

Audit Committee Quarterly

II/2024

DAS MAGAZIN FÜR CORPORATE GOVERNANCE

**Audit Committee
Institute e.V.**

Gefördert durch



»THERE IS NO SUCH THING
AS JUST ENOUGH MONEY.
ONLY TWO MEASURES:
NO MONEY AND
NOT ENOUGH MONEY.«

John Steinbeck



Unternehmensfinanzierung

Die Transformation der Wirtschaft und die Anpassung der eigenen Geschäftsmodelle stellen Unternehmen weiterhin vor Herausforderungen – bedeuten aber auch Chancen. Wettbewerbsfähigkeit, regulatorische Vorgaben sowie die Folgen von Pandemie und geopolitischen Krisen sind Treiber des Wirtschaftsstandorts Deutschland und Europa. Forderungen nach Bürokratieentlastung und Wachstumspakete aus der Politik unterstreichen den Bedarf an Transformation und die Notwendigkeit der Betrachtung der Unternehmensstrategie.

Die Finanzierungsstrategie sowie mit dem Strukturwandel verbundene Investitionen sind Grundlage für Innovation. Dabei sind sowohl Unternehmen als auch Kapitalgeber gefordert, Nachhaltigkeit in der jeweiligen Unternehmensstrategie zu betrachten und die eigenen ESG-Ziele im Auge zu behalten. Dies gilt besonders mit Blick auf einheitliche Standards zu Ratings und Anleihen. Dazu geben Nachhaltigkeitsberichterstattung, Lieferkettengesetze und EU-Taxonomie neben den technologischen Fortschritten einen regulatorischen Rahmen, welcher mit zunehmenden Anforderungen verknüpft ist. Der Aufsichtsrat in seiner Überwachungsrolle und als Sparringspartner des Vorstands ist gefragt, die Unternehmens- und Finanzierungsstrategie sowohl anzuschauen als auch zu begleiten. Insofern sind Nachhaltigkeit und Kapitalmarkt nicht nur durch Berichterstattung eng verbunden, sondern auch im Sinne der langfristigen Unternehmensplanung.



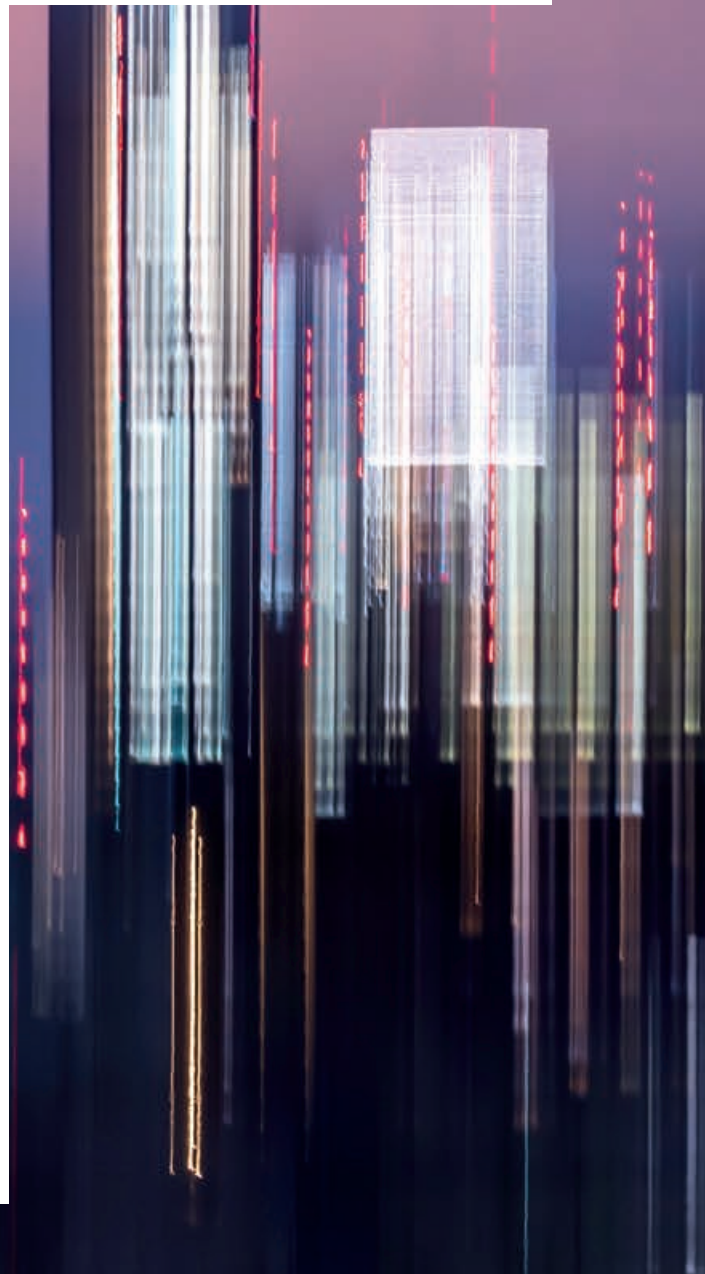
Innovationen und die Investition in neue Technologien und Forschung enden dabei nicht im Feld der Nachhaltigkeit. Der Unternehmenserfolg und die Wettbewerbsfähigkeit sind entsprechend auch eng mit den Themen Cybersicherheit, Lieferkettenüberwachung und der digitalen Transformation verknüpft. Der Aufsichtsrat steht in der Verantwortung, die eigene Expertise im Umgang mit den Megatrends stetig auszuweiten und im Rahmen von Fortbildungen sowie Besetzung zu berücksichtigen. Denn auch wenn mögliche Entlastungen mit Blick auf Reporting und Bürokratie diskutiert werden, so werden die Themen Nachhaltigkeit, digitaler Wandel und geopolitische Herausforderungen sowie die damit verbundene Überwachung und Risikobetrachtung bleiben.

Das vorliegende Audit Committee Quarterly mit dem Schwerpunkt »Unternehmensfinanzierung« beleuchtet daher aktuelle regulatorische Initiativen, die Weiterentwicklung des europäischen Kapitalmarkts sowie Chancen und Risiken, um veränderte Rahmenbedingungen zu antizipieren, Innovationen voranzutreiben und die Herausforderungen und Möglichkeiten der dualen Transformation einzuordnen.

Herzliche Grüße

Christian Sailer

Mitglied des Vorstands,
KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft,
Head of Audit



EDITORIAL

- 2 Christian Sailer

SCHWERPUNKT UNTERNEHMENSFINANZIERUNG

- 6 Herausforderungen für die Wirtschaft müssen über Innovationen gelöst werden
Dr. Markus Demary und Niklas Florian Taft
- 10 Überwachung, Beratung, (Mit-)Gestaltung: der Aufsichtsrat und die nachhaltige Finanzierungsstrategie
Lukas Tiling und
Prof. Dr. Dörte Poelzig, M. jur. (Oxford)
- 12 Leistungsfähige Kapitalmärkte – welche Rolle spielen dabei Aktien in der Altersvorsorge?
Dr. Norbert Kuhn
- 14 Das Generationenkapital – ein unsicherer und kleiner Tropfen auf einen großen heißen Stein
Prof. Dr. h.c. Axel Börsch-Supan
- 16 Aktienrückkäufe und die Rolle des Aufsichtsrats
Hendrik Schmidt
- 18 Bewertung von Immobiliensicherheiten
Daniel Demleitner
- 20 EU Listing Act – Neues für den Aufsichtsrat?
Jella Benner-Heinacher
- 22 Die Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien
Univ.-Prof. Dr. Sebastian Mock, LL.M. (NYU), Attorney-at-Law (New York), und
Dr. Jean Mohamed, Mag. iur., LL.M. (LSE)
- 25 **IN EIGENER SACHE**
Der Navigator für den Aufsichtsrat – Neuauflage
Rezensiert von Jella Benner-Heinacher
- 26 Erleichterte Eigenkapitalaufnahme nach dem Zukunftsfinanzierungsgesetz
Dr. habil. Simon Schwarz, LL.M. (Cambridge), und Dr. Maximilian Stöwahse, LL.M. (Cambridge)
- 28 Der SPAC-Trend und die Geburt der Börsenmantelaktiengesellschaft
Alexander Herzog
- 30 Aktuelle Initiativen zur Entlastung der Wirtschaft und Auswirkungen insbesondere des Wachstumschancengesetzes auf die Unternehmensfinanzierung
Ulrich Ackermann und Veronika Aschenbrenner
- 33 Personengesellschaften im Fokus – Die steuerlichen Auswirkungen des Wachstumschancengesetzes für Personengesellschaften
Dr. Olaf Siegmund
- 36 Bundestag beschließt neues Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz
Prof. Dr. Axel Halfmeier, LL.M. (Mich.)
- 39 Ohne Ziel kein Weg
Kristina Jeromin
- 42 EU Green Bonds Verordnung – ein Gütesiegel mit Tücken
Prof. Dr. Christoph Kumpan, LL.M. (Univ. of Chicago)
- 44 Strafrechtliche Risiken des Greenwashings gegenüber Investoren
Christian Heinelt
- 46 Greenwashing in Nachhaltigkeitsberichten: Erkennungsmerkmale für den Aufsichtsrat
Lisa Schosser und Isabell Lenz
- 48 Klimaschutzverträge und grüne Leitmärkte
Prof. Dr. Klaus M. Schmidt
- 50 Künstliche Intelligenz und Investitionsentscheidungen – Chancen und Herausforderungen
Prof. Dr. Gregor Weiß

INTERNATIONAL BUSINESS OUTLOOKS

- 52 German Business in Japan 2024
Japan immer stärker im Fokus deutscher Unternehmen
Andreas Glunz
- 55 German-British Business Outlook 2024
Brexit-Bürden verstetigen sich und weitere Verschärfungen in Sicht
Andreas Glunz

STANDPUNKT

- 58 Der digitale Nachlass und was hierbei zu beachten ist
Mark Pawlytta

NACHHALTIGKEIT

- 60 Novelliert und abgeschwächt: ein verändertes Klimaschutzgesetz mit beschränkter Verantwortlichkeit und erwartbar gravierenden Konsequenzen
Parul Kumar (LL.M.) und Dr. Bernd Weber
- 64 Klimaberichterstattung im Vergleich: SEC vs. CSRD
Charlotte-Louisa Donau und Prof. Dr. Maximilian A. Müller

DIGITALISIERUNG / KI

- 67 Umgang mit generativer KI in der deutschen Wirtschaft
Benedikt Höck
- 70 Das neue Zeitalter der Cyberresilienz: die Umsetzung von DORA
Vaike Metzger und Juliane Kagermeier

FAMILIENUNTERNEHMEN

- 74 Erfolgsfaktor Familienerbe – Wachstumstreiber für Familienunternehmen
Dr. Ladislava Klein

AKTUELLE RECHTSPRECHUNG

- 76 Auch Ehrenmitglieder dürfen nicht an Aufsichtsratssitzungen teilnehmen
Dr. Astrid Gundel
- 78 Ressortaufteilung in der Geschäftsleitung reduziert Haftungsrisiko
Dr. Astrid Gundel

-
- 81 Bestellformular

CORPORATE GOVERNANCE AKTUELL

- 82 Horizon Boards und Aufsichtsrat
PD Dr. Philipp Maximilian Holle und Dr. Lara Schwarz
- 84 Aufsichtsratsunterlagen – Relevanz weit über die Sitzungen hinaus
Dr. Gabriele Apfelbacher

86 KURZMELDUNGEN

Zusammengestellt von Dr. Astrid Gundel

DIE WELT DER CORPORATE GOVERNANCE: JAPAN

- 90 Corporate governance in Japan
Sumika Hashimoto

92 PUBLIKATIONEN

94 AUSGEWÄHLTE ZEITSCHRIFTENARTIKEL

-
- 95 Impressum

Herausforderungen für die Wirtschaft müssen über Innovationen gelöst werden

Autoren: **Dr. Markus Demary** und **Niklas Florian Taft**

Die deutsche Wirtschaft wird in den kommenden Jahren vor **immensen Herausforderungen** stehen. Die Nachwirkungen der Coronapandemie sind noch nicht vollständig abgebaut, während der russische Angriffskrieg gegen die Ukraine neben sicherheitspolitischen Folgen auch eine Energiekrise sowie eine Neuorientierung der Energieversorgung der deutschen Wirtschaft zur Folge hatte. Steigende Energie- und Rohstoffpreise hatten durch Kostendruck die Rückkehr der Inflation und eine Straffung der Geldpolitik zur Folge gehabt sowie eine Deindustrialisierung befördert. Auch wenn der Inflationsdruck mittlerweile abgeflaut ist, so birgt der anhaltende Nahost-Konflikt das Risiko erneut steigender Energiepreise und unterbrochener Lieferketten.

