

60 Jahre Aktiengesetz

Evergreen oder Auslaufmodell?

Deutsches Aktieninstitut



Das Deutsche Aktieninstitut setzt sich für einen starken Kapitalmarkt ein, damit sich Unternehmen gut finanzieren und ihren Beitrag zum Wohlstand der Gesellschaft leisten können. Unsere Mitgliedsunternehmen repräsentieren rund 90 Prozent der Marktkapitalisierung deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften. Wir vertreten sie im Dialog mit der Politik und bringen ihre Positionen über unser Hauptstadtbüro in Berlin und unser EU-Verbindungsbüro in Brüssel in die Gesetzgebungsprozesse ein. Als Denkfabrik liefern wir Fakten für führende Köpfe und setzen kapitalmarktpolitische Impulse. Denn von einem starken Kapitalmarkt profitieren Unternehmen, Anleger und Gesellschaft.

WHITE & CASE

Durch ihr umfassendes globales Netzwerk verfügt die Kanzlei White & Case weltweit über wirtschaftsrechtliche Expertise sowie präzise Kenntnisse in internationalen Branchen und Märkten. Mit aktuell fast 300 Rechtsanwälten, Steuerberatern und Notaren an den vier deutschen Standorten Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main und Hamburg beraten wir unsere Mandanten in allen Fragen des nationalen und internationalen Wirtschaftsrechts. Mit über 150 Jahren Erfahrung in der Rechtsberatung gehört White & Case nicht nur zu den größten, sondern auch zu den erfahrensten Kanzleien in Deutschland.

Herausgeber:

Deutsches Aktieninstitut e.V.
Senckenberganlage 28
60325 Frankfurt am Main
www.dai.de

In Kooperation mit:

White & Case LLP
Bockenheimer Landstraße 20
60323 Frankfurt am Main
www.whitecase.com

Dezember 2025
Alle Rechte vorbehalten
ISBN 978-3-949519-09-3

Inhalt

Executive Summary	4
Reformempfehlungen auf einen Blick	5
Aktiengesetz: Evergreen oder Auslaufmodell?	7
Interview Dr. Theodor Weimer	8
1. Verbessern der Eigenkapitalfinanzierung	10
1.1 Unterstützung für das Unternehmenswachstum	10
1.2 Empfehlungen: Eigenkapitalfinanzierung flexibilisieren	12
Interview Prof. Dr. Jens Koch	14
2. Hauptversammlungen revitalisieren	16
2.1 Nötige Reformen im Beschlussmängelrecht	16
2.2 Aktionärskommunikation rund um die Hauptversammlung verbessern	19
2.3 Stimmrechtsberater: Dialogbereitschaft verbessern	21
2.4 Empfehlungen: Modernisierung der Hauptversammlung	24
Interview Wolfgang Blättchen und Uwe Nespethal	26
3. Aufsichtsrat	28
3.1 Boardstruktur, Größe und Internationalität	28
3.2 Haftung: Verjährung und persönliche Haftung	31
3.3 Empfehlungen: Arbeit des Aufsichtsrats optimieren	32
Interview Dr. Marcus Schenck	34
4. Blick in die Zukunft: Ein 28. Regime für Europa	36
4.1 Elemente eines 28. Regimes	37
4.2 Empfehlungen: Ein 28. Regime für alle Unternehmen	40
Methodik	42

Executive Summary

Das Aktiengesetz in seiner Neufassung von 1965 feiert seinen 60. Geburtstag. Es ist ein Jubiläum mit gedämpfter Stimmung. Börsennotierte Unternehmen lassen die deutsche Aktiengesellschaft (AG) zunehmend hinter sich und entscheiden sich stattdessen für die Rechtsform der niederländischen Naamloze Vennootschap (N.V.). Investmentbanker und Berater, die Unternehmen bei ihrem Gang an die Börse begleiten, raten explizit von der AG ab.

Unternehmen brauchen im Aktienrecht einen Rahmen, um flexibel in einem schnelllebrigen Wirtschaftsumfeld und am Kapitalmarkt agieren zu können. Der Rechtsrahmen muss Unternehmen Antworten auf Herausforderungen von der Gründung über Wachstum und Börsengang bis hin zu einer Kapitalerhöhung liefern. Dafür bedarf es flexibler Finanzierungsmöglichkeiten, einer rechtssicheren Hauptversammlung mit der Möglichkeit, Investoren zu informieren und einzubinden, sowie einer Governance, in der ein Aufsichtsrat seiner Überwachungs- und Beratungsfunktion effektiv nachkommen kann. Die Abwanderungsbewegungen in andere Rechtsformen zeigen, dass das Aktienrecht Nachholbedarf hat.

Gemeinsam mit White & Case unterbreiten wir Reformvorschläge für das deutsche Aktiengesetz. Diese sind auch ein Indikator, welche Aspekte ein 28. Regime des Gesellschaftsrechts auf europäischer Ebene abbilden sollte.

Den Vorschlägen liegt eine Befragung börsennotierter Unternehmen aus DAX 40, MDAX, SDAX und Scale der Deutsche Börse AG sowie aus m:access der Börse München zugrunde. Die Erkenntnisse aus 19 Experteninterviews mit Unternehmensvertretern, Investmentbankern, Investoren sowie je einem Vertreter aus der Wissenschaft und der Arbeitnehmervertretung bestätigen, ergänzen und vertiefen die Eindrücke der Befragung.

Reformempfehlungen auf einen Blick

Möglichkeiten der Eigenkapitalfinanzierung verbessern

Unkomplizierte Eigenkapitalfinanzierung in höheren Volumina über die Börse ermöglichen:

- Beschleunigen des Prozesses einer ordentlichen Kapitalerhöhung von der Einladung zur Hauptversammlung bis zu deren rechtssicherer Eintragung im Handelsregister
- Einsatzmöglichkeit von bedingtem Kapital für fortlaufende At-the-Market-Fazilitäten (ATM-Fazilitäten, Kapitalerhöhungsprogramme), um mehr Spielraum zur bedarfsgerechten Eigenkapitalbeschaffung zu schaffen
- Anhebung der bei 50 Prozent des Grundkapitals verankerten Grenze beim genehmigten Kapital
- Möglichkeit, bei Barkapitalerhöhungen mit erleichtertem Bezugsrechtsausschluss den Börsenpreis um zehn statt bisher fünf Prozent zu unterschreiten

Hauptversammlung revitalisieren

Das Beschlussmängelrecht und das Risiko einer Anfechtung der Beschlüsse aufgrund schon kleiner Fehler sorgt für monotone, überlange und vor Formalismus strotzende Hauptversammlungen. Als Ort des offenen und lebendigen Austauschs zwischen den Aktionären und dem Management sind Hauptversammlungen neu zu denken:

- Reform des Beschlussmängelrechts: Bei Antworten der Unternehmensleitung auf Fragen der Aktionäre nur Anfechtbarkeit wesentlicher, also besonders schwerer Fehler
- Erweiterung des Freigabeverfahrens auf alle eintragungspflichtigen Beschlüsse. Entscheidung im Freigabeverfahren über eine verkürzte Klagefrist und Verfahrenslänge beschleunigen
- Bloße Form- und Protokollfehler, etwa Tippfehler in der Einladung, als Nichtigkeitsgründe für Hauptversammlungsbeschlüsse ausschließen
- Mehr als nur rückwirkende Nichtigkeit bei der Rechtsfolge von Anfechtungsklagen: Kein grundsätzliches Infragestellen der Wirksamkeit aller Beschlüsse des Aufsichtsrats nach anfechtbarer Wahl eines Mitglieds

- Zulassen der Vorabreichung von Fragen für alle Formate (präsent, virtuell, hybrid) mit der Möglichkeit zur Beantwortung der Fragen erst in der Hauptversammlung
- Frühzeitiges Bekanntmachen von Aktionärsanträgen, um Zufallsmehrheiten bei geringer Teilnahmequote an der Hauptversammlung zu vermeiden
- Unnötige Formalien abschaffen, zum Beispiel die vollständige Verlesung der Abstimmungsergebnisse

Das Recht des Aufsichtsrats anpassen

Das Recht des Aufsichtsrats bildet die gestiegenen Anforderungen an die Rolle – insbesondere des Vorsitzenden – nicht mehr ab:

- Selbstbestimmungsrecht von Unternehmen mit großen mitbestimmten Aufsichtsräten, die Größe ihrer Gremien unter Wahrung der Mitbestimmung gemeinsam mit ihren Aktionären festzulegen
- Aktives und passives Wahlrecht auch für die Arbeitnehmer im Ausland, um bei mitbestimmten Unternehmen über eine international besetzte Arbeitnehmerbank die Interessen aller Arbeitnehmer abzubilden
- Klare Regeln und erweiterte Kompetenzen für den Aufsichtsratsvorsitzenden, zum Beispiel zur Beauftragung externer Berater
- Reduzierung der Verjährungsfrist in Haftungsfragen von zehn auf fünf Jahre (ebenso bei der Vorstandshaftung)

Blick in die Zukunft: Ein 28. Regime für Europa einführen

Die Einführung eines 28. Regimes im Gesellschaftsrecht auf EU-Ebene, in das Unternehmen freiwillig optieren können, hat als Erweiterung der verfügbaren Rechtsformen große Bedeutung:

- Kapitalmarktfähigkeit und Ausgestaltung für Unternehmen jeder Größe
- Ausreichende Flexibilität für Kapitalerhöhungen und Wachstum
- Lösung für schnell wachsende Unternehmen, um den Durchmarsch von der Wiege bis zum Börsengang ohne Rechtsformwechsel zu ermöglichen
- Einsetzbarkeit in allen Konzernstrukturen zur Vereinfachung innerhalb europäischer Unternehmen
- Verknüpfung mit weiteren Rechtsbereichen (zum Beispiel Haftung, Insolvenzrecht, Gerichtsbarkeit)

Aktiengesetz: Evergreen oder Auslaufmodell?

Die Neufassung des Aktiengesetzes und der in ihm geregelten AG liegt in diesem Herbst 60 Jahre zurück. Stieg die Zahl der AGs bis 2004 auf über 16.000 an, hat sich in den vergangenen 20 Jahren ein gegenläufiger Trend eingestellt: Längst repräsentiert die AG nur noch zwei Drittel der im DAX gelisteten Firmen. Außerdem haben sich deutsche Unternehmen wie Birkenstock, CureVac oder BioNTech zum Gang an die Börse in den USA entschieden.

Fortwährende Anpassungen, vielfach zitiert als „Aktienrechtsreform in Permanenz“, konnten diese Entwicklung weder verhindern noch Rufe nach einer tiefgreifenden Reform unterbinden.¹ Nicht ohne Grund fand eine Reform des Beschlussmängelrechts Eingang in den von CDU, CSU und SPD im Mai 2025 geschlossenen Koalitionsvertrag.

Tatsächlich ist über die Jahre ein wahres Dickicht aus Reformvorschlägen entstanden. Um wieder Klarheit zu schaffen, haben wir das deutsche Aktienrecht gemeinsam mit White & Case auf seinen besonders dringenden Reformbedarf hin untersucht. Dabei haben wir den Input und die Einschätzung der Praktiker in den Unternehmen gesammelt. Eine schriftliche Befragung unter 180 Leitern der Rechtsabteilungen und Vertretern vergleichbarer Funktionen börsennotierter Unternehmen (DAX 40, MDAX, SDAX) sowie der Emittenten aus dem m:access der Börse München und dem Scale-Segment der Deutschen Börse bilden hierfür ein starkes Fundament. 19 Interviews mit Experten aus Wirtschaft, Forschung, Beratung und Arbeitnehmervertretung ergänzen das vielfältige Meinungsbild und sorgen für eine breite Einordnung.

¹ Gesellschaftsrechtliche Vereinigung (Hrsg.), Reformbedarf im Aktienrecht – Vorschläge für eine große Aktienrechtsreform, Band 30, Otto Schmidt 2024; Hommelhoff/Kley/Verse (Hrsg.), Reform des Aufsichtsratsrechts, ZGR Sonderheft, De Gruyter 2021; Koch, Gutachten/Teil E: Empfiehlt sich eine Reform des Beschlussmängelrechts im Gesellschaftsrecht?, Verhandlungen des 72. Deutschen Juristentages, Band I, 2018; Arbeitskreis Beschlussmängelrecht, Vorschlag zur Neufassung der Vorschriften des Aktiengesetzes über Beschlussmängel, AG 2008, 617 ff.

Dr. Theodor Weimer



Dr. Theodor Weimer war bis Ende 2024 CEO der Deutsche Börse Group und bis Mai 2025 jeweils Mitglied des Aufsichtsrats der Deutsche Bank AG und Knorr-Bremse AG. Inzwischen ist Weimer Senior Advisor bei KKR. Er plädiert für eine grundlegende Reform des Aktienrechts und wünscht sich einen europäischen Schulterschluss, etwa im Hinblick auf eine europäische Technologieplattform.

Frage: Wie beurteilen Sie den Standort Deutschland im internationalen Vergleich, insbesondere für Börsengänge von Unternehmen?

Weimer: Deutschland hat große Herausforderungen zu bewältigen, insbesondere beim Zugang zum Kapitalmarkt. Viele deutsche und europäische Unternehmen, vor allem aus dem Tech-Bereich, ziehen ein Listing in den USA vor. Speziell bei Branchen wie Healthcare und Biotech ist die Investorenbasis dort größer, sind Bewertungen oft höher und wird das Umfeld als investorenfreundlicher wahrgenommen. Doch es gibt auch gute und nachweisbare Argumente für ein Listing in

Frankfurt oder in Europa, gerade für IPOs bis etwa 5 Milliarden Euro. Hier ist die Liquidität vor allem nach dem Börsengang häufig besser als in den USA und beteiligen sich mehr Retail-Investoren. Zudem sind die Kosten in Frankfurt deutlich niedriger als in den USA.

Die aktuelle Debatte greift die Idee eines einheitlichen europäischen Börsenplatzes auf. Könnte eine solche Börse, zumindest für den Technologiebereich, den europäischen Kapitalmarkt stärken?

Der europäische Markt ist fragmentiert. Dabei ergibt es wenig Sinn, dass jeder Mitgliedstaat seinen eigenen Liquiditätspool aufbaut. Besser wäre eine gemeinsame europäische Börsenplattform, die Start-ups und Wachstumsunternehmen bündelt. Eine solche Plattform würde mehr Liquidität bringen. In meiner Zeit als CEO der Deutschen Börse habe ich versucht, diese Idee umzusetzen. Leider ist eine Einigung ausgeblieben. Ich halte es für dringend erforderlich, dieses Projekt in einer gemeinsamen Anstrengung weiterzuverfolgen, um gegenüber den USA konkurrenzfähig zu bleiben.

Zahlreiche Unternehmen gehen mittlerweile als N.V. an die Börse. Wird die AG als Rechtsform international abgehängt?

Viele internationale Investoren tun sich schwer mit dem deutschen Aktienrecht. Das dualistische System aus Vorstand und Aufsichtsrat ist außerhalb Deutschlands wenig bekannt und wird oft nicht wirklich verstanden. Die historisch gewachsene Mitbestimmung wird auf Gewerkschaftseinfluss redu-

ziert, was Irritationen auslöst. Auch das Anfechtungsrecht bei Hauptversammlungsbeschlüssen ist international unverständlich, weil es ausländische Investoren so nicht kennen. Das alles macht die deutsche AG für das internationale Kapital weniger attraktiv.

Wie beurteilen Sie die Entwicklung des Aufsichtsrats in der deutschen Governance-Struktur?

Rolle und Aufgaben des Aufsichtsrats haben sich enorm weiterentwickelt, insbesondere bei der oder dem Vorsitzenden. Das bildet das Aktiengesetz so nicht mehr ab. Auch die Vergütung ist mit Blick auf den Verantwortungsbereich nicht mehr sachgerecht. Zudem wird die Rolle der oder des Aufsichtsratsvorsitzenden von internationalen Investoren häufig missverstanden, was die Abgrenzung zur oder zum CEO, den Einfluss und die Sprechfähigkeit zur Unternehmensstrategie betrifft.

Halten Sie Größe und Zusammensetzung des Aufsichtsrats noch für angemessen?

Meiner Erfahrung nach arbeitet ein Aufsichtsrat umso effizienter und sachorientierter, je kleiner er ist. Echte Debatten fallen in großen Aufsichtsräten oft schwer und werden in Ausschüsse verlagert. Ich will das ausdrücklich nicht als Kritik an den Arbeitnehmervertretern verstanden wissen, die aufgrund ihrer Unternehmenskenntnisse oft hilfreich sind, doch die Mitbestimmung macht eine Strukturreform generell politisch schwierig. Auch im Interesse der Qualität der Kontrolle und Beratung des Managements wäre weniger mehr.

