

60 Jahre Aktiengesetz – Anlass zur Freude oder Weckruf für Reformen?

Modernisierung zum Erhalt der Wettbewerbsfähigkeit deutscher Aktiengesellschaften nötig



Alexander Kiefner
Partner bei White & Case
in Frankfurt



Thilo Diehl
Partner bei White & Case
in Frankfurt

Das Aktiengesetz hat in diesem Jahr seinen 60. Geburtstag gefeiert. Dieses Jubiläum bot Anlass, einen Blick auf die vergangenen Jahre der unternehmensrechtlichen Praxis zu werfen: Was ist gut, was ist verbesserungswürdig und wo droht die Aktiengesellschaft (AG) im internationalen Wettbewerb der Rechtsordnungen den Anschluss zu verlieren?

Die deutsche Aktiengesellschaft ist die naheliegende Wahl, wenn die Eigenkapitalaufnahme über die Börse angestrebt wird. Diese langjährig erprobte Rechtsform bietet einen verlässlichen Rechtsrahmen. Ein Blick auf den Kurszettel der Dax-40-Familie zeigt allerdings, dass nur noch 24 Unternehmen Aktiengesellschaften im Sinne des Aktiengesetzes sind. 11 Unternehmen notieren in der Rechtsform Societas Europaea (SE), die zum Beispiel im Fall der Mitbestimmung Gremiengrößen erlaubt, die besser handhabbar sind als ein 20-Personen-Aufsichtsrat bei einer mitbestimmten deutschen AG mit mehr als 20.000 Mitarbeitern. Auch junge Wachstumsunternehmen meiden oft die AG. So wählte beispielsweise das Mainzer Biotechnologieunternehmen Biontech die Rechtsform der SE, bevor es im Oktober 2019 an die US-Börse Nasdaq ging. Dort

werden die Biontech-Aktien in Form von American Depositary Receipts gehandelt – ein Umweg, der offenbar mit Blick auf den deutlich liquideren US-Kapitalmarkt gerne in Kauf genommen wird. Im Wettbewerb der Rechtsordnungen treten zudem andere kapitalmarktorientierte europäische Rechtsformen auf den Plan, die mehr Flexibilität bieten, wie etwa die niederländische Naamloze Vennootschap (N.V.) oder die luxemburgische Société Anonyme (S.A.). Längst erlaubt es das Europarecht, dass auch Unternehmen, die im Kern deutsch sind, das Rechtskleid eines anderen EU-Landes annehmen. Auch beim inzwischen wieder abgekühlten Hype um börsennotierte Erwerbsvehikel (Spacs) spielte die deutsche AG – anders als die N.V. und S.A. – keine Rolle, obwohl auch deutsche Unternehmen Gegenstand dieser Transaktionen wurden.

Die Wahrnehmung der Reformbedürftigkeit des deutschen Aktienrechts ist nicht neu, sondern begleitet die Praxis seit mehr als 20 Jahren. Erfreulicherweise hat sich gerade in letzter Zeit einiges getan: Seit letztem Jahr sind Mehrstimmaktien wieder möglich, Sonderregeln für deutsche Spacs wurden im Börsengesetz eingeführt, und der mögliche Spielraum für erleichterte

Bezugsrechtsausschlüsse bei Kapitalmaßnahmen ist von 10% auf 20% angehoben worden. Sowohl der Gesetzgeber als auch die Rechtsprechung haben zudem die Bedeutung des Börsenkurses als Bewertungsmaßstab für Kapitalmaßnahmen und Corporate Transactions gestärkt. Auch das Kapitalmarktrecht ist entsprechend der Bedürfnisse der Praxis weiterentwickelt worden, indem etwa der Rahmen für eine erleichterte Börsenzulassung von neuen Aktien erweitert und die elektronische Aktie als neue Aktienform eingeführt wurden.

Die seit über 20 Jahren angemahnte Reform des Beschlussmängelrechts, also der Frage, unter welchen Voraussetzungen Beschlüsse der Hauptversammlung (HV) von Kleinaktionären angegriffen und blockiert werden können, steht auf der Agenda der derzeitigen Bundesregierung. Nur wenn sich Emittenten darauf verlassen können, dass mit großer Mehrheit getroffene HV-Entscheidungen trotz Angriffen von Kleinaktionären Bestand haben, kann die Hauptversammlung ihren Zweck erfüllen, das Entscheidungszentrum des Unternehmens zu sein. Dann dürfen aber nur noch besonders schwere Fehler bei der Beantwortung von Aktionärsfragen durch die Unternehmensleitung ge-

Ein Blick auf den Kurszettel der Dax-40-Familie zeigt, dass nur noch 24 Unternehmen Aktiengesellschaften im Sinne des Aktiengesetzes sind.



richtlich anfechtbar sein und bloße Form- oder Protokollfehler nicht zur Nichtigkeit von HV-Beschlüssen führen. Die Rechtsfolge bei festgestellten Beschlussmängeln muss flexibilisiert werden. Die derzeit gültige rückwirkende Nichtigkeit führt beispielsweise bei der Anfechtung von Aufsichtsratswahlen zu dem unpraktikablen Ergebnis, dass häufig Beschlüsse des Aufsichtsrats rückwirkend in Frage gestellt werden müssen.