Diese akuten Krisen treffen auf ein Umfeld, das sich bereits durch fundamentale Entwicklungen herausgefordert sieht (Abbildung 1). **Digitalisierung, Dekarbonisierung, Demografie** und **Deglobalisierung** sind die **Megatrends der Transformation für Unternehmen**. Zur Sicherung ihrer Wettbewerbsfähigkeit müssen die Unternehmen **in neue Technologien investieren und ihre Geschäftsmodelle anpassen**. Dies umfasst Investitionen in digitale Technologien und Cybersicherheit, Investitionen in Technologien zur Erfüllung der Klimaziele, Investitionen in Automatisierung gegen den Rückgang des Arbeitskräfteangebots sowie Investitionen in stabile Lieferketten.

Abbildung 1: Herausforderungen erfordern Investitionen in die Zukunft

 Demografie	 Digitalisierung	 Dekarbonisierung	 Deglobalisierung
Herausforderungen			
• Alterung der Gesellschaft • Fachkräftemangel • Unternehmensnachfolge • Altersvorsorge	• Cyberattacken, Cybercrime, Spionage • neue Wettbewerber • neue Geschäftsfelder	• Regulierung • Transformation der Geschäftsmodelle	• Lieferkettengesetz • Defence und Zeitenwende • Derisking • Deindustrialisierung
Investitionsbedarf			
• Automatisierung • künstliche Intelligenz	• digitale Infrastruktur • Cybersecurity • künstliche Intelligenz	• erneuerbare Energien • Carbon Capture and Storage • Netzausbau • Infrastruktur	• neue Lieferketten • Verteidigung

Dr. Markus Demary ist Senior Economist für Geldpolitik und Finanzmärkte am Institut der deutschen Wirtschaft und Lehrbeauftragter für das Fach Behavioral Finance an der Universität Ulm.



Niklas Florian Taft ist Economist für Geldpolitik und Finanzmärkte am Institut der deutschen Wirtschaft und Doktorand an der Universität zu Köln.



Der **Finanzierung dieses immensen Investitionsvolumens** kommt im Strukturwandel eine besondere Bedeutung zu. **Banken und Kapitalmärkte müssen Partner der Realwirtschaft sein**, um die Herausforderungen für die deutsche Wirtschaft und den Standort zu meistern. Ein funktionierendes Finanzökosystem ist erforderlich, um Unternehmen zu finanzieren, die noch nicht marktreife Technologien entwickeln und anwenden müssen, um die Sektoren Industrie, Verkehr, Energie und Gebäude klimaneutral und wettbewerbsfähig zu machen (Abbildung 2).

Doch auch für die Finanzwirtschaft ist der Strukturwandel herausfordernd. Zum einen sind Stranded-Assets eine Folge von Digitalisierung und Dekarbonisierung. Zum anderen fordert die ESG-Regulierung von der Finanzwirtschaft u. a. die Dekarbonisierung ihrer Assets, wodurch die Kreditvergabe restriktiver werden wird. Gleichzeitig muss die Finanzwirtschaft durch Lieferkettengesetz und Taxonomie Dimensionen berücksichtigen, die zusammen mit der Risikoprüfung die Komplexität der Finanzierung massiv erhöht haben. Eine **überbordende Regulierung droht die Finanzierung der Realwirtschaft zu erschweren** und es bedarf Reformen, damit der Standort Deutschland den Strukturwandel erfolgreich meistern kann.



Abbildung 2: Transformation erfasst alle Sektoren

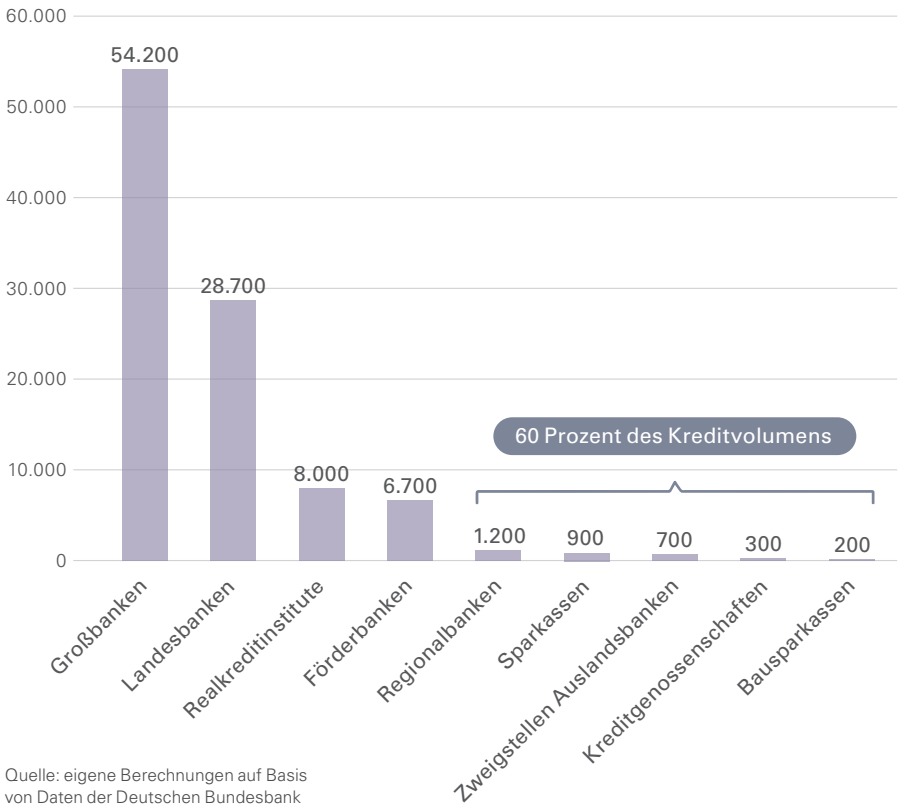


Der Unternehmenssektor in Deutschland ist im internationalen Vergleich weiterhin mittelständisch geprägt. Rund 60 Prozent des Unternehmenskreditvolumens bestehen aus kleinen Krediten, die von kleinen und mittelgroßen Banken vergeben wurden (Abbildung 3). Dies schlägt sich in der hohen Bedeutung **beziehungsbasierter Finanzierungsformen** (Relationship-Banking) nieder. Um einen nachhaltigen Kapitalzugang sicherzustellen, stellt die **Verbriefung die optimale Verbindung zwischen den mittelständischen Unternehmen und dem Kapitalmarkt** dar:

- Banken können durch lange Geschäftsbeziehungen die **Risiken und Potenziale ihrer mittelständischen Kunden besser beurteilen** als global tätige Investoren oder Ratingagenturen. Dieser **Informationsvorteil ist für die Transformation und den Strukturwandel hochrelevant**, denn die Hausbank kennt das Geschäftsmodell ihrer Kunden und kann den Erfolg der Transformation besser prognostizieren als internationale Investoren. Durch die Verbriefung können die Spezialisierungsvorteile von Hausbank und Investoren optimal genutzt werden.

Abbildung 3: 60 Prozent des Kreditvolumens in granular

Durchschnittliches Unternehmenskreditvolumen pro Bank: Unternehmenskreditvolumen der Bankengruppen im Verhältnis zur Anzahl der Banken der Bankengruppen



Quelle: eigene Berechnungen auf Basis von Daten der Deutschen Bundesbank

- Für die erfolgreiche Transformation der Unternehmen sind erhebliche Investitionsvolumina notwendig. Aufgrund der Umsetzung von Basel 4 kann das **Eigenkapital der Banken zum limitierenden Faktor** bei der Finanzierung der Transformation beitragen. Durch die Verbriefung kann dieses für die Neukreditvergabe freigesetzt werden und Investoren können in die Transformation der KMUs einbezogen werden.

Für eine erfolgreiche Begegnung der vier Megatrends und zur Verhinderung einer Deindustrialisierung müssen die Unternehmen investieren und die Finanzmarktregulierung muss so reformiert werden, dass die Finanzwirtschaft die Realwirtschaft optimal finanzieren kann. Die Reformoptionen leiten sich aus vier möglichen Szenarien ab:

- Der **Status quo** ist ein Referenzszenario, bei dem ein großer Teil der Unternehmen noch nicht in die notwendigen Zukunftstechnologien investiert hat, da zukünftige Cashflows noch unsicher und benötigte Technologien noch nicht marktreif sind. Zudem bestehen noch keine signifikanten Finanzierungsempässe, weil Banken vonseiten der Regulierung noch nicht gezwungen sind, ihren eigenen CO₂-Fußabdruck zu senken.
- Im Szenario **erfolgreiche Transformation** haben es ausreichend viele Unternehmen geschafft, in digitale und klimaschonende Technologien, Automatisierung und stabile Lieferketten zu investieren, ohne gleichzeitig überschuldet zu sein. Dieses Szenario ist allerdings kein Selbstläufer, denn es hängt sehr sensibel von den gesamtwirtschaftlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen ab.

- Es ist aber auch möglich, dass die EU-Taxonomie Investitionen in Klimaneutralität angestoßen hat, ohne dass sich für die Unternehmen ausreichend Cashflows aus grünen Produkten ergeben werden. Dadurch könnte ein signifikanter Anteil an Unternehmen so stark verschuldet sein, dass in den kommenden Jahren Ausgaben zurückgefahren werden müssen, um Bonität und Kreditzugang wiederherzustellen.
- Das Szenario **Stagnation** ist geprägt von Unternehmen, die von Finanzierungsengpässen betroffen sind, weil Banken durch ESG-Vorgaben und weitere regulatorische Vorschriften nur noch sehr selektiv Kredite vergeben können. Dieses Szenario wird befördert, weil Banken regulatorisch verpflichtet sind, ihren CO₂-Fußabdruck zu senken, bevor Unternehmen mit Investitionen in Klimaneutralität aufgrund noch fehlender zukünftiger Cashflows oder noch nicht marktreifer Technologien beginnen können.
- Viele Unternehmen werden vor der Herausforderung stehen, dass einige der für die Transformation notwendigen **Technologien noch nicht marktreif** und **zukünftige Cashflows noch unsicher** sind. Für deren Finanzierung muss der Zugang zu Risikokapital verbessert werden. Gleichzeitig muss in der Finanzierung dieser Unternehmen auch berücksichtigt werden, dass diese erst später klimaneutral sein werden, sodass es nicht zu Finanzierungsengpässen bei diesen Unternehmen kommt, wenn Banken ihren eigenen CO₂-Fußabdruck senken müssen. Die **ESG-Regulierung muss deshalb entsprechend entschärft** werden und sollte stattdessen einem stärker **prinzipienbasierten Ansatz** folgen.
- Da die Transformation zu großen Teilen kreditfinanziert ist, müssen die Rahmenbedingungen für Unternehmen stimmen, damit ihre Verschuldung nachhaltig bleibt und zukünftiges Wachstum nicht einschränkt. Neben einem Zugang zu Eigenkapital bedarf es einer **wachstumsfreundlichen Politik**, sodass die Gewinnsituation der Unternehmen eine rasche Schuldenkonsolidierung ermöglicht.