Die Kritik an der deutschen Hauptversammlung füllt Bände. Schließen Sie sich dem negativen Grundtenor an?

Ich kann sagen, dass die Hauptversammlung für die internationalen institutionellen Investoren weitgehend irrelevant geworden ist. Die wichtigen Gespräche finden längst außerhalb statt, Vorstand und Aufsichtsrat führen den direkten Dialog mit den wesentlichen Investoren. Die Rückkehr zur Präsenzhauptversammlung hält den Anschein von Aktionärsbeteiligung aufrecht, ändert aber wenig am eigentlichen Entscheidungsprozess – dieser läuft weitgehend im Vorfeld ab.

Wo sehen Sie den dringendsten Reformbedarf im deutschen Aktienrecht?

Es reicht nicht mehr, an einzelnen Stellschrauben zu drehen. Das gesamte Aktiengesetz muss auf den Prüfstand. Norm für Norm muss daraufhin überprüft werden, ob und wie sie die Wettbewerbsfähigkeit im internationalen Kontext stärkt. Allen Regelungen muss die Frage zugrunde liegen: „Verbessert das unsere internationale Attraktivität?“ Punktuelle Reformen wie Anpassungen beim Anfechtungsrecht oder Änderungen bei der Hauptversammlung greifen zu kurz. Was wir brauchen, ist ein rundum erneuertes, schlankes und flexibles Aktienrecht. Ohne einen echten Mentalitätswandel und eine grundlegende Reform bleiben wir auf Dauer im Nachteil – sowohl im Wettbewerb um Kapital als auch um Talente und Unternehmen. Eine europäische Kapitalmarktoffensive und ein modernes, transparentes Aktienrecht sind dringend notwendig.

1 Verbessern der Eigenkapitalfinanzierung

1.1 Unterstützung für das Unternehmenswachstum

„Wir brauchen ein kapitalmarktgerechtes Aktiengesetz. Es ist eine falsch verstandene Funktion des Aktienrechts, es zu sehr auf Minderheitenschutz oder auf Gläubigerschutz zu fokussieren.“

Josef Ritter,
Chairman Equity Capital Markets,
Deutsche Bank AG

Über einen leistungsfähigen Kapitalmarkt finanzieren Unternehmen Innovation, Wachstum und Beschäftigung. Ihre Rechtsform entscheidet, welche Wege zur Kapitalaufnahme zur Verfügung stehen, und determiniert anstehende Wachstumsschritte. Flexible Regeln bieten auch in Krisensituationen gewichtige Vorteile, etwa wenn mit einer Kapitalerhöhung neues Eigenkapital zugeführt und Arbeitsplätze gerettet werden können.

Die im internationalen Vergleich niedrige Zahl an Börsengängen und die rückläufige Zahl börsennotierter Unternehmen zeigen, dass Handlungsbedarf gerade bei der Finanzierung über die Börse besteht. Zuletzt hat das Deutsche Aktieninstitut dies in seiner Stellungnahme zum Referentenentwurf des Standortfördergesetzes im August 2025 aufgegriffen.² Bereits hier haben wir eine deutliche Erhöhung des Spielraums für das genehmigte Kapital von derzeit 50 Prozent des Grundkapitals, Vereinfachungen bei der bedingten Kapitalaufnahme sowie eine Klarstellung in Bezug auf den Emissionspreis bei bezugsrechtsfreien Emissionen gefordert. Unserer Studie „Auslandslistings von BioNTech, CureVac & Co.“ aus dem Jahr 2021 ist darüber hinaus der Befund zu entnehmen, dass Wachstumsunternehmen im deutschen Aktienrecht hinsichtlich ihrer Finanzierungsbedürfnisse in ein zu enges Korsett geschnürt werden.³

Maßnahmen zur Flexibilisierung der Eigenkapitalaufnahme

Eine Mehrheit der Umfrageteilnehmer von 53 Prozent sieht die Notwendigkeit, die rigiden Eigenkapitalmaßnahmen des Aktiengesetzes grundsätzlich zu flexibilisieren. Befragt nach konkreten Maßnahmen zeigt sich dabei ein differenziertes Bild.

² Abrufbar unter: <https://www.dai.de/detail/standortfoerdergesetz-nur-kleine-schritte>

³ Abrufbar unter: <https://www.dai.de/detail/auslandslistings-von-biontech-curevac-co>



Abbildung 1: Flexibilisierung von Eigenkapitalmaßnahmen

Priorität genießt die beschleunigte Eintragung der Beschlüsse über Kapitalmaßnahmen (85 Prozent), die ab der Einladung zur Hauptversammlung bis zu 6 Monate in Anspruch nehmen kann. Ebenfalls dominant tritt der Bedarf nach Vereinfachungen beim bedingtem Kapital zutage (77 Prozent), das derzeit nur eine Kapitalerhöhung zur Ausgabe von Aktienoptionen an Führungskräfte, zur Umwandlung von Anleihen und für die Durchführung von Unternehmenszusammenschlüssen vorsieht. Beispielsweise ist die Ausgabe von Optionen an Führungskräfte zwingend mit einer Wartefrist von vier Jahren verbunden, was die Flexibilität dieses Instruments stark einschränkt.

Die Erhöhung des Maximalvolumens für das genehmigte Kapital, das derzeit auf 50 Prozent des Grundkapitals limitiert ist, sowie eine gegenüber dem Börsenkurs auf bis zu 10 Prozent erhöhte Abschlagsmöglichkeit bei Bar-Kapitalerhöhungen mit erleichtertem Bezugsrechtsausschluss fordern 69 Prozent der Teilnehmer. Weniger wichtig bleibt die Zulässigkeit von Aktien mit einem Nominalwert im Cent-Bereich (Cent-Aktien), die aktuell mit dem Standortfördergesetz eingeführt werden sollen.

Die Interviewpartner bezeichnen das Aktiengesetz überwiegend als rigide, wenn es um schnelle Kapitalaufnahme geht. Typische Hinweise unserer Gesprächspartner lauten:

„Das Gesamtbild von AktG, WpHG und WpÜG im Zusammenspiel bedeutet ein enges Korsett mit starken Sicherheitsregeln für den Minderheitenschutz in der deutschen AG.“

Kai Tschöke,
Head of Rothschild & Co, Germany

„Bei der im Ausland weit anerkannten Incentivierung von Vorständen und Mitarbeitern durch Beteiligungsprogramme sind wir in der deutschen AG recht unflexibel. Zum Problem wird es insbesondere bei den Start-Up Unternehmen. Gerade sie brauchen Aktienoptionen, um attraktive und für das Wachstumsunternehmen günstige Vergütungsinstrumente nutzen zu können.“

Bettina Kramer-Braun,
General Counsel, Deutsche Börse AG

- Hauptversammlungen, auf denen Kapitalerhöhungen beschlossen werden, benötigen lange Einladungsfristen. Hohe Anfechtungsrisiken machen eine Absicherung für Banken („Underwriting“) unmöglich oder wirtschaftlich unattraktiv
- Die gesetzliche Begrenzung von erleichtert bezugsrechtsfreien Bar-Kapitalmaßnahmen auf 20 Prozent des Grundkapitals hindert gerade Wachstumsunternehmen an einer schnellen und flexiblen Kapitalaufnahme
- Die auf fünf Prozent gegenüber dem Börsenkurs begrenzte Abschlagsmöglichkeit bei der Festlegung des Ausgabepreises im Rahmen von Barkapitalerhöhungen mit erleichtertem Bezugsrechtsausschluss macht es schwer, kurzfristig Kapital durch den Ausschluss des Bezugsrechtshandels aufzunehmen. In den USA oder den Niederlanden sind höhere Discounts zulässig
- Moderne Finanzierungsinstrumente wie ATM-Fazilitäten, also Kapitalerhöhungsprogramme, bei denen neue Aktien fortlaufend über einen längeren Zeitraum über die Börse zum jeweiligen Marktpreis ausgegeben werden, sind nur unter erschwerten Bedingungen nutzbar. ATM-Fazilitäten sind mittlerweile zum Beispiel in den USA üblich, lassen sich nach den aktienrechtlichen Regeln aber nur dann einfach nachbilden, wenn die tranchenweise Ausgabe neuer Aktien – anders als bei der Nutzung von genehmigtem Kapital – gerade nicht der Eintragung in das Handelsregister bedarf

1.2 Empfehlungen: Eigenkapitalfinanzierung flexibilisieren

Reformen bei den Regeln zur Kapitalerhöhung im Aktienrecht sind notwendig, damit Unternehmen Wachstum über zusätzliches Eigenkapital finanzieren können.

Prozess der Kapitalerhöhung beschleunigen

Eine ordentliche Kapitalerhöhung für einen größeren Kapitalbedarf dauert von der Einladung zur Hauptversammlung bis zur rechtssicheren Eintragung des Beschlusses im Handelsregister bis zu 6 Monate. Es ist notwendig, diesen Prozess zu beschleunigen.

Bedingtes Kapital für ATM-Programme nutzen

Das bedingte Kapital ist auf die Ausgabe von Aktienoptionen für Führungskräfte, die Umwandlung von Anleihen und Unternehmenszusammenschlüsse beschränkt. Wir empfehlen, den Anwendungsbereich zu erweitern und über eine bedingte Kapitalerhöhung ATM-Fazilitäten zu ermöglichen. Zudem sollte die Nutzung des bedingten Kapitals vereinfacht werden, indem die Haltefrist bei der Ausgabe von Aktienoptionen an Führungskräfte von vier Jahren abgeschafft wird. Diese Frist ist zu starr – mehr Flexibilität ist notwendig.

Spielraum für genehmigtes Kapital erweitern

Die derzeit bei 50 Prozent des Grundkapitals verankerte Grenze beim genehmigten Kapital liegt zu niedrig. Das Aktienrecht der Niederlande oder Schwedens, wo genehmigtes Kapital bis zu einem Vielfachen des Grundkapitals geschaffen werden kann, gibt hier eine gute Orientierung. Gerade schnell wachsende Unternehmen mit einem erheblichen Kapitalbedarf benötigen diesen Spielraum auch im deutschen Aktienrecht.

Flexibilität beim Bezugsrechtsausschluss erhöhen

In einem volatilen Marktumfeld ist die Praxis bei Barkapitalerhöhungen mit erleichtertem Bezugsrechtsausschluss, den Börsenpreis bei Ausgabe der neuen Aktien um maximal 5 Prozent unterschreiten zu dürfen, zu eng. Der maximale Abschlag gegenüber dem Börsenkurs bei Festlegung des Ausgabepreises sollte auf mindestens 10 Prozent angehoben werden.

Prof. Dr. Jens Koch



Prof. Dr. Jens Koch ist geschäftsführender Direktor des Instituts für Arbeits- und Wirtschaftsrecht, des Instituts für Gesellschaftsrecht und des Instituts für Nachhaltigkeit, Unternehmensrecht und Reporting an der Universität zu Köln. Er sieht erheblichen Reformbedarf im deutschen Aktienrecht, empfiehlt aber, im rechtspolitischen Diskurs klare Prioritäten zu setzen.

Frage: Wie bewerten Sie den aktuellen Reformbedarf im deutschen Aktienrecht?

Prof. Dr. Koch: Es gibt erheblichen Reformbedarf. Das wurde zuletzt in den umfangreichen Reformvorschlägen der Wissenschaftlichen Vereinigung für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht und weiterer Expertengruppen herausgearbeitet. Allerdings ist es wenig zielführend, dem Gesetzgeber eine lange Liste an Einzelmaßnahmen vorzulegen. Man sollte vielmehr Prioritäten setzen und schauen, was politisch umsetzbar ist.

Wo sehen Sie den dringendsten Handlungsbedarf?

Wenn es allein um Dringlichkeit geht und wir die politische Umsetzbarkeit vorerst ausblenden, dürfte in Wissenschaft und Praxis die unternehmerische Mitbestimmung ganz vorne stehen. Sie ist ein wichtiger Faktor bei der Standort-

und Rechtsformwahl und zugleich einer der Gründe, warum bei internationalen Zusammenschlüssen Deutschland als Holdingstandort nicht mehr in Betracht gezogen wird. Das ist für die deutsche Wirtschaft schlecht, aber auch für die unternehmerische Mitbestimmung. Sie verwaltet im Wesentlichen Altgesellschaften, aber es gibt kaum noch Unternehmen, die in die Mitbestimmung nachwachsen. Dazu gibt es zu viele kautelarjuristische Ausweichmöglichkeiten und die werden in der Praxis mittlerweile flächendeckend genutzt. Natürlich ist dieses Thema politisch hochbrisant, denn die Mitbestimmung gilt vielen zwar als dringend reformbedürftig, aber unreformierbar. Dabei gibt es durchaus Stellschrauben, die keine grundstürzende Reform voraussetzen und der Praxis große Erleichterung verschaffen würden. Dazu gehört etwa die Einführung einer Verhandlungslösung nach dem Modell der SE, die Verkleinerung der Aufsichtsräte, die Beseitigung ineffizienter Mitbestimmungsdoppelungen im Konzern oder die Entschlackung des Wahlverfahrens für Arbeitnehmervertreter.

Welche weiteren Reformen im Aktienrecht halten Sie für wichtig?

Ein weiteres zentrales Reformfeld ist das Beschlussmängelrecht. Der 72. Juristentag hat die Frage nach der Reformbedürftigkeit mit überwältigender Mehrheit bejaht. Mit dem derzeitigen Modell können weder die Unternehmen noch die Aktionäre zufrieden sein. Aus Unternehmenssicht ist die

Situation bei den nicht strukturändernden Beschlüssen, für die das Freigabeverfahren nicht zur Verfügung steht, genauso unbefriedigend wie eh und je. Dabei kann auch die Anfechtung einer Aufsichtsratswahl, eines Gewinnverwendungsbeschlusses, einer Satzungsänderung oder eines Holzmüller-Beschlusses gewaltige Probleme aufwerfen. Aus Aktionärssicht ist die derzeitige Gestaltung des Freigabeverfahrens unbefriedigend, weil es mittlerweile selbst für einen prominent beteiligten Aktionär kaum noch zu gewinnen ist. Auch hier besteht also Reformbedarf, wobei wir natürlich behutsam vorgehen müssen. Auf keinen Fall dürfen wir Gefahr laufen, in alte Missstände zurückzufallen.

Sollte das Anfechtungsrecht in der Auskunftserteilung eingeschränkt werden? Ein Vorschlag lautet, Anfechtungsklagen nur bei besonders schweren Fehlern zu ermöglichen.

Es ist ganz wichtig, an dieser Stelle zwischen der Beschlussmängelklage und ihrer Kassationswirkung zu trennen. Ich halte es für falsch, die gerichtliche Beanstandung einer relevanten Falschauskunft nicht mehr zuzulassen, die durch aus mit einer Feststellung der Rechtswidrigkeit oder einem Rügegeld geahndet werden könnte. Das kann und muss eine Gesellschaft aushalten. Problematisch ist es nur, wenn ein Beschluss nach einer fahrlässigen Falschauskunft kassiert wird. Um das zu vermeiden, zielt das auf dem Juristentag vorgeschlagene Modell darauf ab, zwischen den Rechtsfolgen anhand einer gesetzlich klar vorstrukturierten Verhältnismäßigkeitsabwägung zu differenzieren. Dabei könnte der Gesetzgeber vorgeben, dass die Kassation eines Beschlusses nur bei schwerwiegenden Defiziten in

Betracht kommt. Das könnte wohl für sämtliche Beschlussmängel geschehen, ohne ein Sonderrecht für Auskunftsmängel zu schaffen. Der Gesetzgeber könnte etwa in einem Regelbeispielkatalog oder der Regierungsbegründung klarstellen, dass speziell bei Auskunftsmängeln die Verhältnismäßigkeit der Kassation besonders streng zu prüfen wäre.

Wie bewerten Sie die aktuelle Regelung zur Vorstandshaftung und Vorstandsvergütung?

Die Organhaftung wird in der Wissenschaft ganz überwiegend als zu scharf angesehen, aber da sind Reformen politisch nicht durchsetzbar. Die Vergütung ist genau umgekehrt ein sehr beliebtes politisches Thema und deshalb mittlerweile hoffnungslos überreguliert. Davon sollte man am besten einmal die Finger lassen oder sich zu einem Rückschnitt entscheiden. Die Komplexität für die Unternehmen ist schlicht zu hoch.

