

DIRK

Deutscher  
Investor Relations  
Verband

Kerstin Hammann

## Investoren und Aufsichtsrat im Dialog

Empirische Befunde über die neuen Wege  
der Kapitalmarktkommunikation in Deutschland

DIRK-Forschungsreihe, Band 24



Mehr Wert im Kapitalmarkt

**Bearbeitet von:**

Kerstin Hammann (Universität Leipzig)

**Impressum**

© 2018, 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

Webseite [www.dirk.org](http://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: 978-3-9819679-2-0

1. Auflage Dezember 2018

**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 Autoren übernehmen daher die Verantwortung für Nachteile und/oder Schäden, die auf der Verwendung dieser Veröffentlichung beruhen.



## 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 wissenschaftliche Studien, darunter herausragende Dissertationen und Masterarbeiten zu qualitativen und quantitativen IR-Themen und nimmt einen festen Platz in universitären Lehrinrichtungen 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–Erfolgsstory 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
- Band 20: Die neue Rolle des Aufsichtsrates in der Kapitalmarktkommunikation
- Band 21: Workforce diversity and personal policies:  
Capital market perception and shareholder wealth effects
- Band 22: Innovative Kommunikationstechnologien für Investor Relations-Aktivitäten –  
Eine umfassende Bestandsaufnahme
- Band 23: Digital Leadership in 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.

## DIRK-Film: Wir gestalten die Zukunft der Investor Relations

-  Kurzversion (1:37)
-  Langversion (4:05)

## Wir informieren Sie auch auf

-  @IR\_community
-  DIRK – Deutscher Investor Relations Verband
-  YouTube DIRK e.V.

## Kontakt

DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V.  
Reuterweg 81, 60323 Frankfurt am Main  
T +49 (0) 69. 9590 9490  
F +49 (0) 69. 9590 94999  
info@dirk.org | [www.dirk.org](http://www.dirk.org)

## Vorwort

Die Kommunikationshoheit in deutschen Aktiengesellschaften liegt beim Vorstand als gesetzlichem Unternehmensvertreter. Für den Bereich der Kapitalmarktkommunikation bedient er sich dazu regelmäßig der Investor Relations-Verantwortlichen im Unternehmen. Bis vor einigen Jahren spielte der Aufsichtsrat in diesem Gefüge – wenn überhaupt – nur eine untergeordnete Rolle. Dies hat sich in den letzten Jahren grundlegend geändert.

Immer häufiger treten vor allem große internationale Investoren mit ihren Fragen, ihrer Kritik und ihren Wünschen direkt an den Aufsichtsrat heran. Dieses Kommunikationsbedürfnis der Investoren führt zu großen Unsicherheiten im deutschen aktienrechtlichen Gefüge. In der Praxis ist seit einiger Zeit eine Öffnung hin zu einer aktiveren Kommunikation des Aufsichtsrats zu beobachten. Besonders die im Jahr 2017 beschlossene Ergänzung des Deutschen Corporate Governance Kodex gilt als Meilenstein in der Debatte. Sie besagt, dass der Aufsichtsrat in angemessenem Maße bereit sein sollte, mit Investoren über aufsichtsratspezifische Themen Gespräche zu führen.

Die vorliegende Studie von Kerstin Hammann leistet einen wertvollen Beitrag, die Kommunikation zwischen Investoren und Aufsichtsräten einzuordnen. Sie beschreibt über das breit angelegte Studiendesign nicht nur den Status Quo der neuen kapitalmarkt-kommunikativen Wege, sondern thematisiert auch die normativen und regulativen Problempunkte. Dabei zeigt die Studie auf, welche Rolle Investor Relations im Dialog zwischen Investoren und Aufsichtsrat einnimmt bzw. einnehmen sollte.

Der Autorin sowie dem Center for Research in Financial Communication an der Universität Leipzig unter Leitung von Prof. Dr. Christian P. Hoffmann gebührt unser Dank für ihr unermüdliches Engagement, die Investor Relations-Funktion auch in der wissenschaftlichen Arbeit weiter zu verankern.

Ich bin gespannt, welche Resonanz diese Studie in unserem Berufsfeld finden wird und wünsche allen Lesern eine erkenntnisreiche Lektüre.

Frankfurt, im Dezember 2018

Oliver Maier  
- Präsident -  
DIRK – Deutscher Investor Relations Verband

## Geleitwort

Die Finanzkommunikation, und insbesondere die Investor Relations-Funktion, ist eine in Deutschland noch junge Erscheinung. Entsprechend spärlich gestaltet sich die Forschungslandschaft in diesem Themengebiet. Die Universität Leipzig hat sich mit der Etablierung des Center for Research in Financial Communication das Ziel gesetzt, die Forschung zur Finanzkommunikation institutionell zu verankern und so den Austausch zwischen Forschung und Praxis zu vertiefen. Die vorliegende Arbeit von Kerstin Hammann ist ein weiterer wertvoller Baustein in diesem Bemühen.

Auch aufgrund ihrer relativen Jugend unterliegt die Investor Relations-Funktion einem dynamischen Wandel – und sieht sich laufend mit neuen Herausforderungen konfrontiert. Die sich verändernde Rolle des Aufsichtsrats in der Kapitalmarktkommunikation ist hierfür ein aktuelles und besonders relevantes Beispiel.

Kerstin Hammann beschreibt treffend die – nicht zuletzt regulatorischen – Hintergründe, die zur Etablierung eines neuen, gewichtigen Kommunikators am Kapitalmarkt führen: dem Aufsichtsrat(svorsitzenden). Unternehmen stehen vor der Herausforderung, diese Entwicklung zu gestalten, neue Prozesse zu etablieren, und den Dialog zwischen Aufsichtsrat und Investoren zu professionalisieren und institutionalisieren. Dabei spielt die Investor Relations eine zentrale Rolle.

Die vorliegende Studie beschreibt den Status quo der Aufsichtsratskommunikation am deutschen Kapitalmarkt, seine Formen und Dynamik, und auch die noch wenig gefestigte Rolle der Investor Relations in diesem Spielfeld. Damit leistet sie einen wertvollen und grundlegenden Beitrag. Das Cen-

ter for Research in Financial Communication dankt Kerstin Hammann für ihre wertvolle Mitarbeit und ihr großes Engagement bei der Durchführung dieser Studie, sowie dem DIRK – Deutscher Investor Relations Verband und Kay Bommer für die Unterstützung und stets konstruktive Zusammenarbeit.

Univ.-Prof. Dr. Christian P. Hoffmann  
Professor für Kommunikationsmanagement,  
Universität Leipzig  
Akademischer Leiter, Center for Research in Financial Communication

Sandra Tietz  
Research Associate, Center for Research in Financial Communication

## Executive Summary

Diese Arbeit befasst sich mit einem Thema, das aktuell die Financial Community intensiv beschäftigt: den Dialogen zwischen Investoren und Aufsichtsräten. Zunächst wird in einer einleitenden Betrachtung herausgestellt, welche regulativen und gesellschaftlichen Entwicklungen den Dialog zwischen Investoren und Aufsichtsrat hervorrufen. Im empirischen Teil der Arbeit wird die Ausgestaltung der neuen Kommunikationsprozesse über eine quantitative Befragung von börsennotierten Unternehmen ergründet. Um die unternehmensinterne Perspektive zu erhalten, befragt die vorliegende Studie Kapitalmarktexperten aus Unternehmen über die neuen Wege der Kapitalmarktkommunikation. Die Befunde verdeutlichen, dass überwiegend ein persönlicher Dialog (One-on-One-Meetings) über Themen der Unternehmensentwicklung und -strategie von den Befragten beobachtet wird. Sowohl die direkte One-on-One-Absprache als auch die thematisierten Inhalte verdeutlichen die Herausforderungen der neuen Kommunikationswege. Die Studie erinnert an die Gleichbehandlung der Investoren und die klassische Kompetenzaufteilung zwischen Aufsichtsrat und Geschäftsführung. Die Ergebnisse zeigen darüber hinaus, dass in den meisten Unternehmen definierte Strukturen fehlen, um die Kapitalmarktkommunikation des Aufsichtsrats mit der klassischen Kapitalmarktkommunikation in Einklang zu bringen. Zudem offenbaren die Befunde, dass ein Austausch zwischen Aufsichtsräten und Investoren im DAX häufiger stattfindet als im MDAX, SDAX oder TecDAX.



## Inhaltsverzeichnis

Abbildungs- und Tabellenverzeichnis	11
1 Die Rolle des Aufsichtsrats in der Kapitalmarktkommunikation	12
2 Forschungsannahmen und Studiendesign	15
2.1 Forschungsannahmen	15
2.2 Studiendesign	18
2.3 Studienteilnehmer	18
3 Empirische Ergebnisse	21
3.1 Kanäle	21
3.2 Themen	25
3.3 Abstimmung	27
3.4 Initiative	30
3.5 Trend und Bewertung	32
4 Diskussion und Ausblick	34
Literaturverzeichnis	38

## Abbildungs- und Tabellenverzeichnis

Abbildung 1:	Theoretischer Bezugsrahmen zur Ausarbeitung der Forschungsannahmen	15
Abbildung 2:	Beschreibung des Samples nach Aktienindex	19
Abbildung 3:	Kommunikationskanäle zwischen Aufsichtsrat und Investoren	22
Abbildung 4:	Häufigkeit der Kommunikationskanäle zwischen Aufsichtsrat und Investoren	23
Abbildung 5:	Sprecher im Aufsichtsrat für die Kommunikation mit Investoren	24
Abbildung 6:	Mediensprecher des Aufsichtsrats	25
Abbildung 7:	Themen im Dialog zwischen Aufsichtsrat und Investoren	26
Abbildung 8:	Frequenz der Zusammenarbeit zwischen Investor Relations und Aufsichtsrat	28
Abbildung 9:	Unterstützung im Dialog zwischen Aufsichtsrat und Investoren	29
Abbildung 10:	Initiiierende Akteure im Dialog zwischen Aufsichtsrat und Investoren	30
Abbildung 11:	Wege der Kontaktaufnahme im Dialog zwischen Aufsichtsrat und Investoren	31
Abbildung 12:	Zukünftige Entwicklungen im Dialog zwischen Aufsichtsrat und Investoren	33
Tabelle 1:	Beschreibung des Samples nach Mitarbeiterzahl und Jahresumsatz	20

## 1 Die Rolle des Aufsichtsrats in der Kapitalmarktkommunikation

Betrachtet man die jüngste Geschichte der Kapitalmarktkommunikation in Deutschland, so zeigt sich, dass in den letzten Jahren nicht mehr nur der Unternehmensvorstand sowie die vom Vorstand berufene Stelle, die Investor Relations, in der Kapitalmarktkommunikation engagiert sind, sondern zunehmend auch der Aufsichtsrat (siehe als einer der ersten detaillierten Aufsätze zu diesem Thema Bommer und Steinbach, 2013).

Wie von der Initiative Developing Shareholder Communication (2016) bereits betont, ist der Rahmen eines solchen Dialogs zwischen Investor und Aufsichtsrat derzeit nicht klar definiert. Grundsätzlich wird ein solcher Austausch durch das deutsche Aktien- und Kapitalmarktrecht nicht ausgeschlossen, er birgt aber zahlreiche Fallstricke besonders in Bezug auf das aktienrechtliche Gleichbehandlungsgebot.

Zunächst muss an dieser Stelle betont werden, dass das Aufsichtsratsgremium eine Besonderheit der deutschen Aktiengesellschaft darstellt. Seit seiner Entstehung durch die Einführung des Allgemeinen Deutschen Handelsgesetzbuches im Jahr 1861 bildet der Aufsichtsrat als Gremium zusammen mit dem Vorstand eine dualistische Spitze im deutschen aktienrechtlichen Gefüge. Um an dieser dualistischen Spitze Kompetenz- und Zuständigkeitskonflikte zu vermeiden, wurde im Aktiengesetz von 1937 geregelt, dass der Aufsichtsrat fortan als reines Kontrollgremium mit Geschäftsführungsverbot zu verstehen ist. Die Hoheit über die Führung der Geschäfte und somit auch über sämtliche Repräsentations- und Kommunikationsaufgaben erhalten die Mitglieder des Vorstands bzw. die jeweils untergliederten Managementfunktionen. In seiner Zusammensetzung besteht das Kontrollgremium heute nach § 96 Aktiengesetz

(AktG) aus Vertretern der Arbeitnehmerseite, der Anteilseignerseite und gegebenenfalls weiteren, unabhängigen Mitgliedern.

Trotz des gesetzlich geregelten Geschäftsführungsverbots werden dem Aufsichtsrat im Aktiengesetz und im Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) auch Kommunikationspflichten zugeschrieben, so z. B. die Erstellung des Überwachungsberichtes (§ 171 AktG), die Erläuterung der Überwachungstätigkeiten bei der Hauptversammlung (§ 176 AktG) oder eine Stellungnahme in Sonder-situationen – wie zum Beispiel bei Vorliegen eines öffentlichen Übernahmeangebots (§ 27 WpÜG). Auch das Vetorecht des Aufsichtsrats bei zustimmungspflichtigen Geschäften verdeutlicht, dass das Kontrollorgan nicht gänzlich aus den operativen Geschäften und den kommunikativen Pflichten der Aktiengesellschaft ausgeschlossen wird (siehe hierzu im Detail Nieber, 2017).

