipal-Agenten-Theorie im Unternehmenskontext. In P.-J. Jost (Hrsg.), *Die Prinzipal-Agenten-Theorie in der Betriebswirtschaftslehre* (S. 9–44). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Jünger, C. (2013). *Die Motivation deutscher Aufsichtsräte: Eine qualitativ-empirische Untersuchung bei Anteilseignervertretern*. Wiesbaden: Springer Gabler. doi: 10.1007/978-3-658-02539-7
- Juhnke, R. (1995). *Die Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt in der deutschen Publikums-Aktiengesellschaft und der Funktionswandel ihrer Organe*. Frankfurt am Main, Berlin [u. a.]: Lang.
- Kaiser, R. (2014). *Qualitative Experteninterviews: Konzeptionelle Grundlagen und praktische Durchführung*. Wiesbaden: Springer VS. doi: 10.1007/978-3-658-02479-6
- Kelle, U., & Kluge, S. (2010). *Vom Einzelfall zum Typus. Fallvergleich und Fallkontrastierung in der qualitativen Sozialforschung* (2., überarb. Aufl.). Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften. doi: 10.1007/978-3-531-92366-6
- Kelly, K. S., Laskin, A. V., & Rosenstein, A. E. (2010). Investor Relations: Two-Way Symmetrical Practice. *Journal of Public Relations Research*, 22(2), 182–208. doi: 10.1080/10627261003601630
- Kepplinger, H. M. (1998). Politische Kommunikation als Persuasion. In O. Jarren, U. Sarcinelli, & U. Saxer (Hrsg.), *Politische Kommunikation in der demokratischen Gesellschaft* (S. 362–368). Opladen: Westdeutscher Verlag.
- Kessler, W., Schiffers, J., & Teufel, T. (2002). *Rechtsformwahl, Rechtsoptimierung*. München: Verlag C. H. Beck.
- Kirchhoff, K. R. (2009). Grundlagen der IR. In K. R. Kirchhoff, & M. Piwinger (Hrsg.), *Praxishandbuch Investor Relations: Das Standardwerk der Finanzkommunikation* (2., überarb. und erw. Aufl., S. 35–61). Wiesbaden: Gabler. doi: 10.1007/978-3-8349-8810-2
- Kirchhoff, K. R., & Piwinger, M. (2014). Kommunikation mit Kapitalgebern: Grundlagen der Investor Relations. In A. Zerfaß, & M. Piwinger (Hrsg.), *Handbuch Unternehmenskommunikation: Strategie – Management – Wertschöpfung* (2., vollst. überarb. Aufl., S. 1079– 1098). Wiesbaden: Gabler. doi: 10.1007/978-3-8349-4543-3_20
- Kistner, K.-P., & Steven, M. (1999). *Betriebswirtschaftslehre im Grundstudium* (3., neubearb. und erw. Aufl.). Heidelberg: Physica-Verl..
- Klenk, V. (2009). Corporate Transparency: Wege aus der Vertrauenskrise. In G. Bentele, M. Piwinger, & G. Schönborn (Hrsg.), *Kommunikationsmanagement. Loseblattsammlung* (Nr. 2.33, S. 1–18). Neuwied: Luchterhand.
- Köhler, K. (2015). *Investor Relations in Deutschland. Institutionalisierung – Professionalisierung – Kapitalmarktentwicklung – Perspektiven*. Wiesbaden: Springer Gabler. doi: 10.1007/978- 3-658-09245-0_4
- Köhler, K. (2010). *Investor Relations und Social Media: Benchmarkstudie zur Praxis der Finanzkommunikation im Web 2.0 bei börsennotierten Unternehmen in Deutschland*. München: GoingPublic Media.