Auch bei Themen wie ESG oder Say on Climate beklagen Unternehmen übermäßige Regulierung. Schließen Sie sich der Kritik an?

Das Thema ESG ist leider durch die Qualität der europäischen Gesetzgebung völlig diskreditiert worden. ESG wird heute in den Unternehmen fast ausschließlich mit Bürokratie gleichgesetzt. Der ESG-Backlash in den USA bringt international tätige Unternehmen noch weiter in eine schwierige Spannungslage. Hier muss der gesamte Ansatz gänzlich neu überdacht werden.

2 Hauptversammlungen revitalisieren

2.1 Nötige Reformen im Beschlussmängelrecht

Das Beschlussmängelrecht im Aktiengesetz ist darauf ausgerichtet, die ordnungsgemäße Entscheidungsfindung der Aktionäre zu gewährleisten. Das Gesetz unterscheidet zwischen Nichtigkeitsgründen, bei denen auch ohne ein Zutun eines Aktionärs ein Beschluss nichtig ist, und Anfechtungsgründen, die Aktionäre fristgebunden durch eine Anfechtungsklage geltend machen können. Als Anfechtungsgrund kommt grundsätzlich jeder Verstoß gegen das Gesetz oder die Satzung der Gesellschaft in Betracht. Die Folge einer erfolgreichen rechtskräftigen Anfechtung ist die rückwirkende Nichtigkeit des angefochtenen Beschlusses der Hauptversammlung.

Die Möglichkeit, Beschlüsse der Hauptversammlung anzufechten oder ihre Nichtigkeit feststellen zu lassen, soll einerseits dem Aktionärsschutz dienen. Andererseits hat die Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen in der Praxis weitreichende Konsequenzen: Ist eine Eintragung ins Handelsregister erforderlich, kann diese häufig durch die bloße Erhebung einer Anfechtungsklage verhindert werden. Wird die Wahl eines Aufsichtsrats angefochten, stellt sich für einen möglicherweise Jahre dauernden Schwebezustand die Frage, welche Beschlüsse des Aufsichtsrats überhaupt rechtssicher gefasst wurden. Für Unternehmen stellt nicht nur die rechtliche Unsicherheit, sondern auch der potenzielle Reputationsschaden ein erhebliches Problem dar, wenn Anfechtungsklagen in den Medien diskutiert werden.

” Das Konzept der Deutschen Hauptversammlung sucht weltweit seinesgleichen und das aus gutem Grund: Es ist ein Anachronismus. Es ist total aus der Zeit gefallen.“

Kommentar aus der anonymen Umfrage

Die Sorge vor Anfechtungen verschiebt den Fokus vom eigentlichen Sinn der Hauptversammlung, einer konstruktiven Debatte zwischen der Unternehmensleitung und den Aktionären, hin zur Durchführung einer möglichst anfechtungssicheren Hauptversammlung. Das Ergebnis ist eine äußerst formalistische und von Aktionären oft als sehr unattraktiv empfundene Veranstaltung mit dem Charme eines Notartermins. Dies wird zusätzlich durch missbräuchliche Verhaltensweisen von einzelnen Aktionären geschürt. Immer wieder versuchen diese, Fehler in der Hauptversammlung zu provozieren. Am bekanntesten sind die sogenannten räuberischen Berufskläger, die beispielsweise nach Klageerhebung im Rahmen eines Vergleichs einen finanziellen Nutzen herauschlagen wollen. Aber auch Verhaltensweisen, die nichts mit den Gegenständen der Hauptversammlung zu tun haben und nur der Selbstdarstellung des Aktionärs dienen, verhindern eine attraktive Hauptversammlung.

In mehreren Reformschritten, von der Einführung bis zur späteren Schärfung des Freigabeverfahrens für bestimmte eintragungsbedürftige Maßnahmen, hat der Gesetzgeber versucht,

dem Interesse der Gesellschaften an zügigen und rechtsbeständigen Entscheidungen unter Wahrung der Aktionärsrechte gerecht zu werden. Damit ist es gelungen, Berufskläger zurückzudrängen – die Auswirkungen des Beschlussmängelrechts auf die Durchführung der Hauptversammlungen sind jedoch geblieben. Bei der Durchführung der Hauptversammlung wird nach wie vor penibel darauf geachtet, dass nicht einmal der Anschein eines Ansatzpunktes für eine Anfechtungsklage entsteht. Die Hauptversammlung ist dadurch von der stundenlangen Verlesung juristisch vorab geprüfter Antworten auf Aktionärsfragen geprägt.

Wir haben die Teilnehmer der Umfrage gefragt, in welchen Bereichen sie den größten Reformbedarf im Aktienrecht sehen. Die große Mehrheit nannte das Beschlussmängelrecht und dies oft in Zusammenhang mit dem Auskunftsrecht.

Auch alle Interviewpartner bestätigen den dringenden Reformbedarf des Beschlussmängelrechts. Als Grund wird mehrfach das Verhalten einzelner Aktionäre während der Hauptversammlung genannt, die das Forum nutzen, um sich mit Themen fern von Tagesordnungspunkten zu exponieren. Die interviewten Unternehmensvertreter wünschen sich in solchen Fällen ein Einschreiten des Versammlungsleiters und eine Straffung der Hauptversammlung. Sie verweisen allerdings auf die Zurückhaltung der Versammlungsleiter aufgrund des Beschlussmängelrechts. Das Stärken der Versammlungsleiter und das Ermöglichen einer offeneren Debatte ist aus dieser Perspektive ein wichtiger Ansatzpunkt für Reformen. Die Investoren unter den Gesprächspartnern sehen den positiven Auswirkungen auf die Hauptversammlung durch eine Reform mit weniger Euphorie entgegen.

„Unanfechtbar zu bleiben, erfordert extreme Klimmzüge. Ausländische Investoren oder auch Aufsichtsratsmitglieder, die neu in den Aufsichtsrat gewählt wurden, fassen sich schon an den Kopf, wenn sie anfangen, das deutsche Beschlussmängelrecht zu verstehen.“

Gabriel Harnier, General Counsel, SAP SE

Es stellt sich nun die Frage, wo eine Reform des Beschlussmängelrechts ansetzen sollte. Wir haben die verschiedenen Ansätze näher untersucht.

Nachschärfen des Auskunftsrechts

Am deutlichsten wird der Reformbedarf im Auskunftsrecht gesehen. Hier sprechen sich unabhängig von der Größe des Unternehmens die Befragten klar dafür aus, eine Anfechtung künftig nur bei besonders schweren Fehlern bei der Auskunftserteilung zu ermöglichen. Teilnehmer mit Börsennotierung im DAX 40 oder MDAX teilen diese Auffassung nahezu ausnahmslos.

Flexibilisieren der Rechtsfolge

68 Prozent der Befragten halten eine Einschränkung der Rechtsfolgen im Beschlussmängelrecht für erforderlich. Derzeit kennt das Anfechtungsrecht nur die rückwirkende Nichtigkeit von Beschlüssen der Hauptversammlung. Wird zum Beispiel die Wahl eines Aufsichtsratsmitglieds erfolgreich angefochten, stehen grundsätzlich auch alle bis zur finalen Gerichtsentcheidung getroffenen Beschlüsse des Aufsichtsrats in Frage. Zu dieser Rechtsunsicherheit käme es nicht, wenn der HV-Beschluss im Fall einer erfolgreichen Klage nicht rückwirkend nichtig, sondern nur mit Wirkung für die Zukunft unwirksam würde.

Bei der Detailauswertung fällt besonders eine Korrelation zwischen der Befürwortung der Maßnahme und der Unternehmensgröße ins Auge. So sprechen sich bei den DAX 40-Unternehmen weit überdurchschnittliche 87 Prozent für eine Modifizierung der harten Rechtsfolgen aus. Dies verwundert nicht, da diese Unternehmen besonders im Brennglas der Öffentlichkeit stehen, was die Wahrscheinlichkeit des Missbrauchs von Aktionärsrechten erhöht.

Doch was wäre die Konsequenz, wenn eine Reform des Beschlussmängelrechts zu einer Flexibilisierung der aktuell überschießenden Rechtsfolgen führen würde? Wir haben die Unternehmen gefragt, wie sie zu folgender Aussage stehen:

„Das Beschlussmängelrecht in seiner jetzigen Form ermöglicht Missbrauch durch einige wenige Partikularinteressen. Hauptversammlungen sind deshalb oft formaljuristische Pflichtveranstaltungen, dabei wäre ein lebendiger Dialog zwischen Unternehmen und ihren Aktionären so wichtig. Dass beide Seiten voneinander lernen und profitieren können, zeigen Formate wie zum Beispiel Roadshows oder Investorentage. In diese Richtung sollten sich zeitgemäße Hauptversammlungen entwickeln.“

Clara C. Streit, Vorsitzende der
Regierungskommission Deutscher
Corporate Governance Kodex

Stimmen Sie der folgenden Aussage zu?

„Die überschießenden Rechtsfolgen unseres Beschlussmängelrechts sind der Kern und der Ausgangspunkt für eine Vielzahl von praktischen Problemen. Wenn das Problem des Beschlussmängelrechts erst einmal vernünftig gelöst ist, werden sich viele (vermeintliche) Folgeprobleme reduzieren wie etwa ein übertriebener Formalismus, die Angst auch vor nur kleinen Fehlern oder die Zurückhaltung, Maßnahmen freiwillig in die Hauptversammlung zu geben. Insgesamt würde die Hauptversammlung als Format für den Investorendialog gewinnen.“

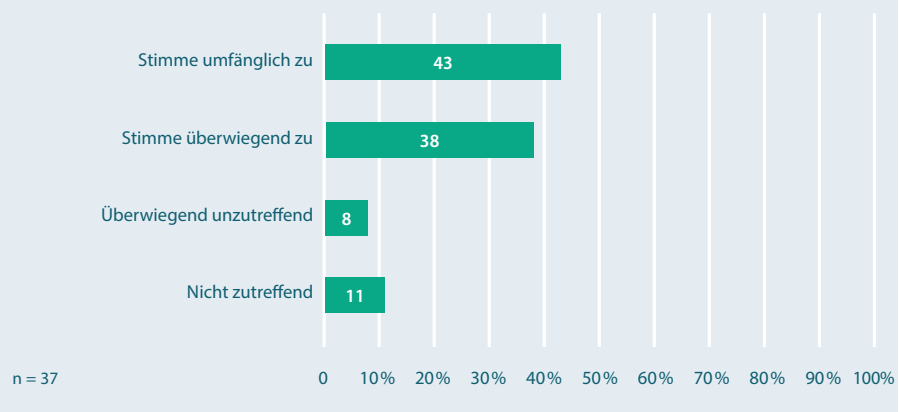


Abbildung 2: Reform des Beschlussmängelrechts als Gewinn für den Investorendialog

Über 80 Prozent der Umfrageteilnehmer identifizieren die überschießenden Rechtsfolgen im Beschlussmängelrecht als Kernproblem und glauben, dass durch eine Reform der Investorendialog attraktiver werden kann (siehe Abbildung 2). In den Experteninterviews teilen die Unternehmensvertreter diese Auffassung. Anlegervertreter zeigen sich abermals verhaltener.

Einschränken der Anfechtungs- und Nichtigkeitsgründe

Mehr als 60 Prozent der befragten Unternehmen halten eine Einschränkung der Anfechtungs- und Nichtigkeitsgründe für erforderlich. Bei den DAX 40-Unternehmen fordern dies sogar 93 Prozent.

Modifizierung des Freigabeverfahrens

Das Freigabeverfahren nach § 246a AktG ermöglicht einer Gesellschaft als gerichtliches Eilverfahren, die Rechtsfolge der Nichtigkeit des HV-Beschlusses zu reduzieren. Das Verfahren soll die Eintragung eines Hauptversammlungsbeschlusses im Handelsregister ermöglichen, auch wenn gegen den Beschluss eine Anfechtungsklage erhoben wurde. So soll der Missbrauch von Anfechtungsklagen durch räuberische Aktionäre über die gerichtliche Feststellung, dass eine Anfechtungsklage der Eintragung ins Handelsregister nicht entgegensteht, reduziert werden. Das Freigabeverfahren hat sich bewährt und wird in den Interviews auch von Anlegerseite als sehr wichtig gesehen.

Den Anwendungsbereich aber sehen die Umfrageteilnehmer als zu eng. Sie haben sich für die Erweiterung der Anwendungsfälle des Freigabeverfahrens ausgesprochen, darunter abermals 93 Prozent der Teilnehmer aus dem DAX 40.

In den Experteninterviews wird eine Änderung des Freigabeverfahrens als komplexe Herausforderung gesehen. Beispielsweise halten Vertreter aus der Wissenschaft eine Nachschärfung der Abwägungsentscheidung des Gerichts für richtig, während sich Anlegervertreter gegenüber einer Änderung des Freigabeverfahrens zurückhaltender positionieren. Die Ausweitung des Minderheitenschutzes wird von der Anlegerseite grundsätzlich begrüßt, aber auch die Sorge geäußert, dass ein Freigabeverfahren keinen ausreichenden Schutz vor missbräuchlichen Klagen mehr bieten könnte. Auch Unternehmensvertreter sehen im Freigabeverfahren den wichtigsten Schutz gegen die gravierendsten Auswirkungen einer missbräuchlichen Klage. Dieses Stimmungsbild spiegelt Erfahrungen der Vergangenheit wider, das Freigabeverfahren angemessen auszugestalten – gleich zwei Gesetzgebungsverfahren waren notwendig, um die Gefahr missbräuchlicher Klagen zu verringern.

Bei der Abwägungsentscheidung des Gerichts im Rahmen des Freigabeverfahrens halten 78 Prozent der befragten Unternehmen es für wichtig, die Höhe der Beteiligung der klagenden Aktionäre bei der Abwägung des Gerichts angemessen zu berücksichtigen. Bei den Unternehmen im DAX 40 oder MDAX sind es über 90 Prozent.

2.2 Aktionärskommunikation rund um die Hauptversammlung verbessern

Spätestens seit Einführung der virtuellen Hauptversammlung ist zum Thema Aktionärskommunikation eine neue Diskussion entbrannt. Nicht nur zum besten Format für die Hauptversammlung – also in Präsenz, virtuell oder hybrid – gibt es ein breites Meinungsspektrum. Unterschiedliche Ansichten werden auch zu Form und Umfang der Kommunikation mit den Aktionären im Vorfeld sowie zu den formalen Kommunikationsregeln während der Hauptversammlung vertreten. Unsere Ergebnisse spiegeln dieses Spektrum wider.

„Reformbedarf sehe ich bei der Vielzahl von Formalien. Beginnend mit der Einladung, den auszulegenden bzw. zugänglich zu machenden Unterlagen, der Präsenzermittlung und der Ergebnisverkündung. Man kann da nur Fehler machen und der Mehrwert dieser Formalien liegt bei „Null“. Die ganze Welt macht es schneller, billiger und effizienter.“

Kommentar aus der anonymen Umfrage

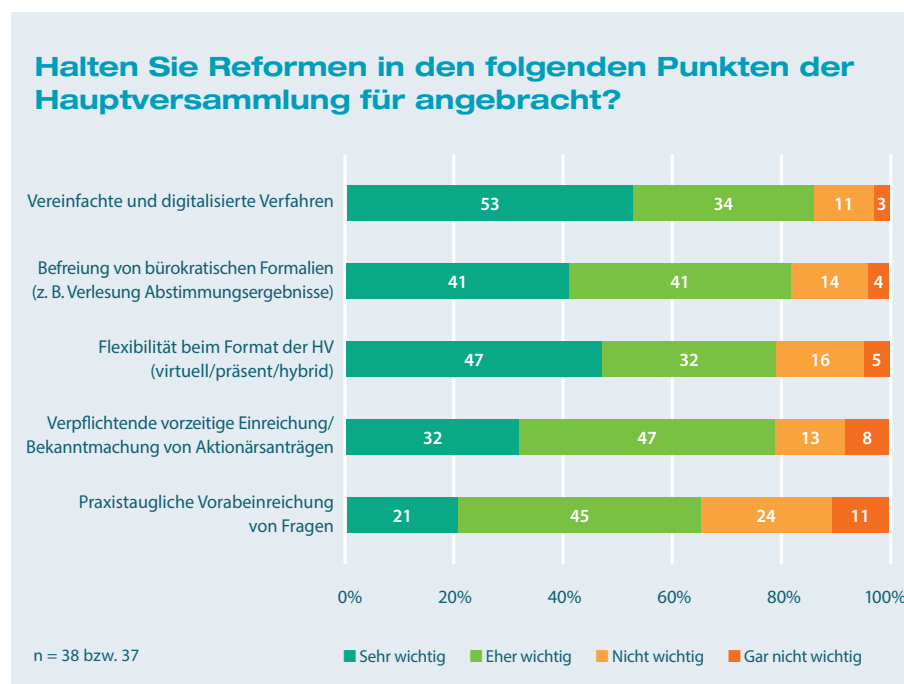


Abbildung 3: Weiterer Reformbedarf bei der Hauptversammlung

Die große Mehrheit der Umfrageteilnehmer hält Reformen der Aktionärskommunikation in der Hauptversammlung für sehr wichtig oder eher wichtig (siehe Abbildung 3). Dazu gehören sowohl die Digitalisierung als auch die Vereinfachung der Hauptversammlungsverfahren, da die Einberufung, Abstimmung und Informationsbereitstellung bisher noch viel Papieraufwand bedeutet. Ebenfalls wichtig ist den Umfrageteilnehmern die Befreiung von bürokratischen Formalien (wie zum Beispiel das Verlesen detaillierter Abstimmungsergebnisse, falls ein Aktionär darauf besteht) und die Möglichkeit, flexibel über das Format der Hauptversammlung entscheiden zu können. Aktuell müssen Unternehmen in ihrer Satzung eine Ermächtigungsgrundlage für den Vorstand vorsehen, wenn sie virtuelle Hauptversammlungen abhalten wollen. Diese gilt längstens für fünf Jahre und ist vor Fristablauf der Hauptversammlung erneut zur Abstimmung vorzulegen.