Wie von Nieber (2017) treffend hergeleitet, bewegt sich der Aufsichtsrat seit der Corporate Governance Bewegung in den 1990ern weg von seiner passiven Position und nimmt mehr und mehr eine aktive Rolle im Unternehmen ein. So wird in dem im Jahr 2002 eingeführten Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) beispielsweise festgelegt, dass die Beratung des Vorstands durch den Aufsichtsrat zur festen Aufgabe des Kontrollgremiums wird (Ziffer 5.1 DCGK). Auch die in Ziffer 5.2 (DCGK) beschriebenen zunehmenden Repräsentationsaufgaben des Aufsichtsratsvorsitzenden, der die Belange des Gremiums nach außen wahrzunehmen hat, zeigen, wie sich das Profil des Aufsichtsrats verändert. Dies spiegeln auch die im Deutschen Corporate Governance Kodex eingeführten Publizitätspflichten wider. So muss der Aufsichtsrat nach § 161 AktG zusammen mit dem Vorstand

eine jährliche Entsprechenserklärung abgeben, in der er gemäß dem „comply or explain“ Grundsatz erklärt, inwieweit er die Empfehlungen des DCGK verfolgt. Prinzipiell verschärft sich im Rahmen der Corporate Governance Bewegung die Überwachung der Geschäftsführung. In Anbetracht dessen wird der Aufsichtsrat zu einem wichtigen unabhängigen Berater und Sparringspartner für den Vorstand. Besonders der Aufsichtsratsvorsitzende gewinnt hierdurch in kommunikativen Angelegenheiten an Bedeutung, da er nach Ziffer 5.2 des Deutschen Corporate Governance Kodex' „die Belange des Aufsichtsrats nach außen“ wahrnimmt.

Der Aufsichtsrat als Gralshüter der guten Corporate Governance ist somit mit einem wachsenden Aufgabenspektrum konfrontiert und nimmt eine immer wichtigere und immer aktivere Rolle im deutschen aktienrechtlichen Gefüge ein. Das Corporate Governance Konzept impliziert traditionell eine aktive Beratung und Begleitung des Vorstands durch den Aufsichtsrat. Doch nicht nur für den Vorstand, auch für die Medien, die Finanzöffentlichkeit und bedeutende Kapitalgeber wird der Aufsichtsrat heute zu einem wichtigen Ansprechpartner und Informationsgeber. So schreibt Merz (2017): „Immer häufiger wollen die größeren Investoren mit dem Aufsichtsrat sprechen [...]. Und auch die Öffentlichkeit verlangt Auskunft vom Aufsichtsrat“. Nieber (2017) konkretisiert dies und bezeichnet vor allem ausländische institutionelle Investoren, die durch die Internationalisierung der Finanzmärkte eine wichtige Stellung am deutschen Kapitalmarkt einnehmen, als Treiber in der Debatte um die Kommunikation des Aufsichtsrats. Kleineren inländischen Investoren bleibt der Austausch Niebers Ergebnissen zufolge überwiegend verwehrt.

In den Mittelpunkt der aktuellen Debatte und daher in den Analysefokus der vorliegenden Arbeit rückt dieses Kommunikationsbedürfnis der Finanzöffentlichkeit bzw. das einzelner großer Investoren. Bisher finden sich stark divergierende Meinungen darüber ob, und wenn ja wie, der Aufsichtsrat als Kommunikator im Kapitalmarkt einzubinden ist. Das Thema polarisiert. In der Debatte wird dabei zwischen einer Kommunikation des Aufsichtsrats mit der gesamten (Finanz-)Öffentlichkeit und einem Dialog des Aufsichtsrats mit einzelnen Investoren unterschieden. Denn besonders Letzteres könnte Kritikern zufolge eine informationelle Ungleichbehandlung unter den Investoren zur Folge haben und zu Irritationen im kapitalmarktrechtlichen Gefüge führen (siehe hierzu z. B. Döring, 2016; Fleischer, Bauer & Wansleben, 2015; Krämer, 2017; Schnabel, 2015).

Trotz der aktienrechtlichen Unsicherheit in Bezug auf die Kapitalmarktkommunikation des Aufsichtsrats entschied sich die Regierungskommission des DCGK im Februar 2017 für folgende Anpassung des Kodex in Ziffer 5.2: „Der Aufsichtsratsvorsitzende sollte in angemessenem Rahmen bereit sein, mit Investoren über aufsichtsratspezifische Themen Gespräche zu führen.“ Auffällig ist, dass die Ausführungen des Deutschen Corporate Governance Kodex' eher vage bleiben. Eine kurze Stellungnahme ist der Pressemitteilung über die Kodexänderungen zu entnehmen: „Nach Abwägung aller Argumente regt die Regierungskommission nunmehr an, dass der Aufsichtsratsvorsitzende in angemessenem Rahmen bereit sein sollte, mit Investoren über aufsichtsratspezifische Themen zu sprechen (Ziffer 5.2). Aufsichtsratspezifische Themen sind Gegenstände, für die der Aufsichts-

rat allein verantwortlich ist und die von ihm allein zu entscheiden sind. Der Aufsichtsratsvorsitzende hat nach dieser Anregung ein Ermessen, mit wem, wann und wie oft er derartige Gespräche führen will“ (Pressemitteilung über die Beschlüsse der Kodexänderungen, 2017).

Einen weiteren rechtlichen Meilenstein in der Debatte um die Kommunikation des Aufsichtsrats setzt die im März 2017 vom EU-Parlament angenommene Reform der europäischen Aktionärsrichtlinie, die darauf abzielt, das Engagement von Aktionären zu stärken und zu erleichtern (siehe Shareholder Rights Directive, SRD III). Innerhalb von zwei Jahren müssen die Mitgliedsstaaten die Vorgaben umsetzen, die mitunter eine Unterstützung bei der Ausübung von Aktionärsstimmrechten sowie die Aushandlung einer Politik zum Aktionärseengagement mit und von institutionellen Investoren vorsehen.

Auch internationale Fachmedien thematisieren die in Deutschland aufgekommene Debatte um die Kommunikation des Aufsichtsrats. Wie Schmitt, ehemals Investor Relations-Leiter der Deutschen Bank, in „IR Update“ betont, ist der Dialog zwischen Investoren und Aufsichtsrat „one of the most difficult developments for the German IR community“ (Schmitt, zitiert nach Rickard, 2016). Denn der Aufsichtsrat scheint Kommunikationsaufgaben gegenüber der Finanzöffentlichkeit wahrzunehmen, die klassisch der dem Vorstand unterstellten Managementfunktion Investor Relations obliegen. Durch solche Verschiebungen scheint nicht nur das aktienrechtliche Gefüge in Deutschland ins Schwanken zu geraten, sondern mit ihm auch die traditionelle Organisation der Kapitalmarktkommunikation im Unternehmen. Um die Debatte zu strukturieren, veröffentlichte die Initiative Develo-

ping Shareholder Communication (2016) im Juli 2016 acht Leitsätze für den Dialog zwischen Investoren und Aufsichtsrat. Hieran schließt die vorliegende Arbeit an.

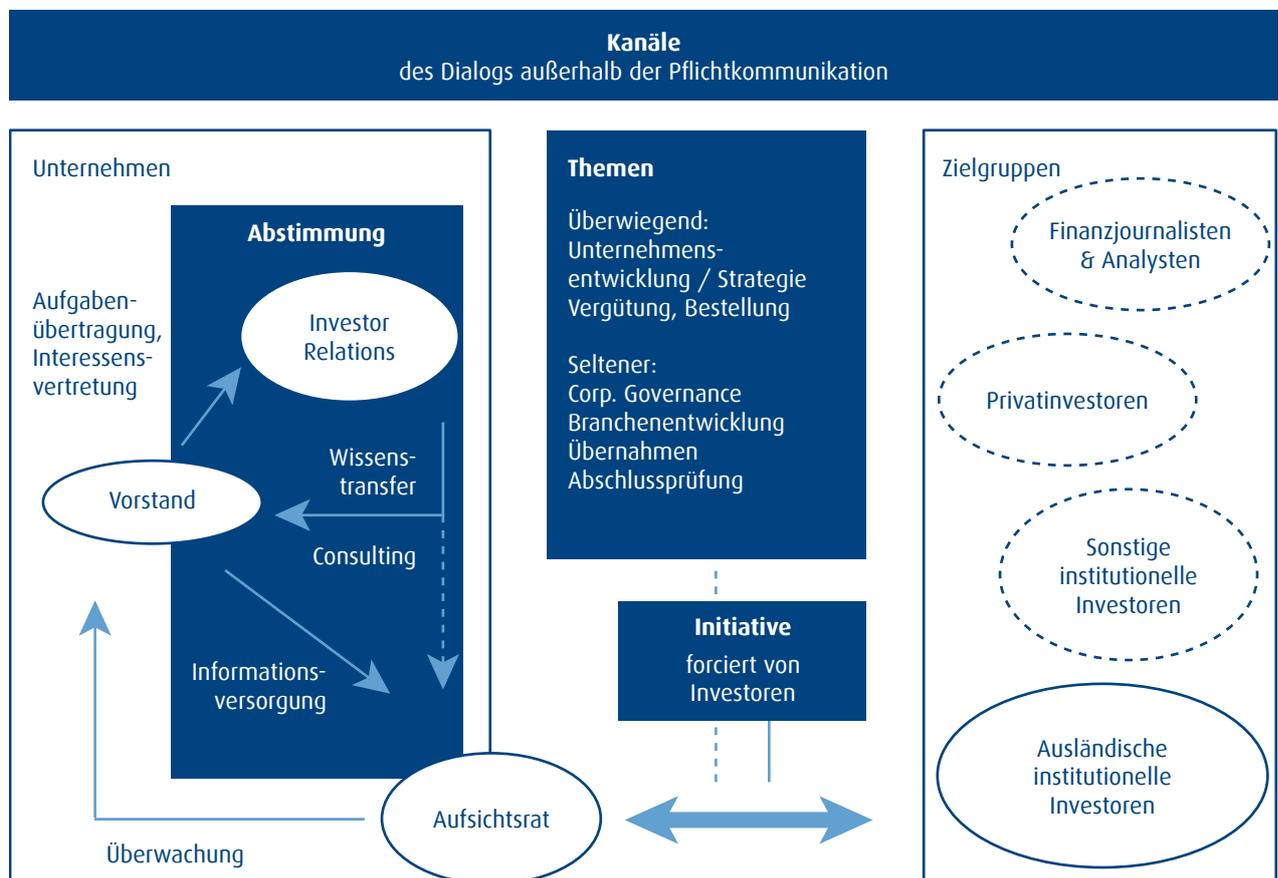
## 2 Forschungsannahmen und Studiendesign

### 2.1 Forschungsannahmen

Erste Einblicke in die Kommunikationstätigkeiten des Aufsichtsrats können dank Niebers (2017) Pionierarbeit auf dem Gebiet gewonnen werden. Durch ihre Interviewstudie basierend auf zehn Expertengesprächen zum Thema Aufsichtsratskommunikation gelingt es ihr, erste qualitative Daten über den Dialog zwischen Aufsichtsrat und Investoren zu generieren. Die Interviews verdeutlichen, dass die kritischen Punkte der Debatte über eine

Betrachtung des Kommunikationsprozesses herausgearbeitet werden können.

Die vorliegende Studie analysiert daher ebenfalls die neuen Wege der Kapitalmarktkommunikation über eine Betrachtung der Kommunikationsprozesse. Hierfür nimmt die Studie die Unternehmensperspektive ein, das heißt sie beleuchtet den Kommunikationsprozess aus Sicht der vom Aufsichtsrat zu überwachenden Unternehmung.



Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Nieber (2017), ergänzt um Befunde von Köhler (2015) und die Leitsätze der Initiative Developing Shareholder Communication (2016).

Abb. 1: Theoretischer Bezugsrahmen zur Ausarbeitung der Forschungsannahmen

Vier Elemente der in Abbildung 1 dargestellten Prozessbetrachtung sollen im Mittelpunkt der vorliegenden Untersuchung stehen:

(1) Um sich ein Bild über die Kapitalmarktkommunikation des Aufsichtsrats zu machen, muss zunächst geklärt werden, welche **Kanäle** für die Kommunikation gewählt werden – also beispielsweise ob eine öffentliche Stellungnahme oder ein persönlicher Dialog zwischen Aufsichtsrat und Investor beobachtet wird. Bezogen auf die Kanäle bzw. Instrumente im Kommunikationsprozess wird in den Leitsätzen der Initiative Developing Shareholder Communication (2016) zur Kommunikation des Aufsichtsrats gegenüber Investoren sowie in der darüber hinausreichenden Fachdebatte überwiegend von einem „Dialog“ gesprochen. Auch Nieber (2017) geht davon aus, dass besonders persönliche Kommunikationskanäle wie One-on-One-Gespräche von den Investoren als wichtigstes Instrument und Schlüssel zum Erfolg betrachtet werden. So schreibt auch der Deutsche Corporate Governance Kodex in Ziffer 5.2, dass der Aufsichtsrat bereit sein sollte, mit Investoren über aufsichtsratspezifische Themen „Gespräche zu führen“. Hieraus ergibt sich folgende erste Annahme:

**Forschungsannahme 1:** *Im Austausch zwischen Aufsichtsrat und Investoren wird überwiegend ein persönlicher Dialog als Kommunikationsweg gewählt.*

(2) Wie der Austausch zwischen Kapitalmarkt und Aufsichtsrat bewertet wird, hängt stark von den Inhalten bzw. **Themen** ab, die über den eben beschriebenen Kommunikationskanal diskutiert werden. So wird bereits im Rahmen der Ergänzung des Deutschen Corporate Governance Kodex von der Regierungskommission betont, dass allein Themen

zum Gegenstand der Aufsichtsratskommunikation werden dürfen, die im Aufgaben- und Verantwortungsbereich des Gremiums liegen. Auf ebendiese Themen gilt es nach dem ersten Leitsatz für den Dialog zwischen Investor und Aufsichtsrat (Initiative Developing Shareholder Communication, 2016) auch den Dialog mit Investoren zu beschränken. Wie von Bommer und Steinbach (2013) treffend formuliert, treten Investoren häufig auch mit Fragen zur Unternehmensentwicklung und -strategie an den Aufsichtsrat heran. In Leitsatz fünf der veröffentlichten Leitsätze zum Dialog zwischen Aufsichtsrat und Investoren (Initiative Developing Shareholder Communication, 2016) wird von einer mitwirkenden Rolle des Aufsichtsrats in der Strategieentwicklung gesprochen. Doch eine Kommunikation des Aufsichtsrats über Strategiethemata steht in der Kritik (Krämer, 2017; Nieber, 2017), da diese traditionell beim Vorstand und nicht beim Aufsichtsrat verankert sind. Zudem befürchten Kritiker eine Ungleichbehandlung solcher Investoren, denen ein Austausch mit dem Aufsichtsrat verwehrt bleibt.