- Kremer, T., & von Werder, A. (2013). Unabhängigkeit von Aufsichtsratsmitgliedern: Konzept, Kriterien und Kandidateninformationen. *Die Aktiengesellschaft*, 58, 340–348.
- Kuck, D. (2006). Aufsichtsräte und Beiräte in Deutschland: Rahmenbedingungen, Anforderungen, professionelle Auswahl. Wiesbaden: Gabler.
- Lambsdorff, O. G. (2001). Zur Situation der Corporate Governance in Deutschland. In D. Sadowski (Hrsg.), *Entrepreneurial Spirits* (S. 237–248). Wiesbaden: Gabler.
- Lange, O. (2004). Der Wechsel aus dem Vorstand in den Aufsichtsrat. *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 2004(6), 265–270.
- Laskin, A. V. (2011). How investor relations contributes to the corporate bottom line. *Journal of Public Relations Research*, 23(3), 302–324. doi: 10.1080/1062726X.2011.582206
- Laskin, A. V. (2010). Investor relations. In R. L. Heath (Hrsg.), *The Sage Handbook of public relations* (2. Aufl., S. 611–622). Thousand Oaks, CA: Sage.
- Lentfer, T. (2005). Einflüsse der internationalen Corporate Governance-Diskussion auf die Überwachung der Geschäftsführung: Eine kritische Analyse des deutschen Aufsichtsratsystems. Wiesbaden: Dt. Univ.-Verl.. doi: 10.1007/978-3-322-82089-1
- Liebold, R., & Trinczek, R. (2009). Experteninterview. In S. Kühl, P. Strodtholz, & A. Taffertshofer (Hrsg.), *Handbuch Methoden der Organisationsforschung: Quantitative und Qualitative Methoden* (S. 32–56). Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften.
- Liebscher, T. (2004). Vorstand. In W. Müller, & T. Rödder (Hrsg.), *Beck'sches Handbuch der AG* (S. 467–555). München: Verlag C. H. Beck.
- Lutter, M. (2001). Der Aufsichtsrat: Kontrolleur oder Mit-Unternehmer? In D. Sadowski (Hrsg.), *Entrepreneurial Spirits* (S. 225–235). Wiesbaden: Gabler.
- Lutter, M. (1995). Das dualistische System der Unternehmensverwaltung. In E. Scheffler (Hrsg.), *Corporate Governance* (S. 5–26). Gabler Verlag.
- Lutter, M., Krieger, G., & Verse, A. (2014). Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats (6., neubearb. und erw. Aufl.). Köln: Schmidt.
- Mäder, O. B. (2006). Ein Cockpit für den Aufsichtsrat: Entwurf eines systemischprozessorientierten Modells zur aufgabenspezifischen Informationsversorgung des Aufsichtsrats. Wiesbaden: DUV.
- Mahlert, A. (2014). Wer kontrolliert die Aufsichtsräte? - Effizienzprüfung, aber richtig! *Der Aufsichtsrat*, 11(7-8), 106–107.
- Martens, K. (2000). Managementüberwachung durch den Aufsichtsrat: Ein Beitrag zur Corporate Governance-Diskussion aus agency-theoretischer Sicht. Lohmar, Köln: Eul.
- Mast, C., & Sprachmann, K. (2014). Strukturen und Trends im Wirtschaftsjournalismus: Herausforderungen für die Medienarbeit. In A. Zerfaß, & M. Piwinger (Hrsg.), *Handbuch Unternehmenskommunikation: Strategie – Management – Wertschöpfung* (2., vollst. überarb. Aufl., S. 253–269). Wiesbaden: Gabler. doi: 10.1007/978-3-8349-4543-3_20
- Mayring, P. (2002). Einführung in die qualitative Sozialforschung: Eine Anleitung zu qualitativem Denken (5., überarb. und neu ausgestattete Aufl.). Weinheim: Beltz.