Ebenfalls begrüßen die Umfrageteilnehmer den Vorschlag, die vorzeitige Einreichung und Bekanntmachung von Aktionärsanträgen verpflichtend zu machen. Nach derzeitiger Rechtslage ist ein Unternehmen verpflichtet, ordnungsgemäße Anträge, die 14 Tage vor dem Tag der Hauptversammlung eingereicht werden, auf der Webseite zu veröffentlichen. Aber auch während der Hauptversammlung können Aktionäre Anträge stellen. Da gerade institutionelle Investoren in der Regel im Vorfeld abstimmen und der überwiegende Teil der Aktionäre nicht an der Hauptversammlung teilnimmt, entscheiden in der Regel nur fünf bis zehn Prozent der anwesenden Aktionäre über ad hoc gestellte Anträge. Eine bessere Informationsgrundlage aller Aktionäre hingegen erhöht die Qualität der Beschlüsse und vermeidet Zufallsmehrheiten in der Hauptversammlung bei schlechter Teilnahmequote.

Mehrheitlich begrüßt wird eine praxistaugliche Ausgestaltung der Vorabereinreichung von Fragen, auch wenn sie für 34 Prozent der Umfrageteilnehmer keine Priorität darstellt. Eine Vorabereinreichung kann den Tag der Hauptversammlung entlasten. Die gewonnene Zeit kommt der Beantwortung zugute und Unterbrechungen der Hauptversammlung können vermieden werden. Zudem können die Antworten thematisch sortiert werden. Im Rahmen der Interviews wurde deutlich, dass eine Vorabereinreichung insbesondere wegen der bei virtuellen Hauptversammlungen verpflichtenden Beantwortung vor dem Tag der Hauptversammlung bislang weder von Investoren noch von den Gesellschaften breit angenommen wurde. Ein Unternehmen, das sich für die Vorabereinreichung von Fragen entschieden hatte, sammelte damit eher negative Erfahrungen. Eine konsequent durchdachte Ausgestaltung des Instruments könnte sich dennoch positiv auswirken, um Zeit für die Beantwortung der Fragen zu gewinnen und den Ablauf der Hauptversammlung zu optimieren.

Weiterhin wurden die Umfrageteilnehmer zu Mitspracherechten von Aktionären bei wichtigen Entscheidungen, etwa bei bedeutenden M&A-Transaktionen, befragt. Mit Blick auf den oben bereits diskutierten Reformbedarf beim Beschlussmängelrecht wird eine etwaige Entscheidungseinbindung der Aktionäre über die Hauptversammlung häufig als Transaktionsrisiko wahrgenommen, weshalb gesetzlich nicht zwingend erforderliche Vorlagen an die Hauptversammlung in der Praxis selten sind. Vor diesem Hintergrund haben wir die folgende Frage gestellt: Wenn eine Reform des Beschlussmängelrechts dazu führt, dass das Transaktionsrisiko für Beschlussvorlagen in der Hauptversammlung deutlich reduziert wird, fällt es Unternehmen dann leichter, freiwillig besonders wichtige Transaktionen den Aktionären zur Entscheidung vorzulegen?

Gerade einmal 37 Prozent der Umfrageteilnehmer halten diese Aussage für vollumfänglich oder überwiegend zutreffend, während 26 Prozent der Umfrageteilnehmer sie als unzutreffend und weitere 37 Prozent als eher unzutreffend bewerten. Eine Mehrheit sieht die vom Gesetz vorgesehene Kompetenzverteilung zwischen Hauptversammlung und Management also für sachgerecht an, und zwar losgelöst davon, ob eine HV-Befassung mit Transaktionsrisiken verbunden ist.

„Mit Blick auf die zeitliche Durchführung einer Hauptversammlung: Alles, was man vorher erledigen kann, sollte man doch vorher erledigen, um dann in der Diskussion in der Hauptversammlung selbst für eine wertigere Diskussion Zeit zu haben. Daher kann ich nicht nachvollziehen, warum die von uns und einigen anderen Unternehmen in 2023 angebotene Möglichkeit, bereits vor der Hauptversammlung Fragen einzureichen und Antworten zu bekommen, so kritisch gesehen wurde. Wir haben es dann im folgenden Jahr gelassen.“

Dr. Stephan Zilles,
General Counsel, Lufthansa Group

Als aufschlussreich erweisen sich auch Kommentare, die Umfrageteilnehmer in freien Textfeldern zum Reformbedarf bei Hauptversammlung und Aktionärskommunikation hinterlassen haben. Hier werden unter anderem folgende Aspekte genannt:

- Einführung einer Mindestanzahl gehaltener Aktien für Wortmeldungen auf der Hauptversammlung
- Beschränken des Fragerechts einzelner Aktionäre auf einen angemessenen Umfang von fünf bis zehn Fragen
- Zulassen von Redebeiträgen (auch der Verwaltung) in englischer Sprache ohne Simultanübersetzung
- Klarere Ausgestaltung des Auskunftsrechts nach § 131 Absatz 1 AktG
- Verpflichtende elektronische Kommunikation mit Blick auf die hohen Kosten des postalischen Versands
- Abschaffen der (nur scheinbar) aktionärsschützenden Informationen in der Einladung
- Abschaffen der Verlesung der Abstimmungsergebnisse in Langform

In den Experteninterviews ergibt sich ein differenziertes Bild, das abermals von der Funktion der Gesprächspartner abhängt. Institutionelle Anleger fühlen sich zwar gut informiert und weisen auf die in den vergangenen Jahren deutlich erhöhte Professionalisierung der Investor Relations-Abteilungen großer AGs hin. Dennoch wünschen sie sich zum Teil mehr Mitspracherechte. So wird explizit gefordert, Aktionäre bei bedeutenden Transaktionen mitentscheiden zu lassen, auch wenn diese nach dem Gesetz nicht in die Kompetenz der Hauptversammlung fallen. Als Grund wird genannt, dass eine Zustimmung der Aktionäre vor bedeutenden Übernahmen grundsätzlich im Interesse der Unternehmen liegen müsse. Darüber hinaus wünschen institutionelle Investoren noch stärkere Mitspracherechte im Sinne eigener Gestaltungsrechte der Aktionäre, beispielsweise bei der Vergütung der Vorstandsmitglieder bzw. der Say-on-Pay-Abstimmung über die Vergütungspolitik und -praxis des Unternehmens. Weiterhin wird die stärkere Einbeziehung der Aktionäre bei Nachhaltigkeitsthemen gefordert.

Unternehmensvertreter weisen sowohl bei der Frage nach Transaktionen als auch anderen strategischen Themen in der Hauptversammlung auf das bestehende Kompetenzgefüge hin, in das nicht zu sehr einseitig eingegriffen werden sollte. Insbesondere sollte die Rolle des (gegebenenfalls mitbestimmten) Aufsichtsrats nicht geschwächt werden, da dieser seiner Überwachungsaufgabe sonst nicht mehr überzeugend nachkommen könne.

2.3 Stimmrechtsberater: Dialogbereitschaft verbessern

Marktteilnehmer diskutieren die Rolle von Stimmrechtsberatern (Proxy Advisors) aktuell mehr denn je. Dies ist zum einen dadurch bedingt, dass die Europäische Kommission die europäische Aktionärsrechterichtlinie überprüfen und dabei auch das Thema Stimmrechtsberater beleuchten wird. Zum anderen sind Stimmrechtsberater durch die US-Politik selbst vor große Herausforderungen gestellt und müssen ihre bisherige Vorgehensweise bei der Entwicklung von Abstimmungsrichtlinien verteidigen. Ihnen wird unter anderem vor-

geworfen, bei der Einbettung von Nachhaltigkeitszielen nicht im finanziellen Sinne ihrer Kunden, den Investoren, zu handeln. Der in den USA ansässige Proxy Advisor Glass Lewis hat im Oktober 2025 bereits angekündigt, ab dem Jahr 2027 allgemeine Abstimmungsrichtlinien nicht mehr veröffentlichen zu wollen.

Stimmrechtsberater sind spezialisierte Dienstleistungsunternehmen, die institutionellen Investoren Empfehlungen für die Ausübung ihrer Stimmrechte auf Hauptversammlungen börsennotierter Gesellschaften geben. Dazu veröffentlichen sie zunächst jährlich aktualisierte Abstimmungsrichtlinien, die sie ihren einzelnen Empfehlungen zu Grunde legen.

Proxy Advisors spielen eine wichtige Rolle, da ihre Abstimmungsempfehlungen für die Hauptversammlungen einzelner Portfoliounternehmen zu erhöhten Abstimmungsquoten und Beteiligungen internationaler und institutioneller Investoren bei deutschen Hauptversammlungen geführt haben. Zudem vermitteln sowohl ihre Abstimmungsrichtlinien als auch ihre tatsächlichen Empfehlungen bereits vor der tatsächlichen Hauptversammlung ein Stimmungsbild zur Wahrnehmung der Tagesordnung.

Transparenzvorgaben für Stimmrechtsberater haben deshalb über die zweite europäische Aktionärsrechterichtlinie Eingang ins Aktiengesetz gefunden. Doch die Abstimmungsrichtlinien und -empfehlungen gehen mitunter über die Anforderungen des Aktiengesetzes und/oder des Deutschen Corporate Governance Kodex hinaus. Um stabile Abstimmungsergebnisse zu erreichen, folgen die Unternehmen im Zweifel den strengerer Vorgaben der Stimmrechtsberater trotz geringerer gesetzlicher Anforderungen. Oder sie gehen aufwändig in den direkten Austausch mit Investoren, um ihre Abweichung von den Empfehlungen zu erläutern. Die Ergebnisse der Umfrage zeigen, dass Kritik am großen Einfluss der Stimmrechtsberater Teil der aktuellen Debatte bleibt.

„De facto kann im deutschen Aktiengesetz stehen was will – entscheidend ist allein, was die Stimmrechtsberater für richtig halten. Das Thema Kapitalerhöhungen veranschaulicht das sehr schön. Gleiches gilt für die Unabhängigkeit von Aufsichtsratsmitgliedern. [...]“

Kommentar aus der anonymen Umfrage

Rolle und Bedeutung von Stimmrechtsberatern

Wir haben sowohl in der Umfrage als auch in unseren Interviews nach der Rolle und Bedeutung von Stimmrechtsberatern insbesondere im Kontext der Hauptversammlungsthemen gefragt.

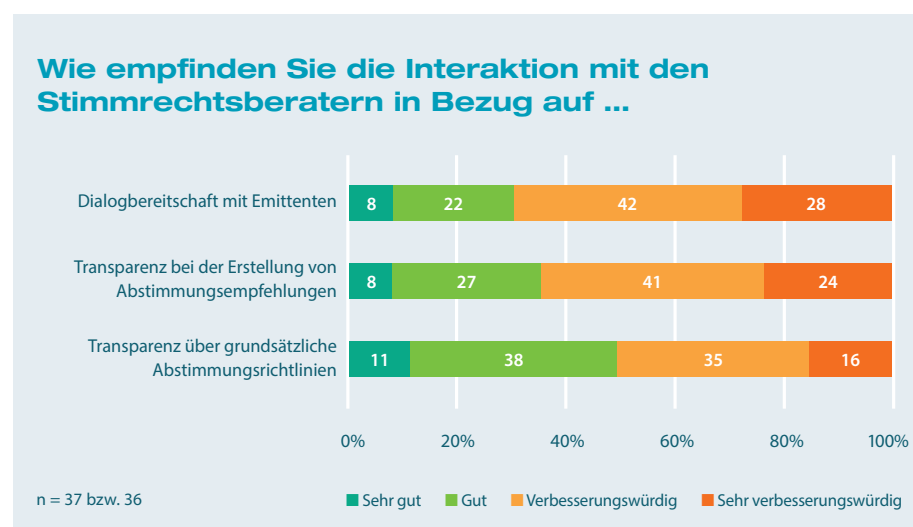


Abbildung 4: Interaktion mit Stimmrechtsberatern

Abbildung 4 zeigt, dass 70 Prozent der Umfrageteilnehmer die Dialogbereitschaft der Stimmrechtsberater mit den Emittenten als (sehr) verbesserungswürdig empfinden. 65 Prozent wünschen sich mehr Transparenz bei der Erstellung von Abstimmungsempfehlungen. Immerhin sind beinahe 50 Prozent mit der Transparenz bei den Abstimmungsrichtlinien zufrieden.

Im Detail sind wir der Frage nachgegangen, welche Themen die Teilnehmer in Bezug auf die Zusammenarbeit mit Stimmrechtsberatern für besonders wichtig und reformbedürftig halten. Hier werden uneinheitliche und überschießende Anforderungen an die Corporate Governance genannt, die teilweise mit dem dualistischen System in Deutschland schwer in Einklang zu bringen sind. Explizit erwähnt wird auch das Zustimmungsverhalten zum virtuellen Hauptversammlungsformat und zu Unabhängigkeitsfragen bei Aufsichtsratswahlen. Letztlich wünschen sich die Befragten mehr Transparenz, auf welcher Grundlage die Stimmrechtsberater Richtlinien zu ihren Abstimmungsempfehlungen entwerfen, da diese kaum auf die besondere Situation der jeweiligen Unternehmen zugeschnitten seien.

Die in den Interviews befragten Experten ergänzen die Wahrnehmung dahingehend, dass es nur zwei große Stimmrechtsberater mit dementsprechend starker Machtposition gibt. Allerdings werden Unterschiede sichtbar, die sich aus den jeweiligen Rollen ergeben: Institutionelle Investoren nutzen Empfehlungen der Stimmrechtsberater als Informationsgrundlage, legen aber Wert auf eigene Abstimmungsentscheidungen, die nicht immer den Empfehlungen entsprechen. Investmentbanker kritisieren deutlich, dass gesetzgeberische Änderungen nicht wie gewünscht genutzt werden können. So prallen deutsches Recht und internationale Investorenstandards etwa bei der Ausweitung des erleichterten Bezugsrechtsausschlusses von 10 Prozent auf 20 Prozent aufeinander, weil sich einzelne Stimmrechtsberater in ihren Empfehlungen gegen die Ausnutzung der gesetzlichen Vorgabe aussprechen. Ein Großteil der Unternehmensvertreter kritisiert wiederum das Überschreiten von Gesetzes- und Kodexanforderungen in den Richtlinien der Stimmrechtsberater und bemängelt die Transparenz beim Zustandekommen von Abstimmungsempfehlungen, die nicht in Gänze nachvollziehbar seien.

Lob erhalten die Proxy Advisors für den im Großen und Ganzen verbesserten Dialog, auch wenn die Kontaktaufnahme für kleinere Unternehmen weiterhin schwierig bleibt. Unternehmensseitig dominiert der Wunsch nach mehr Zeit für die Rückmeldung auf eine etwaige Vorabmitteilung der individuellen Abstimmungsempfehlung sowie nach mehr Einzelfallbetrachtungen, etwa bei der Besetzung des Aufsichtsratsvorsitzenden oder der Vorstandsvergütung.