Es bedarf also der richtigen **Rahmenbedingungen für die Finanzwirtschaft sowie für die Realwirtschaft**, sodass **Investitionen und Innovationen Finanzierung finden**, gleichzeitig aber die **Verschuldung von Unternehmen und Staat auf einem nachhaltigen Niveau** verbleibt:

- Die immensen Investitionsvolumina werden zu einem Großteil von Banken finanziert, deren Eigenkapital begrenzt ist. Dieses Problem verschärft sich, da nur ein kleiner Anteil an Unternehmen am Kapitalmarkt aktiv ist. Die Verbriefung ermöglicht die Freisetzung von Eigenkapital für die Kreditvergabe und sie stellt für das beziehungsbasierte Finanzsystem die bestmögliche Form des **Kapitalmarktzugangs für KMUs** dar. Aufgrund der Granularität von 60 Prozent des Kreditvolumens stellt die **Verbriefung ein geeignetes Instrument der Transformationsfinanzierung** dar, das es zu fördern gilt. Gleichzeitig muss aber auch verhindert werden, dass über die Verbriefung Risiken in den Kapitalmarkt gelangen, welche die Banken selbst nicht tragen wollen. Denn dies wäre für eine erfolgreiche Transformationsfinanzierung kontraproduktiv.
- Die rasante Zunahme an Regulierungsvorschriften hat die Bürokratie- und Compliance-Kosten für die Unternehmen stark erhöht. Hiervon sind insbesondere die KMUs betroffen, die aufgrund ihrer Größe mit der Vielzahl an Vorschriften überfordert sind. Ein **Abbau von Bürokratie** ist hier erforderlich. So ließen sich durch eine steuerliche Förderung von Forschung und Entwicklung sowie die Einführung von Superabschreibungen Investitionen besser fördern als durch komplexe Regelwerke wie die EU-Taxonomie.
- Durch eine langfristig ausgerichtete und stringente Klimapolitik kann die Politik ein investitionsfreundliches Umfeld für Unternehmen schaffen. Kurzfristig und tagespolitisch motivierter Aktionismus trägt zur Unsicherheit im Markt bei, perspektivische Planbarkeit erleichtert nachhaltig Investitionen und stärkt den Wirtschaftsstandort.

Eine moderne Infrastruktur ist integrale Voraussetzung für unternehmerisches Wachstum und Investitionen. Dies umfasst nicht nur die Kapazitäten konventioneller Verkehrswege und Energieversorgung, sondern insbesondere auch den Aufbau einer international konkurrenzfähigen digitalen Infrastruktur. ←

Lukas Tiling ist wissenschaftlicher Mitarbeiter und Doktorand am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Handels- und Gesellschaftsrecht (Prof. Dr. Poelzig) an der Universität Hamburg.



Prof. Dr. Dörte Poelzig, M. jur. (Oxford), ist Inhaberin des Lehrstuhls für Bürgerliches Recht, Handels- und Gesellschaftsrecht an der Universität Hamburg.

Überwachung, Beratung, (Mit-)Gestaltung: der Aufsichtsrat und die nachhaltige Finanzierungsstrategie

Autoren: **Lukas Tiling** und **Prof. Dr. Dörte Poelzig, M. jur. (Oxford)**

Der Vorstand leitet, der Aufsichtsrat überwacht – diese Rollenverteilung ist nach dem Gesetz¹ noch immer das Herzstück der aktienrechtlichen Corporate Governance. In der Praxis reicht das facettenreiche Aufgabenspektrum des Aufsichtsrats allerdings längst über die reine Ex-post-Kontrolle hinaus. Aktuelle regulatorische Vorgaben im Zusammenhang mit der nachhaltigen Transformation (Sustainable und Transition Finance) zwingen Unternehmen zur Anpassung ihrer Finanzierungsstrategie, um kurzfristigen Reputations- und mittelfristigen Rentabilitätsrisiken vorzubeugen. Der moderne Aufsichtsrat nimmt dabei eine Schlüsselposition ein.

I. Die Rolle des Aufsichtsrats bei der Erarbeitung der Finanzierungsstrategie

Die Konzeption der Unternehmens- und Finanzierungsstrategie zählt als Teil der Leitungskompetenz² zu den vornehmsten Pflichten des Vorstands. Er trägt die »Finanzverantwortung«³, die ihm der Aufsichtsrat weder abnehmen kann noch abnehmen darf.⁴ Dennoch übernimmt der Aufsichtsrat keine bloße Nebenrolle. Gerade weil die Finanzierungsstrategie von herausragender Bedeutung für das Unternehmen ist, muss der Aufsichtsrat deren Entwicklung und Implementierung aktiv begleiten. Dabei steht naturgemäß weniger die retrospektive Rechtmäßigkeitskontrolle im Vordergrund.

Es geht vielmehr um die zukunftsgerichtete Beratung des Vorstands mit dem Ziel, die Zweckmäßigkeit und Wirtschaftlichkeit der Finanzierungsstrategie sicherzustellen.⁵ Nach dem Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK)⁶ hat der Vorstand die Unternehmensstrategie proaktiv mit dem Aufsichtsrat abzustimmen (Grundsatz 2 DCGK) und ihn bei grundlegenden Entscheidungen einzubinden (Grundsatz 6 Satz 1 DCGK). Dies umfasst die Festlegung des Jahresbudgets, wesentliche Investitionsmaßnahmen einschließlich deren Finanzierung sowie bedeutende Kreditaufnahmen oder Anleiheemissionen. Der Aufsichtsrat wirkt bei der Erarbeitung der Finanzierungsstrategie deshalb als Sparringspartner des Vorstands unterstützend mit.

1 Vgl. §§ 76, 111 AktG

2 Vgl. § 76 Abs. 1 AktG

3 OLG Stuttgart, AG 2013, S. 599 (602 f.)

4 Vgl. § 111 Abs. 4 S. 1 AktG

5 BGHZ, S. 114, 127 (129) – Deutsche Herold; vgl. zudem § 90 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 und Nr. 2 AktG

6 Deutscher Corporate Governance Kodex in der Fassung vom 28. April 2022

II. Aktuelle Herausforderungen für die nachhaltige Unternehmensfinanzierung

Die nachhaltige Transformation der Wirtschaft macht als Megatrend auch vor der Unternehmensfinanzierung nicht Halt. Dreh- und Angelpunkt der aktuellen regulatorischen Initiativen der Europäischen Union («Sustainable Finance Package» als Teil des »European Green Deal«) ist der Dreiklang aus Corporate Sustainability Reporting-Richtlinie (CSRD)⁷, Offenlegungs-Verordnung⁸ und Taxonomie-Verordnung⁹, die jeweils eng miteinander verzahnt sind.¹⁰ Der Aufsichtsrat muss zukünftig die erweiterte und verschärfte Nachhaltigkeitsberichterstattung, die nunmehr zwingend Teil des Lageberichts ist und auf den neuen European Sustainability Reporting Standards (ESRS) aufbaut, ebenso inhaltlich prüfen wie zuvor schon die finanzielle Berichterstattung. Das geht mit entsprechenden Haftungsrisiken einher. Die ab Ende 2024 anwendbare Green Bonds-VO¹¹ legt zudem erstmals einen einheitlichen Standard für die Begebung einer »Europäischen Grünen Anleihe« (EuGB) fest, um dem Greenwashing bei der Fremdkapitalfinanzierung vorzubeugen. Es drohen Schadensersatz-, Bußgeld- und Reputationsrisiken, wenn das Unternehmen gegen Anleihebedingungen verstößt oder die grünen Elemente der Anleihe falsch darstellt.¹²

Neben diesen verbindlichen Vorgaben («Hard Law») sind rechtlich unverbindliche Prinzipien («Soft Law») sowie Investorenerwartungen die wichtigsten Taktgeber für die nachhaltige Transformation der Unternehmensfinanzierung. Institutionelle und aktivistische Investoren («Sustainable Shareholder Activism»), Stimmrechtsberater sowie Nachhaltigkeitsratingagenturen drängen zunehmend auf die Einrichtung von Nachhaltigkeitsgremien auf Vorstands- und Aufsichtsratsebene. So fordert der Stimmrechtsberater Glass Lewis eindeutige Zuständigkeiten innerhalb des Aufsichtsrats für die Überwachung der Nachhaltigkeitsrisiken des Unternehmens,¹³ was inzwischen bei der Mehrheit der weltweit größten Unternehmen auch der Fall ist.¹⁴

III. Nachhaltigkeits- und Finanzierungsstrategie: zwei Seiten derselben Medaille

Die Nachhaltigkeits- und die Finanzierungsstrategie sind untrennbar verknüpft,¹⁵ was die reformierte Nachhaltigkeitsberichterstattung sowie die Europäische Grüne Anleihe beispielhaft verdeutlichen. Der Aufsichtsrat muss darauf hinwirken, dass der Vorstand beide Strategien gemeinsam entwickelt und ihre Umsetzung – etwa im Rahmen sog. Transitionspläne¹⁶ – anhand konkreter Meilensteine überprüfbar macht. Selbstverständlich muss der Vorstand anschließend die entsprechende Informationsversorgung gewährleisten, wobei der Aufsichtsrat daneben auch selbst Berichte anfordern kann.¹⁷ Organisatorisch könnte die Einrichtung eines Finanz- und Nachhaltigkeitsausschusses die Beratung zur nachhaltigen Finanzierung nicht nur strukturell verankern, sondern auch als sichtbares Zeichen des Engagements nach außen dienen.

Jedenfalls sollte der Aufsichtsrat die entsprechende persönliche Expertise durch Fortbildungen sowie regelmäßige Effizienzprüfungen sicherstellen. Des Weiteren ist es empfehlenswert, dass der Aufsichtsrat gemäß § 111 Abs. 4 S. 2 AktG an die nachhaltige Finanzierung knüpfende Zustimmungsvorbehalte festlegt. So kann es angebracht sein, die besonders öffentlichkeitswirksame erstmalige Emission einer Europäischen Grünen Anleihe oder die Mandatierung einer Nachhaltigkeitsratingagentur von der Zustimmung des Aufsichtsrats abhängig zu machen.¹⁸ Schließlich sollte der Aufsichtsrat im Rahmen des Investorendialogs zu der nachhaltigen Transformation des Unternehmens Stellung nehmen und die Auswirkungen auf die Finanzierungsstrategie erläutern können («Nachhaltigkeitsdialog»), um die Attraktivität des Unternehmens für ESG-bewusste Investoren zu erhöhen.

IV. Handlungsempfehlungen

Die Rolle des Aufsichtsrats bei der Erarbeitung der nachhaltigen Finanzierungsstrategie unterscheidet sich von Unternehmen zu Unternehmen – »one size does not fit all«. Dennoch sollte jeder Aufsichtsrat zumindest das Für und Wider folgender Maßnahmen abwägen:

- Sicherstellung der persönlichen ESG-Expertise, etwa durch regelmäßige Fortbildungen;
- Einrichtung eines spezialisierten Gremiums, wie bspw. eines Finanz- und Nachhaltigkeitsausschusses;
- Begleitung der Leitungstätigkeit des Vorstands durch die Festlegung von nachhaltigkeitsbezogenen Zustimmungsvorbehalten;
- Bereitschaft zur Kommunikation der nachhaltigen Finanzierungsstrategie («Nachhaltigkeitsdialog»). ←

7 Richtlinie (EU) 2022/2464 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Dezember 2022

8 Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019

9 Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Juni 2020

10 Instruktiver Überblick bei Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung-HdB/Harbarth/Reichenbach § 6 Rn. 10 ff.

11 Verordnung (EU) 2023/2631 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. November 2023

12 Ausführlich zur Corporate Governance bei der Emission von Green Bonds Roth/Ekkenga, AG 2021, S. 409 (416 ff.)

13 Glass Lewis, 2024 Benchmark Policy Guidelines Germany, S. 15

14 The Sustainability Board, 2023 Annual ESG Preparedness Report, S. 8 (88 Prozent der untersuchten Unternehmen haben ein ESG-Gremium auf Leitungsebene eingerichtet.)

15 ICMA, Climate Transition Finance Handbook, June 2023, S. 3 («An issuer's funding activities are a key component of the implementation of its climate transition strategy.»)