Niebers (2017) Befunden zufolge treten Investoren gern auch bei Fragen nach der Vergütung und Bestellung des Vorstands an den Aufsichtsrat heran. Die Auswahl und die Vergütung des Vorstands ist jedoch als traditionell beim Kontrollgremium verankertes Thema zu bezeichnen und steht daher weniger in der Kritik. Wie die Befunde einer Umfrage des Deutschen Aktieninstituts (2009) zeigen, beziehen sich Anfragen von Investoren zudem nicht nur auf die Vergütung und die Zusammensetzung des Vorstands, sondern ebenso auf die Vergütung und die Zusammensetzung des Aufsichtsrats selbst. Den Daten zufolge messen die Kapitalgeber sogar der Besetzung des Aufsichtsrats eine höhere Bedeutung bei als der Besetzung des Vorstands.

Gemäß diesen Ausführungen lässt sich bezüglich der Inhalte im Dialog zwischen Aufsichtsrat und Investoren folgende Annahme aufstellen:

**Forschungsannahme 2:** *Die häufigsten Themen im Dialog zwischen Aufsichtsrat und Investoren sind Strategie-, Vergütungs- und Bestellungsthemen.*

(3) Um zu verstehen, ob der Aufsichtsrat als Kapitalmarktkommunikator Mehrwert oder Gefahr bedeutet, muss auch die in Köhlers (2015) Interviews diskutierte **Abstimmung** zwischen Investor Relations und Aufsichtsrat beleuchtet werden. Köhler betont, dass ein enger Austausch zwischen dem Kontrollorgan und den Kapitalmarktexperten unabdingbar ist, um die vom Unternehmen gewünschte One-Voice-Policy gegenüber dem Kapitalmarkt herzustellen. Auch in Niebers (2017) Interviews wird die Investor Relations als geeignetste Schnittstelle bzw. ‚dotted line‘ zur Aufsichtsratskommunikation beschrieben. Unbeantwortet bleibt in bisherigen Befunden, ob eine solche Abstimmung in der unternehmerischen Praxis tatsächlich zu beobachten ist, und wenn ja in welcher Form. Ergänzt werden muss an dieser Stelle auch, wie vom „IR Update“ herausgearbeitet, dass das deutsche Gesetz keine direkte Reporting Line zwischen Investor Relations und Aufsichtsrat vorsieht (Rickard, 2016). Die Studie geht daher zunächst von folgender dritter, recht offen gehaltener Annahme aus:

**Forschungsannahme 3:** *Es findet ein regelmäßiger Austausch zwischen Investor Relations und Aufsichtsrat statt.*

(4) Um den Kommunikationsprozess in seiner Gänze zu verstehen, muss auch geklärt werden, von wem die **Initiative** für einen Dialog ausgeht. Bom-

mer und Steinbach (2013) beobachten, dass es überwiegend die Vertreter des Kapitalmarkts sind, die aktiv den Kontakt zum Aufsichtsrat suchen. Ein solches Stimmungsbild kann Nieber (2017) mit ihren qualitativ-empirischen Daten stützen. Ob der Aufsichtsrat im Sinne einer Push-Kommunikation an die Kapitalgeber herantritt, oder aber im Sinne einer Pull-Kommunikation über Anfragen von Investoren zum Austausch gebeten wird, bestimmt nach Nieber in besonderem Maße, wie die neue Kommunikation des Aufsichtsrats bewertet wird. Entsprechend ergibt sich folgende vierte Annahme:

**Forschungsannahme 4:** *Die Initiative für einen Dialog zwischen Aufsichtsrat und Investoren geht überwiegend von Seiten der Investoren aus.*

Wie in diesem Abschnitt gezeigt, existieren erste, vereinzelt Befunde zur Debatte über den Dialog zwischen Aufsichtsrat und Investoren. Bommer (2017, Vortrag im Rahmen der Veranstaltung „IR Next“), Geschäftsführer des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband, betont jedoch, dass unter deutschen Unternehmen eine große Spannweite bezüglich der Kommunikationsbereitschaft des Aufsichtsrats zu erkennen ist. Bommer zufolge haben manche Unternehmen einen sehr starken Aufsichtsrat. Einige Konzerne binden ihren Aufsichtsratsvorsitzenden sogar in Roadshows ein. Bei anderen Unternehmen bleibt der Aufsichtsrat wiederum ganz im Hintergrund. Auch Krämer (2017) erkennt in Deutschland große Unterschiede im Umgang mit Anfragen von Investoren an den Aufsichtsrat. So beobachtet er in manchen Unternehmen ausschließlich eine Verweisung an den Vorstand, in anderen Unternehmen beobachtet er wiederum einen sehr „publizitätsfreudigen Aufsichtsrat“.

## 2.2 Studiendesign

Um an die in Abschnitt 2.1 dargelegten explorativen Ergebnisse anzuknüpfen, liegt der vorliegenden Studie ein standardisiertes Studiendesign zugrunde. Die standardisierte Onlinebefragung orientierte sich in ihrer Struktur und in ihrem Aufbau an den oben dargelegten Forschungsannahmen.

Ziel der Studie ist es, Form und Umfang der Kapitalmarktkommunikation des Aufsichtsrats in deutschen Unternehmen zu beschreiben. Bewusst wurde hierfür die Unternehmensperspektive und nicht die Aufsichtsratsperspektive eingenommen. Befragt wurden daher mit der Kapitalmarktkommunikation vertraute Unternehmensvertreter (siehe zu den Teilnehmern der Studie Abschnitt 2.3).

Alle vier Forschungsannahmen wurden durch geschlossene Fragen adressiert. Die Kommunikationskanäle wurden zunächst über ein nominales Abfragemodell erfasst. Um auch die Häufigkeit der gewählten Kommunikationskanäle beschreiben zu können, wurde eine Abfrage über eine fünfstufige Häufigkeitsskala von 1=„nie“ über 3=„gelegentlich (in etwa einmal im Monat)“ bis 5=„häufig (in etwa wöchentlich)“ integriert.

Beim Block „Themen“ wurden die Befragten gebeten, die drei Themen, die sie am häufigsten im Dialog zwischen Aufsichtsrat und Investoren beobachten, auszuwählen und anschließend ordinal einem Ranking zu unterziehen. Die Abstimmung des Aufsichtsrats mit der Investor Relations-Abteilung wurde über die eben beschriebene fünfstufige Häufigkeitsskala operationalisiert. Über die gleiche Skala wurde ebenfalls erfasst, wie häufig die Investorenseite und wie häufig der Aufsichtsrat die Initiative ergreift. Im Pretest erwies sich die Skala als adäquat zur Erfassung der Thematik.

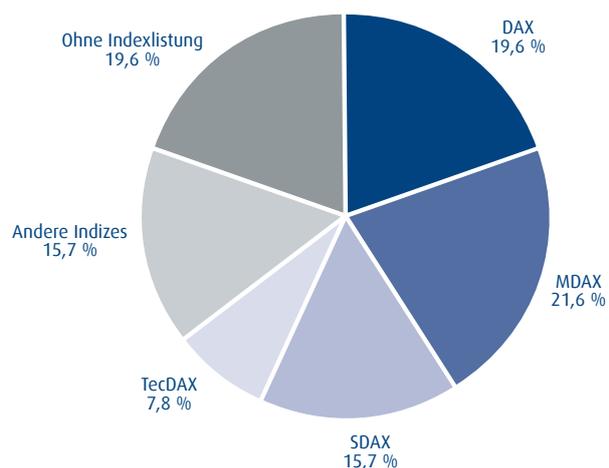
Am Ende des Fragebogens wurde den Befragten über eine offene Abfrage zusätzlich die Möglichkeit geboten, in ihren eigenen Worten zu beurteilen, wie sie dem Dialog zwischen Aufsichtsrat und Investoren gegenüberstehen. Integriert wurde an dieser Stelle auch eine Trendabfrage, bei der die Befragten gebeten wurden zu beurteilen, ob Dialoge zwischen Aufsichtsräten und Investoren in Zukunft häufiger oder seltener stattfinden werden.

## 2.3 Studienteilnehmer

Da die vorliegende Studie die Kommunikation zwischen Aufsichtsrat und Investoren aus Unternehmenssicht beleuchtet, wurden mit der Kapitalmarktkommunikation vertraute Unternehmensvertreter befragt. Als Grundgesamtheit versteht die Studie somit alle in Deutschland tätigen Investor Relations-Praktiker. Die Erhebungsgesamtheit besteht aus allen im DIRK – Deutscher Investor Relations Verband eingetragenen Mitgliedern, die über ein Anschreiben per E-Mail zur Teilnahme an der Befragung eingeladen wurden. Erreicht werden konnten über dieses Netzwerk rund 1.000 Verbandsmitglieder. Im Rahmen der Datenbereinigung wurden alle Befragungsteilnehmer, die nicht als Investor Relations-Vertreter eines deutschen Unternehmens betitelt werden können, entfernt.

Die Feldphase der vorliegenden Studie erstreckte sich über die Monate Mai bis Juni 2017. In diesem Zeitraum kamen von den angeschriebenen 1.000 potenziellen Teilnehmern 67 Personen der Einladung zur Studienteilnahme nach (Ausschöpfungsquote von 6,1 %). Nach Bereinigung des Samples fließen die Ergebnisse von 51 Befragungsteilnehmern in die Auswertung ein (bereinigte Ausschöpfungsquote von 4,6 %).

Wie in Abbildung 2 illustriert, stammt in etwa ein Fünftel der Befragungsteilnehmer aus DAX-Unternehmen (19,6 %). Ein weiteres Fünftel der Teilnehmer repräsentiert im MDAX notierte Unternehmen (21,6 %). Aus im SDAX notierten Unternehmen stammen 15,7 % und aus im TecDAX notierten Unternehmen 7,8 %. Hinzu kommen 15,7 %, die einen anderen Index angeben, sowie 19,6 %, die an der Börse notiert sind, aber keinem Aktienindex angehören. Festgehalten werden kann an dieser Stelle, dass alle im Prime Standard relevanten Indizes in den Daten vertreten sind.



n=51; Frage: Ist Ihr Unternehmen an der Börse notiert? Antwortmöglichkeiten: „nein“; „ja, aber ohne Aktienindexlistung“; „ja, und zwar in folgendem Aktienindex...“.

Abb. 2: Beschreibung des Samples nach Aktienindex

Wie Tabelle 1 zu entnehmen ist, repräsentieren die befragten Investor Relations-Praktiker überwiegend größere Unternehmen. 40 der 51 Befragten arbeiten in einem Großunternehmen mit über 500 Mitarbeitern und sieben Befragte in einem Mittelstandsunternehmen mit 50 bis 499 Mitarbeitern. Nur vier Teilnehmer berichten, in einem kleinen Unternehmen mit weniger als 50 Mitarbeitern zu arbeiten<sup>1</sup>. Tabelle 1

veranschaulicht auch, dass diese vier Befragten aus Unternehmen des MDAX, des SDAX und aus einem Unternehmen ohne Indexlistung stammen. Auch der Jahresumsatz verrät, dass die Befragten überwiegend aus größeren Unternehmen stammen. So geben 47 Befragte an, in einem Unternehmen mit über 50 Millionen Euro Jahresumsatz zu arbeiten. Nur vier Befragte arbeiten in einem Unternehmen mit einem Jahresumsatz unter 50 Millionen Euro.

Unternehmen gelistet in folgendem Index	absolute Häufigkeit von Befragten aus Unternehmen mit			absolute Häufigkeit von Befragten aus Unternehmen mit		
	bis 49 Mitarbeiter	50 bis 499 Mitarbeiter	500 oder mehr Mitarbeiter	bis zu 10 Mio. € Umsatz im Jahr	10 bis 50 Mio. € Umsatz im Jahr	50 Mio. € Umsatz im Jahr oder mehr
DAX	0	0	10	0	1	9
MDAX	2	0	9	0	0	11
SDAX	1	2	5	1	0	7
TecDAX	0	0	4	0	0	4
anderer Index	0	1	7	0	0	8
ohne Indexlistung	1	4	5	1	1	8
gesamt	n=4	n=7	n=40	n=2	n=2	n=47

n=51; Frage: Wie viele Mitarbeiter hat Ihr Unternehmen? Frage: Welchen Jahresumsatz erzielt Ihr Unternehmen?

Tab. 1: Beschreibung des Samples nach Mitarbeiterzahl und Jahresumsatz

Im Mittel verfügen die Befragten über acht Jahre Berufserfahrung ( $M=8,43$ ;  $SD=6,15$ ) im Bereich Investor Relations (in ihrem derzeitigen oder einem anderen Unternehmen). Nur jeder Vierte (25,5 %) gilt mit einer Berufserfahrung von drei Jahren oder weniger als Neuling in diesem Bereich. Die übrigen 74,5 % sind als durchaus erfahrene Investor Relations-Praktiker zu bezeichnen.

<sup>1</sup> Grenzen zur Einteilung in Klein-, Mittelstands- und Großunternehmen nach Institut für Mittelstandsforschung Bonn (2016).