In Summe zeigt sich ein komplexes Lagebild im Umgang mit Stimmrechtsberatern, die keine eindeutige Forderung nach einem Eingreifen des Gesetzgebers begründet. Sinnvoll erscheint ein punktuelles Nachschärfen bei der Offenlegung von Interessenkonflikten, dem Weg zu einer weiter verbesserten Kommunikation mit Unternehmen sowie der Schaffung zusätzlicher Möglichkeiten zur Korrektur faktischer Fehler in Abstimmungsempfehlungen. Auch sollten Stimmrechtsberater im Rahmen gesetzlicher Regelungen und deren vorgesehener Freiräume arbeiten, statt weit darüber hinausgehende Anforderungen zu stellen.

Letztlich steht das Thema auf der Agenda der Europäischen Kommission. Hier wird sich zeigen, wie der europäische Markt insgesamt die Regulierungsbedürftigkeit von Stimmrechtsberatern einschätzt und ob eine Übereinkunft bei Anforderungen in Reichweite rückt, die kritische Punkte entschärfen kann. Auch die eingangs dargestellte Entwicklung in den USA und die damit vermutlich einhergehenden Änderungen des Vorgehens bei Abstimmungsrichtlinien der Proxy Advisors sprechen dafür, dass eine konkrete Reformempfehlung noch nicht angezeigt ist.

2.4 Empfehlungen: Modernisierung der Hauptversammlung

Beschlussmängelrecht sollte kein Investitionshemmnis sein

Im Beschlussmängelrecht wird der dringendste Reformbedarf des Aktiengesetzes gesehen. Betroffen sind Unternehmen in jeder Phase ihres Geschäftsbetriebs. Unternehmen, die in der Öffentlichkeit stehen und einen sehr großen Aktionärskreis haben, spüren die Auswirkungen des strengen deutschen Beschlussmängelrechts am stärksten.

Auskunftserteilung nachschärfen

Bei einer Beschlussmängelrechtsreform wird als besonders dringlich eine Nachschärfung bei der Auskunftserteilung gesehen. Der Gesetzgeber sollte zumindest klarstellen, dass das Kriterium der Wesentlichkeit gemäß § 243 Absatz 4 Satz 1 AktG nicht auf eine bloße Relevanz zu reduzieren ist. Es dürfen nur wirklich wesentliche, also schwere Fehler bei der Auskunftserteilung zur Anfechtung führen. Zudem plädieren viele Teilnehmer und Interviewpartner dafür, bei der Beantwortung von erst in der Hauptversammlung gestellten Fragen die Anfechtungsmöglichkeit auf vorsätzlich falsche Antworten zu begrenzen, wenn das Unternehmen die Vorabereinreichung ermöglicht hat.

Freigabeverfahren optimieren

Das Freigabeverfahren hat sich bewährt und ist das wichtigste Instrument zur Eindämmung von missbräuchlichen Klagen. Das Verfahren sollte deshalb für alle und nicht nur ausgewählte eintragungspflichtige Beschlüsse anwendbar sein.

Wir halten darüber hinaus eine Optimierung des Verfahrens für sinnvoll. Das Drohpotenzial der Berufskläger korreliert mit der Dauer des Verfahrens, daher sollten die Klagefrist und die Länge des Freigabeverfahrens gekürzt werden. Darüber hinaus kann eine Beschleunigung oft dadurch erreicht werden, dass die Entscheidung nach Aktenlage zum Grundsatz wird. Bei entsprechender Begründung des Klägers kann hiervon abgewichen werden.

Eine inhaltliche Änderung des Freigabeverfahrens erscheint komplex und wäre mit Bedacht durchzuführen. Insbesondere wäre sicherzustellen, dass der Schutz vor missbräuchlichen Klagen nicht unter das jetzige Niveau sinkt.

Rückwirkende Nichtigkeit von Beschlüssen überarbeiten

Das Alles oder Nichts-Prinzip der rückwirkenden Nichtigkeit von Hauptversammlungsbeschlüssen bei erfolgreicher Anfechtungsklage ist weit überschießend. Die Anfechtbarkeit sollte eingegrenzt und die Rechtsfolgen flexibilisiert werden. Insbesondere bei der Wahl eines Aufsichtsratsmitglieds oder eines Prüfers sollte die Rechtsfolge einer erfolgreichen Anfechtung nicht die rückwirkende Nichtigkeit sein.

Nichtigkeitsgründe auf Kernbestand reduzieren

Die Nichtigkeitsgründe sollten auf den Kernbestand reduziert werden, da beispielsweise schlichte offensichtliche Tippfehler in der Einberufung per se keine schweren Mängel sind. Insbesondere bei bestimmten bloßen Form- und Protokollfehlern ist die generelle Nichtigkeit gemäß § 241 Nr. 1, 2 AktG zu weitgehend. Bagatelverstöße sind ebenso aus dem Katalog der Nichtigkeitstatbestände zu streichen wie solche, bei denen Interessen von Gläubigern oder der Öffentlichkeit nicht betroffen sind und bei denen es deshalb ausreicht, wenn Aktionäre mit der fristgebundenen Anfechtungsklage vorgehen können.

Weitere Vorschläge haben wir in der Studie „Hauptversammlungen in Deutschland – Sind deutsche Hauptversammlungen attraktiv genug für die Zukunft?“ vorgestellt.⁴

Zur Aktionärskommunikation rund um die Hauptversammlung schlagen wir die folgenden Reformen vor

Aktionärsanträge früher einreichen

Ein besonderer Reformbedarf zeigt sich bei den Aktionärsanträgen. Um die Rechte der anderen Aktionäre zu schützen, einen reibungslosen Ablauf zu gewährleisten und die Gefahr von Zufallsmehrheiten auf der Hauptversammlung zu vermeiden, sollten alle Aktionärsanträge 14 Tage vor dem Tag der Hauptversammlung eingereicht werden. Nur wenn der Aktionär darlegen kann, dass er seinen Antrag nicht vorher einreichen konnte, sollte ein spontaner Antrag auf der Hauptversammlung als Ausnahmefall weiter möglich sein.

Vorabreichung von Fragen für alle Formate ermöglichen

Die Beantwortung von vorab eingereichten Fragen sollte nicht – wie bislang zwingend für das virtuelle Format vorgeschrieben – bereits vor dem Tag der Hauptversammlung erfolgen müssen; vielmehr sollte auch eine Beantwortung in der Hauptversammlung selbst ausreichend sein. Auf diese Weise wird der verbreiteten Kritik Rechnung getragen, dass andernfalls der Informationsgehalt der Hauptversammlung zu stark beschnitten wird. Darüber hinaus sollte immer die Möglichkeit für die Gesellschaft bestehen, eine Vorabreichung von Fragen vorzusehen – also nicht nur bei der virtuellen, sondern auch bei einer Präsenz- oder Hybrid-Hauptversammlung.

Hauptversammlung entbürokratisieren und modernisieren

Die Hauptversammlung selbst sollte von unnötigen bürokratischen Lasten befreit und modernisiert werden. Hierzu zählen die Abschaffung der (nur scheinbar) aktionärsschützenden Informationen in der Einladung oder die Verlesung der Abstimmungsergebnisse in Langform, wenn ein Aktionär darauf besteht. Ebenfalls sollte zur wirksameren Kommunikation und auch im Hinblick auf die Kosten die elektronische Kommunikation verpflichtend werden.

⁴ Abrufbar unter dai.de/detail/hauptversammlungen-in-deutschland-sind-deutsche-hauptversammlungen-attraktiv-genug-fuer-die-zukunft

Wolfgang Blättchen und Uwe Nespethal



Prof. Dr. Wolfgang Blättchen,
Aufsichtsratsvorsitzender
der Pfisterer Holding SE, und
Uwe Nespethal, beide Geschäfts-
führende Gesellschafter und Partner der
Blättchen Financial Advisory GmbH, sehen
die größten Herausforderungen für bör-
sennotierte Unternehmen in Deutschland
bei zu viel Bürokratie, einem zu starren
Aktienrecht, mangelnder Flexibilität bei
Kapitalmaßnahmen und einer inadäquaten
Investorenbasis im Inland.

**Frage: Warum haben Sie sich bei der Pfisterer
Holding für die Rechtsform der Europäischen
Aktiengesellschaft SE entschieden?**

Blättchen: Wir haben einen Wechsel zur N.V. erwo-
gen. Jedoch war die Umwandlung in ein ausländi-
sches Vehikel zu diesem Zeitpunkt formal sehr
anspruchsvoll. Obwohl Themen wie Mitbestim-
mung oder eine flexiblere Kapitalaufnahme für die
N.V. gesprochen hätten, war in unserem speziellen
Fall die SE praktikabler. Unsere Ausgangslage war
bereits eine AG.

**Welche Rolle spielten Mitbestimmung und Aufsichts-
ratsgröße bei Ihrer Entscheidung?**

Blättchen: Die Mitbestimmung im Aufsichtsrat ist ein deut-
sches Unikum und für viele Unternehmen ein Hemmnis.
Wir halten Mitbestimmung als solche nicht für falsch, aber
eine Mitbestimmung mit deutschen Arbeitnehmervertre-
tern im Aufsichtsrat ist insbesondere für wachstumsorien-
tierte oder internationale Unternehmen nicht immer sinn-
voll. Große Aufsichtsräte sehen wir als problematisch, kleine
Gremien dagegen als arbeitsfähiger und effizienter. Ein ins-
titutioneller ausländischer Investor versteht nicht, warum er
nur zwei Drittel oder sogar nur die Hälfte des Aufsichtsrates
wählen kann.

**Pfisterer hat für seinen Börsengang das Segment
Scale im Freiverkehr gewählt. Wie kam es dazu?**

Nespethal: Die Entscheidung fiel auf Scale, weil im re-
gulierten Markt zu viel Bürokratie und Überregulie-
rung herrschen. Unser Fokus liegt auf Transparenz, klarer
Corporate Governance und guter Kommunikation mit
Investoren, nicht auf formaler Erfüllung von Kodizes.
Investoren gehen dorthin, wo sie verlässliche, schnelle
Informationen und nachvollziehbare Strukturen bekom-
men, unabhängig davon, in welchem gesetzlichen Börsen-
segment der Emittent notiert. Das zeigt die interna-
tionale Investorenschaft von Pfisterer, in der sich auch
große Investoren wie Blackrock, Janus Henderson oder
Invesco finden.

Wie schätzen Sie die Wirksamkeit von Scale als Wachstumssegment ein?

Nespethal: Die Grundidee von Scale mit weniger Regularien, Liquiditätsbereitstellung durch Designated Sponsors und damit einer Förderung kleinerer Unternehmen ist richtig. Allerdings bleibt das Segment hinter anderen europäischen Wachstumssegmenten wie etwa in Schweden zurück. Für den nachhaltigen Erfolg fehlen in Deutschland Investoren aus einer kapitalgedeckten Altersvorsorge.

Und wie beurteilen Sie die Investorenstruktur beim Börsengang im Allgemeinen und im Freiverkehr im Besonderen?

Blättchen: Institutionelle Investoren und Privatanleger in Deutschland investieren kaum in kleine und mittlere börsennotierte Unternehmen. Im Bookbuilding machten deutsche Anleger bei Pfisterer knapp 20 Prozent aus. Der Rest waren internationale, oftmals spezialisierte und wachstumsorientierte Investoren sowie Family Offices. Das Freiverkehrssegment braucht mehr Aufmerksamkeit und eine bessere inländische Investorenbasis.

Im deutschen Aktienrecht werden strukturelle Schwächen und hohe gesetzliche Hürden beklagt. Wo sehen Sie den größten Reformbedarf?

Nespethal: Zentrale Probleme sehe ich bei starren Regeln für Kapitalmaßnahmen, etwa dem Bezugsrecht, beim Mindestnennwert der Aktie sowie bei unflexiblen Regelungen für Optionen mit einer vierjährigen Wartezeit. Auch aufwändige und risikoreiche Hauptversammlungen aufgrund des Beschlussmängelrechts sowie der erheblichen administrativen Aufwand insbesondere im regulierten Markt sind ein Hindernis. Viele Kapitalmarktinnovationen

aus den USA, zum Beispiel At-the-Market-Fazilitäten, sind in Deutschland und Europa nur unter erschwerten Bedingungen möglich.

Die deutsche Hauptversammlung gilt im internationalen Vergleich als unattraktiv und langweilig. Teilen Sie diese Auffassung?

Blättchen: Die aufwändigen Antrags- und Fragerechte sowie die Möglichkeit zur Sonderprüfung führen zu verrechtlichten Hauptversammlungen, die auf ausländische Investoren befremdlich wirken. Das Beschlussmängelrecht lädt zu Blockaden und Erpressungen geradezu ein. In anderen Ländern dauern Hauptversammlungen oft weniger als eine Stunde. In Deutschland nehmen sie regelmäßig mindestens einen halben Tag in Anspruch. Wir plädieren für eine Entschlackung, eine Reduktion der Anfechtungsmöglichkeiten und mehr Effizienz.

Auf EU-Ebene wird ein 28. Regime im Gesellschaftsrecht diskutiert, in das Unternehmen freiwillig optieren können. Halten Sie die Hoffnung für berechtigt, auf diesem Weg eine für Unternehmen attraktive Rechtsform zu schaffen?

Blättchen: Ein echter Wettbewerb mit einer europäischen Gesellschaftsform wäre ein wichtiger Hebel, um Druck für eine Reform der AG in Deutschland aufzubauen. Das würde auch den europäischen Kapitalmarkt stärken. Und es hätte den Vorteil, dass sich Unternehmen und Investoren EU-weit nur noch mit einer Rechtsform auseinandersetzen müssten. Zudem könnten vielleicht Kapitalaufbringung und Insolvenzverfahren vereinheitlicht werden. Wir bräuchten dazu noch Kapitalsammelstellen, die höhere Aktienquoten investieren dürfen, um die Vorteile einer Altersvorsorgereform nutzen zu können.

3 Aufsichtsrat

„Wenn die Mitbestimmung (realpolitisch) als gegeben anzusehen ist, so könnte doch bei internationalen Konzernen die Legitimation erhöht werden, wenn nicht nur die deutschen Arbeitnehmer wählen dürfen.“

Kommentar aus der anonymen Umfrage

In der juristischen Diskussion⁵ wird gerade beim Recht des Aufsichtsrats umfangreicher Reformbedarf gesehen. Die paritätisch zu gleichen Teilen mit bis zu je 10 Arbeitgeber- und Arbeitnehmervertretern zu besetzenden Aufsichtsräte fallen im internationalen Vergleich sehr groß aus. Des Weiteren sind die Anforderungen an die Tätigkeit eines Aufsichtsratsmitglieds in den vergangenen 60 Jahren mit der erhöhten Komplexität der zu überwachenden Geschäftstätigkeit von Unternehmen kontinuierlich gestiegen. Aufsichtsräte müssen inzwischen eine Vielzahl neuer Tätigkeitsfelder abdecken, beispielsweise im Zusammenhang mit der Abschlussprüfung, der Entsprechenserklärung zum Deutschen Corporate Governance Kodex, der Festsetzung der Vorstandsvergütung und den Vorgaben zur Geschlechtergerechtigkeit. Neuerdings sind die Prüfung des Nachhaltigkeitsberichts sowie die Einbettung künstlicher Intelligenz in die Unternehmensstrategie als Themengebiete hinzugekommen. Weiterhin stellt sich die Frage, ob die Arbeitnehmerbank nicht international besetzt werden sollte (dies hätte ein aktives und passives Wahlrecht für Mitarbeiter im Ausland zur Folge) oder ob die unternehmerische Arbeitnehmerbeteiligung per Mitbestimmungsvereinbarung nach dem Vorbild der SE bei jedem Unternehmen erfolgen sollte.

3.1 Boardstruktur, Größe und Internationalität

Das Recht des Aufsichtsrats (einschließlich der Arbeitnehmerbeteiligung) halten 62 Prozent der Umfrageteilnehmer für grundsätzlich reformbedürftig. Änderungsbedarf sehen sie insbesondere bei der Beteiligung der internationalen Arbeitnehmer an der Mitbestimmung sowie bei der Größe des Aufsichtsrats. Genannt werden weiterhin der gestiegene Umfang der Aufgaben des Aufsichtsrats und die zunehmend schwierigere Abgrenzung der Aufsichtsratsarbeit zwischen operativer Tätigkeit und Überwachung des Vorstands.