16 Empfehlung (EU) 2023/1425 der Kommission vom 27. Juni 2023 zur Vereinfachung der Finanzierung für die Umstellung auf eine nachhaltige Wirtschaft; Sustainable Finance-Beirat, Diskussionspapier »Mehrwert und Notwendigkeit aussagekräftiger Transitionspläne«, Dezember 2023

17 Vgl. § 90 Abs. 3 AktG

18 Allgemein zum Zustimmungsvorbehalt des Aufsichtsrats bei der Mandatierung von Ratingagenturen Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung-HdB/Poelzig § 11 Rn. 18

Leistungsfähige Kapitalmärkte – welche Rolle spielen dabei

Aktien in der Altersvorsorge? Autor: Dr. Norbert Kuhn

Auf den ersten Blick haben das junge Hightech-Unternehmen BioNTech und die Traditionsfirma Birkenstock wenig gemeinsam. Auf den zweiten Blick schon: Beide haben für den Börsengang die USA Deutschland vorgezogen, da dort Investoren auf dem Kapitalmarkt deutlich mehr Mittel zur Finanzierung zur Verfügung stellen. Für den deutschen Kapitalmarkt besteht also Handlungsbedarf. Wir brauchen leistungsstarke Kapitalmärkte, um Megatrends wie die Energiewende und die Digitalisierung zu finanzieren. Aktienanlagen von Privatanlegern, insbesondere über die Altersvorsorge, sind für das Erreichen leistungsfähiger Kapitalmärkte für die Unternehmensfinanzierung ein wichtiger Hebel.

Die Statistik zeigt, dass die USA ein Hotspot für Börsengänge (IPO) sind. In den letzten fünf Jahren fanden an den New Yorker Börsen NYSE und Nasdaq 1030 IPOs statt. In Deutschland sieht es ganz anders aus. Im gleichen Zeitraum läuteten gerade einmal 35 Unternehmensvertreter die Glocke auf dem Parkett der Frankfurter Wertpapierbörse. 19 deutsche Unternehmen gingen an ausländische Börsenplätze, bevorzugt in New York.

Mehr Flexibilität im Aktienrecht

Woran liegt es, dass Deutschlands Kapitalmärkte so weit hinterherhinken? In unserer gemeinsam mit Rittershaus Rechtsanwälte erstellten Studie »Auslandslistings von BioNTech, CureVac&Co« haben wir zwei wesentliche Gründe dafür festgestellt: ein unflexibles Aktienrecht und fehlende große Kapitalsammelstellen wie Pensionsfonds.

Viele Unternehmen, die im Ausland an die Börse gehen, wählen eine ausländische Rechtsform, meist die niederländische N.V. Das deutsche Aktienrecht war bisher zu unflexibel, um den Bedürfnissen junger Wachstumsunternehmen zu entsprechen. Der nationale Gesetzgeber hat mit dem Zukunftsfinanzierungsgesetz das Aktienrecht insbesondere bei Kapitalerhöhungen flexibilisiert¹ und Mehrstimmrechtsaktien² eingeführt. Da das Gesetz erst im vergangenen Jahr in Kraft getreten ist, bleibt abzuwarten, ob daraus mehr Börsengänge folgen.



¹ Siehe S. 26 ff.

² Siehe S. 22 ff.

Dr. Norbert Kuhn, Stellvertretender Leiter
Fachbereich Kapitalmärkte und Leiter Unterneh-
mensfinanzierung, Deutsches Aktieninstitut



Mehr Aktien in der Altersvorsorge – bessere Unternehmensfinanzierung

Darüber hinaus gehen deutsche Unternehmen insbesondere deshalb bevorzugt in den USA an die Börse, weil dort viel Kapital zur Unternehmensfinanzierung bereitsteht. Dieses stellen große Kapitalsammelstellen zur Verfügung, die die Gelder insbesondere im Rahmen der Altersvorsorge einsammeln und verwalten.

Ein Beispiel aus der betrieblichen Altersvorsorge ist der US-Pensionsfonds CalPERS, der das Altersvorsorgevermögen der Angestellten des öffentlichen Dienstes in Kalifornien verwaltet. Von den 465 Mrd. USD Altersvorsorgevermögen ist fast die Hälfte in Aktien angelegt. US-Pensionsfonds wie CalPERS haben die erforderliche Expertise, um komplexe Geschäftsmodelle, wie z. B. aus der Solarbranche oder der künstlichen Intelligenz, einschätzen zu können. Sie verfügen zudem über ausreichend Mittel, um die mit diesen Geschäftsmodellen verbundenen Risiken gut zu diversifizieren.

Auch Deutschland braucht einen leistungsfähigen Kapitalmarkt mit großen institutionellen Investoren. Dafür ist es notwendig, mehr Aktien in der Altersvorsorge zu nutzen. Bislang setzen wir immer noch viel zu stark auf das Umlageverfahren der gesetzlichen Rente. Dieses stößt aber immer stärker an seine Grenzen, da aufgrund des demografischen Wandels immer weniger Beitragszahler immer mehr Rentenbeziehern gegenüberstehen. Mehr Aktien in der Altersvorsorge können dazu beitragen, die entstehenden Rentenlücken zu schließen und gleichzeitig dem hiesigen Kapitalmarkt neuen Finanzierungsschwung zu verleihen.

Das Generationenkapital in der gesetzlichen Rente – der erste Schritt

Erste Schritte, den Kapitalmarkt stärker für die Altersvorsorge zu nutzen, geht die Bundesregierung bereits. Sie will mit Aktien einen Kapitalstock in der gesetzlichen Rente aufbauen, das sog. Generationenkapital. Der Bund beginnt ab 2024 mit Einzahlungen von 12 Mrd. EUR, die in den folgenden Jahren um jeweils 3 Prozent steigen sollen. Im Jahr 2036 soll sich dieser Kapitalstock auf 200 Mrd. EUR belaufen. Die damit generierten Erträge sollen die gesetzliche Rente um jährlich 10 Mrd. EUR entlasten. Um eine nennenswerte Entlastung der Rentenkasse zu erreichen und damit auch mehr Kapital aufzubauen, das zu einem Teil auch auf den einheimischen Kapitalmärkten investiert wird, ist mindestens eine Verdoppelung der jährlichen Einzahlungen notwendig. Perspektivisch sollte der deutsche Gesetzgeber von der Schuldenfinanzierung auf eine Beitragsfinanzierung umstellen.

Altersvorsorgedepots – mehr Aktien in der privaten Altersvorsorge

Eine weitere wichtige Initiative ist die Stärkung der Aktienanlage in der privaten Altersvorsorge. Die von der Bundesregierung eingesetzte »Fokusgruppe private Altersvorsorge« hat hier gute Vorschläge unterbreitet, auf denen man aufbauen kann. Dazu gehört auch das Altersvorsorgedepot. Wie unsere Studie »Altersvorsorgedepots – erfolgreiche Modelle der Alterssicherung im internationalen Vergleich« (mit der Deutsche WertpapierService Bank) gezeigt hat, nutzen verschiedene Länder dieses Instrument bereits erfolgreich für die private Altersvorsorge mit Aktien.

Schließlich diskutiert man derzeit auf EU-Ebene verschiedene Ideen, wie aus Sparern endlich Anleger werden und damit Investitionen in die europäische Wirtschaft besser finanziert werden. Ein Vorschlag ist ein paneuropäisches Anlageprodukt, das steuergefördert die Anlage in Aktien und andere Wertpapiere attraktiver machen soll. Das Ersparte der europäischen Bürger soll damit grenzüberschreitend für europäische Unternehmen mobilisiert werden.

Fazit

Voraussetzung für die Finanzierung der Energiewende und der Digitalisierung sind leistungsfähige Kapitalmärkte. In den USA sehen wir, dass institutionelle Investoren wie Pensionsfonds den Kapitalmärkten die notwendige Finanzierungskraft verleihen. Auch in Deutschland brauchen wir Aktien in der Altersvorsorge und eine steuerliche Förderung des privaten Aktiensparens. Setzen wir uns dafür ein, dass Aktien endlich zu einem festen Baustein in der Altersvorsorge und des langfristigen Vermögensaufbaus werden.



Das Generationenkapital – ein unsicherer und kleiner Tropfen auf einen großen heißen Stein

Autor: **Prof. Dr. h.c. Axel Börsch-Supan**

Mai 2024

Das deutsche Rentensystem ist durch den demografischen Wandel unter großem Druck: In den nächsten zehn Jahren werden ca. 400.000 Menschen mehr in den Ruhestand gehen und dann Rente beziehen als junge Leute in den Arbeitsmarkt nachrücken und dann Beiträge in die Rentenkasse zahlen.

Kurz nach dem Jahr 2000 hatte die rot-grüne Regierung einen Plan: Erstens das Rentenalter von 65 auf 67 zu erhöhen mit der Absicht, diese Erhöhung fortzusetzen, wenn die Lebenserwartung weiter steigt; zweitens einen Nachhaltigkeitsfaktor einzuführen, der die jährlichen Rentenerhöhungen für die ältere Generation in gleichem Maße wie die Beitragserhöhungen für die jüngere Generation dämpft, sodass beide Generationen an den finanziellen Auswirkungen des demografischen Wandels beteiligt werden; drittens eine private Säule der Alterssicherung einzuführen, um das Umlageverfahren zu entlasten.

Der Plan ist mittlerweile Makulatur. Eine der Ampelparteien blockiert jegliche Anpassung der Lebensarbeitszeit an die Lebenszeit; der Nachhaltigkeitsfaktor wird auf Kosten der jüngeren Generation durch eine Haltelinie ersetzt; und bei der Riester-Rente erleben viele Menschen nun, dass sie reale Verluste gemacht haben.

Sollte man nach dieser ernüchternden Bilanz der deutschen Rentenpolitik das ganze deutsche Rentensystem revolutionieren? Selbst wenn man wollte, ginge das nicht, weil für Systemveränderungen lange Übergangsregelungen nötig sind. Maximalpositionen sind also fehl am Platz. Das deutsche Umlageverfahren, in dem die Jüngeren mit ihren Beiträgen die Rente der Älteren finanzieren, hat sich in Krisen- und Umbruchsjahren bewährt, muss aber in Zeiten des demografischen Wandels dadurch entlastet werden, dass ein Teil der Renten aus der Ersparnis der Generation, die diese Renten auch erhält, via Kapitaldeckungsverfahren



Prof. Dr. h. c. Axel Börsch-Supan ist Direktor des Munich Research Institute for the Economics of Aging and SHARE Analyses (MEA) und Direktor emeritus des Max-Planck-Instituts für Sozialrecht und Sozialpolitik (MPISOC). Er war Mitglied vieler Rentenkommissionen, ist Mitglied des wissenschaftlichen Beirats beim Bundeswirtschaftsministerium und berät die EU-Kommission, OECD, WHO, Weltbank und andere internationale Organisationen in Fragen der Bevölkerungsalterung.



ren finanziert wird. Ein reines Kapitaldeckungsverfahren ist unklug, weil es die Menschen zu stark den Schwankungen des Kapitalmarkts aussetzt. Wir brauchen daher eine kluge Mischung aus Umlage- und Kapitaldeckungsverfahren.

Die große Frage ist, wie die Ersparnis im Kapitaldeckungsverfahren organisiert werden soll. Hier gibt es zwei Extreme: komplett individuell und freiwillig wie die Riester-Rente oder komplett in einer Hand als Staatsfonds, der erst »Deutschlandfonds«, dann »Aktienrente« und jetzt »Generationenkapital« heißt.

So sehr es nötig ist, das Umlageverfahren durch mehr Kapitaldeckung zu entlasten, so ist das Generationenkapital dennoch der falsche Weg. Die internationale Erfahrung zeigt, dass solche zentralisierten Fonds nicht in allen, aber der Mehrzahl der Fälle unterdurchschnittliche Renditen abwerfen. Geld beim Staat anzulegen, war selten eine kluge Idee. Zum einen tendiert der Staat dazu, politische und ideologische Ziele in die Auswahl der Vermögensanlagen einzubeziehen. Das ist in Ordnung, wenn diese Ziele auch die der Anleger sind, aber oft ist das nicht der Fall. Der Fonds für die Abwicklung der Kernkraftwerke (KENFO) wird zwar auf dem Papier staatsfern verwaltet, aber die Politik kennt Wege und Mittel, Druck auszuüben.

Zum Zweiten sollte man die Wache über den Wurstvorrat nicht dem Hund überlassen. Selbst wenn man davon ausgeht, dass der Staat sich in Zeiten der Budgetnot nicht an dem Fonds selbst vergreift, so ist dennoch die Versuchung groß, Einzahlungen zu verzögern oder auszusetzen. Und das ist ja auch gleich passiert, als nach dem Karlsruher Richterspruch die versprochene Einzahlung des Staats in das Generationenkapital kassiert wurde.