- Meuser, M., & Nagel, U. (2009). Das Experteninterview – konzeptionelle Grundlagen und methodische Anlage. In S. Pickel, G. Pickel, H.-J. Lauth, & D. Jahn (Hrsg.), *Methoden der vergleichenden Politik- und Sozialwissenschaft: Neue Entwicklungen und Anwendungen* (S. 465–479). Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften.
- Meuser, M., & Nagel, U. (1991). Experteninterviews - vielfach erprobt, wenig bedacht: Ein Beitrag zur qualitativen Methodendiskussion. In D. Garz, & K. Kraimer (Hrsg.), *Qualitativempirische Sozialforschung: Konzepte, Methoden, Analysen* (S. 441–471). Opladen: Westdeutscher Verlag. doi: 10.1007/978-3-322-97024-4
- Mitter, C., & Wohlschläger, T. (2011). Risikokommunikation als zentraler Bestandteil der Corporate Governance. In C. Steinmann (Hrsg.), *Evolution der Informationsgesellschaft: Markenkommunikation im Spannungsfeld der neuen Medien* (S. 241–260). Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften. doi: 10.1007/978-3-531-92860-9_16
- Morich, S. (2008). Steuerung der Effektivität kapitalmarktorientierter Unternehmenspublizität: Eine kennzahlengestützte Konzeption am Beispiel des Geschäftsberichts. Wiesbaden: Gabler.
- Müller, W. (2004). Erscheinungsformen der AG und der KGaA. In W. Müller, & T. Rödder (Hrsg.), *Beck'sches Handbuch der AG* (S. 1–22). München: Verlag C. H. Beck.
- Müller-Stewens, G. (2010). Mergers & Acquisitions: Eine Einführung. In G. Müller-Stewens, S. Kunisch, & A. Binder (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions: Analysen, Trends und Best Practices* (S. 3–13). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Mündemann, T., & Martin, A. (2013). Aufsichtsräte in der Öffentlichkeit – ungenutzte Chancen. *Der Aufsichtsrat*, 10(3), 42–43.
- Naisbitt, J., & Aburdene, P. (2000). *Megatrends 2000. Ten New Directions for the 1990's*. New York: William Morrow and Company.
- Neuberger, O. (2002). *Führen und führen lassen. Ansätze, Ergebnisse und Kritik der Führungsforschung* (6., völlig neu bearb. u. erw. Aufl.). Stuttgart: Lucius & Lucius.
- NIRI [National Investor Relations Institute]. (2003). Definition of Investor Relations. Abgerufen am 28. Mai 2015 von <http://www.niri.org/FunctionalMenu/About.aspx>
- Nobel, P. (2006). Corporate Governance und Unternehmenskommunikation. In B. F. Schmid, & B. Lyczek (Hrsg.), *Unternehmenskommunikation* (S.469–487). Wiesbaden: Gabler. doi: 10.1007/978-3-8349-9126-3
- OECD [Organisation for Economic Co-operation and Development]. (2004). *OECD-Grundsätze der Corporate Governance*. Neufassung 2004. Paris: OECD.
- Paetzmann, K. (2008). Insuring the Agents – Managerdisziplinierung und Rolle der D&O-Versicherung als Instrument der Corporate Governance. *Zeitschrift für die gesamte Versicherungswirtschaft*, 97(2), 177–197. doi: 10.1007/s12297-008-0014-x
- Pfannschmidt, A. (1993). Personelle Verflechtungen über Aufsichtsräte: Mehrfachmandate in deutschen Unternehmen. Wiesbaden: Gabler. doi: 10.1007/978-3-322-87986-8
- Pfitzer, N., & Höreth, U. (2005). Aufsichtsrat. In N. Pfitzer, P. Oser, & C. Orth (Hrsg.), *Deutscher Corporate-Governance-Kodex: Ein Handbuch für Entscheidungsträger* (2., überarb. und aktualisierte Aufl., S. 145–204). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.

- Pfitzer, N., & Orth, C. (2005). Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat. In N. Pfitzer, P. Oser, & C. Orth (Hrsg.), *Deutscher Corporate-Governance-Kodex: Ein Handbuch für Entscheidungsträger* (2., überarb. und aktual. Aufl., S. 69–104). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Picard, N. (2009). Unternehmensberichterstattung von morgen: Transparenz als Voraussetzung für das Vertrauen des Kapitalmarktes. In V. Klenk, & D. J. Hanke (Hrsg.), *Corporate Transparency: Wie Unternehmen im Glashaus-Zeitalter Wettbewerbsvorteile erzielen* (S. 104-129). Frankfurt am Main: Frankfurter Allgemeine Buch.
- Pickert, R. (2014). Kommt der virtuelle Aufsichtsrat? Mögliche elektronische Zusammenarbeit des Aufsichtsrats. *HV-Magazin*, 10(2), 18–19.
- Piwinger, M., & Strauss, S. N. (2002). Investor Relations sind eine Bereicherung für die Kommunikationsdisziplin. In G. Bentele, M. Piwinger, & G. Schönborn (Hrsg.), *Kommunikationsmanagement. Loseblattsammlung* (Nr. 2.08, S. 1–18). Neuwied: Luchterhand.
- Potthoff, E., Trescher, K., & Theisen, M. R. (2003). *Das Aufsichtsratsmitglied: Ein Handbuch der Aufgaben, Rechte und Pflichten* (6., neu bearb. Aufl.). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Pratt, J. W., & Zeckhauser, R. J. (1985). Principals and Agents: An Overview. In J. Pratt, & R. Zeckhauser (Hrsg.), *Principals and Agents: The Structure of Business* (S. 1–36). Boston: Harvard Business School Press.
- Prinz, E., & Schwalbach J. (2014). Zehn Anmerkungen zur laufenden Debatte um Aufsichtsräte. *Der Aufsichtsrat*, 11(10), 138–140.
- Probst, A., & Theisen, M. R. (2014). Rolle des Aufsichtsrats bei der Unternehmensberichterstattung. Ergebnisse der 14. Panel-Befragung. *Der Aufsichtsrat*, 11(11), 154–156.
- Probst, A., & Theisen, M. R. (2013). Aufsichtsrat in Familienunternehmen – eine andere Liga? *Der Aufsichtsrat*, 10(11), 162–164.
- PwC [PricewaterhouseCoopers], & Kirchhoff Consult (2005). *Kapitalmarktkommunikation in Deutschland. Investor Relations und Corporate Reporting*. Abgerufen am 11. März 2015 von http://www.controlling.wiso.uni-erlangen.de/Dateien_Downloads/Forschungsberichte/PwC_Kirchhoff_Studie.pdf
- Raabe, N. C. (2005). Aus dem Aufsichtsratsalltag. Abgerufen am 2. April 2015 von http://www.boeckler.de/cps/rde/xchg/hbs/hbs.xsl/19998_20004.htm
- Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (2015a). *Deutscher Corporate Governance Kodex*. Abgerufen am 1. August 2015 von http://www.dcgk.de/files/dcgk/usercontent/de/download/kodex/2015-05-05_Deutscher_Corporate_Governance_Kodex.pdf
- Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex. (2015b). *Kodex*. Abgerufen am 1. August 2015 von <http://www.dcgk.de/de/kodex.html>
- Reichert, J. (2004). Die Hauptversammlung. In W. Müller, & T. Rödder (Hrsg.), *Beck'sches Handbuch der AG* (S. 353–466). München: Verlag C. H. Beck.
- Rose, G., & Glorius-Rose, C. (2001). *Unternehmen: Rechtsformen und Verbindungen; ein Überblick aus betriebswirtschaftlicher, rechtlicher und steuerlicher Sicht* (3., überarb. und aktual. Aufl.). Köln: O. Schmidt.