⁵ Verse/Teichmann, Das Recht des Aufsichtsrats, in: Reformbedarf im Aktienrecht, Schriftenreihe der Gesellschaftsrechtlichen Vereinigung (Hrsg.), Band 30, Otto Schmidt 2024, S. 161 ff.; Hommelhoff/Kley/Verse (Hrsg.), Reform des Aufsichtsratsrechts, ZGR Sonderheft, De Gruyter 2021; Hopt/Roth, Aufsichtsratspraxis und Reform des Aufsichtsratsrechts, ZGR 2025, 339 ff.

Auch in den persönlichen Gesprächen wird überwiegend die Reformbedürftigkeit der Regelungen zum Aufsichtsrat betont. Abhängig von ihrer Funktion und ihren persönlichen Erfahrungen haben die befragten Experten nachvollziehbar ein differenziertes Meinungsbild entwickelt. Überwiegende Einigkeit besteht dahingehend, dass sich die Mitwirkung der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat und damit das Mitbestimmungsrecht bewährt habe. So stellt kein Interviewpartner die Mitbestimmungsregeln im Recht des Aufsichtsrats im Sinne der paritätischen Besetzung grundsätzlich in Frage.

Monistische oder dualistische Boardstruktur?

Wir haben die Frage gestellt, ob es ein Wahlrecht zwischen einer monistischen oder dualistischen Boardstruktur geben sollte. Dieses Wahlrecht wurde mit Einführung der SE insofern geschaffen, als die Einführung eines monistischen Systems zum ersten Mal für deutsche Unternehmen möglich war. Obwohl von dieser Regelung in der Praxis (noch) kaum Gebrauch gemacht wird, fragt die juristische Debatte, ob ein Wahlrecht im Rahmen der deutschen AG nicht geschaffen werden sollte. Angriffspunkt ist hier insbesondere die Feststellung der für internationale Investoren schwer nachvollziehbaren typisch deutschen dualistischen Struktur.

Unsere Umfrage zeigt ein klares Unentschieden: 49 Prozent der Teilnehmer sind der Auffassung, dass auch die AG über ein Wahlrecht verfügen sollte – 51 Prozent sehen diese Notwendigkeit nicht. Das Gesamtbild ändert sich nur unwesentlich, wenn zusätzlich die Unternehmensgröße berücksichtigt wird. So wünschen sich die Vertreter der DAX 40- und SDAX-Unternehmen ein Wahlrecht mit knapper Mehrheit, während MDAX-Vertreter und Unternehmen, die in keinem Index notiert sind, ein Wahlrecht eher nicht für erforderlich halten.

Größe des Aufsichtsrats

AGs in Deutschland haben einen 20-köpfigen Aufsichtsrat, wenn sie dem Mitbestimmungsgesetz unterliegen und über 20.000 Arbeitnehmer in Deutschland beschäftigen; immer noch 16 Mitglieder umfasst das Gremium, wenn die Arbeitnehmerzahl die Schwelle von 10.000 übersteigt. Die Größe eines solchen Gremiums ist immer wieder auf Kritik von verschiedenen Stakeholdern gestoßen. Wir sind dieser Kritik nachgegangen.

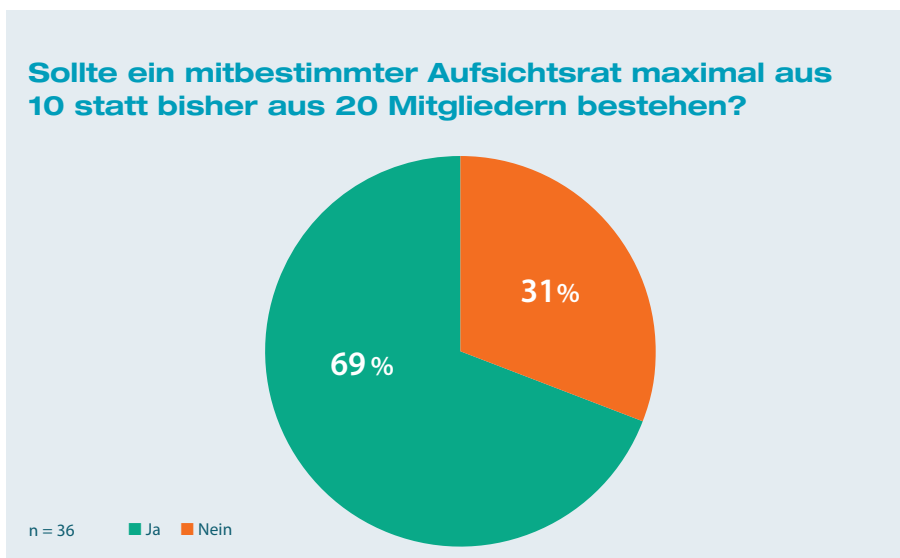


Abbildung 5: Größe des Aufsichtsrats

Das Ergebnis ist eindeutig und spiegelt die bisherige Kritik wider: 69 Prozent der Umfrageteilnehmer geben an, dass ein mitbestimmter Aufsichtsrat zukünftig aus höchstens 10 statt bisher 20 Mitgliedern bestehen sollte. Ein Mehr an Personen wird erkennbar nicht gleichbedeutend gesehen mit einer besseren Kontrolle. Nach den bisherigen gesetzlichen Regelungen dürfen in die Satzung einer AG jedoch nur dann von den gesetzlichen Vorgaben abweichende Regelungen aufgenommen werden, wenn das Gesetz dies ausdrücklich zulässt. Dies ist bei der Größe des Aufsichtsrats sowie bei den Regelungen zur Wahl der Aufsichtsratsmitglieder bislang nicht der Fall. Ein Abweichen vom gesetzlichen Rahmen bei der Zahl der Aufsichtsratsmitglieder wurde deshalb als Beispiel für die mögliche Flexibilisierung der sogenannten Satzungsstrenge genannt, auch wenn die Satzungsstrenge von ebenfalls 69 Prozent der Teilnehmer eine grundsätzliche Unterstützung erfährt. Eine gesetzliche Grundlage könnte hier lauten, Unternehmen ab einer gewissen Arbeitnehmerzahl freizustellen, die Größe des Aufsichtsrats im Bereich von 10 bis 20 Mitgliedern in der Satzung festzulegen.

„Die im Mitbestimmungsgesetz geregelte Größe des Aufsichtsrates mit 20 Mitgliedern ist schlichtweg weit über jeder sinnvollen Führungsspanne und im internationalen Vergleich ein Fossil. Der Gesetzgeber sollte die Festlegung der Größe des gerne weiter paritätisch besetzten Aufsichtsrats der Hauptversammlung überlassen.“

Dr. Stephan Zilles,
General Counsel, Lufthansa Group

Auch nahezu alle Interviewpartner vertreten die Auffassung, dass ein 20-köpfiger oder 16-köpfiger Aufsichtsrat zu groß für eine vollständige Handlungsfähigkeit sei und sich die durch das Mitbestimmungsrecht vorgegebene zwingende Größenstaffelung kontraproduktiv auswirke. Das Verlagern wichtiger Entscheidungsprozesse in die Aufsichtsratsausschüsse mit wenigen Aufsichtsratsmitgliedern sei dabei nur ein Hilfsmittel.

Unternehmensvertreter mit kleineren Aufsichtsräten weisen darauf hin, dass auf Anteilseignerseite die Suche nach Mitgliedern mit der geforderten Kompetenz besonders anspruchsvoll sei, während sich Investorenvertreter verwundert zeigen, dass das Kompetenzprofil für Aufsichtsratsmitglieder auf der Arbeitnehmerseite weiterhin keine rechtliche Rolle spiele. Vertreter der Gewerkschaftsseite wiederum befürchten, dass bei einer Verkleinerung des Aufsichtsrats die Mitwirkung der Arbeitnehmer auf der Strecke bleibe und der Repräsentationsgedanke sowie die Diversität litten.

„Die Kompetenzdiskussion muss auch die Arbeitnehmerbank einbeziehen.“

Marc Tüngler, Hauptgeschäftsführer,
Deutsche Schutzvereinigung für
Wertpapierbesitz e.V.

Besetzung auf Arbeitnehmerseite

Die Besetzung der Arbeitnehmerseite mit allein deutschen Arbeitnehmervertretern bei einem international agierenden Konzern stößt auf Kritik bei Unternehmensvertretern, aber auch bei Investoren und Investmentexperten. Das wird in der Umfrage sichtbar, in der sich 61 Prozent der Befragten mehr Mitbestimmung der internationalen Arbeitnehmer wünschen. Ihrer Auffassung nach sollten auch EU-ausländische Arbeitnehmer internationaler Konzernunternehmen bei den Wahlen in den Aufsichtsrat einer AG aktiv und passiv wahlberechtigt sein.

„Bei der Wahl der Arbeitnehmer in den mitbestimmten Aufsichtsrat nur in Deutschland Beschäftigte als wahlberechtigt zu sehen, ist bei internationalen Konzernen nicht mehr zeitgemäß. Mit einer solchen Wahl haben sie nicht mehr die Widerspiegelung dessen, was ein internationales Unternehmen mit Hauptsitz in Deutschland eigentlich darstellt.“

Bettina Kramer-Braun, General Counsel,
Deutsche Börse AG

Dieses Stimmungsbild spiegeln auch die Experteninterviews. Einhellig wird von den Interviewpartnern bei Unternehmen mit einer internationalen Arbeitnehmerschaft auch die internationale Arbeitnehmerbeteiligung im Aufsichtsrat gefordert. Eine Beschränkung der Arbeitnehmervertreter auf Mitarbeiter deutscher Konzerngesellschaften trifft auf wenig Verständnis. Ein Interviewpartner berichtet, dass die Sitzungen eines verkleinerten und international besetzten Aufsichtsrats einer SE wesentlich offener abliefen, nachdem das Unternehmen von einer AG zu einer SE transformiert worden war. Zwar weisen Gewerkschaftsvertreter nachvollziehbarerweise auf die erhöhte Komplexität hin, die bei Aufsichtsratswahlen ein Wahlrecht der Arbeitnehmer in ausländischen Konzerngesellschaften mit sich bringen würde. Andere Gesprächspartner wiederum zeigen die Lösung über den SE-Betriebsrat auf. Für diesen werden in jedem Mitgliedstaat die Vertreter gewählt, die den Mitgliedstaat beziehungsweise die dort ansässigen Gesellschaften vertreten. Ein ähnliches System steht auf der Wunschliste der Vertreter deutscher AGs.

Rolle des Aufsichtsratsvorsitzenden

Einige Interviewpartner sehen beim Recht des Aufsichtsrats über unsere an die Umfrage angelehnten Fragen hinausgehenden Reformbedarf. Gerade Unternehmensvertreter hoffen auf konkretere Regeln zur Rolle des Aufsichtsratsvorsitzenden. So seien die Befugnisse des Aufsichtsratsvorsitzenden hinsichtlich eigener Möglichkeiten bei der Beschlussfassung nicht eindeutig. Hier hat die Unternehmenspraxis den Wunsch nach Klarstellung geäußert.

Die Diskussion, inwieweit fehlende interne Aufsichtsratskompetenz durch externe Berater zu einzelnen Themenbereichen kompensiert werden kann, wurde bei unseren Interviewpartnern ergebnisoffen geführt. Einigkeit bestand, dass die Einbeziehung von Beratern nicht streng reguliert werden müsse, sondern dem Aufsichtsratsvorsitzenden insofern ein eigenes Ermessen eingeräumt werden sollte. Die arbeitnehmernahen Interviewpartner warnten allerdings vor einer zu großen Macht für den Aufsichtsratsvorsitzenden, weil dies das Gleichgewicht im paritätisch besetzten Aufsichtsrat stören könne.

3.2 Haftung: Verjährung und persönliche Haftung

Die Haftung von Vorstand und Aufsichtsrat ist immer wieder im Fokus der juristischen Diskussion. Zuletzt hat das Thema die Rechtsprechung zur Vorstandshaftung rund um den damaligen Siemens-Korruptionsskandal aus dem Jahr 2013 sowie das Bekanntwerden der Bilanzfälschungen bei Wirecard im Sommer 2020 befeuert. Typischerweise geht es in Haftungsfällen um sehr hohe Beträge und die Vorstandshaftung greift schon bei leichter Fahrlässigkeit. Die gesetzliche Verjährungsfrist bei Fällen der Vorstandshaftung beträgt bei börsennotierten Unternehmen 10 Jahre, bei anderen Gesellschaften immerhin 5 Jahre.

Dies gilt auch für den Aufsichtsrat. Diesen trifft nach Auffassung des Bundesgerichtshofs⁶ unter Umständen eine deutlich längere Verjährungsfrist: Liegen mögliche Ersatzansprüche einer AG gegen den Vorstand vor, obliegt es dem Aufsichtsrat, diese innerhalb der Verjährungsfrist zu verfolgen. Unterlässt er dies und verjährt deshalb der Anspruch gegen den Vorstand, beginnt zum Zeitpunkt des Verjährungseintritts die Verjährungsfrist eines möglichen Anspruchs gegenüber dem Aufsichtsrat. Bei einer börsennotierten AG kann sich die Verjährungsfrist für die Aufsichtsratshaftung damit auf bis zu 20 Jahre belaufen. Nach so einem langen Zeitraum ist für den in Anspruch Genommenen der Zugriff etwa auf Unternehmensunterlagen kaum noch möglich.

In der Praxis spielt zur Haftungsvermeidung eine umfassende Compliance bei Entscheidungen des Vorstands und des Aufsichtsrats eine entscheidende Rolle. Nichtsdestotrotz sollte bei einer Überprüfung des Aktiengesetzes eruiert werden, ob die aktienrechtliche Vorstandshaftung noch zeitgemäß ist und etwaige offene Fragen bei der Anwendung der Business Judgement Rule nicht durch entsprechende gesetzliche Regelungen geklärt werden sollten. Diese würde auch auf die Haftung des Aufsichtsrats durchschlagen.

⁶ BGH Urteil vom 18. September 2018, Az. II ZR 152/17

Verjährung

Die Frage, ob die Verjährungsfrist im Bereich der Vorstandshaftung für börsennotierte Gesellschaften von 10 auf 5 Jahre verkürzt und damit wieder ein Gleichlauf zu nicht börsennotierten Gesellschaften geschaffen werden sollte, wird in der Umfrage von einer Mehrheit von 62 Prozent bejaht. Derart lange Verjährungsfristen können unternehmerisches Handeln negativ beeinflussen und abschreckend wirken. Vorstand und Aufsichtsrat müssen mit den Herausforderungen eines globalen Markts umgehen, der gepaart ist mit einem sich stetig wandelnden regulatorischen Umfeld und geopolitischen Verwerfungen.⁷ Damit ist ihr Haftungsrisiko bereits per se gestiegen. Die Kürzung der Verjährungsfrist gilt umso mehr für den Aufsichtsrat, da dessen Verjährung unter Umständen erst beginnt, wenn die Vorstandshaftung verjährt ist.

Weiterhin ist auch die Begründung des Gesetzgebers für die Verlängerung der Verjährung von 5 auf 10 Jahre im Jahr 2010 nicht nachvollziehbar. Der Gesetzgeber hat insbesondere vor dem Hintergrund der Finanzkrise angenommen, dass Ersatzansprüche bei einer längeren Verjährungsfrist auch dann noch durchgesetzt werden könnten, wenn sie erst spät bekannt werden sollten oder die Sachverhaltsermittlung lange dauere. Bei börsennotierten Gesellschaften könne es laut Gesetzesbegründung mangels besonderen Engagements und Interesses der Aktionäre an den Einzelheiten der Unternehmensführung dazu kommen, dass etwaige Pflichtverletzungen von Vorstand und Aufsichtsrat erst spät entdeckt würden. Dies überzeugt nicht, zumal der Verweis auf die seinerzeitige Finanzkrise heute nicht mehr verfängt. So könnte im Gegenteil eine kürzere Frist dazu motivieren, relevante Pflichtverletzungen rasch zu verfolgen. Bei drohender Verjährung gibt es zudem das Mittel der Verjährungsverzichtsvereinbarung, die den Verzicht eines möglicherweise Haftenden auf die Einrede der Verjährung erklärt.

Persönliche Haftung von Vorstand und Aufsichtsrat

Die Umfrageteilnehmer sind bei der Frage, ob sie Reformbedarf bei der persönlichen Haftung von Vorstand und Aufsichtsrat sehen, gespalten. Lediglich 46 Prozent der Umfrageteilnehmer befürworten eine Reform. Die ergänzend gestellte Frage, in welchen Bereichen der Managementhaftung Reformbedarf herrsche, wird mit einem breiten Spektrum von Themen beantwortet. Die Umfrageteilnehmer sind sich uneins: Die Forderungen reichen vom Ruf nach strengerer Haftung bei Managementversagen und Durchgriffshaftung bis hin zur Einschränkung auf grob fahrlässiges Handeln und den Hinweis auf ein ausuferndes Haftungsrisiko wegen überbordender Regulierung.