Noch viel schlimmer ist jedoch, dass das Generationenkapital durch Schulden finanziert werden soll. Dies führt das Kapitaldeckungsverfahren ad absurdum. Wenn staatliche Aktienkäufe durch Schulden finanziert werden, muss die jüngere Generation diese in der Zukunft zurückzahlen. So entlastet man gerade nicht die Jüngeren, sondern hat nur ein weiteres und dazu kompliziertes Umlageverfahren geschaffen. Das ist ökonomischer Unfug.

Es stimmt schon, dass die Differenz zwischen dem Zinssatz, den der Staat beim Schuldenmachen zahlen muss, und der Aktienrendite der Rentenversicherung zusätzliche Einnahmen bringen kann. Diese Equity Premium ist aber risikoreich und sehr viel geringer als die Aktienrendite selbst, und dies insbesondere dann, wenn Aktien auch nach politisch-ideologischen Vorgaben angelegt werden.

Im Übrigen ist das angedachte Generationenkapital sehr klein. Es soll in weiter Zukunft bei 200 Mrd. EUR liegen. Das erscheint viel, entspricht aber gerade einmal sechs Monatsausgaben der gesetzlichen Rentenversicherung. Der Gewinn würde selbst laut Bundesregierung die Beitragsbelastung der jüngeren Generation nur um wenige Zehntelpunkte verringern. Man erhofft sich also mit viel Tamtam einen kleinen und zudem unsicheren Tropfen auf einen sehr großen und sehr heißen Stein.

Da das Kapitalanlagegeschäft große Kostendegressionen aufweist, ist das Kunststück im Kapitaldeckungsverfahren, einen Mittelweg zu finden, der einerseits durch Gruppenbildung Kosten spart, aber andererseits Konkurrenz und Anlagendiversität erlaubt. Hier hat Deutschland mit der Betriebsrente viele auf die jeweilige Branche zugeschnittene Modelle entwickelt, die sich bewährt haben. Das Umlageverfahren wird am besten dadurch entlastet, dass man diese stärkt und mittels Standardisierung auf kleinere und mittlere Unternehmen ausweitet. Die Niederlande und Dänemark, beides ausgeprägte Sozialstaaten, haben mit dieser Mischung hervorragende Erfahrungen gemacht und bieten ihren Bürgern nun deutlich höhere Alterseinkünfte als Deutschland. Von deren Pragmatismus und Anpassungsbereitschaft in der Rentenpolitik können wir viel lernen. ◀

Aktienrückkäufe und die Rolle des Aufsichtsrats

Autor: **Hendrik Schmidt**

Einleitung

Aktienrückkäufe haben sich seit der Liberalisierung des Aktienrechts im Zuge der KonTraG-Reform von 1998 als Instrument der Finanzierungsstrategie auch in Deutschland fest etabliert. Die allein zwischen 2005 und 2020 getätigten Rückkäufe von DAX- und MDAX-Unternehmen summieren sich auf über 88,2 Mrd. EUR. Die Coronakrise hat die Rückkaufprogramme einiger Unternehmen teils sehr abrupt gestoppt (z. B. adidas), teils erwies sich dieser Zeitraum aber auch als optimale Gelegenheit, zu niedrigen Kursen eigene Anteile zurückzukaufen.

Der Autor hat sich in einem Beitrag in der Extraausgabe des Audit Committee Quarterly zum Thema Aktienrückkäufe¹ Anfang 2021 grundsätzlich mit der Bewertung solcher Instrumente aus Investorensicht beschäftigt und dabei auch den Vergleich mit dem Gedankenexperiment zu Schrödingers Katze herangezogen, da sich auch hier zwei Zustände eines Unternehmens überlagern: einerseits eine wirtschaftliche Stärke und daraus folgend die Fähigkeit, nennenswerte Anteile seiner selbst zu erwerben; andererseits eine klare Schwäche in der Identifikation positiver Investitionsvorhaben sowie die mangelnde Bereitschaft, Eigentümer in Form einer Sonderdividende an dieser wirtschaftlichen Stärke zu beteiligen.² Dies ist insbesondere vor dem Hintergrund der eigentlich dringend benötigten – privaten wie auch öffentlichen – Investitionen zur grünen Transformation bemerkenswert.³

In dem nun vorliegenden Beitrag geht es um die Rolle des Aufsichtsrats bei Aktienrückkäufen und die durch ihn zu beantwortenden Fragen.

Ausgangslage und Beschluss

Ausgangslage für einen Aktienrückkauf ist gemeinhin eine »gefühlte« Unterbewertung des Unternehmens durch den Markt – gespiegelt am Aktienkurs und an der Überzeugung des Managements, zu entsprechend günstigen Preisen zu kaufen.

Der Aufsichtsrat hat diese Wahrnehmung zumindest dahingehend zu plausibilisieren, dass die Umsetzung eines beschlossenen Aktienrückkaufprogramms wirtschaftlich möglich ist, insbesondere ohne zusätzliche Aufnahme von Fremdkapital. Es wird an dieser Stelle auch vorausgesetzt, dass das Unternehmen nicht unter dem Druck steht, seine Verschuldung und damit seine Refinanzierungskosten zu reduzieren.

Der am häufigsten auftretende Fall ist der in § 71 (1) Nr. 8 AktG geregelte Vorratsbeschluss über eine Ermächtigung zum Rückkauf von bis zu 10 Prozent des ausgegebenen Grundkapitals ohne Zweckbestimmung mit einer Laufzeit von bis zu fünf Jahren. Der Beschluss wird durch die Verwaltung, also Vorstand und Aufsichtsrat, vorbereitet und der Hauptversammlung zur Beschlussfassung vorgelegt, was eine intensive und durchaus kritische Befassung des Aufsichtsrats im Vorhinein voraussetzt. Hierzu hat sich der Aufsichtsrat mit den Motiven für einen Aktienrückkauf auseinanderzusetzen.

Ist die wirtschaftliche Tragfähigkeit festgestellt, gilt das etablierte Prüfschema: Investitionen, anorganisches Wachstum (M&A), Erhöhung der Ausschüttung, Einstellung in Rücklagen.

Motive

a) Investitionen: Die Diskussion um einen Aktienrückkauf setzt grundsätzlich verfügbares Kapital voraus. Freies Kapital ist zunächst für Investitionen im Unternehmen vorzusehen. Hierbei hat der Aufsichtsrat die Pflicht, sich die vom Vorstand vorgelegte Investitionsstrategie und -planung erläutern zu lassen und diese kritisch zu prüfen.

b) Anorganisches Wachstum (M&A): Sind keine internen Investitionsvorhaben zu identifizieren, so stehen als Nächstes anorganische Wachstumsmöglichkeiten im Rahmen einer M&A-Strategie im Fokus. Auch hier hat der Aufsichtsrat kritisch zu prüfen, ob die getroffenen Annahmen (z. B. über bestimmte Industrietrends und Zyklen) im Einklang mit der Gesamterwartung und der Unternehmensstrategie stehen. Sollten sich an dieser Stelle unterschiedliche Auffassungen feststellen lassen, bedarf es einer vertieften Diskussion des Aufsichtsrats mit dem Vorstand um

¹ Audit Committee Quarterly extra – Aktienrückkäufe: Mythen und Fakten, 2021

² Für eine detaillierte Erläuterung der Experimentalanordnung sei auf den Aufsatz »Die gegenwärtige Situation in der Quantenmechanik«, § 5, »Sind die Variablen wirklich verwaschen?« von Erwin Schrödinger (1935) verwiesen, online abrufbar unter http://www.fisicafundamental.net/relicario/doc/SituationinderQuantenmechanik_Schrodinger.pdf

³ Laut Europäischer Kommission werden bis 2030 jährlich über 620 Mrd. EUR an Investitionen zur Erfüllung des European Green Deal, sowie des RepowerEU-Plans notwendig (siehe: Bericht der EU-Kommission an das Parlament und den Rat: »Nachhaltigkeit und Wohlergehen der Menschen – Herzstück der offenen strategischen Autonomie Europas«, abrufbar unter <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52023DC0376>).

die perspektivische Ausrichtung des Unternehmens. Grundsätzlich eignen sich eigene Aktien allerdings auch als Transaktionswährung, sodass eine M&A-Strategie diese auch immer berücksichtigen sollte.

c) Erhöhung der Ausschüttung bzw. Anpassung der Ausschüttungspolitik: Bevor ein Aktienrückkauf als Maßnahme zur Kapitalrückführung an die Aktionäre vorgesehen ist, hat der Aufsichtsrat die Ausschüttungspolitik zu überprüfen: Lässt die Dividendenpolitik eine höhere Dividende oder sogar eine langfristige Anhebung des Dividendenniveaus zu? Besteht Spielraum für eine Sonderdividende? Soll die Ausschüttungspolitik um Aktienrückkäufe insgesamt erweitert werden? Auch in diesem Fall hilft dem Aufsichtsrat das Feedback, das er aus Gesprächen mit Investoren ziehen kann oder auf Hauptversammlungen erfährt.

d) Mitarbeiterbeteiligungen und Vorstandsvergütung: Mitarbeiteraktienprogramme, Optionspläne oder auch Vorstandsvergütungsmodelle erfordern zur jeweiligen Bedienung ebenfalls regelmäßig die Ausnutzung von Aktienrückkaufprogrammen. In diesem Kontext muss der Aufsichtsrat insbesondere auch die Auswirkungen eines Rückkaufs auf vergütungsrelevante Kennziffern kritisch prüfen und diskutieren.

e) Einstellungen in Rücklagen: Ist auch dieser Aspekt abschließend erläutert, bleibt noch die Möglichkeit zur Einstellung in Rücklagen. Der Aufsichtsrat sollte hier diskutieren, welche Notwendigkeiten er z. B. mit Blick auf die Entwicklung des Zyklus oder Preisentwicklungen erwartet.

Durchführung

Der Aufsichtsrat hat auch die Durchführung des Aktienrückkaufs regelmäßig zu prüfen und ist hierüber durch den Finanzvorstand zu informieren. Im Rahmen seiner Gespräche mit Investoren kann er hierzu außerdem direkte Rückmeldungen von Analysten und Portfoliomanagern erhalten.

Überprüfung

Voraussetzung für die Durchführung ist die Einhaltung sämtlicher sich aus dem Aktiengesetz ergebenden Anforderungen sowie aus den Anforderungen vonseiten der BaFin. Fehlerhafte oder verzögerte Angaben hat der Aufsichtsrat im Rahmen seiner Überwachungspflicht des Internen Kontrollsystems (IKS) bzw. Risikomanagementsystems (RMS) zu analysieren und Maßnahmen zu verabschieden, die eine künftige Einhaltung sicherstellen.



Hendrik Schmidt ist im Corporate Governance Center der DWS Investment GmbH für die Wahrnehmung der Investoreninteressen bei Portfolio-Unternehmen aus der DACH-Region und des Vereinigten Königreichs verantwortlich. Im Austausch mit Vorständen und Aufsichtsräten vertritt er in Bezug auf die Gestaltung von Vorstandsvergütungssystemen und der Besetzung von Aufsichtsräten die Erwartungen der DWS.

Fazit

Die Verantwortung des Aufsichtsrats bei Aktienrückkäufen ist klar: Er hat sicherzustellen, dass diese Maßnahmen im besten Interesse des Unternehmens und seiner Aktionäre sind. Er hat nicht nur in der Vorbereitung einer Beschlussvorlage einen umfangreichen Fragenkatalog zu prüfen, sondern auch die Durchführung zu überwachen.

In Zeiten von Niedrigzinsen und massiv reduzierten Fremdkapitalkosten spielte die Verschuldung nur eine untergeordnete Rolle. Inzwischen dürften die Refinanzierungskosten allerdings wieder angestiegen sein und bleiben aktuell noch dynamisch. Daher hat der Aufsichtsrat auch die Verschuldungssituation bei der Verwendung von Kapital stärker in den Blick zu nehmen als noch vor wenigen Jahren.