- Rudolph, B. (2006). Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt. Tübingen: Mohr Siebeck. Ruhwedel, P., & Weitzel, T. M. (2013). Die Berichterstattung des Aufsichtsrats. *Der Aufsichtsrat*, 10(3), 40–41.
- Saam, N. J. (2007). Asymmetry in information versus asymmetry in power: Implicit assumptions of agency theory. *The Journal of Socio-Economics*, 36(6), 825–840. doi: 10.1016/j.socec.2007.01.018
- Sandhu, S., & Zielmann, S. (2010). CEO-Kommunikation. Die Kommunikation des Top- Managements aus Sicht der Kommunikationsverantwortlichen in deutschen Unternehmen. In M. Eisenegger, & S. Wehmeier (Hrsg.), *Personalisierung der Organisationskommunikation: Theoretische Zugänge, Empirie und Praxis* (S. 211–236). Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften. doi: 10.1007/978-3-531-91904-1
- Scherer, M. (2014). Der Aufsichtsrat als Kommunikator Fallstricke moderner Unternehmensaufsicht. In P. H. Dehnen (Hrsg.), *Der professionelle Aufsichtsrat: Basiswissen für die Praxis. Ein 360°-Überblick* (S. 148–160). Frankfurt am Main: Frankfurter Allgemeine Buch.
- Schewe, G. (2010). Unternehmensverfassung: Corporate Governance im Spannungsfeld von Leitung, Kontrolle und Interessenvertretung (2., aktual. u. erw. Aufl.). Berlin, Heidelberg: Springer. doi: 10.1007/978-3-642-03947-8
- Schichold, B., & Vollbracht, M. (2014). Reputationsrisiken und ihre Relevanz für den Aufsichtsrat. *Der Aufsichtsrat*, 11(5), 68–69.
- Schiedermair, M., & Kolb, F.-J. (2004). Der Aufsichtsrat. In W. Müller, & T. Rödder (Hrsg.), *Beck'sches Handbuch der AG* (S. 557–618). München: Verlag C. H. Beck.
- Schmidt, R. H. (2001). Kontinuität und Wandel bei der Corporate Governance in Deutschland. In G. Laßmann (Hrsg.), *Neuere Ansätze der Betriebswirtschaftslehre – in memoriam Karl Hax* (S. 61–87). Düsseldorf, Frankfurt: Schmalenbach.
- Schneider, J. (2000). Erfolgsfaktoren der Unternehmensüberwachung. Corporate Governance aktienrechtlicher Aufsichtsorgane im internationalen Vergleich. Berlin: Erich Schmidt.
- Schnell, C. (2009). IR aus Sicht eines Finanzjournalisten. In K. R. Kirchhoff, & M. Piwinger (Hrsg.), *Praxishandbuch Investor Relations: Das Standardwerk der Finanzkommunikation* (2., überarb. und erw. Aufl., S. 443–448). Wiesbaden: Gabler. doi: 10.1007/978-3-8349-8810-2
- Schreyögg, G., & Koch, J. (2015). Grundlagen des Managements: Basiswissen für Studium und Praxis (3., überarb. u. erw. Aufl.). Wiesbaden: Springer Gabler. doi: 10.1007/978-3-658-06749-6
- Schwalbach, J. (2015). Reputation und Unternehmenserfolg Unternehmens- und CEO-Reputation in Deutschland 2011–2013, Forschungsberichte zur Unternehmenskommunikation Nr. 5. Leipzig: Akademische Gesellschaft für Unternehmensführung & Kommunikation.
- Schwalbach, J. (17. April 2009). Gegen den Madoff im Manager - Fehlender Anstand in Teilen der Wirtschaftselite hat uns in die Krise geführt. Ein Plädoyer für den Ehrbaren Kaufmann. *Financial Times Deutschland*. Abgerufen am 3. Mai 2015 von http://www.der-ehrbarekaufmann.de/zum-leitbild-des-ehrbaren-kaufmanns/in-deroeffentlichkeit/neuigkeiten/aktuelles/einzelansicht/?tx_ttnews%5Bpointer%5D=2&tx_ttnews%5Btt_news%5D=56&tx_ttnews%5BbackPid%5D=65&cHash=d702842f18
- Schwalbach, J., & Schwerk, A. (2014). Corporate Governance und Corporate Social Responsibility: Grundlagen und Konsequenzen für die Kommunikation. In A. Zerfaß, & M. Piwinger (Hrsg.), *Handbuch Unternehmenskommunikation* (2., vollst. überarb. Aufl., S. 203–218). Wiesbaden: Springer Gabler. doi: 10.1007/978-3-8349-4543-3_20