3.3 Empfehlungen: Arbeit des Aufsichtsrats optimieren

Nachfolgende Themen finden deutliche Mehrheiten sowohl unter den Umfrageteilnehmern als auch den Interviewpartnern:

Größe des Aufsichtsrats per Satzung festlegen

Zumindest Unternehmen, die aufgrund des aktuellen Mitbestimmungsgesetzes einen 16- oder 20-köpfigen Aufsichtsrat haben, sollten ihre Gremiengröße künftig im Rahmen ihrer

⁷ Vgl. die Studie „Absicherung unternehmerischer Entscheidungen. Entscheidungsfindung in unsicheren Zeiten“, abrufbar unter: <https://www.dai.de/detail/absicherung-unternehmerischer-entscheidungen-entscheidungsfindung-in-unsicherenzeiten>

Satzung selbst bestimmen können. Der Rahmen könnte bei paritätischer Besetzung zwischen 10 bis 20 Personen liegen.

Internationale Besetzung der Aufsichtsräte gewährleisten

Bei internationalen Konzernen und deren Stakeholdern stößt es mehrheitlich auf Unverständnis, dass die Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat ausschließlich bei den deutschen Konzerngesellschaften gewählt werden, selbst wenn die Mehrheit der Arbeitnehmer außerhalb Deutschlands beschäftigt ist. Bei den interviewten Experten ist das Meinungsbild noch klarer. Nahezu einhellig wurde eine rein auf Deutschland konzentrierte unternehmerische Mitbestimmung der Arbeitnehmer als nicht mehr zeitgemäß kritisiert und eine Anpassung an die internationale Unternehmenswirklichkeit für sehr erstrebenswert gehalten.

Darüber hinaus bestätigen die Umfrageergebnisse und Expertengespräche unsere Auffassung, Reformen für die folgenden Aspekte zu empfehlen:

Kompetenzen des Aufsichtsratsvorsitzenden klar regeln

Das Aktiengesetz bildet die besondere Rolle des Aufsichtsratsvorsitzenden nicht ab. So sollte zumindest geregelt werden, welche Befugnisse ihm im Rahmen seiner Leitungsfunktion zustehen. Darunter fällt etwa die Beauftragung externer Berater. Das aktuelle Aktiengesetz ist für den heutigen anspruchsvollen Wirtschafts- und Rechtsrahmen nicht mehr angemessen.

Verjährungsfrist in Haftungsfragen von 10 auf 5 Jahre reduzieren

Die längere Verjährungsfrist von 10 Jahren für Haftungsansprüche gegenüber Vorständen und Aufsichtsräten von börsennotierten Unternehmen gegenüber den Gremien nicht börsennotierter Unternehmen kann unternehmerisches Handeln negativ beeinflussen. Vorstand und Aufsichtsrat sehen sich einem permanent gestiegenen Haftungsrisiko gegenüber, nicht zuletzt bedingt durch eine hohe Regulierungsdichte und schwieriger geopolitischer Verhältnisse. Die Kürzung der Verjährungsfrist gilt umso mehr für den Aufsichtsrat, da ihn unter Umständen eine bis zu 20 Jahre andauernde Frist treffen kann.

Wahlrecht zwischen monistischer und dualistischer Struktur eröffnen

Wir sprechen uns für ein Wahlrecht zwischen einer monistischen und dualistischen Governance-Struktur aus. Wir halten das System von Vorstand und Aufsichtsrat zwar für ein gut austariertes System. Während die Umfrage aber unter den Unternehmensvertretern keine Tendenz zugunsten eines solchen Wahlrechts gezeigt hat, haben die Interviews den Eindruck bestätigt, dass ein monistisches System den internationalen Investoren vertrauter ist. Die Option zugunsten eines monistischen Systems kann gerade für Wachstumsunternehmen wichtig sein, um nicht schon aufgrund der Governance-Struktur einen Nachteil zu haben. Dieser Aspekt ist für junge Unternehmen bedeutsam, die noch nicht fest etabliert sind und für ihr Wachstum auf internationale Investoren angewiesen sind. Eine Flucht in ausländische Rechtsformen könnte so vermieden werden.

Dr. Marcus Schenck



Dr. Marcus Schenck, Co-Head of Investment Banking für die DACH-Region und Member of the Group Executive Committee for Financial Advisory bei Lazard, plädiert für mehr Flexibilität, Vereinfachung und eine Verbesserung der Kapitalaufnahmemöglichkeiten im deutschen Aktien- und Kapitalmarktrecht.

Frage: Sie haben den deutschen Kapitalmarkt aus verschiedenen Perspektiven kennengelernt. Sehen Sie einen Reformbedarf im deutschen Aktienrecht?

Dr. Schenck: Allerdings, den sehe ich sehr deutlich. Nach meiner Wahrnehmung gilt die deutsche Aktiengesellschaft im internationalen Vergleich als kompliziert und wenig flexibel, was insbesondere internationale Investoren abschreckt. Themen wie Squeeze-out, Zustimmungserfordernisse und Bewertungsfragen bei Unternehmensverschmelzungen, Klagehäufigkeit und die Gefahr einer Erpressung der Gesellschaft durch die Aktionäre sorgen für Unsicherheit. Die Rechtslage ist oft komplex. Dass die Rechtsprechung diese Risiken zum Teil entschärfen konnte, ist im Ausland und bei Investoren nicht in der Breite angekommen. Das schreckt manche noch vor Investitionen ab.

Wie bewerten Sie die Attraktivität der deutschen AG im internationalen Vergleich?

Andere Länder wie die Niederlande bieten flexiblere Strukturen und Bedingungen für die Kapitalaufnahme und Unternehmensführung. Einige Wachstumsunternehmen wählen deshalb für Börsengänge lieber die Rechtsform der N.V. Die Mitbestimmung im Aufsichtsrat sowie der hohe Formalaufwand der AG rund um die Hauptversammlung schrecken ab.

Im Rahmen unserer Umfrage stießen Größe und Struktur des Aufsichtsrats auf deutliche Kritik. Wie sehen Sie dieses Thema?

Die paritätische Mitbestimmung im Aufsichtsrat ist ein Standortnachteil, insbesondere aus Sicht internationaler Investoren, denen dieses System fremd ist. Nach meiner Erfahrung verlaufen Diskussionen in mitbestimmten Gremien oft zurückhaltender. Ich habe seinerzeit bei EON den Wechsel von der AG zur SE begleitet und kann sagen, dass ich schon die erste Sitzung im verkleinerten Aufsichtsrat in internationaler Besetzung als offener empfand. Insofern wäre die Option, den Aufsichtsrat zu verkleinern, sicherlich sinnvoll.

Ist die Rechtsform für Investoren noch relevant, wenn ein Unternehmen erst einmal an der Börse gelistet ist?

Sobald ein Unternehmen an der Börse ist, spielt die konkrete Rechtsform für Investoren eine meist untergeordnete

te Rolle. Performance und Vergleichbarkeit sind wichtiger. Im Einzelfall können aber Unterschiede im Kapitalmarktrecht oder Übernahmeregelungen von Bedeutung sein. Regulatorische Vorgaben und Finanzierungsbedingungen nach britischem Recht gestalten zum Beispiel Übernahmen einfacher.

Und welche Erwartungen haben Investoren an Governance-Strukturen?

Internationale Investoren präferieren häufig das monistische System mit einem One-Tier-Board, da es ihnen aus anderen Ländern vertraut ist. Dabei ist auch das deutsche Two-Tier-System mit Vorstand und Aufsichtsrat grundsätzlich sehr funktional, wenn eine offene Diskussion gepflegt wird. In der Praxis vermischen sich die Modelle oft, deshalb ist für mich die tatsächliche Qualität der Zusammenarbeit entscheidend.

Hauptversammlung und Aktionärskommunikation werden in Deutschland oft kritisch gesehen und es werden Reformen gefordert, das zeigte auch unsere Umfrage. Zurecht?

Die Kommunikation deutscher Unternehmen mit institutionellen Investoren hat sich professionalisiert und ist auf einem Niveau mit dem Ausland angekommen. Die deutsche Hauptversammlung jedoch halten internationale Investoren überwiegend für veraltet. Weil Abstimmungsergebnisse zumeist im Vorfeld der Hauptversammlung feststehen, ist die Vorstellung einer Hauptversammlung, bei der eine intensive Debatte die Entscheidungen der

Aktionäre über grundlegende Unternehmensfragen lenkt, nicht mehr zeitgemäß. Debatten um das Format der Hauptversammlung, Präsenz oder Online, sind dabei ein Nebenschauplatz.

Wie bewerten Sie die Rolle und den Einfluss von Stimmrechtsberatern, den sogenannten Proxy Advisors?

Institutionelle Investoren bedienen sich der Abstimmungsempfehlungen von Proxy Advisors, um die eigene Stimmabgabe vorzubereiten oder sie direkt zu übernehmen. Unternehmen sind zunehmend von diesen Empfehlungen abhängig, ihr Einfluss ist stark gestiegen. Doch Proxy Advisors folgen oftmals einer starren eigenen Abstimmungspolitik, die auf individuelle Unternehmen nicht immer eingehen kann. Das ist für Unternehmen frustrierend und führt nicht immer zu optimalen Abstimmungsergebnissen.

Wie beurteilen Sie das deutsche Börsenumfeld und die Möglichkeiten der Kapitalaufnahme für Unternehmen?

Geringere Liquidität ist ein zentrales Problem, besonders im Vergleich zu den USA. Dies gilt gleichermaßen für weitere europäische Standorte. Zusätzlich fehlen die ganz großen Kapitalsammelstellen und zumindest in Deutschland eine breite Aktienkultur, aber auch oft vergleichbare Peers für Wachstumsunternehmen. Die Folge ist, dass deutsche Unternehmen immer wieder den Börsengang oder die Kapitalaufnahme im Ausland erwägen.

4 Blick in die Zukunft: Ein 28. Regime für Europa

Die Debatte um ein 28. Regime für einen einheitlichen europäischen Rechtsrahmen für Unternehmen hat Fahrt aufgenommen. Ausgangspunkt waren ein Bericht Mario Draghis zur Zukunft der Wettbewerbsfähigkeit der Europäischen Union sowie ein Bericht von Enrico Letta zur Zukunft des Binnenmarkts. Ein europäischer Rechtsrahmen für Unternehmen in Form eines 28. Regimes kann ein Lösungsansatz zur Stärkung des EU-Binnenmarkts und zur Steigerung der Attraktivität der Union als Standort für Unternehmen sein.

Im Juli 2025 hat der Berichterstatter im Rechtsausschuss des Europaparlaments, René Repasi, einen Berichtsentwurf mit Empfehlungen an die Europäische Kommission zur Ausgestaltung des geplanten 28. Regimes veröffentlicht.⁸ Danach sollte ein solches Regime hauptsächlich gesellschaftsrechtliche Vorschriften betreffen und nicht-börsennotierten Gesellschaften mit beschränkter Haftung offenstehen. Allerdings soll es aus seiner Sicht keine Rolle spielen, ob das Unternehmen innovativ tätig ist. Die Europäische Kommission hat das Thema aufgegriffen und bis September 2025 die Schaffung eines 28. Rechtsrahmens für ein Gesellschaftsrecht als Teil eines umfassenden Maßnahmenpakets zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Wirtschaft konsultiert. Die Europäische Kommission zielte zu diesem Zeitpunkt auf innovative Unternehmen, insbesondere Start-ups und Scale-ups, die von einem harmonisierten, EU-weiten Regelwerk mit allen relevanten Elementen des Gesellschafts-, Insolvenz-, Arbeits- und Steuerrechts profitieren könnten.⁹

⁸ Abrufbar unter: https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/JURI-PR-773199_EN.pdf

⁹ Abrufbar unter: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/14674-28th-regime-a-single-harmonized-set-of-rules-for-innovative-companies-throughout-the-EU_en

Ein 28. Regime für ein Gesellschaftsrecht wäre damit eine große Chance für die Stärkung des europäischen Binnenmarkts. Das Gesellschaftsrecht bestimmt unter anderem die Rechtstellung der Gläubiger und Kapitalgeber und legt fest, wie Finanzierungen durchgeführt werden. Dabei ist an Unternehmen aller Größenordnungen und Rechtsformen zu denken. Auch börsennotierte Unternehmen und der europäische Kapitalmarkt könnten von einem 28. Regime im Gesellschaftsrecht profitieren. Es geht auf die Lösung zweier Grundprobleme der Europäischen Union ein: auf die Zersplitterung der Rechtslandschaft und die Notwendigkeit finanzierungsfreundlicher Rahmenbedingungen für bessere Innovationsfinanzierung. Daher haben wir sowohl in der Befragung als auch in den Experteninterviews gefragt, ob ein 28. Regime für alle Unternehmensgrößen zugänglich sein sollte und welche wichtigen Rechtselemente berücksichtigt werden sollten.

4.1 Elemente eines 28. Regimes

In der Umfrage findet die Vorstellung einer extraterritorialen Rechtsform mit einem einheitlichen Gesellschaftsrecht viel Zuspruch. 70 Prozent der Teilnehmer halten ein 28. Regime im Gesellschaftsrecht für eine sinnvolle Erweiterung der verfügbaren Rechtsformen. In den Interviews wird deutlich, dass ein einheitlicher europäischer Rechtsrahmen die Standortattraktivität verbessern kann, aber mit einer Vereinfachung des Marktzugangs und flexiblen Kapitalmaßnahmen einhergehen soll.

70 Prozent der Umfrageteilnehmer sind der Auffassung, dass ein 28. Regime für alle Unternehmensgrößen zugänglich sein sollte. Dies bestätigen die interviewten Unternehmensvertreter zum Großteil. Im Konzern würde es helfen, Untergesellschaften in unterschiedlichen Rechtsordnungen zu vereinheitlichen. Vorgeschlagen wird auch, ein Auseinanderfallen von Satzungssitz und Verwaltungssitz zuzulassen, um beispielsweise die im EU-Ausland tätigen Tochtergesellschaften nach deutschem Recht gründen und eintragen zu können. Betont wird allseits, dass eine Rechtsform mit einem hohen Maß an Flexibilität geschaffen werden sollte.

Seitens der Wissenschaft wird darauf hingewiesen, dass zuletzt die Societas Unius Personae (SUP), eine europäische Rechtsform für Einpersonengesellschaften, gescheitert sei. Aspekte wie etwa zur Mitbestimmung seien schwierig zu lösen, was auch Gewerkschaften besorgt. Aus gewerkschaftlicher Sicht dürfte ein 28. Regime jedoch in jedem Fall neue Gefahren und Anwendungslücken für die Mitbestimmung schaffen, weshalb diese dem Projekt sehr kritisch gegenübersteht. Unabhängig davon wären wirksame, möglichst lückenlose Umgehungsschranken unabdingbar, die bislang nicht in Sicht sind.

„Startups brauchen eine eigenständige, EU-einheitliche Unternehmensform, die eine schnelle Gründung und grenzübergreifende Skalierung ermöglicht und dabei hinreichend Flexibilität für die Zukunft bietet. Sie sollte auch kapitalmarktfähig sein.“

Christoph J. Stresing, Geschäftsführer Bundesverband Deutsche Startups e.V.

