

Aufsichtsrat und Kapitalmarkt: Let's talk

Dr. Maximilian Degenhart

Die Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (DCGK) hat die Kodexänderungen 2017 beschlossen. In der neuen Fassung nimmt das Regelwerk zur Kommunikation zwischen Aufsichtsratsvorsitzendem und Kapitalmarkt Stellung.

Die zunehmende Internationalisierung des Aktionariats deutscher Aktiengesellschaften legt – im Gleichlauf mit angloamerikanischen Gepflogenheiten – eine aktivere Rolle des Aufsichtsratsvorsitzenden im Dialog mit Kapitalmarkt und Investoren nahe. So sind Gespräche mit Investoren auch in Deutschland inzwischen gelebte Praxis. Die aktienrechtliche Zulässigkeit von solchen Investorenkontakten wird kontrovers diskutiert. Das Meinungsspektrum reicht von einer grundsätzlichen „Kontaktsperre“ des Vorsitzenden bis hin zu einer umfassenden Kommunikationsermächtigung. Teilweise werden Änderungen im Aktiengesetz verlangt, um so das dualistische deutsche Verwaltungssystem für internationale Anforderungen zu ertüchtigen.

DCGK am Puls der Zeit

Der DCGK reagiert darauf mit Ziffer 5.2 Abs. 2 nF. Hiernach „sollte der Aufsichtsratsvorsitzende in angemessenem Rahmen bereit sein, mit Investoren über aufsichtsratspezifische Themen Gespräche zu führen“. Anders als im Änderungsentwurf konkretisiert er aufsichtsratspezifische Themen nicht mehr. Dieser unbestimmte Begriff muss in der Praxis eingeordnet und mit Blick auf das Aktiengesetz ausgelegt werden. Angelegenheiten, die im alleinigen Verantwortungsbereich dieses Organs liegen, sind sicherlich aufsichtsratspezifische Themen. Zu nennen sind die Personal- und Überwachungskompetenz – also ein Aufgabenspektrum, das von der Festsetzung von Zielvorgaben für den Vorstand bis zur Prüfung des Compliance-Systems reicht. Gerade diese Bereiche sind aufgrund der vielfältigen Berührungspunkte zur operativen Unternehmensleitung von gesteigertem Interesse für den Kapitalmarkt.

Eine eingeschränkte Kommunikationsbefugnis des Vorsitzenden ist für solche aufsichtsratspezifische Themen anzunehmen, die gemeinsam von Vorstand und Kontrollgremium zu entscheiden sind. In der Praxis sind von beiden Organen insbesondere Angelegenheiten der Unternehmensfinanzierung, Eigenkapitalmaßnahmen sowie sämtliche Sachverhalte mit Zustimmungsvorbehalt gemäß § 111 IV AktG und der Unternehmenssatzung zu entscheiden. Zu diesem Themenspektrum kann demnach der Vorstand alleine oder mit dem Aufsichtsrat kommunizieren. In diesem Rahmen kann der Vorstand

auch die Kapitalmarktkommunikation zu abgrenzbaren Themen an den Aufsichtsratsvorsitzenden delegieren.

Einen Anspruch des Kontrollgremiums auf Einbeziehung in die Kommunikation sieht weder der DCGK noch das Aktiengesetz vor. Starken Aufsichtsratsvorsitzenden dürfte der Vorstand die Kapitalmarktkommunikation zukünftig jedoch kaum verweigern können. Um potentielle Konflikte zu vermeiden und eine One Voice Policy zu gewährleisten, ist den Unternehmen die Erarbeitung einer Kommunikationsordnung zu empfehlen, die konkrete Befugnisse regelt.

Aufsichtsrat kein reines Innenorgan

Die mit der Änderung des DCGK zum Ausdruck gebrachte, grundsätzliche Befürwortung des Kapitalmarktdialogs des Vorsitzenden wird praktischen Erfordernissen gerecht. Sie fügt sich in die Systematik der Befugnisverteilung zwischen Aufsichtsrat und Vorstand nach dem Aktiengesetz, dem eine Kapitalmarktkommunikation des Aufsichtsorgans nicht fremd ist. Beispielfolgermaßen normieren §§ 171, 161 AktG, § 298 HGB und § 27 WpÜG Kommunikationsbefugnisse und -pflichten des Aufsichtsrats. Dieser ist kein reines Innenorgan. Schranken für seine Kommunikationskompetenz ergeben sich aus der Geschäftsführungsbefugnis des Vorstands (§ 76 AktG) und dem korrespondierenden Verbot der Geschäftsführung durch den Aufsichtsrat (§ 111 AktG). Die allgemeinen Schranken der Unternehmenskommunikation gelten gleichermaßen für Aufsichtsrat und Vorstand. Dies betrifft insbesondere das Insiderrecht, Verschwiegenheitspflichten und das informationelle Gleichbehandlungsgebot.

Damit greift der DCGK diese aktienrechtliche Befugnisstruktur auf und nimmt eine ausgewogene Konkretisierung der Kapitalmarktkommunikation vor. Es ist konsequent, in Anpassung an die geschilderten Entwicklungen dem Aufsichtsrat die zumindest eingeschränkte Befugnis zum Kapitalmarktdialog einzuräumen. Das dualistische Verwaltungssystem des Aktienrechts ist ausdifferenziert und flexibel genug, um diese Entwicklungen zu integrieren. •

Dr. Maximilian Degenhart ist Rechtsanwalt bei Beiten Burkhardt in München