- Seele, A. (2007). Rahmenbedingungen für das Verhalten von Aufsichtsratsmitgliedern deutscher börsennotierter Unternehmen (Nicht veröffentlichte Dissertation). Universität Heidelberg, Deutschland.
- Semler, J. (1996). Leitung und Überwachung der Aktiengesellschaft: Die Leitungsaufgabe des Vorstands und die Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrats (2., völlst. überarb. und erw. Aufl.). Köln [u. a.]: Heymann.
- Semler, J. (1980). Die Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrats. Köln [u. a.]: Heymann.
- Speckbacher, G. (1997). Shareholder Value und Stakeholder Ansatz. *Die Betriebswirtschaft*, 57(5), 630–639.
- Spencer Stuart. (2014). Der Spencer Stuart Board Index Deutschland 2014. Abgerufen am 17. März 2015 von https://www.spencer-stuart.de/~ /media/pdf%20files/research%20and%20insight%20pdfs/de_2014_web.pdf%20target=
- Spremann, K., & Gantenbein, P. (2006). Kapitalmärkte. Stuttgart: UTB GmbH.
- Stadler, M. (2010). Shareholder-Aktivismus durch Hedge Fonds. Empirische Untersuchung für Deutschland. Berlin: TU Berlin, Dissertation.
- Steininger, R. (2015). Investor Relations sind eine strategische Managementaufgabe. Interview mit Kay Bommer, Geschäftsführer, DIRK – Deutscher Investor Relations Verband. Abgerufen am 3. Mai 2015 von <http://www.goingpublic.de/investor-relations-sind-eine-strategischemanagementaufgabe/>
- Strenger, C. (2003). Corporate Governance – The Viewpoint of Professional Investors. In J. Schwalbach (Hrsg.), *Corporate Governance: Essays in honor of Horst Albach* (2. Aufl., S. 161–170). Berlin: BWV Berliner Wiss.-Verl..
- Streuer, O. (2004). Investor Relations – Begriff, Historie und Entwicklungsperspektiven. In DIRK. (Hrsg.), *Handbuch Investor Relations* (S. 3–94). Wiesbaden: Gabler. doi: 10.1007/978-3-322-90343-3
- Suchman, M. C. (1995). Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches. *The Academy of Management Review*, 20(3), 571–610.
- Szyszka, P. (2010). Personalisierung und CEO-Positionierung. Theoretische Reflexion eines Praxisproblems. In M. Eisenegger, & S. Wehmeier (Hrsg.), *Personalisierung der Organisationskommunikation: Theoretische Zugänge, Empirie und Praxis* (S. 91–113). Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften. doi: 10.1007/978-3-531-91904-1
- Szyszka, Peter (2008). Organisation und Organisationsinteresse. In G. Bentele, R. Fröhlich, & P. Szyszka (Hrsg.), *Handbuch der Public Relations* (2., korrigierte u. erw. Aufl., S. 309–320). Wiesbaden: Verlag für Sozialwissenschaften.
- Talaulicar, T. (2002). Der Deutsche Corporate Governance Kodex: Zwecksetzungen und Wirkungsprognosen. Diskussionspapier 2002/8 der Wirtschaftswissenschaftlichen Dokumentation der Technischen Universität Berlin. Berlin: TU Berlin. Thaeter, R., & Abbas, R. (2012). Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz. Nomos: Baden-Baden.
- Theisen, M. R. (2014). Beratene Berater. *Der Aufsichtsrat*, 11(1), 1.
- Theisen, M. R. (2002). Grundsätze einer ordnungsmäßigen Information des Aufsichtsrats (3., neu bearb. Aufl.). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Theisen, M. R. (1988). Die Überwachungsberichterstattung des Aufsichtsrats. *Betriebs-Berater*, 43(11), 705–711.