## 3 Empirische Ergebnisse

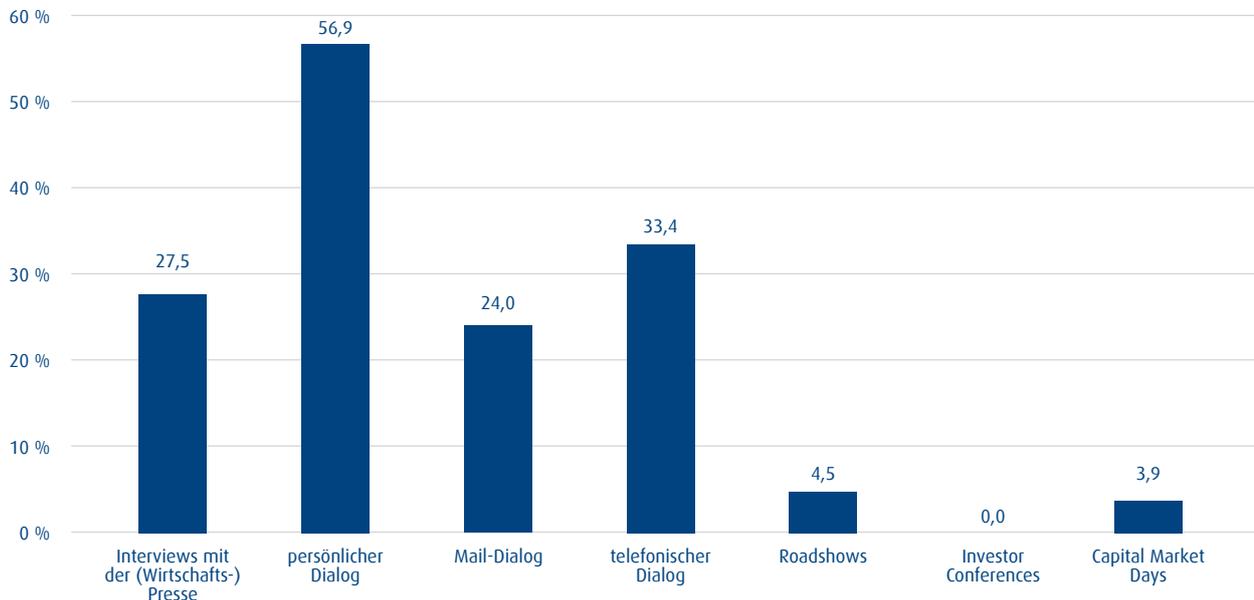
### 3.1 Kanäle

In einem ersten Schritt sollen die Kanäle oder Instrumente beleuchtet werden, über die derzeit ein Austausch zwischen Aufsichtsrat und Investoren gepflegt wird. Dies gelingt, indem die Häufigkeit und die Frequenz der genutzten Kommunikationskanäle zwischen Aufsichtsrat und Financial Community betrachtet werden. Ausgeschlossen wird an dieser Stelle die traditionelle Regelkommunikation des Aufsichtsrats über die Hauptversammlung oder den Überwachungsbericht. Es gilt in den folgenden empirischen Ausführungen einzig die neuen, irregulären Kommunikationsprozesse zwischen Investoren und Aufsichtsrat zu beleuchten.

Wie Abbildung 3 verdeutlicht, bestätigen die befragten Unternehmensvertreter, dass der persönliche Dialog (außerhalb der Hauptversammlung), also klassische One-on-One-Gespräche, die am häufigsten gewählte Kommunikationsform für einen Austausch zwischen Aufsichtsrat und Investoren darstellt. Über die Hälfte der Befragten (56,9 %) geben an, dass persönliche Dialoge zwischen ihrem Aufsichtsrat und den Investoren stattfinden. Eine öffentliche Kommunikation des Aufsichtsrats beispielsweise über Interviews in der Presse bestätigt hingegen nur etwa jeder Vierte (27,5 %). Ein öffentliches Auftreten des Aufsichtsrats bei Roadshows, Investor Conferences und Capital Market Days ist nach Angaben der Befragten in Deutschland kaum zu beobachten. Die Formulierung „Aufsichtsrat und Investoren im Dialog“ scheint daher die Lage in Deutschland treffend zu beschreiben.

Die Ergebnisse offenbaren darüber hinaus, dass der Weg des persönlichen Dialogs nicht nur häufiger auftritt als öffentliche Kommunikationsformen, er wird auch gegenüber einer direkten Kommunikation per Mail oder über das Telefon bevorzugt. So

wird ein Austausch über das Telefon nur von jedem dritten (33,4 %), ein Austausch per Mail sogar nur von knapp jedem vierten Befragten bestätigt (24,0 %). Ein persönlicher Dialog wird hingegen von über der Hälfte der Befragten beobachtet. Forschungsannahme 1, die besagt, dass im Austausch zwischen Aufsichtsrat und Investoren überwiegend ein persönlicher Dialog als Kommunikationsweg gewählt wird, kann anhand der vorliegenden Daten bestätigt werden.



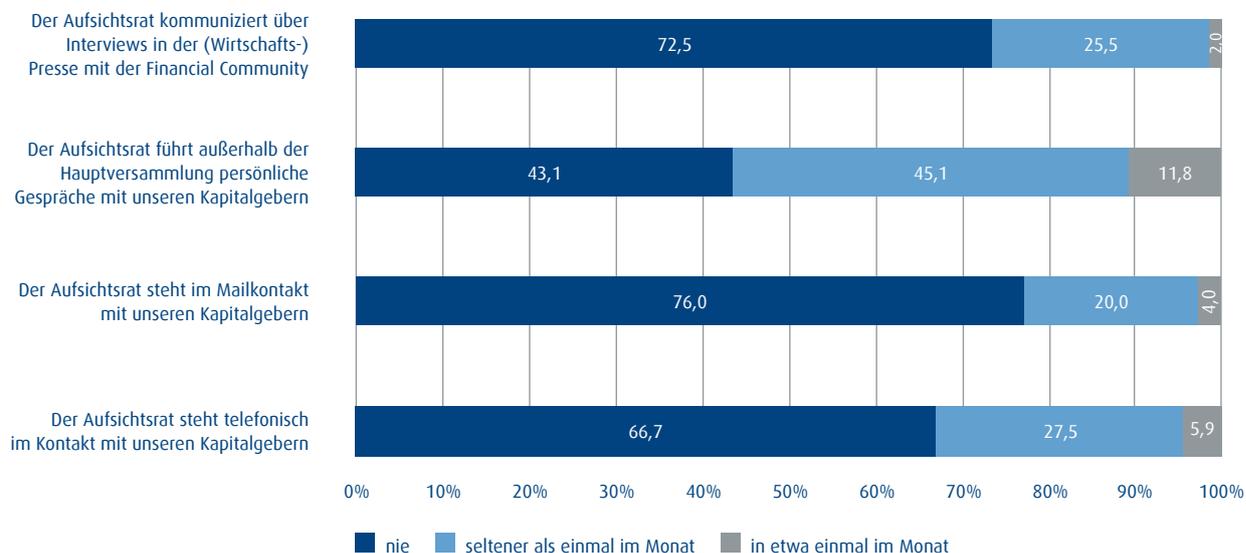
n=51; Frage: Wie häufig nimmt Ihr Aufsichtsrat die folgenden Aufgaben wahr? Der Aufsichtsrat kommuniziert über... Skala bei den Items „Presseinterviews“ bis „telefonischer Dialog“ von 1=„nie“ über 3=„gelegentlich (in etwa einmal im Monat)“ bis 5=„häufig (in etwa wöchentlich)“; angegebene Prozentwerte entsprechen Zustimmung bei Skalenwerten 2 bis 5; Skalenwerte bei den Items Roadshows bis Capital Market Days 0=„trifft nicht zu“ und 1=„trifft zu“; angegebene Prozentwerte entsprechen Zustimmung bei Skalenwert 1.

Abb. 3: Kommunikationskanäle zwischen Aufsichtsrat und Investoren

Bis zu diesem Punkt wurde geklärt, ob das Phänomen „Aufsichtsrat und Investoren im Dialog“ auftritt, nicht jedoch mit welcher Frequenz. Betrachtet man die Gruppe derjenigen, die persönliche One-on-One-Gespräche zwischen ihrem Aufsichtsrat und den Investoren bestätigen im Detail, wird deutlich, dass nur jeder Fünfte unter ihnen eine solche Kommunikation monatlich beobachtet. Die restlichen vier Fünftel beobachten die persönliche Kommunikation deutlich seltener.

Wie Abbildung 3 und 4 verdeutlichen, ist der persönliche Dialog zwar relativ zu den anderen Kommunikationsformen die am häufigsten gewählte Form – doch auch diese wird weder wöchentlich noch monatlich gewählt. Auch dialogische Kommunikationsformen über das Telefon oder per

Mail kommen in den Unternehmen, in denen sie zu beobachten sind, nur sehr selten vor. Da Roadshows, Investor Conferences und Capital Market Days in ihrer Frequenz vom Unternehmen vorgegeben werden, wurden diese Elemente nicht über die fünfstufige Häufigkeitsskala erfasst und werden daher bei Betrachtung der Häufigkeit der Kommunikationskanäle nicht aufgeführt.



n=51; Frage: Wie häufig nimmt Ihr Aufsichtsrat die folgenden Aufgaben wahr?

Abb. 4: Häufigkeit der Kommunikationskanäle zwischen Aufsichtsrat und Investoren

Da die Frequenz der in Abbildung 4 gezeigten Kommunikationsformen über eine fünfstufige Skala von 1=„nie“ über 3=„gelegentlich (in etwa einmal im Monat)“ bis 5=„häufig (in etwa wöchentlich)“ abgefragt wurde, können Mittelwerte, die die durchschnittliche Häufigkeit der gewählten Instrumente ausdrücken, gebildet werden.

Betrachtet man diese Mittelwerte detailliert nach der unternehmerischen Verankerung der Befragten, wird deutlich: Investor Relations-Fachleute aus DAX-Unternehmen bekunden, dass ihre Aufsichtsräte deutlich häufiger persönliche Gespräche (außerhalb der Hauptversammlung) mit den Kapitalgebern führen ( $M=2,10$ ;  $SD=0,57$ ;  $n=10$ ) als ihre Kollegen aus dem MDAX, SDAX oder TecDAX ( $M=1,43$ ;  $SD=0,97$ ;  $n=23$ )<sup>2</sup>. Da die Skala von 1=„nie“ über 3=„gelegentlich (in etwa einmal im Monat)“ bis 5=„häufig (in etwa wöchentlich)“ nicht gänzlich ausgenutzt wurde, ist ein signifikanter Mittelwertunterschied von 0,67 Skalenpunkten an

dieser Stelle als durchaus nennenswert zu bezeichnen ( $t(31)=3,01$ ;  $p<0,05$ )<sup>3</sup>.

Bei den restlichen Kommunikationsformen unterscheiden sich die Antworten aus DAX-Unternehmen nicht gegenüber den Antworten aus anderen Indizes. Zudem ergeben sich keine signifikanten Unterschiede bei den Antworten zur Frequenz der Kommunikation zwischen MDAX-, SDAX- oder TecDAX-Unternehmen.

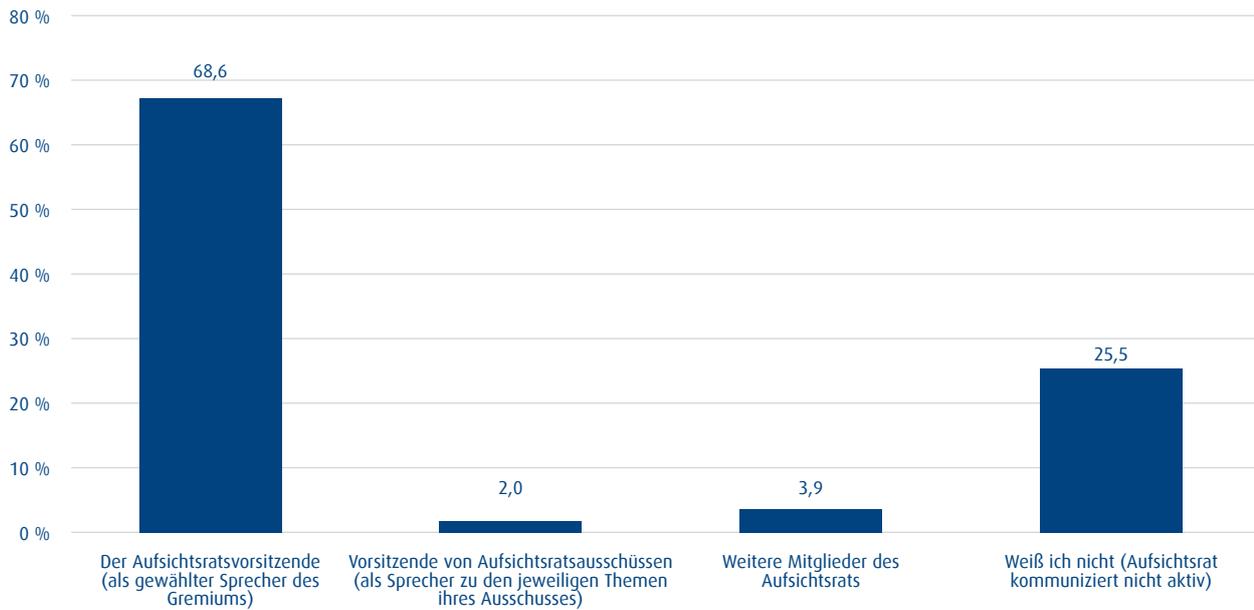
Nachdem die Kommunikationskanäle ergündet wurden, stellt sich die Frage, wer im Aufsichtsrat ebendiese kommunikativen Aufgaben wahrnimmt. Hierüber sind sich die Befragten recht einig. So geben zwei Drittel der Befragten an, dass der Aufsichtsratsvorsitzende als gewählter Sprecher des Gremiums sämtliche Kommunikationsaufgaben übernimmt (68,6 %). Nur wenige (2,0 %) geben an, dass auch Vorsitzende von Aufsichtsratsausschüssen Kommunikationsaufgaben wahrnehmen

<sup>2</sup> Da der Shapiro-Wilk-Test auf Normalverteilung bei den abhängigen Variablen signifikante Werte zeigt, kann nicht von einer Normalverteilung ausgegangen werden. Aufgrund dieser Abweichung von der Standardnormalverteilung und den recht kleinen Gruppengrößen muss angenommen werden, dass die angegebenen t-Werte unter Umständen nicht hinreichend exakt sind.