Der Aufsichtsrat sollte regelmäßig durch die Brille des Kapitalmarkts blicken, um insbesondere bei Vorratsbeschlüssen eine klare Aussage zur Finanzierungs- und Kapitalstrategie treffen zu können. Aus Investorensicht ist eine regelmäßige Legitimation solcher Beschlüsse durch kürzere Laufzeiten grundsätzlich zu begrüßen, ermöglicht dies doch eine bessere Überprüfung der Interessen und ist auch international deutlich verbreiteter.⁴ Aus Investorensicht ist im Falle von Vorratsbeschlüssen eine sachgerechte Beurteilung der Kapital- und Finanzierungsstrategie – wie in § 134b AktG gefordert: »Überwachung wichtiger Angelegenheiten der Portfoliogesellschaften« – kaum möglich. Schließlich mag ein Investor einem Aktienrückkauf in Jahr eins noch unter anderen Voraussetzungen zustimmen, als dieser dann ggf. erst zwei oder drei Jahre später unter veränderten Vorzeichen umgesetzt wird.

Aktienrückkäufe als Mittel der Kapitalrückführung spielen in Europa und Deutschland zwar eine mittlerweile wichtige, im Gegensatz zu den USA aber keine dominante Rolle. Dem Aufsichtsrat kommt bei Aktienrückkäufen eine wesentliche Rolle dabei zu, das Vertrauen der Investoren zu gewinnen und aufrechtzuerhalten. Insbesondere wenn das Unternehmen bisher noch keine oder nur überschaubare Aktienrückkäufe durchgeführt hat. Die teils auch divergierenden Investorenpräferenzen lassen die Meinungsbildung hierbei zunehmend komplex erscheinen. Allerdings sind der transparente Dialog hierzu sowie die Verlässlichkeit in der Ausführung entscheidend. ←

4 So gelten in den USA und Großbritannien maximale Laufzeiten von bis zu 18 Monaten, weshalb die Beschlussvorschläge dort auch deutlich häufiger auf den Hauptversammlungstagesordnungen zu finden sind.

Autor: **Daniel Demleitner**

Bewertung von Immobiliensicherheiten

Einleitung – Erklärung CRE

Im Segment der Gewerbeimmobilien, welches oft mit »CRE« für Commercial Real Estate abgekürzt wird, werden Immobilien zur Absicherung von Krediten zum Erwerb von Gewerbeimmobilien eingesetzt. Es ist üblich, dass bei der Vergabe von Krediten Sicherheiten hinterlegt werden, um das Risiko für den Kreditgeber zu minimieren. Im Falle einer Zahlungsunfähigkeit des Kreditnehmers behält sich der Kreditgeber das Recht vor, die Immobilie zu veräußern, um das ausstehende Geld zurückzuerhalten. Dieser Prozess dient dazu, die Interessen beider Parteien zu schützen und eine sichere und vertrauensvolle Geschäftsbeziehung zu gewährleisten. Immobiliensicherheiten stellen somit einen essenziellen Bestandteil der Kreditvergabe im Gewerbeimmobiliensegment dar. Da der Wert der Sicherheit auch mit der Situation am Markt verknüpft ist, lohnt es sich, diese näher zu beleuchten.

Die Herausforderungen der aktuellen Marktlage

Aufgrund des sprunghaften Anstiegs der Inflation und des Zinsniveaus sowie der gestiegenen ESG-Anforderungen haben Gewerbeimmobilienmärkte, darunter auch der deutsche, mit höheren Finanzierungs- und Bewirtschaftungskosten zu kämpfen. Die dadurch sinkende Nachfrage von Investoren führt zu rückläufigen Immobilienpreisen bei vielen Assetklassen, wie z. B. Büroimmobilien. Auch die bleibenden Homeoffice-Effekte nach der Pandemie tragen dazu bei, dass die Nachfrage nach Büroimmobilien gering bleibt.

Banken reagieren bereits auf diese Entwicklung und geben in ihren jüngsten Pressemitteilungen eine merkliche Erhöhung der Risikovorsorge bekannt. Im CRE-Segment haben die deutschen Institute laut dem aktuellen Risk Dashboard der European Banking Authority (EBA) im Vergleich zum Vorjahresquartal einen Anstieg notleidender Kredite (Non-Performing Loans, NPL) um 4,8 Prozentpunkte im vierten Quartal 2023 verzeichnet, wobei sich gegenwärtig zunächst keine Verbesserung der Kreditqualität abzeichnet.

Vorgehen und regulatorische Anforderungen bei der Bewertung von Immobiliensicherheiten

Im Immobilienbereich stehen das Objekt bzw. die Kreditsicherheiten im Zentrum der Kreditvergabe. Hierbei müssen regulatorische Anforderungen und Kriterien vom Kreditinstitut erfüllt werden, um eine korrekte und unabhängige Bewertung des Objekts zu gewährleisten.

- Das Kreditinstitut muss interne Strategien und Verfahren zur Sicherheitsbewertung festlegen.
- ESG-Faktoren fließen zunehmend in die Bewertung ein (z. B. bei der Energieeffizienz von Gebäuden).
- Die Immobilie muss zum Zeitpunkt der Kreditvergabe durch einen externen oder internen Sachverständigen bewertet werden, wobei bei externer Bewertung eine Plausibilisierung durch die Bank durchzuführen ist.

Die Umsetzung der genannten Punkte bringt für Institute an mehreren Stellen Herausforderungen mit sich.



Daniel Demleitner ist Partner im Bereich Financial Services von KPMG und übt u. a. die Rollen als Head of Real Estate Banking und Head ESG @ Credit aus. Daniel Demleitner verfügt sowohl über umfangreiche Erfahrungen aus operativen Tätigkeiten in der Marktfolge diverser Banken als auch aus der Beratung und Prüfung von Finanzinstituten im Rahmen seiner Tätigkeit bei KPMG. Sein beruflicher Fokus liegt auf der Weiterentwicklung / Optimierung von Kreditprozessen und Aufbauorganisationen in der Marktfolge bei Banken unter Einhaltung der regulatorischen Anforderungen.

Bei Prüfungen setzt die Finanzaufsicht Marktwerte tendenziell niedriger an

Bei der Bewertung der Immobiliensicherheiten ergeben sich im aktuellen Marktumfeld neue Herausforderungen für Banken und Kreditnehmer. Grund dafür ist der wachsende Druck seitens der Finanzaufsicht EBA. Ein häufiger Kritikpunkt der Aufsicht sind die unterschiedlichen Ansätze der Praxis zur Ermittlung des Marktwerts. Die Aufsicht kritisiert vor allem den Bewertungsprozess und die mangelnde Einhaltung der Regeln für den Einsatz von Gutachtern. Aus Sicht der Finanzaufsicht sind die von den Banken angesetzten Sicherheitenwerte tendenziell zu hoch.

Sinkende Marktwerte verschlechtern Situation für Kreditnehmer

Die teils starken Differenzen in den angenommenen Marktwerten zwischen Bank und Aufsicht führen dazu, dass Frühwarnsysteme nun rückwirkend ausgelöst werden. Frühwarnsysteme sollen Kredite mit einem erhöhten Ausfallrisiko frühzeitig erkennen, um Gegenmaßnahmen ergreifen zu können. Für den Kunden kann dies bedeuten, dass er zusätzliches Eigenkapital in eine bestehende Finanzierung einbringen muss.

Oftmals haben Kreditnehmer endfällige Darlehen zur Finanzierung der Immobilien abgeschlossen. Bei dieser Darlehensart wird die Tilgung in einer Rate zum Ende der Kreditlaufzeit gezahlt. Während der restlichen Laufzeit werden lediglich Zinszahlungen oder geringfügige, laufende Tilgungen geleistet. Dadurch bedürfen derartige Verträge in der Regel einer Anschlussfinanzierung, die, wie das Darlehen selbst, an Vertragsbedingungen oder Kennzahlen geknüpft ist. Verschlechtert sich nun diese Kennzahl durch sinkende Marktwerte, wird es für den Kreditnehmer schwieriger und teurer, das Objekt zu refinanzieren. Das kann für den Kreditnehmer zur arbiträr wirkenden Situation führen, dass er während der gesamten Kreditlaufzeit den Kredit vertragsgemäß bedient hat und trotzdem aufgrund der schwierigen Marktsituation erheblich schlechtere Refinanzierungskonditionen vorfindet.

Fazit – höhere Eigenkapitalanforderungen für Finanzierung bei gleichzeitig erhöhter Selektivität

Ausgewählte Nutzungsarten, wie z. B. Büroimmobilien, bei gewerblichen Immobilienfinanzierungen, die in der Vergangenheit von der Niedrigzinsphase profitiert haben, befinden sich nun im Krisenmodus. Kreditnehmer, die bislang günstig Kredite aufnehmen konnten, stehen nun vor deutlich höheren Zinsen und erreichen damit die Grenze ihrer Finanzierungsfähigkeit. Banken bewerten Risiken neu, lehnen Kreditnehmer ab und begleiten Bestandskredite zu deutlich strengeren Anforderungen und kostenintensiveren Konditionen nach Ablauf der Vertragslaufzeit weiter. Für die Kreditnehmer ergibt sich aus den verschärften Sicherheitsbewertungen mit niedrigeren Immobilienwertgutachten – zusätzlich zu den ohnehin gestiegenen Finanzierungskosten – ein größerer Bedarf an Eigenkapital sowie das Folgende:

- Eine entscheidende Veränderung im Segment der Gewerbeimmobilien sind die gestiegenen Informationsanforderungen seitens der Institute. Kreditnehmer müssen daher mehr Informationen an die Institute liefern, um eine Finanzierung für ein Objekt zu erhalten. Daraus lässt sich ein genereller Trend zu selektiverem und konservativerem Vorgehen der Banken bei der Kreditvergabe ableiten.
- Die erhöhte Selektivität zeigt sich außerdem in der Tatsache, dass nicht mehr jedes Objekt finanziert wird. Immobilienkredite sind stärker an Objektkriterien gekoppelt. Eine entscheidende Rolle spielen dabei neben der Lage der Immobilie ESG-Kriterien wie Energiestandards. Grund dafür sind die Ausrichtung auf langfristige Attraktivität der Immobilie und damit tendenziell stabilere Marktwerte für die Besicherung. Gleiches gilt für die Refinanzierung von Objekten.
- Weiterhin schlägt sich der Trend zur Selektivität auch bei der Bewilligung sog. Capex-Kredite, welche zur Finanzierung von Sanierungs- und Modernisierungsinvestitionen mit dem Ziel der Steigerung des Immobilienwerts verwendet werden, nieder. Auch hierbei steht die langfristige Erfolgsperspektive im Fokus. Hierfür ist zu beurteilen und nachzuweisen, wie sich die Investition auf den Immobilienwert, die Mieteinnahmen und die finanzielle Gesamtleistung auswirken wird. ←



EU Listing Act – Neues für den Aufsichtsrat?

Autorin: **Jella Benner-Heinacher**

Das Ziel, die EU-Kapitalmärkte attraktiver zu machen, verfolgt die Europäische Kommission schon seit Langem, erst im 2015 veröffentlichten Grünbuch zur Schaffung einer Kapitalmarktunion und zuletzt im Aktionsplan 2020 zur Kapitalmarktunion¹. Zudem gibt es im Rat der Europäischen Union derzeit Bestrebungen, die Kapitalmarktunion in der nächsten Legislaturperiode weiter zu vertiefen.² Die EU-Kommission hatte am 7.12.2022 einen Entwurf für einen EU Listing Act³ vorgelegt. Nach einer Reihe von Änderungen haben dem Listing Act im sog. Trilog-Verfahren der Rat der Europäischen Union, das Europäische Parlament sowie der Ausschuss der Ständigen Vertreter der Regierungen der Mitgliedstaaten im Februar 2024 zugestimmt⁴. Damit befindet sich das Vorhaben nunmehr auf der Zielgeraden und hat den Legislativprozess nun endlich durchlaufen.

Ziel des EU Listing Act ist es, die Kapitalmärkte der Europäischen Union, die gemessen an der Wirtschaftsleistung der EU im internationalen Vergleich unterentwickelt sind, durch die Reduzierung des administrativen Aufwands für Emittenten attraktiver zu machen und den Unternehmen den Zugang zu benötigtem Kapital zu erleichtern.