- Theisen, M. R. (1987). Die Überwachung der Unternehmensführung: Betriebswirtschaftliche Ansätze zur Entwicklung erster Grundsätze ordnungsmäßiger Überwachung. Stuttgart: Poeschel.
- Theisen, M. R., & Werner, F. (2010). Das Kommunikationsverhalten börsennotierter AG gegenüber Privatinvestoren. *Der Aufsichtsrat*, 7(2), 22–24.
- Thienel, A. (2014). Teamplayer. Kommunikation und Qualifikationen des Aufsichtsrats. In P. H. Dehnen (Hrsg.), *Der professionelle Aufsichtsrat: Basiswissen für die Praxis. Ein 360°-Überblick* (S. 119–136). Frankfurt am Main: Frankfurter Allgemeine Buch.
- Thommen J.-P., & Struß, N. (2001). Organisatorische Einbindung von Investor Relations. In A.-K. Achleitner, & A. Bassen (Hrsg.), *Investor Relations am Neuen Markt. Zielgruppen, Instrumente, rechtliche Rahmenbedingungen und Kommunikationsinhalte* (S. 159–178). Stuttgart: Schäffer-Poeschel
- ThyssenKrupp. (2014a). Bericht des Aufsichtsrats. Abgerufen am 25. Juli 2015 von <https://www.thyssenkrupp.com/de/investor/bericht-aufsichtsrat.html>
- ThyssenKrupp. (2014b). Corporate Governance Bericht. Abgerufen am 4. August 2015 von <https://www.thyssenkrupp.com/de/investor/kodex-bericht.html>
- Trögel, J. (2013). Möglichkeiten und Grenzen der Einflussnahme des Vorsitzenden im Aufsichtsrat: Eine empirische Untersuchung. Hamburg: Kovač.
- Vater, H., Meckel, M., Fieseler, C., & Hoffmann, C. P. (2008). Zur Bedeutung qualitativer Erfolgsfaktoren der Kapitalmarktkommunikation für die Unternehmensbewertung und deren Auswirkungen. *Der Betriebsrat*, 61(48), 2605–2611.
- Vetter, E. (2015). Aufsichtsratsvergütung und gewandelte Rolle des Aufsichtsrats. *Der Aufsichtsrat*, 12(6), 82–83.
- Vetter, E. (2014). Kapitalmarktkommunikation, Kapitalmarktdruck und Corporate Governance wider die Erosion der aktienrechtlichen Kompetenzordnung. *Die Aktiengesellschaft*, 59, 387–393.
- Vollbrecht, O. (2004). Privatanleger: die wahren Helden des Kapitalmarkts. In DIRK. (Hrsg.), *Handbuch Investor Relations* (S. 291–300). Wiesbaden: Gabler. doi: 10.1007/978-3-322-90343-3
- von Rosen, R., & Gerke, W. (2001). *Kodex für anlegergerechte Kapitalmarktkommunikation*. Frankfurt am Main: Deutsches Aktieninstitut.
- von Treuberg, H. G., & Zitzmann, Axel (2005). Präambel. In N. Pfitzer, P. Oser, & C. Orth (Hrsg.), *Deutscher Corporate-Governance-Kodex: Ein Handbuch für Entscheidungsträger* (2., überarb. und aktualisierte Aufl., S. 23–40). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- von Werder, A. (2014). Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat. In H.-M. Ringleb, T. Kremer, M. Lutter, & A. von Werder (Hrsg.), *Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex: Kodex-Kommentar* (5., vollst. neu bearb. Aufl., Rn. 318–560). München: Beck.
- von Werder, A., & Grundei, J. (2009). Organisationale Verankerung der Kommunikation im Unternehmen. In M. Bruhn, F.-R. Esch, & T. Langner (Hrsg.), *Handbuch Kommunikation. Grundlagen – Innovative Ansätze – Praktische Umsetzungen* (S. 1179–1197). Wiesbaden Gabler.
- von Werder, A., & Wiczorek, B. (2007). Anforderungen an Aufsichtsratsmitglieder und ihre Nominierung. *Der Betrieb*, 60(6), 297–303.