„Ich fände das 28. Regime generell gut für Unternehmen jeder Art und Größe, wenn es eine echte europäische Unternehmensorganisationsform darstellt. Jetzt nur nicht wieder zu kurz springen und hinter anderen Rechtsformen zurückbleiben. Das könnte wirklich ein Standort- und Wettbewerbsvorteil sein.“

Gabriel Harnier, General Counsel, SAP SE

Erforderliche Elemente eines 28. Regimes

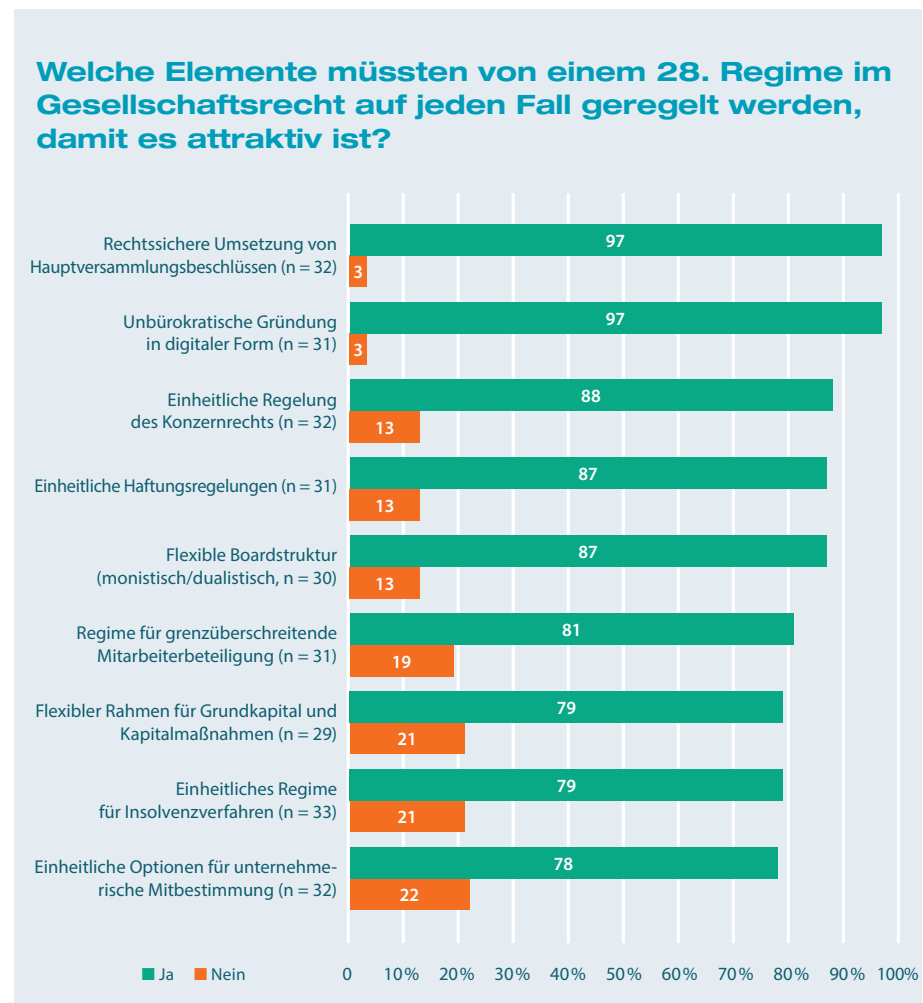


Abbildung 6: Sinnvolle Elemente des Gesellschaftsrechts in einem 28. Regime

Mit 97 Prozent Zustimmung halten die Umfrageteilnehmer die rechtssichere Umsetzung von Hauptversammlungsbeschlüssen und die unbürokratische Gründung in digitaler Form für die wichtigsten Merkmale eines zu schaffenden 28. Regimes (siehe Abbildung 6). Doch auch alle anderen abgefragten Elemente werden von mindestens 78 Prozent als besonders wichtig erachtet. Diese bilden von Gründung und Konzernrecht über Mitarbeiterkapitalbeteiligung und Insolvenzrecht bis zur Mitbestimmung die gesamte thematische Bandbreite des Aktienrechts ab. Insgesamt ergibt sich damit ein Gerüst für ein 28. Regime, das auch die wesentlichen Elemente umfasst, die zuvor als Reformbedarf für das deutsche Aktienrecht identifiziert wurden: Kapitalmaßnahmen, Haftungsregeln und Boardstruktur.

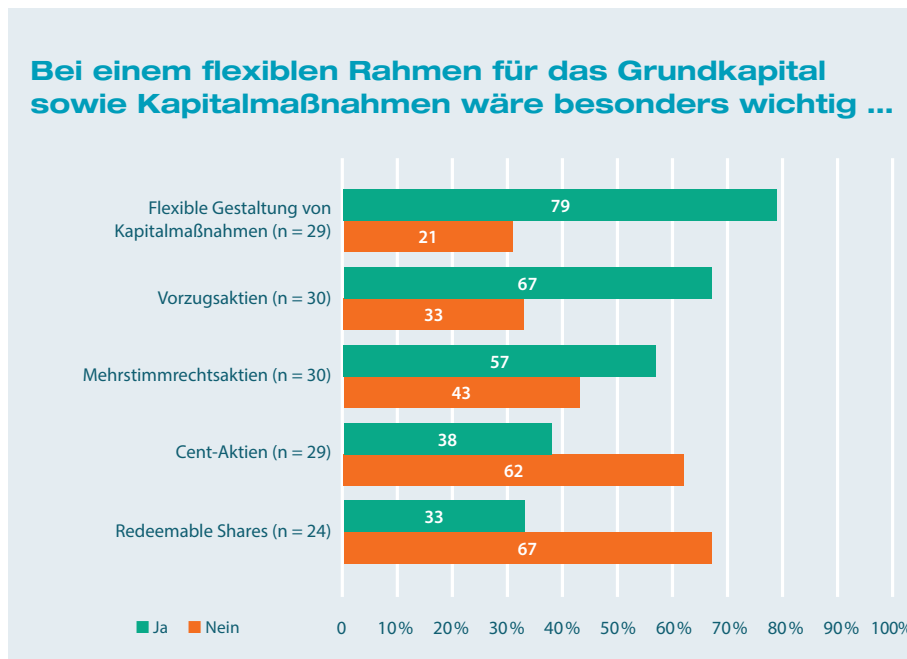


Abbildung 7: Flexible Rahmen und Kapitalmaßnahmen beim 28. Regime

Für das Grundkapital und Kapitalmaßnahmen erachten fast 80 Prozent der Teilnehmer die flexible Gestaltung von Kapitalmaßnahmen als besonders wichtig (siehe Abbildung 7). Beispiele zur rechtlichen Ausgestaltung flexibler Kapitalmaßnahmen finden sich in Abschnitt 1.2 dieser Studie. Mehr als die Hälfte der Umfrageteilnehmer sehen die Möglichkeit der Ausgabe von Vorzugsaktien und Mehrstimmrechtsaktien als wichtig an. Cent-Aktien spielen hier wie bereits in Kapitel 1 eine eher untergeordnete Rolle, da diese gerade für größere Unternehmen kaum Relevanz besitzen.

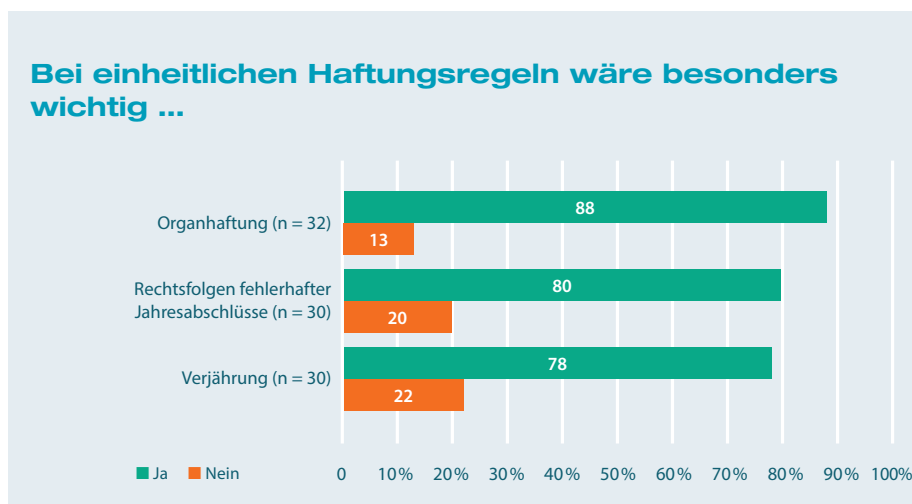


Abbildung 8: Gesellschaftsrechtliche Haftungsregeln im 28. Regime

Wir haben darüber hinaus unterschiedliche Aspekte der Haftung abgefragt und sind der Frage nachgegangen, inwiefern diese von einem 28. Regime abgedeckt werden sollten (siehe Abbildung 8). Am wichtigsten ist den Umfrageteilnehmern die einheitliche Regelung der Organhaftung. Aber auch die Rechtsfolgen fehlerhafter Jahresabschlüsse und Fragen rund um die Verjährung werden von den Umfrageteilnehmern als wichtig eingestuft.

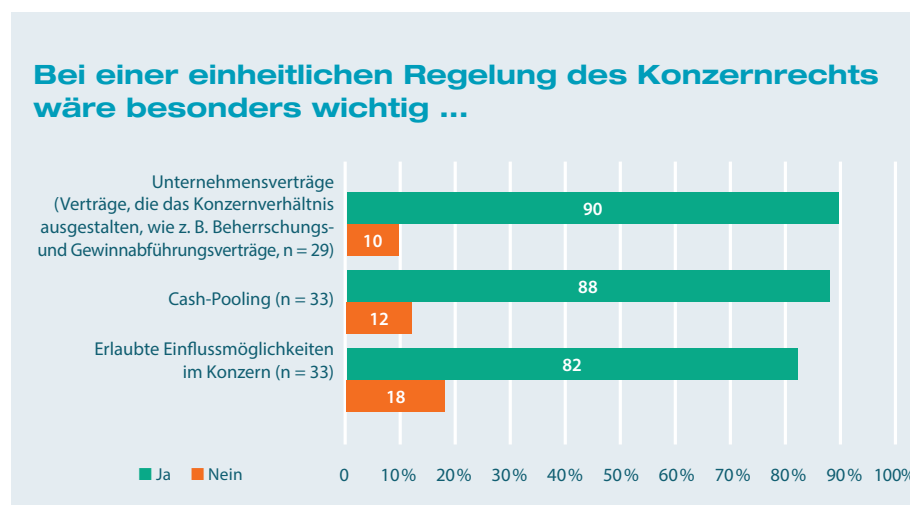


Abbildung 9: Prioritäten beim Konzernrecht im 28. Regime

Das Konzernrecht ist ein zentraler Aspekt eines 28. Regimes. Für Unternehmen wäre es eine wesentliche Vereinfachung, wenn alle Tochtergesellschaften in einer europaweit einheitlichen Rechtsform firmieren könnten, statt die jeweiligen Rechtsformen in den 27 Mitgliedsstaaten beachten zu müssen. Der Bedarf nach einheitlichen Konzernregelungen ist daher groß – im Detail zeigt sich das bei den drei abgefragten Maßnahmen, die von über 80 Prozent der Teilnehmer als wichtig eingestuft werden.

4.2 Empfehlungen: Ein 28. Regime für alle Unternehmen

Bei Umfrageteilnehmern und persönlich befragten Experten ist ein breites Bündnis für ein 28. Regime zu erkennen. Als essenziell stufen wir dabei folgende Aspekte ein:

Wettbewerbsfähigkeit gegenüber den nationalen Rechtsformen gewährleisten

Ein 28. Regime wird nur zu einem Erfolg, wenn es flexibel in den Grundstrukturen und den Aspekten der Corporate Governance sowie finanzierungsfreundlich in der Ausgestaltung ist. Sonst werden weiterhin Rechtsformen wie die N.V. gewählt, die für deutsche Unternehmen jedoch mit einem unnötigen Zusatzaufwand verbunden sind.

Lösung für schnell wachsende Unternehmen bieten

Ein 28. Regime sollte für schnell wachsende Unternehmen einen Durchmarsch ohne Rechtsformwechsel von der Wiege bis zum Börsengang ermöglichen. Eine Begrenzung auf nicht kapitalmarktfähige Rechtsformen, widerspricht diesem Ansatz.

In Konzernstrukturen einsetzbar

Ein 28. Regime sollte in Konzernstrukturen einsetzbar sein, weil europaweit oder global agierende Unternehmen in Konzernen organisiert sind und eine einheitliche Rechtsform deren Administration erleichtert. Ein erheblicher Bürokratieabbau wäre die Folge, da sich die Muttergesellschaft nicht mit den verschiedenen Rechtsordnungen der Tochtergesellschaften auseinandersetzen müsste. Zudem könnten Strukturen beim Cashpooling vereinfacht werden.

Verknüpfen mit weiteren Rechtsbereichen

Ein 28. Regime im Gesellschaftsrecht sollte eingebettet sein in ein regulatorisches Umfeld, das Fragen des Konzernrechts aber auch des Steuer- und Insolvenzrechts und der Gerichtsbarkeit löst.

Methodik

Eingeladen zur Umfrage wurden die Leiter der Rechtsabteilungen oder Personen mit vergleichbarer Funktion aus dem DAX 40, MDAX und SDAX. Zudem wurde Emittenten aus m:access und Scale Gelegenheit zur Teilnahme gegeben. Insgesamt haben 38 Personen an der Umfrage teilgenommen.

Für die vorliegende Studie haben wir leitfadengestützte Interviews mit 21 Kapitalmarktexperten geführt. Sämtliche Aussagen haben wir in Hinblick auf unser Forschungsinteresse ausgewertet, darüber hinaus Kurzfassungen von vier Gesprächen in die Studie eingefügt.

Interviewpartner, Unternehmen, Funktion

Prof. Dr. Dietmar Anders, LL.M., Head of Legal Continental Europe, BlackRock

Prof. Dr. Wolfgang Blättchen, Aufsichtsratsvorsitzender der Pfisterer SE und Geschäftsführender Gesellschafter und Partner der Blättchen Financial Advisory

Dr. Gabriel Harnier, General Counsel, SAP SE

Christoph Heuer, Managing Director, Head of Investment Banking Germany, BNP Paribas

Malte Hopp, Head of Equity Capital Markets, Citibank

Prof. Dr. Jens Koch, Institut für Arbeits- und Wirtschaftsrecht, Universität zu Köln

Bettina Kramer-Braun, General Counsel, Deutsche Börse AG

Andreas Krause, General Counsel, Delivery Hero SE

Uwe Nespethal, Geschäftsführender Gesellschafter und Partner der Blättchen Financial Advisory

Josef Ritter, Chairman Equity Capital Markets, Deutsche Bank AG

Marcus Schenck, Co-Head of Investment Banking for the DACH region, Member of the Group Executive Committee for Financial Advisory, Lazard & Co. GmbH

Laura Schröder, Managing Director, KKR

Carsten Schwefer, Managing Director, Head of Equity Capital Markets DACH, BNP Paribas

Dr. Stephan Semrau, Head of Corporate/Capital Markets, Bayer AG

Dr. Sebastian Sick, Leiter Unternehmensrecht und Corporate Governance, Hans-Böckler-Stiftung

Ingo Speich, Leitung Nachhaltigkeit & Corporate Governance, Deka

Christoph J. Stresing, Geschäftsführer, Bundesverband Deutsche Startups e.V

Kai Tschöke, Head of Rothschild & Co, Germany

Marc Tüngler, Hauptgeschäftsführer, Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (DSW)

Dr. Theodor Weimer, Senior Advisor, KKR

Dr. Stephan Zilles, General Counsel, Lufthansa Group



Kontakt

**Sven-Erwin Hemeling**

Leiter Aktienrecht
hemeling@dai.de
Tel. +49 69 92915-27

**Dr. Claudia Roye**

Leiterin Recht
roye@dai.de
Tel. +49 69 92915-40

**Birgit Homburger**

Leiterin Politik und Kommunikation,
Leiterin Hauptstadtbüro
homburger@dai.de
Tel. +49 30 25899773

Frankfurt

Deutsches Aktieninstitut e.V.
Senckenberganlage 28
60325 Frankfurt am Main
Tel. +49 69 92915-0
dai@dai.de
www.dai.de
LinkedIn Aktieninstitut
X@Aktieninstitut

Brüssel

Deutsches Aktieninstitut e.V.
Rue Marie de Bourgogne 58
B-1000 Brüssel
Tel. +32 2 7894100
europa@dai.de

Berlin

Deutsches Aktieninstitut e.V.
Behrenstraße 73
10117 Berlin
Tel. +49 30 25899775
berlin@dai.de



Dr. Alexander Kiefner

Partner
a.kiefner@whitecase.com
Tel: +49 69 29994-1570



Thilo Diehl

Partner
thilo.diehl@whitecase.com
Tel: +49 69 29994-1542



Sabine Küper

Rechtsanwältin
sabine.kueper@whitecase.com
Tel: +49 69 29994-1343

Frankfurt

White & Case LLP
Bockenheimer Landstraße 20
60323 Frankfurt am Main
www.whitecase.com
LinkedIn White & Case LLP

Berlin

White & Case LLP
John F. Kennedy-Haus
Rahel Hirsch-Straße 10
10557 Berlin

Düsseldorf

White & Case LLP
Graf-Adolf-Platz 15
40213 Düsseldorf

Hamburg

White & Case LLP
Valentinskamp 70 / EMPORIO
20355 Hamburg