<sup>3</sup> Die Skala wurde von den Befragten nur von 1=„nie“ bis 3=„gelegentlich (in etwa einmal im Monat)“ ausgenutzt.

und marginal mehr Befragte (3,9 %) bestätigen, dass auch weitere Mitglieder des Aufsichtsrats kommunikativ in Erscheinung treten. Die übrigen 25,5 % erklären, dass sie hierzu keine Angabe ma-

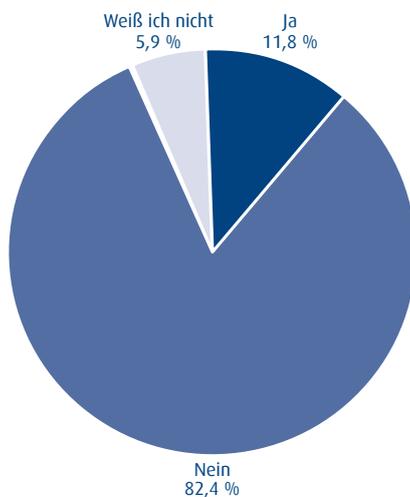
chen können. In diese Kategorie fallen exakt jene Befragungsteilnehmer, die zuvor ihren Aufsichtsrat nicht als aktiv kommunizierend beschrieben haben.



n=51; Frage: Können Sie sagen, wer im Aufsichtsrat die eben genannten Aufgaben wahrnimmt?

Abb. 5: Sprecher im Aufsichtsrat für die Kommunikation mit Investoren

In einer separaten Abfrage wurde zudem erfasst, ob der Aufsichtsrat über einen aufsichtsratseigenen Mediensprecher verfügt. Wie Abbildung 6 zeigt, ist dies nach Angaben der Befragten nur in den wenigsten Unternehmen der Fall (Zustimmung von 11,8 %; n=51).



n=51; Frage: Hat Ihr Aufsichtsrat einen Mediensprecher?

Abb. 6: Mediensprecher des Aufsichtsrats

### 3.2 Themen

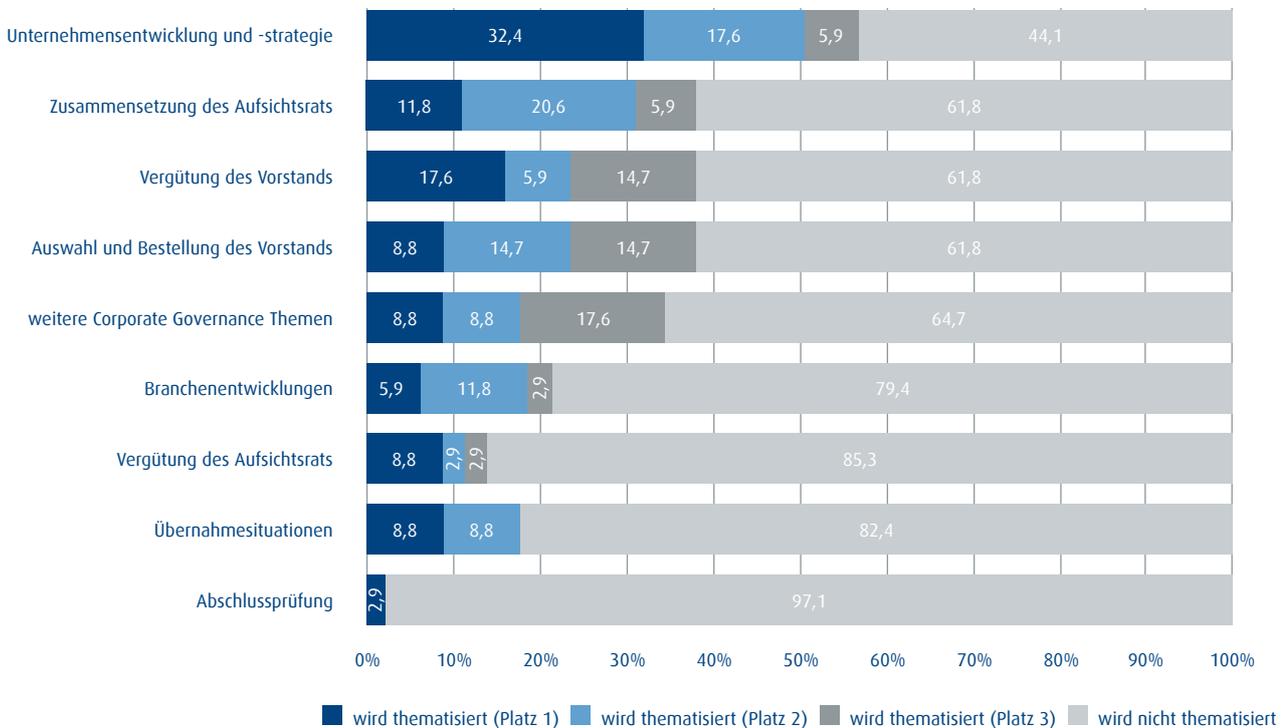
Um die im Dialog behandelten Themen zu beleuchten, soll zunächst eine Eingrenzung der Daten auf solche Fälle vorgenommen werden, bei denen der Aufsichtsrat auch tatsächlich kommunikativ in Erscheinung tritt. Zudem erhielten die Teilnehmer nach Abfrage der verschiedenen Kommunikationskanäle den Hinweis, dass sich die nachfolgenden Fragen ausschließlich auf die dialogische Interaktion zwischen Aufsichtsrat und Investoren beziehen. So wurden auch im Themenblock ausschließlich die Themen abgefragt, die Anlass für eine dialogische Interaktion bieten. Zur Operationalisierung wurden die Befragten zunächst gebeten, unter den in Abbildung 7 gelisteten Themen jene drei auszu-

wählen, die ihrer Meinung nach am häufigsten Anlass für einen Dialog zwischen Aufsichtsrat und Investoren bieten. Des Weiteren wurden sie gebeten, die drei ausgewählten Themen entsprechend ihrer Relevanz ordinal einem Ranking zu unterziehen.

Die durchschnittliche gewichtete Relevanz der verschiedenen Themen ergibt schließlich das in Abbildung 7 gezeigte Ranking. Wie in der Abbildung zu erkennen, findet am häufigsten ein Dialog rund um Fragen zur Unternehmensentwicklung und -strategie statt. Am zweithäufigsten werden Fragen zur Zusammensetzung des Aufsichtsrats thematisiert und am dritthäufigsten Fragen zur Vergütung des Vorstands.

Forschungsannahme 2, die besagt, dass Strategie-, Vergütungs- und Bestellungsthemen die häufigsten Themen im Dialog zwischen Aufsichtsrat und Investoren darstellen, kann anhand der vorliegenden Daten bestätigt werden. Besonders die Platzierung der Unternehmensentwicklung und -strategie auf Platz 1 im Themenranking scheint hoch interessant, da die Unternehmensstrategie klassisch ein Vorstandsthema, nicht jedoch ein Aufsichtsratsthema darstellt.

Festzustellen ist, dass die in Abbildung 7 gelisteten Themen nahezu alle potenziellen Themen im Dialog abzudecken scheinen. Nur zwei Befragungsteilnehmer bedienen sich der Möglichkeit, weitere Themen zu nennen. So wurde ergänzt, dass auch die Kursentwicklung sowie Environmental, Social and Governance (ESG) Issues bzw. Principles of Responsible Investment (PRI) zu Inhalten im Dialog zwischen Aufsichtsrat und Investoren werden können.



n=34; Frage: Nun würde uns noch interessieren, welche Themen Anlass für einen Dialog zwischen Ihrem Aufsichtsrat und den Investoren bieten. Wählen Sie bitte die drei Themen aus, die Ihrer Meinung nach am häufigsten eine Rolle spielen. Beginnen Sie mit dem wichtigsten.

Abb. 7: Themen im Dialog zwischen Aufsichtsrat und Investoren

Ein weiterer interessanter Befund zeigt sich bei Betrachtung der Themen nach Aktienindex des Unternehmens, in dem die Befragten arbeiten. So bekunden Investor Relations-Praktiker aus DAX-Unternehmen mit aktiv kommunizierendem Aufsichtsrat, dass bei ihnen die folgenden drei Themen am häufigsten in den Dialogen zwischen Investoren und Aufsichtsrat aufgegriffen werden: Corporate Governance Themen (Platz 1), Zusammensetzung des Aufsichtsrats (Platz 2), Vergütung des Aufsichtsrats (Platz 3).

In DAX-Unternehmen scheinen also klassische Aufsichtsratsthemen wie Corporate Governance Fragen wichtiger im Dialog zwischen Aufsichtsrat und Investoren zu werden. Interessant ist zudem, dass im

DAX eher die Vergütung des Aufsichtsrats als die des Vorstands thematisiert wird. Dies mag daran liegen, dass in DAX-Unternehmen häufiger Dialoge stattfinden, wodurch wiederum eine größere Themenbandbreite zu erwarten ist.

Im Gegensatz hierzu bekunden Investor Relations-Praktiker aus MDAX-Unternehmen mit aktiv kommunizierendem Aufsichtsrat, dass bei ihnen die Unternehmensentwicklung und -strategie (Platz 1), Vergütung des Vorstands (Platz 2) und Auswahl bzw. Bestellung des Vorstands (Platz 3) die wichtigsten Themen bilden. Ähnliche Themen nennen auch die Befragten aus SDAX-Unternehmen. So sehen sie ebenfalls die Unternehmensentwicklung und -strategie auf Platz 1, die Aus-

wahl bzw. Bestellung des Vorstands auf Platz 2 und die Zusammensetzung des Aufsichtsrats auf Platz 3. An dieser Stelle muss jedoch die Aussagekraft der Analyse durch die geringe Fallzahl als eingeschränkt bezeichnet werden. Ähnlich beschränkt ist die Aussagekraft der Daten aus TecDAX-Unternehmen, in denen ein aktiv kommunizierender Aufsichtsrat vorzufinden ist. Investor Relations-Manager aus dem TecDAX beobachten am häufigsten Dialoge rund um Fragen zur Branchenentwicklung (Platz 1), Unternehmensentwicklung und -strategie (Platz 2) sowie Übernahmesituationen (Platz 3).

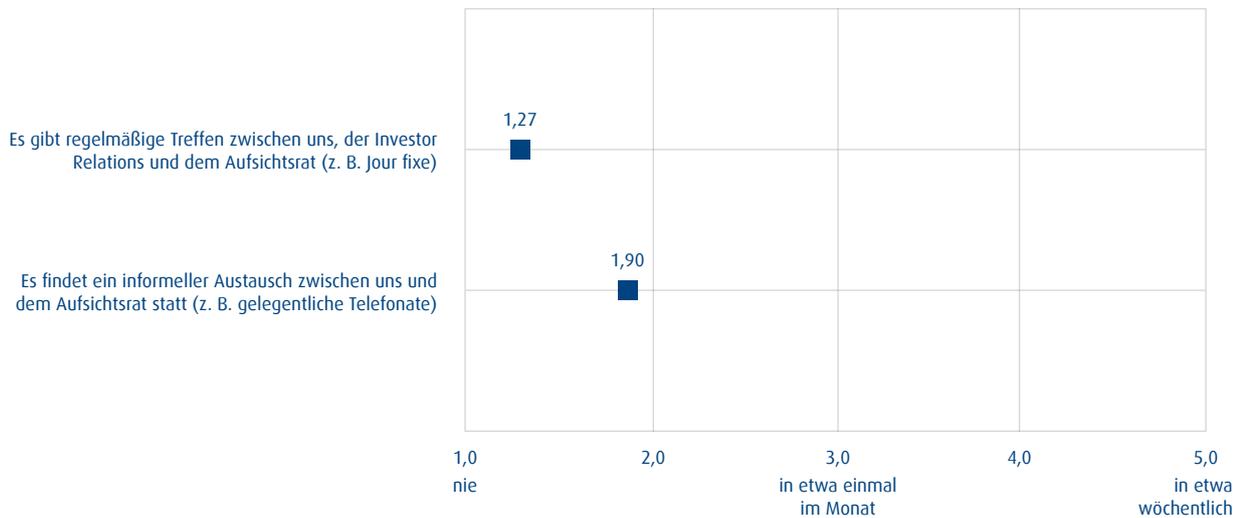
Abschließend ist festzuhalten, dass Investor Relations-Praktiker aus DAX-Unternehmen mit aktiv kommunizierendem Aufsichtsrat Dialoge rund um Strategiethemen signifikant seltener beobachten als ihre Kollegen aus den anderen drei Aktienindizes ( $n=13$ ) des Prime Standards ( $\chi^2$  nach Pearson  $p<0,05$ ). Dafür beobachten Befragte aus DAX-Unternehmen signifikant häufiger Dialoge zu allgemeinen Corporate Governance Themen ( $\chi^2$  nach Pearson  $p<0,05$ ) sowie Dialoge über die Vergütung des Aufsichtsrats ( $\chi^2$  nach Pearson  $p<0,05$ )<sup>4</sup>. Weitere signifikante Unterschiede konnten bei den Themen im Dialog zwischen den verschiedenen Aktienindizes nicht festgestellt werden. Zurückzuführen ist dies wiederum auf die geringen Fallzahlen innerhalb der einzelnen Aktienindex-Gruppen.