- VUVB [Vereinigung unabhängiger Vergütungsberater]. (2015). Kodex. Abgerufen am 12. August 2015 von <http://www.vuvb.de/kodex/>
- Walther, A., & Morner, M. (2014). Thesen zur Zukunft wertschaffender Corporate Governance. *Der Aufsichtsrat*, 11(3), 38–40.
- Wang, Y., Berens, G., & van Reel, C. B. M. (2012). Competing in the Capital Market with a Good Reputation. *Corporate Reputation Review*, 15(3), 198–221.
- Wardenbach, F. (1996). *Interessenkonflikte und mangelnde Sachkunde als ungeregelte Bestellungshindernisse zum Aufsichtsrat der AG*. Köln: O. Schmidt.
- Warncke, M. (2010). *Prüfungsausschuss und Corporate Governance: Einrichtung, Organisation und Überwachungsaufgabe* (2. Aufl.). Berlin: Erich Schmidt Verlag.
- Wasser, D. (15. Mai 2015). Back to the future: how IR has changed over 17 years. *IR magazine*. Abgerufen am 28. Mai 2015 von <http://www.irmagazine.com/articles/peoplecareers/20760/back-future-how-ir-has-changed-over-17-years/>
- Wehmeier, S., & Röttger, U. (2011). Zur Institutionalisierung gesellschaftlicher Erwartungshaltungen am Beispiel von CSR. Eine kommunikationswissenschaftliche Skizze. In T. Quandt & B. Scheufele (Hrsg.), *Ebenen der Kommunikation: Mikro-Meso-Makro-Links in der Kommunikationswissenschaft* (S. 195–216). Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften. doi: 10.1007/978-3-531-93140-1
- Wendt, O. (2005). Investor Relations für institutionelle Anleger. In K. R. Kirchhoff, & M. Piwinger (Hrsg.), *Praxishandbuch Investor Relations: Das Standardwerk der Finanzkommunikation* (S. 417–422). Dordrecht: Springer.
- Wentges, P. (2002). *Corporate Governance und Stakeholder-Ansatz: Implikationen für die betriebliche Finanzwirtschaft*. Wiesbaden: Dt. Univ.-Verl.. doi: 10.1007/978-3-322-81993-2
- Will, M. (2005). Wer überwacht die Unternehmenskommunikation? *Der Aufsichtsrat*, 2(3), 7–8.
- Winzig, O. F., & Labbé, M. (4. Juni 2011). IR muss auf die Agenda der Aufsichtsräte in Deutschland. *Börsen-Zeitung*, S. B1, B4.
- Wiswede, G. (1977). *Rollentheorie*. Stuttgart: Kohlhammer.
- Witt, P. (2003). *Corporate Governance-Systeme im Wettbewerb*. Wiesbaden: Springer Fachmedien. doi: 10.1007/978-3-663-07943-9
- Witt, P. (2001). Corporate Governance. In P.-J. Jost (Hrsg.), *Die Prinzipal-Agenten-Theorie in der Betriebswirtschaftslehre* (S. 85–116). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Wöhe, G. (2013). *Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre* (25., überarb. und aktual. Aufl.). München: Franz Vahlen.
- Zerfaß, A. (2014). Unternehmenskommunikation und Kommunikationsmanagement. Grundlagen, Wertschöpfung, Integration. In A. Zerfaß, & M. Piwinger (Hrsg.), *Handbuch Unternehmenskommunikation: Strategie – Management – Wertschöpfung* (2., vollst. überarb. Aufl., S. 21–79). Wiesbaden: Gabler. doi: 10.1007/978-3-8349-4543-3_20
- Zerfaß, A. (2010a). Controlling und Kommunikations-Controlling aus Sicht der Unternehmensführung. In J. Pfannenber, & A. Zerfaß (Hrsg.), *Wertschöpfung durch Kommunikation. Kommunikations-Controlling in der Unternehmenspraxis* (S. 28–49). Frankfurt am Main: Frankfurter Allgemeine Buch.