Dass Unternehmen davor zurückschrecken, über wesentliche unternehmerische Entscheidungen die Hauptversammlung beschließen zu lassen, zeigt das Beispiel Kapitalerhöhung durch Ausnutzung des genehmigten Kapitals unter Bezugsrechtsausschluss. So sieht etwa der einflussreiche Stimmrechtsberater ISS Vorratsermächtigungen zugunsten der Verwaltung weiterhin skeptisch und unterstützt ermächtigungsgestützte Bezugsrechtsausschlüsse derzeit nur bis zu einem Umfang von 10%; die jüngsten gesetzgeberischen Erleichterungen (Ausweitung des erleichterten Be-

*Nur wenn sich
Emittenten
darauf verlassen
können, dass
mit großer
Mehrheit
getroffene HV-
Entscheidungen
trotz Angriffen
von Kleinaktio-
nären Bestand
haben, kann
die Hauptver-
sammlung ihren
Zweck erfüllen.*

zugsrechtsausschlusses auf bis zu 20%) laufen insoweit leer. Somit müsste die Hauptversammlung entscheiden, wenn der Bezugsrechtsausschluss höher sein soll – hiervor nehmen aber viele Emittenten auch aus Sorge vor Anfechtungsrisiken Abstand. Das gleiche gilt, wenn eine AG einen großen Verkauf tätigt. Da eine solche Transaktion meistens rechtlich nicht zwingend der Zustimmung der Hauptversammlung bedarf, wird eine Einbindung der Hauptversammlung mit Blick auf die damit verbundenen Prozessrisiken vermieden.

Zusammengefasst geht es mit der Reform des Beschlussmängelrechts also in der Sache um eine Stärkung der Hauptversammlung und nicht, wie bisweilen behauptet wird, um einen Kahlschlag bei den Aktionärsrechten, damit wichtige Unternehmenstransaktionen und Maßnahmen der Hauptversammlung vorgelegt und rechtssicher beschlossen werden können.

Internationalen Investoren ist die Struktur des im internationalen Vergleich sehr großen mitbestimmten Aufsichtsrats, der mit paritätisch zu gleichen Teilen mit bis zu je zehn Arbeitgeber- und Arbeitnehmervertretern zu besetzen ist, schwer zu erklären. Wie schon bei der deutschen SE sollte auch bei der

AG die Möglichkeit zu einer One-Tier-Governance (Verwaltungsrat) mit Executive und Non-Executive Mitgliedern bestehen. Wünschenswert wäre, die starren Vorgaben des Mitbestimmungsgesetzes für die Größe eines mitbestimmten Aufsichtsrats aufzuweichen und hier den strukturellen Nachteil gegenüber der SE einzuebnen. Bei internationalen Konzernen stellt sich die Frage, ob die Arbeitnehmerbank nicht international besetzt werden sollte, indem auch Arbeitnehmern im Ausland ein aktives und passives Wahlrecht zum Aufsichtsrat zugestanden wird.

Die Reformvorschläge für ein zukunftsfähiges Aktiengesetz als Rahmen für prosperierende Unternehmen liegen weitgehend auf dem Tisch. Viele Vorschläge wurden in diesem Jahr vom Deutschen Aktieninstitut e.V. in Zusammenarbeit mit White & Case im Rahmen einer Studie validiert, deren Grundlage eine Umfrage zum Reformbedarf im Aktienrecht bei allen indexzugehörigen Unternehmen war und deren Ergebnisse anschließend in fast 20 Interviews mit den wesentlichen Stakeholdern verprobt wurden. Die Studie wird im Dezember 2025 veröffentlicht werden. Es gilt jetzt also, die nächsten Schritte für mutige Reformen zu unternehmen und nicht auf halber Strecke Halt zu machen.

Anzeige

PLUTA

Wir helfen Unternehmen.

Transaktionen · Restrukturierung · Insolvenz

Je früher Sie sich an uns wenden, desto mehr können wir für Sie tun! Rufen Sie uns an: +49 89 7432975-0

Deutschland · Aachen · Aschaffenburg · Augsburg · Bayreuth · Berlin · Bielefeld · Bochum · Braunschweig · Bremen · Chemnitz · Darmstadt · Dortmund · Dresden · Düsseldorf · Erfurt · Essen · Frankfurt/M. · Gießen · Hallbergmoos · Hamburg · Hannover · Heilbronn · Herford · Kempten · Köln · Leipzig · Lüneburg · Mainz · Mannheim · Melsungen · München · Münster · Nürnberg · Oldenburg · Osnabrück · Paderborn · Regensburg · Rostock · Singen · Solingen · Stuttgart · Ulm · Wiesbaden · Würzburg · **Italien** · Mailand · **Spanien** · Barcelona · Madrid

www.pluta.net

Member of
BTG Global Advisory