### 3.3 Abstimmung

Welche Rolle spielt nun die Investor Relations im Dialog zwischen Aufsichtsrat und Investoren? Um die Abstimmung zwischen Aufsichtsrat und Investor Relations zu verstehen, soll zunächst der Status Quo der Zusammenarbeit zwischen den beiden für den Kapitalmarkt relevanten Akteuren beschrieben werden. Deutlich wird an dieser Stelle, dass in der Interaktion zwischen Investor Relations-Abteilung

und Aufsichtsrat noch keine festgelegten Strukturen existieren: 74,5 % der Befragten geben an, dass in ihrem Unternehmen keine organisierten Treffen zwischen Investor Relations und Aufsichtsrat stattfinden. Der nötige Austausch geschieht deutlich häufiger über informelle Wege wie z. B. über gelegentliche Telefonate ( $M=1,90$ ;  $SD=0,67$ ) als über formal organisierte Treffen ( $M=1,27$ ;  $SD=0,49$ ) auf einer Skala von 1=„nie“ über 3=„gelegentlich (in etwa einmal im Monat)“ bis 5=„häufig (in etwa wöchentlich)“. Doch auch informelle Absprachen finden noch nicht in jedem Unternehmen statt: 25,5 % der Befragten geben an, dass kein informeller Austausch zwischen ihrer Abteilung und dem Aufsichtsrat stattfindet.

<sup>4</sup> Aufgrund der geringen Gruppengrößen wurde der  $\chi^2$ -Test überprüft mit einer exakteren Signifikanzrechnung nach Fischer. Der Fischer-Test zeigt bei denselben Themen signifikante Unterschiede zwischen den Aktienindizes wie der  $\chi^2$ -Test, weshalb die  $\chi^2$ -Werte an dieser Stelle als ausreichend exakt angesehen werden können.



n=51; Frage: Im Folgenden würde uns interessieren, wie die Zusammenarbeit zwischen Ihrer Abteilung und dem Aufsichtsrat aussieht.

Abb. 8: Frequenz der Zusammenarbeit zwischen Investor Relations und Aufsichtsrat

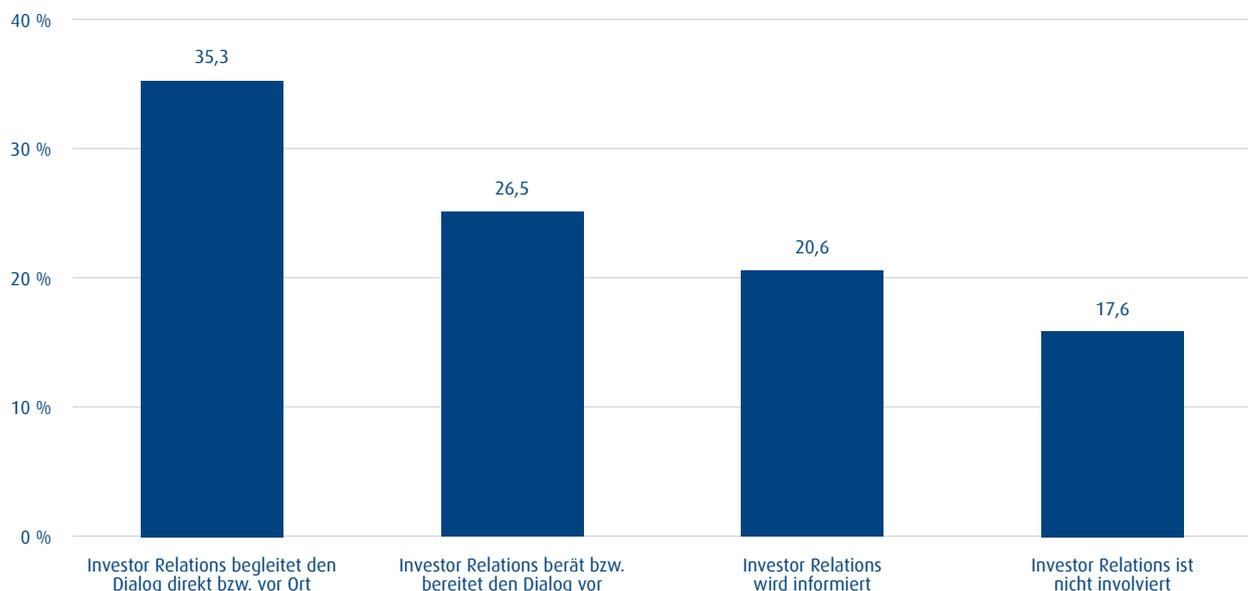
Fokussiert man die Zusammenarbeit noch einmal auf solche Fälle, bei denen tatsächlich eine aktive Aufsichtsratskommunikation zum Kapitalmarkt erfolgt (n=34), steigt die Frequenz der Zusammenarbeit leicht an. So finden regelmäßige formale Treffen bei Unternehmen, bei denen eine Kommunikation zwischen Aufsichtsrat und Investoren zu beobachten ist, leicht häufiger statt (M=1,32; SD=0,54). Auch der informelle Austausch findet in solchen Unternehmen etwas häufiger statt (M=2,00; SD=0,65).

Der Unterschied zwischen den Angaben aus solchen Unternehmen, die eine aktive Aufsichtsratskommunikation bekunden, gegenüber den Angaben aus solchen Unternehmen, die keine aktive Aufsichtsratskommunikation bekunden, bewegt sich jedoch auf einem nicht-signifikanten Niveau ( $t(49)_{\text{formell}}=1,11$ ;  $p>0,05$ ;  $t(49)_{\text{informell}}=1,49$ ;  $p>0,05$ )<sup>5</sup>. Keine nennenswerten Unterschiede er-

geben sich beim Grad der Zusammenarbeit zwischen den unterschiedlichen Aktienindizes.

Wie die unternehmensinterne Unterstützung aussieht, wenn Investoren den Kontakt zum Aufsichtsrat suchen, verdeutlicht Abbildung 9. So begleitet die Investor Relations in den meisten Fällen den Dialog direkt bzw. vor Ort (35,3 %). Seltener bereitet sie diesen nur vor (26,5 %). Dass die Investor Relations nur informiert wird, nicht jedoch aktiv unterstützend zur Seite steht, wird nur von einem Fünftel (20,6 %) bestätigt.

<sup>5</sup> Da der Shapiro-Wilk-Test auf Normalverteilung bei den abhängigen Variablen signifikante Werte zeigt, kann nicht von einer Normalverteilung ausgegangen werden. Aufgrund dieser Abweichung von der Standardnormalverteilung und den recht kleinen Größengrößen muss angenommen werden, dass die angegebenen t-Werte unter Umständen nicht hinreichend exakt sind.



n=34; Frage: Und wie sieht die Unterstützung im Kommunikationsprozess aus?

Abb. 9: Unterstützung im Dialog zwischen Aufsichtsrat und Investoren

Betrachtet man die Rolle des Aufsichtsratsbüros, zeigt sich, dass nur 35,3 % aller Befragten (n=51) diesem eine koordinierende Rolle für den Austausch zwischen Investor Relations und Aufsichtsrat zuschreiben. Ergänzt werden muss an dieser Stelle aber, dass nur 41,2 % der Befragten die Existenz eines Aufsichtsratsbüros in ihrem Unternehmen bestätigen. Betrachtet man nur diese Fälle, so bestätigen 71,4 % der Befragungsteilnehmer, dass das Aufsichtsratsbüro eine koordinierende Rolle einnimmt. Das Aufsichtsratsbüro scheint somit durchaus für eine Koordination zwischen den beiden Kapitalmarktkommunikatoren zu sorgen – sofern es existiert.

Zu ergänzen ist, dass nur weniger als 10 % der an dieser Stelle berücksichtigten Investor Relations-Manager bestätigen, dass der Aufsichtsrat die Investor Relations-Abteilung über aktuelle Themen und Problempotenziale am Kapitalmarkt informiert. Dies bedeutet, dass der Aufsichts-

rat kaum als Informationsgeber nach innen in Erscheinung tritt.

Abschließend kann festgehalten werden: Grundsätzlich findet ein Austausch zwischen Investor Relations und Aufsichtsrat statt, damit der Aufsichtsrat in seinen Gesprächen mit Investoren nicht gänzlich allein gelassen wird. Da eine solche Abstimmung aktuell jedoch noch überwiegend über informelle Wege läuft, kann Forschungsannahme 3 nicht gänzlich bestätigt werden.

Zudem berichten 29,4 % der Befragten, dass ihr Aufsichtsrat sowohl bei der Vorbereitung als auch bei der direkten Ausführung des Dialogs noch gänzlich allein gelassen wird. Unter diesen Befragten, die keine Unterstützung bekunden, ist kein DAX-Unternehmensvertreter zu finden, jedoch zwei MDAX-Vertreter, zwei SDAX-Vertreter, drei Vertreter aus Unternehmen, die in einem anderen Index gelistet sind, sowie drei Vertreter aus Unternehmen ohne Indexlistung.

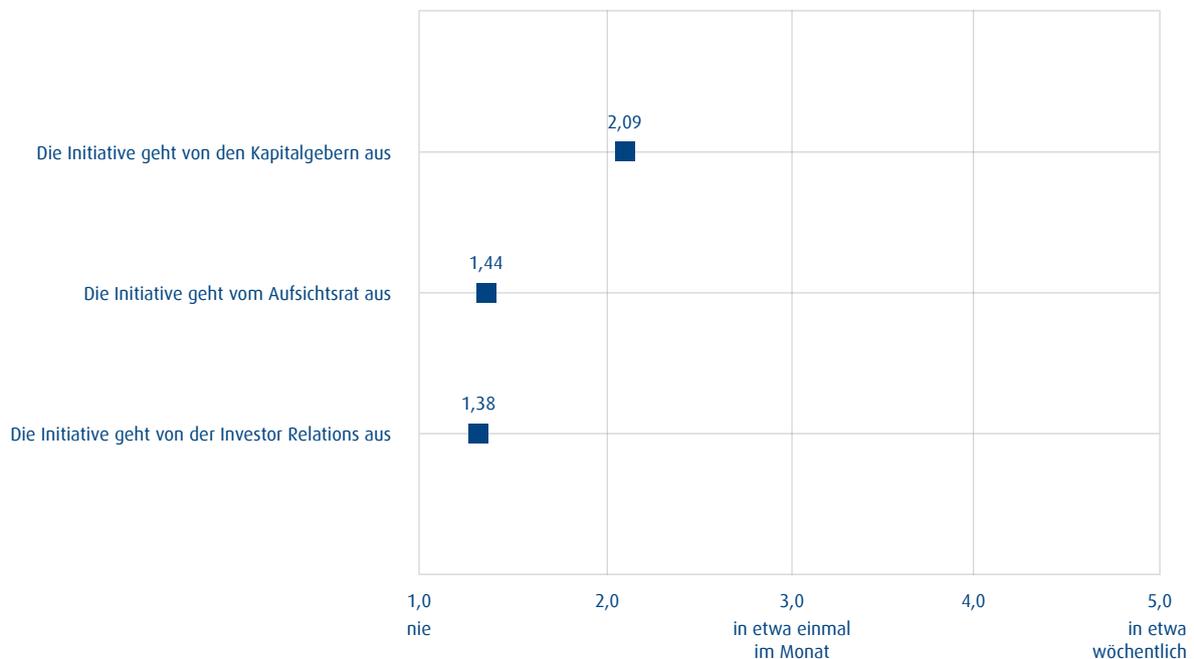
### 3.4 Initiative

Einen vierten wichtigen Aspekt der Studie stellt die Initiierung des Dialogs zwischen Aufsichtsrat und Investoren dar. Um das Anstoßen des Kommunikationsprozesses zu beleuchten, wird ebenfalls eine Eingrenzung der Daten auf solche Fälle vorgenommen, bei denen der Aufsichtsrat auch tatsächlich kommuniziert. Des Weiteren sei daran erinnert, dass nach Abfrage der Kanäle bzw. Instrumente sowie der internen Abstimmung die Befragten den Hinweis erhielten, dass sich die Fragen im weiteren Verlauf des Fragebogens ausschließlich auf dialogische Interaktionsformen zwischen Investoren und Aufsichtsrat beziehen.

Fragt man also Investor Relations-Manager entsprechend, von wem ein solcher Dialog forciert wird, zeigt sich ein klares Bild: Wie in Abbildung 10 veranschaulicht, berichten die Befragten, dass die Initiative für einen solchen Dialog deutlich häu-

figer von den Kapitalgebern ( $M=2,09$ ;  $SD=0,67$ ) als vom Aufsichtsrat ( $M=1,44$ ;  $SD=0,56$ ) oder von der Investor Relations ( $M=1,38$ ;  $SD=0,55$ ) ausgeht – auf der Skala von 1=„nie“ über 3=„gelegentlich (in etwa einmal im Monat)“ bis 5=„häufig (in etwa wöchentlich)“.

Forschungsannahme 4, die besagt, dass die Initiative überwiegend von den Investoren ausgeht, kann somit anhand der hier dargelegten Befunde bestätigt werden. Darüber hinaus ergänzen drei Befragte, dass noch eine weitere Stelle neben den eben genannten einen solchen Dialog forciert, und zwar der Vorstand (genannt von zwei Befragten) und die Gesetzgebung (genannt von einem Befragten). Besonders letztgenannter Einfluss kann als interessanter Befund bezeichnet werden. So ist ein Befragungsteilnehmer der Überzeugung, dass ein Dialog zwischen Aufsichtsrat und Investoren durch den Gesetzgeber gefordert wird.