Das Paket enthält:

I. einen Vorschlag für eine Verordnung zur Änderung der Prospektverordnung, der Marktmissbrauchsverordnung (MAR) und der Europäischen Finanzmarktverordnung (MiFIR),

II. einen Vorschlag für eine Richtlinie zur Änderung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und die Aufhebung der Börsenzulassungsrichtlinie sowie

III. einen Vorschlag für eine Verordnung zu Mehrfachstimmrechten in Unternehmen, die die Zulassung ihrer Aktien zum Handel auf einem KMU-Wachstumsmarkt beantragen.

¹ https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan_en

² Siehe hierzu S. 87

³ https://finance.ec.europa.eu/publications/capital-markets-union-clearing-insolvency-and-listing-package_en

⁴ https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2024-0350_EN.html



Jella Benner-Heinacher ist Hauptgeschäftsführerin der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (DSW), der mit 30.000 Mitgliedern führenden deutschen Aktionärsvereinigung. Zudem ist sie Präsidentin von BetterFinance, dem größten europäischen Anlegerverband in Brüssel. Sie verfügt über langjährige Erfahrungen aus verschiedenen Aufsichtsräten von Unternehmen, die in den Indizes wie DAX, MDAX und SDAX notierten, und ist Mitglied einer Expertengruppe der europäischen Wertpapieraufsicht in Paris (ESMA) sowie der Börsensachverständigenkommission.

Neues für den Aufsichtsrat:

1. Änderungen bezüglich der Ad-hoc-Publizität

Ein Paradigmenwechsel zeichnet sich bei der Offenlegung von Insiderinformationen im Kontext von zeitlich gestreckten Sachverhalten, z. B. M&A-Transaktionen, ab: Ad-hoc-meldepflichtig soll nur noch das Endereignis, nicht aber ein Zwischenschritt sein. Versteht man den MAR-E (Marktmissbrauchsverordnung im Entwurf) dahingehend, dass der Emittent ausschließlich über das tatsächlich eingetretene Endereignis im Wege einer Ad-hoc-Mitteilung informieren muss, wird dies für Unternehmen in der Praxis zu deutlich mehr Rechtssicherheit bei der Erfüllung der Publizitätspflicht führen. Denn damit würde die schwierige, aber bislang erforderliche Bestimmung desjenigen Zwischenschritts entfallen, bei dessen Vorliegen der Eintritt des Endereignisses hinreichend wahrscheinlich wird. Für Unternehmen würde dies eine echte Erleichterung bedeuten und damit die Attraktivität der Kapitalmärkte steigern.

Der Begriff der Insiderinformation gemäß Art. 7 MAR bleibt dabei durch den Listing Act unverändert. Es verbleibt auch bei dem Grundsatz in Art. 17 MAR, dass ein Emittent der Öffentlichkeit Insiderinformationen, die ihn unmittelbar betreffen, unverzüglich bekannt geben muss. Während also zukünftig Zwischenschritte eines zeitlich gestreckten Vorgangs nicht mehr ad-hoc-pflichtig sind, sondern nur noch das Endergebnis zu veröffentlichen ist, kann dies paradoxerweise dazu führen, dass diese Zwischenschritte dennoch ein Insiderhandelsverbot auslösen können. Im Ergebnis führt die Abkopplung von Art. 4 und Art. 17 MAR folglich zu einem mangelnden Gleichlauf zwischen der Veröffentlichungspflicht bei Zwischenschritten und dem nach wie vor bestehenden Insiderhandelsverbot.

Daneben werden die Kriterien für den freiwilligen Aufschub der Veröffentlichung von Ad-hoc-Meldungen durch Emittenten konkretisiert, insbesondere was das Verbot der Irreführung der Öffentlichkeit als zwingende Aufschub-Voraussetzung anbelangt. So soll die aufzuschiebende Information nicht im Widerspruch zur letzten öffentlichen Bekanntmachung oder anderen Mitteilungen des Emittenten stehen.

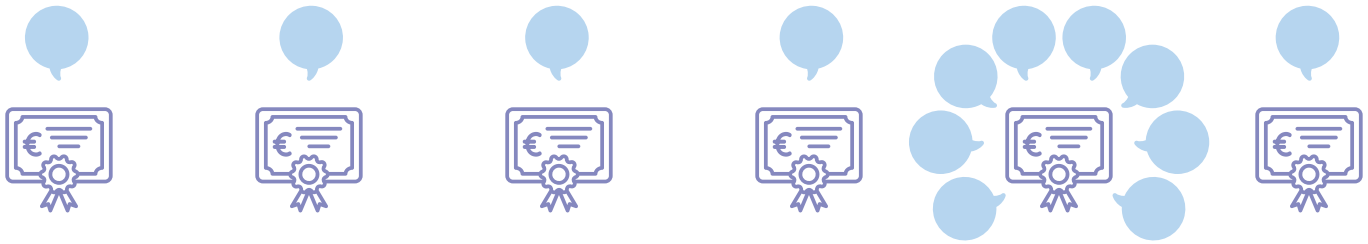
2. Anhebung der Meldeschwelle für Directors' Dealings-Mitteilungen

Schließlich soll die Meldeschwelle für Directors' Dealings-Mitteilungen erneut angehoben werden. Derzeit beträgt diese 5.000 EUR pro Kalenderjahr mit der Option der Anhebung auf 20.000 EUR durch die Aufsichtsbehörde. Von dieser Möglichkeit hat die BaFin⁵ bereits vor einigen Jahren Gebrauch gemacht. Der Entwurf sieht nunmehr die Möglichkeit einer Anhebung des Schwellenwerts auf 50.000 EUR pro Kalenderjahr (Art. 19 Abs. 8, 9 MAR-E) vor. Inwieweit die BaFin hiervon Gebrauch machen wird oder den aktuellen Schwellenwert von 20.000 EUR beibehält, bleibt abzuwarten. Die Anhebung der Meldeschwelle ist aus Sicht der Emittenten sicher zu begrüßen. Sie würde zu einer Entlastung für die Unternehmen führen, ohne dass die Transparenz bzw. die Signalwirkung für den Kapitalmarkt darunter leiden würde.

Fazit:

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass der EU Listing Act jetzt zwar endlich kommt, aber als den großen Wurf auf dem Weg zu attraktiven europäischen Märkten werden wir ihn nicht bezeichnen können. Positiv ist anzumerken, dass die Bürokratieentlastung inzwischen auch im EU Listing Act angekommen ist. Zahlreiche Erleichterungen für die Emittenten bei der Notwendigkeit und dem Erstellen von Börsenprospekten sollen den Unternehmen den Zugang zur Börse erleichtern. In der Folge profitiert auch der Aufsichtsrat u. a. von den heraufgesetzten Meldeschwellen bei Käufen/Verkäufen von unternehmenseigenen Aktien sowie bei den bisher mit Unsicherheiten behafteten Ad-hoc-Meldungen, bspw. bei komplizierten und langwierigen Unternehmensübernahmen. ←

⁵ https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_191024_erhoehung_schwelle_dd.html



Die Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien

Autoren: **Univ.-Prof. Dr. Sebastian Mock, LL.M. (NYU), Attorney-at-Law (New York),** und
Dr. Jean Mohamed, Mag. iur., LL.M. (LSE)

Mit dem Zukunftsfinanzierungsgesetz (ZuFinG) vom 11.12.2023 wurden durch den deutschen Gesetzgeber Mehrstimmrechtsaktien wieder eingeführt. Betrachtet man den Umstand, dass Mehrstimmrechtsaktien nach einer langen Gesetzgebungshistorie hierzulande gänzlich verboten waren, kann man die Wiedereinführung zurecht als »rechtspolitische[n] Paukenschlag«¹ bezeichnen. Sie ist insbesondere vor dem Hintergrund eines Rechtsvergleichs zu sehen, zumal viele Rechtsordnungen über die vergangenen Jahrzehnte Mehrstimmrechte eingeführt oder an diesen ohnehin festgehalten haben. Globale Tech-Konzerne aus dem Silicon Valley wie Google, Facebook / Meta oder Zoom führen Mehrstimmrechtsstrukturen, aber auch der Fiat Chrysler-Fall sorgte mit einem Statutenwechsel von Italien in die Niederlande zwecks Nutzung von Mehrstimmrechtsaktien für Furore (woraufhin Italien sein Gesellschaftsrecht reformierte). In diesem Kontext ist auch das europarechtliche Vorhaben im sog. Listing Act durch die Europäische Kommission zu beachten, welcher u. a. einen Vorschlag für eine Richtlinie² über Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien in Gesellschaften vorsieht. Deutsche Gesellschaften – und zwar maßgeblich nicht börsennotierte Start-ups und KMUs, die den Weg an den regulierten Kapitalmarkt prüfen – sollten die neuen Vorgaben und damit die Konzeption von Mehrstimmrechtsaktien beachten. Neben der auch im DAX bekannten KGaA-Rechtsform oder der (stimmrechtslosen) Vorzugsaktie besteht nämlich nunmehr eine weitere Governance- und Finanzierungsmöglichkeit.

I. Mehrstimmrechtsaktien: Dauerbrenner der Corporate Governance

Mehrstimmrechtsaktien sind ein bekanntes Phänomen des Aktienrechts, das in der deutschen Rechtsgeschichte immer wieder diskutiert wurde.³ Dabei kannte das Aktienrecht die Mehrstimmrechtsaktie über lange Zeit gar nicht. Es galt daher die Grundregelung: »one share, one vote«. Zurückzuführen war dieses Verbot auf das Aktiengesetz 1937, in dessen Begründung äußerst knapp darauf hingewiesen wurde, dass Mehrstimmrechtsaktien deren Inhaber wirtschaftlich unberechtigt bevorzugten und diese zudem »gefährlich« seien. Tatsächlich hatte aber bereits in den 20er-Jahren des 20. Jahrhunderts unter Geltung des HGB 1897 eine Diskussion über die Missbrauchsanfälligkeit von Mehrstimmrechtsaktien eingesetzt. Diese über Jahre bestehende, wenn auch kontrovers diskutierte, deutsche Gewissheit geriet ins Wanken, denn zahlreiche internationale Börsenplätze und Rechtsordnungen führten Mehrstimmrechtsaktien (auch bekannt als: »dual class shares«) wieder ein.⁴ Auch in dem für institutionelle Investoren jahrzehntelang bedeutenden Börsenplatz London erfolgte eine entsprechende Reform und die Financial Conduct Authority (FCA) änderte die UK Listing Rules – Gesellschaften mit Mehrstimmrechtsaktien haben nunmehr grundsätzlich Zugang zum Prime Segment der London Stock Exchange (LSE). Die deutschen Gesetzesmaterialien zum ZuFinG verdeutlichen diese rechtsvergleichende Entwicklung und die insbesondere auf den Bereich der Start-ups zielenden Belange:

³ Vgl. zum Folgenden zusammenfassend m. w. N. *Mock/Mohamed*, in: Nomos Kommentar, Heidel (Hrsg.), Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 6. Auflage 2024, § 135a Rdn. 1 ff.

⁴ Umfassende Rechtsvergleichung etwa bei *Bueren/Crowder*, *RabelsZ* 88 (2024), S. 87, 106 ff.; *Hopt/Kalss*, ZGR 2024, S. 84, 96 ff.

¹ *Hopt/Kalss*, ZGR 2024, S. 84, 85.

² Das EU-Parlament hat den Vorschlag für eine Richtlinie am 24.4.2024 gebilligt, vgl. die legislative Entschließung als Fassung P9_TA(2024)0352.



Univ.-Prof. Dr. Sebastian Mock, LL.M. (NYU), Attorney-at-Law (New York), ist seit 2018 Inhaber des Lehrstuhls für Zivil- und Unternehmensrecht an der Wirtschaftsuniversität Wien. Seine Forschungsschwerpunkte sind neben dem Bilanzrecht vor allem das Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht.



Dr. Jean Mohamed, Mag. iur., LL.M. (LSE), Rechtsanwalt bei Freshfields Bruckhaus Deringer Rechtsanwälte Steuerberater PartG mbB, Hamburg. Dabei berät er schwerpunktmäßig börsennotierte Unternehmen und Investoren im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht einschließlich zu Fragestellungen der Corporate Governance und Umstrukturierung. Ferner begleitet er öffentliche Übernahmen und M&A-Transaktionen und berät zu komplexen Multi-Stakeholder-Situationen.