- Zerfaß, A. (2010b). Unternehmensführung und Öffentlichkeitsarbeit: Grundlegung einer Theorie der Unternehmenskommunikation und Public Relations (3. aktualisierte Aufl.). Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften. doi: 10.1007/978-3-531-92012-2
- Zerfaß, A., & Dühring, L. (2014). Kommunikationsmanagement als Profession: Strukturen, Handlungsfelder, empirische Befunde. In A. Zerfaß, & M. Piwinger (Hrsg.), *Handbuch Unternehmenskommunikation: Strategie – Management – Wertschöpfung* (2., vollst. überarb. Aufl., S. 163–189). Wiesbaden: Gabler. doi: 10.1007/978-3-8349-4543-3_20
- Zerfaß, A., Ehrhart, C. E., & Lautenbach, C. (2014). Organisation der Kommunikationsfunktion: Strukturen, Prozesse und Leistungen für die Unternehmensführung. In A. Zerfaß, & M. Piwinger (Hrsg.), *Handbuch Unternehmenskommunikation: Strategie – Management – Wertschöpfung* (2., vollst. überarb. Aufl., S. 987–1010). Wiesbaden: Gabler. doi: 10.1007/978-3-8349-4543-3_20
- Zerfaß, A., Köhler, K., Kiss, P., Adler, S., Haker, M., Müller, M. C., Ratter, R., & Raulf, A. (2012). Anlegerstudie 2012: Informationsanforderungen von Privatanlegern und Perspektiven für Investor Relations. Leipzig: Universität Leipzig.
- Zerfaß, A., & Piwinger, M. (2014). Unternehmenskommunikation als Werttreiber und Erfolgsfaktor. In A. Zerfaß, & M. Piwinger (Hrsg.), *Handbuch Unternehmenskommunikation: Strategie – Management – Wertschöpfung* (2., vollst. überarb. Aufl., S. 1–18). Wiesbaden: Gabler. doi: 10.1007/978-3-8349-4543-3_20
- Zerfass, A., Schwalbach, J., Bentele, G., & Sherzada, M. (2014). Corporate Communications from the Top and from the Center: Comparing Experiences and Expectations of CEOs and Communicators. *International Journal of Strategic Communication*, 8(2), 61–78. doi: 10.1080/1553118X.2013.879146
- Zerfaß, A., Verčič, D., Moreno, A., Verhoeven, P., Tench, R., & Klewes, J. (2013). European Chief Communication Officers Survey 2013. Managing CEO positioning and international communication: Insights from interviews with corporate communication leaders. Abgerufen am 2. Juli 2015 von <http://de.slideshare.net/ketchumpleongermany/eccos-2013-reportketchum-euprera>
- Zukunftsinstitut. (2015a). Megatrends. Abgerufen am 18. Juni 2015 von <https://www.zukunftsinstitut.de/dossier/megatrends/>
- Zukunftsinstitut. (2015b). Megatrend Neo-Ökologie. Abgerufen am 18. Juni 2015 von <https://www.zukunftsinstitut.de/dossier/megatrend-neo-oekologie/>

Über die Autorin



Mandy Nieber

M.A. Mandy Nieber absolvierte von 2012 bis 2015 das Masterstudium „Communication Management“ am Lehrstuhl für Strategische Kommunikation der Universität Leipzig und schloss dieses mit der Masterarbeit zum Thema „Die neue Rolle des Aufsichtsrates in der Kapitalmarktcommunication“ ab. Nach Praktika im In- und Ausland in den Kommunikationsabteilungen der BMW AG sowie in der Kommunikationsberatung Hering Schuppener Consulting verstärkt Mandy Nieber seit November 2015 das Corporate Communication Team der adidas Gruppe.

Impressum

© 2017, DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e. V.
Reuterweg 81, 60323 Frankfurt am Main
Telefon +49 (0) 69 . 9590 9490
Telefax +49 (0) 69 . 9590 94999
Internet www.dirk.org

Gestaltung und Satz:
mint-PINGUIN.com, Wien

Alle Rechte, einschließlich der Übersetzung in Fremdsprachen, vorbehalten. Kein Teil des Werkes darf in irgendeiner Form (Druck, Fotokopie, Mikrofilm, CD, Internet oder einem anderen Verfahren) ohne schriftliche Genehmigung des Herausgebers reproduziert oder unter Verwendung elektronischer Systeme verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden.

ISBN: 978-3-9816831-7-2
1. Auflage Januar 2017

Disclaimer

Wichtiger Hinweis/Haftungsausschluss:

Diese Veröffentlichung erfolgt ausschließlich zu dem Zweck, bestimmte Themen anzusprechen und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Die Komplexität und der ständige Wandel der Rechtsmaterie machen es notwendig, die Haftung und Gewähr für den Inhalt dieser Veröffentlichung und ihre Nutzung auszuschließen.

Diese Veröffentlichung stellt keine Rechtsberatung dar.

Sie kann eine ggf. erforderliche konkrete und verbindliche rechtliche Beratung unter Einbeziehung der im Einzelnen bestehenden rechtlichen und tatsächlichen Gegebenheiten auch nicht ersetzen. Weder der DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e. V. noch die Autorin übernehmen daher die Verantwortung für Nachteile und/oder Schäden, die auf der Verwendung dieser Veröffentlichung beruhen.