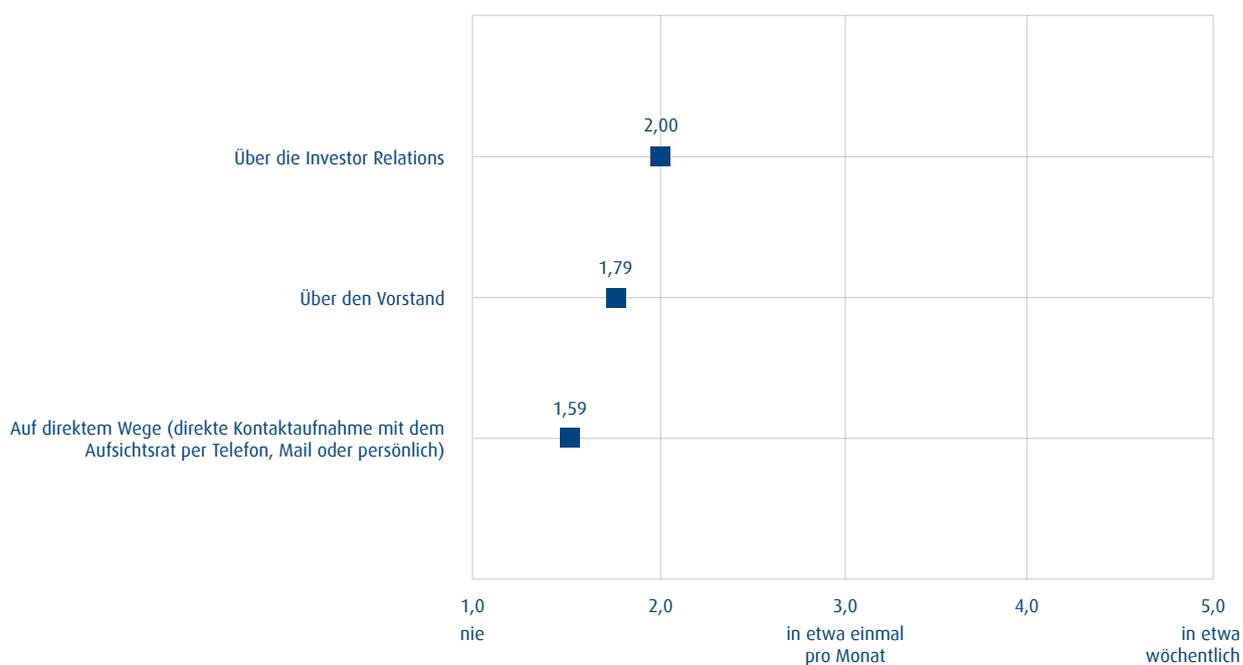


n=34; Frage: Wissen Sie, wer meistens den Anstoß für einen solchen Dialog gibt?

Abb. 10: Initiierende Akteure im Dialog zwischen Aufsichtsrat und Investoren

Versucht man den Kommunikationsprozess weiter zu analysieren, stellt sich die Frage, wie die Kapitalgeber, die überwiegend den Dialog zum Aufsichtsrat forcieren, an ihre Gesprächspartner herantreten. Diese Frage zur Kontaktaufnahme wurde wiederum nur solchen Teilnehmern gestellt, die einen aktiv kommunizierenden Aufsichtsrat in ihrem Unternehmen beobachten und ebenfalls erklären, dass die Initiative hierfür von den Kapitalgebern ausgeht.

Die Ergebnisse in Abbildung 11 verdeutlichen, dass Investor Relations-Manager am häufigsten eine Kontaktaufnahme über ihre Abteilung beobachten ( $M=2,00$ ;  $SD=0,54$ ). Weniger häufig beobachten sie eine Kontaktaufnahme über den Vorstand ( $M=1,79$ ;  $SD=0,62$ ) und noch seltener eine Kontaktaufnahme auf direktem Wege zum Aufsichtsrat ( $M=1,59$ ;  $SD=0,63$ ).



n=29; Frage: Wenn Investoren den Kontakt zum Aufsichtsrat außerhalb der Hauptversammlung suchen. Welchen Weg wählen diese Ihrer Erfahrung nach?

Abb. 11: Wege der Kontaktaufnahme im Dialog zwischen Aufsichtsrat und Investoren

### 3.5 Trend und Bewertung

Wie in Abschnitt 2.2 erwähnt, wurde den Befragungsteilnehmern am Ende des Fragebogens die Möglichkeit gegeben, in offenen Antworten den Dialog zwischen Investoren und Aufsichtsrat zu bewerten.<sup>6</sup> Dieser Option bedienten sich 18 Befragungsteilnehmer.

Hierunter sind die Kommentare von sechs Befragten als positiv einzustufen. So erörtert beispielsweise ein Befragter aus einem DAX-Unternehmen, dass der Dialog legitim ist, weil „der Aufsichtsratsvorsitzende per Definition der oberste Anteilseignervertreter ist“. Die Antworten von sieben Befragten bewegen sich auf einer eher neutralen Ebene. Ihnen liegt daher weder eine positive noch eine negative Valenz zugrunde.

Nur die Antwort eines Befragten ist als kritisch einzuordnen. Dieser Befragte aus einem eher kleineren Unternehmen (weniger als 500 Mitarbeiter und Jahresumsatz geringer als 50 Millionen Euro) ohne Indexlistung beschreibt seinen Aufsichtsrat als „nicht besonders kapitalmarktaffin“ und befürchtet daher, dass diesem „im Dialog mit Investoren Fehler passieren“.

Darüber hinaus beschreiben vier Befragte ihre Gedanken zu dem Thema als gemischt. So zum Beispiel ein Investor Relations-Manager aus einem DAX-Unternehmen, der begrüßt, dass die Investoren hierdurch „Einblicke in die Denkweise des Aufsichtsrats erhalten“. Zu bedenken gibt er wiederum, dass Investoren durch den Dialog zum Aufsichtsrat auch „mehr Einblicke in ausstehende operative Entscheidungen erhalten“.

Inhaltlich koppeln die befragten Investor Relations-Praktiker ihre Bewertung häufig an die im Dialog aufgegriffenen Themen. So formuliert ein Teilnehmer aus einem DAX-Unternehmen: „Eine Beurteilung hängt sehr stark von den diskutierten Themen ab.“ Einer seiner Kollegen, ebenfalls aus einem DAX-Unternehmen, schließt sich dieser Meinung an und betont, dass er einen Dialog durchaus befürwortet, wenn dieser „zu Themen, die in der Verantwortung des Aufsichtsrats liegen“ stattfindet. Und auch ein Teilnehmer aus einem SDAX-Unternehmen formuliert, dass der Dialog „auf Themen der Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung, Governance-Themen und der Zusammensetzung der Organe“ zu beschränken ist. Operative Themen sowie Strategiethemata sieht er wiederum ausschließlich beim Vorstand.

Zudem werden auch die unternehmensinternen Prozesse bei der Abfrage zur Bewertung der Thematik mehrfach angesprochen. So bekundet ein Befragter aus einem MDAX-Unternehmen, dass „eine Einbeziehung und Beteiligung der Investor Relations sowie eine Teilnahme des Vorstands an Gesprächen mit dem Aufsichtsrat“ zentral ist. Dieser Aussage schließt sich ein Kollege aus einem Unternehmen ohne Indexlistung an: „Man wird Prozesse installieren müssen, um nicht in rechtliche Lücken zu laufen“.

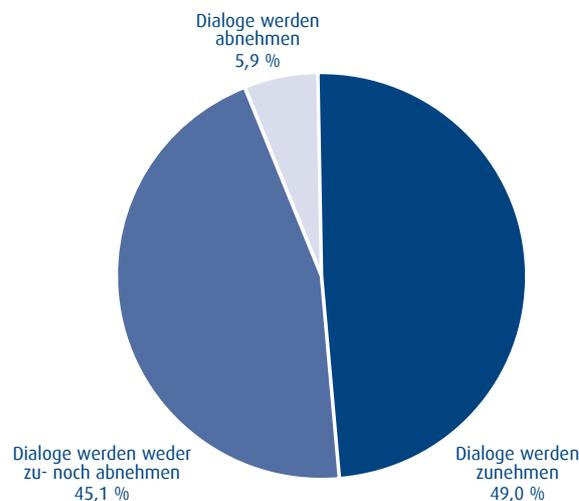
Eine stärkere Einbindung der Investor Relations und auch des Vorstands kann nach Meinung eines Befragten zudem weitere Vorteile aufweisen. Er betont, dass „eine stärkere Einbindung von Vorstand und Investor Relations“ erwogen werden sollte, um eine „Durchbrechung der One-Voice-Policy“ zu vermeiden.

<sup>6</sup> Nach Abfrage der Kanäle bzw. Instrumente erhielten die Befragten den Hinweis, dass sich die Fragen im weiteren Verlauf des Fragebogens ausschließlich auf dialogische Interaktionsformen zwischen Investoren und Aufsichtsrat beziehen. Somit bezieht sich auch die Bewertung einzig auf den Dialog, nicht aber auf öffentliche Kommunikationsformen zwischen Aufsichtsrat und Investoren.

Betrachtet man die Valenz der Bewertung im Zusammenhang mit der angegebenen Einbeziehung von Investor Relations oder Vorstand (siehe Abschnitt 4.3), können keine nennenswerten Unterschiede festgestellt werden. Ebenso wenig kann empirisch gestützt werden, dass eine Push-Kommunikation des Aufsichtsrats besser bewertet wird als eine Pull-Kommunikation, die von den Investoren gefordert wird. So stammen alle positiven Bewertungen aus Unternehmen, in denen der Dialog von den Kapitalgebern forciert wird.

Von einigen Befragten, die keine aktive Aufsichtsratskommunikation in ihrem Unternehmen beobachten, wurde die offene Abfrage zudem genutzt, um zu erklären, weshalb dieses Thema in ihrem Unternehmen (noch) keine Rolle spielt. So äußert sich ein Befragter aus dem DAX-Kreis: „Bisher haben wir erst eine einzige Anfrage dieser Art bekommen.“ Einer seiner Kollegen aus dem SDAX schreibt: „Ein völlig überbewertetes Thema, allenfalls wichtig für große AGs oder solche, die sich im Krisenmodus befinden. Für uns (MarketCap < 1 Mrd. €) interessieren sich sowieso kaum institutionelle Investoren.“

Zu guter Letzt gilt es zu klären, wie es mit dem Dialog zwischen Aufsichtsrat und Investoren zukünftig weitergehen wird. Befragt man Investor Relations-Manager über die Zukunft des Dialogs zwischen Investoren und Aufsichtsrat, so zeigt sich, dass 49 % der Meinung sind, dass die neue kapitalmarktkommunikative Praxis zunehmen wird. 45,1 % gehen davon aus, dass die neue Praxis weder zu- noch abnehmen wird, sondern vielmehr auf dem jetzigen Niveau bleiben wird. Nur 5,9 % gehen davon aus, dass solche Dialoge zukünftig seltener auftreten werden (n=51).



n=51; Frage: Denken Sie, dass in den nächsten Jahren häufiger direkte Dialoge zwischen Aufsichtsräten und Investoren entstehen?

Abb. 12: Zukünftige Entwicklungen im Dialog zwischen Aufsichtsrat und Investoren

## 4 Diskussion und Ausblick

Durch die beschriebene Analyse gelingt es erstmals, den Kommunikationsprozess im Dialog zwischen Aufsichtsrat und Investoren basierend auf quantitativen empirischen Daten zu differenzieren und zu beschreiben. Dabei steht in dieser Studie die Perspektive der kommunizierenden Unternehmen, genauer der Investor Relations im Mittelpunkt. Entsprechend sind auch die folgenden Ausführungen zu interpretieren.

Die empirischen Ergebnisse offenbaren, dass überwiegend ein persönlicher Dialog über Strategie-, Vergütungs- und Bestellungsthemen von den Investoren gefordert wird. Eine Einbindung bzw. eine Abstimmung mit der Investor Relations findet in den meisten Unternehmen statt, wenn auch eher auf informellem Wege. Wie erwartet, wollen sich große institutionelle Investoren mit dem Aufsichtsrat bevorzugt persönlich austauschen. Die öffentliche Kommunikation des Aufsichtsrats mit der gesamten Financial Community (beispielsweise über Presseinterviews) findet den Daten zufolge deutlich seltener statt als persönliche Dialoge oder telefonische Absprachen mit einzelnen Investoren. Eine öffentliche Kommunikation des Aufsichtsrats mit (potenziellen) Investoren bei Roadshows, Investor Conferences oder Capital Market Days wird nur sehr selten beobachtet. Warum in der Debatte meist von einem „Dialog zwischen Investoren und Aufsichtsrat“ gesprochen wird, kann somit erklärt werden.

Die Häufigkeit der Aufsichtsratskommunikation kann wiederum sehr deutlich aufzeigen, dass sich die neuen Wege der Kapitalmarktkommunikation noch nicht vollständig institutionalisiert haben. Selbst die am häufigsten gewählte Kommunikationsform, der persönliche Dialog zwischen Investoren und Aufsichtsrat, ist nach Angaben der Be-

fragten nicht einmal im monatlichen Rhythmus zu beobachten.

Aus Sicht der Investor Relations wird der Austausch zwischen Aufsichtsrat und Investoren überwiegend als angebracht und legitim empfunden. Ein Befragter aus einem DAX-Unternehmen betont, dass die Dialoge legitim seien, weil „der Aufsichtsratsvorsitzende per Definition der oberste Anteilseignervertreter ist“. Diese Aussage ist darauf zurückzuführen, dass der Aufsichtsrat ursprünglich als Vertreter der Anteilseignerinteressen implementiert wurde. Er hat somit die Anliegen der Investoren in einem besonderen Maße zu vertreten und erhält die Aufgabe, die Geschäftsführung zu überwachen.

Bedacht werden muss jedoch, dass der Aufsichtsrat durch die Mitbestimmungsgesetze und den Deutschen Corporate Governance Kodex keineswegs mehr nur als Gremium zur Vertretung der Anteilseignerinteressen zu verstehen ist – wenn gleich dieses Verständnis in Wissenschaft und Praxis durchaus noch verbreitet ist. So sind heute ebenso Vertreter der Arbeitnehmerseite und nach Forderungen des Deutschen Corporate Governance Kodex' eine angemessene Anzahl unabhängiger Mitglieder im Kontrollgremium vertreten. An dieser Stelle scheint eine klare Definition über das Verständnis des Aufsichtsrats von Nöten. Die Debatte um die Kommunikation zwischen Investoren und Aufsichtsrat kann kaum beigelegt werden, wenn nicht zunächst die (Un-)Abhängigkeit des Gremiums geklärt wird.

Kritischer gegenüber der Aufsichtsratskommunikation werden die Befragten besonders dann, wenn Gespräche zu Themen stattfinden, die nicht in der originären Verantwortung des Gremiums liegen, wie z. B. die strategische und die operative Un-

ternehmensführung. In Abschnitt 3.2 zeigt sich jedoch, dass gerade unternehmensstrategische Themen häufig mit dem Aufsichtsrat diskutiert werden, obwohl die Strategiekommunikation dem Vorstand obliegt.

Warum also kontaktieren Investoren bei Strategiethematiken den Aufsichtsrat, wenn sie auch den originären Ansprechpartner zu diesem Thema, die Geschäftsführung, kontaktieren könnten? Wie in Abschnitt 3.5 dargelegt, befürchten die Befragten, dass dem Aufsichtsrat im Dialog mit Investoren Fehler passieren könnten (etwa eine Störung der One-Voice-Policy). Versuchen die Investoren also den in vielen Unternehmen noch weniger kommunikativ geschulten Aufsichtsrat zu nutzen, um an Informationen zu gelangen, die ihnen die vom Vorstand berufene Managementfunktion, die Investor Relations, unter Umständen verwehrt?

Besonders im Hinblick auf die Themen im Dialog zwischen Aufsichtsrat und Investoren sollte die deutsche Gesetzgebung für klarere Verhältnisse sorgen. Da die Leitsätze der Initiative Developing Shareholder Communication (2016) aktuell nur als Orientierung, nicht aber als gesetzlich festgelegtes Regelwerk zu verstehen sind, existieren an dieser Stelle noch große Lücken. Verwunderlich ist darüber hinaus, dass keiner der Befragten einen Dialog zu Fragen der Vorstandsbestellung kritisch betrachtet. Wie in Leitsatz vier der Initiative Developing Shareholder Communication formuliert, gelten auch Dialoge zu spezifischen Einzelkandidaten im Vorstand als unangebracht. Dieser Aspekt scheint die Befragten nicht zu beunruhigen.

Markant zeigt sich in den präsentierten Daten, dass in DAX-Unternehmen deutlich häufiger persönliche Dialoge zwischen Aufsichtsrat und Investoren statt-

finden als in MDAX-, SDAX- oder TecDAX-Unternehmen. Bommers (2017) und Krämers (2017) Aussage, wonach große Unterschiede bezüglich der Publizitätsfreudigkeit des Aufsichtsrats in Deutschland zu verzeichnen sind (siehe Abschnitt 2.1), wird hiermit empirisch gestützt.

Darüber hinaus finden die Kontaktforderungen der Investoren im DAX deutlich häufiger auf direktem Wege statt. In DAX-Unternehmen scheint also die Institutionalisierung des Dialogs zwischen Aufsichtsrat und Investoren schon weiter vorangeschritten als in den Unternehmen der übrigen Indizes des Prime Standards. Inhaltlich werden in den Dialogen mit DAX-Aufsichtsräten auch deutlich seltener Strategiethematiken und deutlich häufiger allgemeine Corporate Governance Themen besprochen. Dies bedeutet, dass sich der Dialog im DAX nicht nur stärker institutionalisiert hat, er hat sich auch stärker professionalisiert.

Einher damit geht, dass keiner der DAX-Aufsichtsräte im Dialog auf eine Unterstützung durch die Investor Relations verzichten muss. So scheinen auch die unternehmensinternen Prozesse zur inhaltlichen Abstimmung im DAX deutlich weiter institutionalisiert zu sein. Ein aktienrechtlicher Verstoß gegen § 77 AktG und § 111 AktG, also gegen das Verbot der Übertragung von Geschäftsführungsaufgaben wie Investor Relations-Tätigkeiten auf den Aufsichtsrat, ist aufgrund dieser starken Abstimmung mit der Investor Relations-Abteilung kaum zu erkennen. Der Aufsichtsrat betritt zwar das Feld der Kapitalmarktkommunikation, er scheint es aber keineswegs der Investor Relations, die originär vom Vorstand zur Kapitalmarktkommunikation berufen wurde, zu entreißen.

Verwunderlich ist, dass auch in DAX-Konzernen eher eine informelle als eine organisierte Zusammenarbeit zwischen Investor Relations und Aufsichtsrat stattfindet. Unternehmen aus dem DAX scheinen somit zwar vorangeschrittener in der innerorganisationalen Abstimmung, doch auch sie haben noch keine formalen Strukturen festgelegt, derer sich der Aufsichtsrat bei Anfragen von Investoren bedienen könnte. Eine Unterstützung von intern wird dementsprechend zwar durchaus geboten, wenngleich sie noch nicht in festen organisationalen Strukturen verankert ist.

Deutlich weniger institutionalisiert und zudem deutlich weniger professionalisiert sind Dialoge zwischen Aufsichtsrat und Investoren in den Unternehmen des MDAX, SDAX und TecDAX. Zwar finden die Dialoge in solchen Unternehmen signifikant seltener statt als im DAX, wenn sie stattfinden werden aber häufig unternehmensstrategische Fragen diskutiert. Verschärft wird diese Problematik dadurch, dass auch die Abstimmung mit der Investor Relations in solchen Unternehmen deutlich seltener zu beobachten ist als in DAX-Unternehmen. So werden einige MDAX-, SDAX- oder TecDAX-Aufsichtsräte sogar gänzlich allein gelassen mit dieser neuen kommunikativen Aufgabe.

Wie in Abschnitt 3.5 dargelegt, betont einer der Befragten, dass nur durch eine Schnittstelle zwischen Investor Relations und Aufsichtsrat die One-Voice-Policy am Kapitalmarkt sichergestellt werden kann. Es scheint an dieser Stelle sinnvoll, die klassische Trennung zwischen Geschäftsführung und Aufsichtsrat zu lockern und die Investor Relations nicht mehr nur als exklusive Managementfunktion zu verstehen. So kommt die Einbindung der Investor Relations in die Kommunikation des Aufsichtsrats unter Umständen nicht nur dem Aufsichtsrat

zu Gute. Eine solche Einbindung kann auch zur weiteren Professionalisierung sowie zur institutionellen Aufwertung der Investor Relations-Abteilung beitragen, da die Kapitalmarktexperten mehr und mehr zu einem entscheidenden internen Consultant werden.

Den Befunden in Kapitel 3 zufolge wird die Kapitalmarktkommunikation des Aufsichtsrats, sofern sie stattfindet, hauptsächlich von den institutionellen Investoren forciert. Verschließen sich Unternehmen dessen, müssen sie befürchten, das Vertrauen der großen institutionellen Investoren zu verlieren. Interessant wird an dieser Stelle, ob Unternehmen, die auf eine Aufsichtsratskommunikation verzichten, tatsächlich mit Kapitaleinbußen zu rechnen haben. Ähnlich ungeklärt bleibt, ob die Entscheidung für eine aktive Aufsichtsratskommunikation die Kapitalkosten der Unternehmung senken kann. Solche Zusammenhänge gilt es in weiteren Studien empirisch zu prüfen.

Die vorliegende Arbeit leistet vor allem Grundlagenarbeit, indem sie die in der aktuellen Debatte noch unklaren Kommunikationsprozesse zwischen Aufsichtsrat und Investoren in Deutschland ergründet. Da bereits in Kapitel 2 herausgearbeitet wurde, dass in Deutschland große Unterschiede in der Publizitätsfreudigkeit der Aufsichtsräte zu vermuten sind, wurde bewusst ein breit angelegtes Studiendesign gewählt. So kann eine Aussage über den Status Quo in Deutschland getroffen werden.

Dabei gilt jedoch: In deutschen Unternehmen sind derzeit starke Unterschiede in der Umsetzung der Kapitalmarktkommunikation des Aufsichtsrats zu verzeichnen. Abzuwarten bleibt, wie es mit den intensiv debattierten Dialogen zwischen Aufsichtsrat und Investoren weitergehen wird und ob sie

zukünftig tatsächlich – wie von den Befragten überwiegend erwartet – zunehmen werden (siehe Abschnitt 3.5). Wäre dies der Fall, ist eine weitere Professionalisierung der Kommunikationsprozesse sowie eine Institutionalisierung unter Einbindung der Investor Relations in definierte Abläufe zu erwarten. Noch besteht eine Chance für Investor Relations, diesen Prozess gestaltend voranzutreiben.

## Literaturverzeichnis

- Aktien-gesetz (AktG). 06. September 1965 (BGBl. I S. 1089). Letzte Änderung vom 17. Juli 2017 (BGBl. I S. 2446).
- Bommer, K. (2017, 15.02.). Aufsichtsrat und Investoren im Dialog. Vortrag im Rahmen der Veranstaltung „IR Next“, Frankfurt.
- Bommer, K., & Steinbach, M. (2013). Aufsichtsräte für den Kapitalmarkt. BOARD: Zeitschrift für Aufsichtsräte in Deutschland, 3(6), 219–222.
- Deutsches Aktieninstitut (2009). Investorendialog im Umbruch: Zum Umgang börsennotierter Unternehmen mit aktiven Aktionären. Verfügbar unter: [https://www.dirk.org/dirk\\_webseite/static/uploads/a151.pdf](https://www.dirk.org/dirk_webseite/static/uploads/a151.pdf) [15.10.2018].
- Deutscher Corporate Governance Kodex (DCGK). 20. August 2002. Letzte Änderung vom 07. Februar 2017.
- Döring, C. (2016, 06.07.). Leitsätze zum Dialog mit den Investoren: Deutsche Aufsichtsräte öffnen sich dem Anleger. Börsen-Zeitung, Nr. 127, S. 1 (Fortsetzung auf S. 9).
- Fleischer, H., Bauer, L., & Wansleben, T. (2015). Investorenkontakte des Aufsichtsrats: Zulässigkeit und Grenzen. Der Betrieb, 68(7), 360–368.
- Initiative ‚Developing Shareholder Communication‘ (2016). Leitsätze für den Dialog zwischen Investor und Aufsichtsrat. Verfügbar unter: <https://www.dirk.org/ir-wissen/neuigkeiten/idx/1239> [15.10.2018].
- Institut für Mittelstandsforschung Bonn (2016). KMU-Definition des IfM Bonn. Verfügbar unter: <http://www.ifm-bonn.org/definitionen/kmu-definition-des-ifm-bonn/> [15.10.2018].
- Krämer, L. (2017). Investorendialog des Aufsichtsrats: Best Practice oder rechtlicher Graubereich? Der Aufsichtsrat, 14(2), 18-20.
- Köhler, K. (2015). Investor Relations in Deutschland: Institutionalisierung – Professionalisierung – Kapitalmarktentwicklung – Perspektiven. Wiesbaden: Gabler.
- Merz, F. (2017). Multi-Aufsichtsräte: Die Anforderungen steigen. Der Aufsichtsrat, 14(1), 2-4.
- Nieber, M. (2017). Die neue Rolle des Aufsichtsrates in der Kapitalmarktkommunikation. DIRK – Deutscher Investor Relations Verband (Forschungsreihe Band 20). Verfügbar unter: [https://www.dirk.org/dirk\\_webseite/static/uploads/DIRK-Forschungsreihe-Band-20-Die-neue-Rolle-des-AR.pdf](https://www.dirk.org/dirk_webseite/static/uploads/DIRK-Forschungsreihe-Band-20-Die-neue-Rolle-des-AR.pdf) [15.10.2018].
- Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (2017). Pressemitteilung: Kodexänderungen 2017. Verfügbar unter: [www.dcgk.de/de/kommission/die-kommission-im-dialog/deteilansicht/kodexaenderungen-2017-beschlossen-vorsitzwechsel-zum-1-maerz](http://www.dcgk.de/de/kommission/die-kommission-im-dialog/deteilansicht/kodexaenderungen-2017-beschlossen-vorsitzwechsel-zum-1-maerz) [15.10.2018].

Rickard, A. (2016). Investor Relations in Deutschland. IR Update, 5(11), 7-11.

Schnabel, J. M. (2015). Der Aufsichtsrat: Kontrollorgan oder (Mit)geschäftsführungsorgan? Eine Betrachtung der Entwicklungen im Recht des Aufsichtsrats unter besonderer Berücksichtigung der Entwicklungen seit Ende der 1990er Jahre. Hagen: Fernuniversität Hagen.

Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG). 20. Dezember 2001 (BGBl. I S. 3822). Letzte Änderung vom 23. Juni 2017 (BGBl. I S. 1693).

## Über die Autorin



### **Kerstin Hammann**

Kerstin Hammann arbeitet seit Februar 2018 in der Kommunikationsabteilung der BASF. Zuvor hat sie ihr Masterstudium im Fach „Communication Management“ an der Universität Leipzig abgeschlossen. Während ihrer Zeit an der Universität Leipzig unterstützte Kerstin Hammann als wissenschaftliche Hilfskraft am Lehrstuhl von Professor Dr. Christian Pieter Hoffmann den Aufbau des Center for Research in Financial Communication.



DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V.

Reuterweg 81, 60323 Frankfurt am Main

T +49 (0) 69. 9590 9490

F +49 (0) 69. 9590 94999

info@dirk.org | [www.dirk.org](http://www.dirk.org)

Gestaltung & Satz: mint-PINGUIN.com, Wien