»Aktuell wird aus der Unternehmenspraxis, insbesondere aus dem Bereich der Start-ups und Wachstumsunternehmen, vermehrt ein Bedürfnis nach Mehrstimmrechtsaktien geltend gemacht. Die Unternehmen benötigten für ihr Wachstum Eigenkapital, scheuten allerdings insbesondere bei innovativem Geschäftsmodell mit spezifischem Know-how einen Börsengang, da Gründer und Ideengeber damit Einfluss und Kontrolle über die strategische Ausrichtung des Unternehmens aufgeben müssten. Andere Rechtsordnungen ließen demgegenüber Mehrstimmrechte zu, über die die Gründer auch nach einer erheblichen Aufnahme von Eigenkapital die strategische Kontrolle über das Unternehmen behielten und es mit langfristiger Perspektive führen könnten. Letztlich bestehe damit ein Wettbewerbs- und Standortnachteil für Deutschland, der dazu führe, dass es Wachstumsunternehmen entweder an Investitionskapital und damit Innovations- und Wachstumsmöglichkeiten fehle oder aber der Weg über ausländische Rechtsformen bzw. Auslandslistings gewählt werde [...]. Gleichzeitig entgingen Anlegern Investitionschancen.«⁵

Bei der Bewertung des Konzepts muss gleichwohl eines klar sein: Der internationale Trend zu Mehrstimmrechtsaktien wurde zwar von einer beinahe unvergleichlichen rechtsökonomischen Diskussion begleitet; die Vor- und Nachteile einer asymmetrischen Stimmrechtsverteilung sind vielfach aufgearbeitet worden, eine empirische Gewissheit besteht heute aber nicht. Die Debatte wurde prominent sogar als »the most important issue in corporate governance today«⁶ beschrieben. Auch daher stand dem Gesetzgeber eine politische Entscheidungsprärogative zu, die Governance-Bedingungen für den deutschen Markt zu bewerten und diese bei Wiedereinführung in ein (eigenes) Konzept zu übertragen.

II. Konzept für Mehrstimmrechtsaktien

Die Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien erfolgte maßgeblich durch die Einführung des § 135a AktG. Die Regelung soll die gesetzlichen Grenzen innerhalb derer Mehrstimmrechte vorgesehen werden können und die Mehrheitserfordernisse festlegen. Der Regelungsgegenstand sieht im Überblick wie folgt aus:

1. Mehrstimmrechtsaktien können zunächst unabhängig von einer Notierung an einem regulierten Markt (»Börsennotierung«) oder der Einbeziehung der Aktien in den Handel zum Freiverkehr geschaffen werden. →

⁶ Vgl. John C. Coffee, Dual Class Stock: The Shades of Sunset (2018), in: <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2018/11/19/dual-class-stock-the-shades-of-sunset/> (zuletzt abgerufen am 31.5.2024).

⁵ Begründung RegE BT-Drs. 20/8292, S. 108.

2. Mehrstimmrechtsaktien können durch eine Satzungsregelung geschaffen werden und sind beschränkt auf Namensaktien. Mehrstimmrechte für Gesellschaften mit Inhaberaktien bleiben daher unzulässig.

3. Mehrstimmrechtsaktien können bereits bei der Gründung oder durch eine spätere Satzungsänderung geschaffen werden. Dafür ist allerdings stets die Zustimmung aller »betroffenen« Aktionäre erforderlich (Einstimmigkeits-Prinzip). Dies gilt auch bei der Ausgabe von Mehrstimmrechtsaktien im Rahmen einer Kapitalerhöhung. Eine Ausgabe im Rahmen von genehmigtem Kapital ist nicht möglich: Die Entscheidung über die Ausgabe von Mehrstimmrechtsaktien soll nämlich der Hauptversammlung zustehen, der Vorstand kann daher nicht ermächtigt werden, im Wege des genehmigten Kapitals Mehrstimmrechtsaktien auszugeben.

4. Mehrstimmrechte dürften höchstens das »Zehnfache des Stimmrechts« (10:1) betragen. Unterhalb dieser Schwelle besteht vollständige Gestaltungsfreiheit für Gesellschaften.

5. Der Gesetzgeber hat eine Reihe von Erlöschensstatbeständen für Mehrstimmrechtsaktien vorgesehen, die den Ausnahmecharakter von Mehrstimmrechtsaktien unterstreichen sollen und die teilweise auch im Ausland bekannt sind. Dabei handelt es sich um das Erlöschen bei einer Übertragung (*»transfer-based sunset clause«*) und das Erlöschen durch Zeitablauf (*»time-based sunset clause«*). So erlöschen Mehrstimmrechte zehn Jahre nach Börsennotierung oder Einbeziehung in den Freiverkehr, was allerdings verlängerbar ist.

6. Weitere Erfordernisse und Erlöschensstatbestände für Mehrstimmrechtsaktien können durch die Satzung geregelt werden.

7. Mehrstimmrechte berechtigen jedoch bei Beschlüssen der Hauptversammlung über die Bestellung des Abschlussprüfers und eines Sonderprüfers nur zu einer Stimme.

III. Gesellschafts- und marktseitige Bewertung

Einzelheiten zu der Ausgestaltung von Mehrstimmrechtsaktien werden derzeit kontrovers diskutiert und ein Ende ist noch länger nicht in Sicht: In Deutschland geht es etwa um den Entfall des Mehrstimmrechts bei einer Übertragung und um Bezüge zum Kapitalmarktrecht⁷, um die konkreten Zustimmungserfordernisse, die zeitliche Begrenzung oder den maximalen Stimmrechtswert, aber auch um die (faktisch) konzernrechtliche Einordnung. Erfahrungen mit der deutschen Neuregelung werden jetzt erst gesammelt. Darüber, wie der deutsche Start-up-Markt auf diese Reform reagieren wird, kann derzeit nur spekuliert werden. Aus dem internationalen Seitenblick lässt sich jedenfalls nicht eindeutig sagen, dass Unternehmen mit Mehrstimmrechtsstrukturen im Hinblick auf die damit verbundenen Folgen in der Corporate Governance zwingend mit Preisabschlägen bewertet werden. Bewertung und Reaktion von Marktteilnehmern hängen nämlich von einer Vielzahl von – eben auch ökonomischen – Faktoren ab. In der Praxis werden zudem die Stimmrechtsleitlinien der bekannten internationalen Stimmrechtsberater, insbesondere International Shareholder Services (ISS) und Glass Lewis, für einen satzungsändernden Beschluss der Hauptversammlung hohe Bedeutung erlangen.

Mit einer verallgemeinerungsfähigen Entwicklung ist daher kaum zu rechnen – je nach dem Geschäftsmodell, der (Gesellschafter/Investoren-)Struktur des Unternehmens bzw. Start-ups, der Finanzierungsabreden etc. sind die Umstände für die Einführung von Mehrstimmrechtsaktien zu berücksichtigen. Neben den nunmehr möglichen Mehrstimmrechtsaktien enthält das deutsche Recht aber weitere Möglichkeiten für eine Einflussverschiebung, die nicht mit dem eingesetzten Kapital korrespondiert (Vorzugsaktien ohne Stimmrecht und die Rechtsform der KGaA bzw. Kapitalgesellschaft & Co. KGaA). Diese alternativen Gestaltungsmöglichkeiten bleiben bestehen und könnten zum Teil sogar mit einer Einführung von Mehrstimmrechtsaktien kombiniert werden. Aus Investorensicht und für das Marktumfeld bleibt somit eine These: Die erste große Gesellschaft, das erste (Unicorn) Start-up mit Mehrstimmrechtsaktien – in Kombination mit einem Börsengang – wird gewiss kommen! ←

Hinweis der Redaktion

Die Gesellschaft mit gebundenem Vermögen (Verantwortungseigentum) werden wir in der nächsten Ausgabe des Audit Committee Quarterly behandeln.

⁷ Hierzu Mock/Herzog, WM 2024, S. 1005 ff.



Der Navigator für den Aufsichtsrat – Neuauflage

Rezensiert von **Jella Benner-Heinacher**¹

Der Navigator für den Aufsichtsrat
Praktisch. Risikoorientiert. Konzentriert.
 Audit Committee Institute e.V. (ACI) (Hrsg.)
 Frankfurt am Main 2024

Das Handbuch »Der Navigator für den Aufsichtsrat«, herausgegeben vom Audit Committee Institute e.V. und eine Kooperation mit der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, erweist sich als unverzichtbares Werkzeug für Aufsichtsräte, die sich in einer immer komplexer werdenden Geschäftswelt zurechtfinden müssen. Auf rund 400 Seiten bietet das Buch praxisorientierte Einblicke und verständlich aufbereitete Informationen, die sowohl für Neulinge im Aufsichtsrat als auch für erfahrene Mitglieder von unschätzbarem Wert sind.

Der »Navigator für den Aufsichtsrat« ist in verschiedene Kapitel gegliedert, die von den rechtlichen Grundlagen über die tägliche Praxis bis hin zu spezifischen Herausforderungen in unterschiedlichen Branchen wie Banken und Versicherungen reichen. Diese Strukturierung macht das Buch besonders benutzerfreundlich und ermöglicht es den Lesern, gezielt auf spezifische Informationen zuzugreifen. Das ist besonders wichtig in einer Zeit, in der sich rechtliche und regulatorische Rahmenbedingungen schnell ändern können und ein aktuelles Wissen unerlässlich ist. Die Autoren, allesamt renommierte Experten wie Dr. Astrid Gundel, bringen eine tiefe Einsicht in die Anforderungen und Verantwortlichkeiten eines Aufsichtsratsmitglieds mit, basierend auf aktuellen Gesetzen und Best Practice. Dies umfasst auch die praktische Erfahrung der Autoren bspw. bei der Prüfung der Nachhaltigkeitsberichterstattung. Diese praxisnahen Einblicke sind besonders wertvoll, da sie den Lesern helfen, die oft komplexen theoretischen Informationen in konkreten Aufsichtsratssituationen anzuwenden.

Zusätzlich zu den fachlichen Inhalten bietet der »Navigator für den Aufsichtsrat« auch ein Kapitel zu strategischen, operativen, Finanz- und Compliance-Risiken und -Chancen, die besonders für Aufsichtsratsmitglieder in kapitalmarktorientierten Unternehmen relevant sind. Durch die Integration solcher Themen stellt das Handbuch sicher, dass Aufsichtsratsmitglieder nicht nur ihre rechtlichen, sondern auch ihre strategischen Aufgaben effektiv wahrnehmen können.

Abschließend ist das Buch eine echte Bereicherung für jeden, der die Verantwortung und die Herausforderungen eines Aufsichtsratsmitglieds verstehen und meistern möchte. Das Handbuch ist somit nicht nur eine Lektüre, sondern ein langfristiges Nachschlagewerk, das Aufsichtsratsmitglieder in ihrer verantwortungsvollen Tätigkeit unterstützt und begleitet. ←

Hinweis der Redaktion

Die gebundene Ausgabe und die digitale Publikation (EPUB) können beim ACI bestellt werden; Verkaufspreis: je 80 EUR.

Bestellung:
 Audit Committee Institute e.V.
 T 069 9587-3040
 aci@kpmg.de
 www.audit-committee-institute.de



¹ Zur Person von Frau Jella Benner-Heinacher siehe S. 21



Erleichterte Eigenkapitalaufnahme nach dem Zukunftsfinanzierungsgesetz

Autoren: **Dr. habil. Simon Schwarz, LL.M. (Cambridge)**, und **Dr. Maximilian Stöwahse, LL.M. (Cambridge)**

Der Gesetzgeber hat zur Attraktivitätssteigerung des deutschen Finanzstandorts den Rechtsrahmen der Eigenkapitalfinanzierung kapitalmarktfähiger Gesellschaften fortentwickelt: Eingebettet in zahlreiche Maßnahmen zur Investitionsförderung, sind Kapitalerhöhungen als ein wesentlicher Baustein des Zukunftsfinanzierungsgesetzes¹ (»ZuFinG«) erleichtert und beschleunigt worden.²

Erweiterte Möglichkeiten zur Direktplatzierung neuer Aktien

Für die Finanzierung börsennotierter Unternehmen von besonderer Bedeutung ist die Möglichkeit der sog. Direktplatzierung von Aktien bei institutionellen Investoren mittels eines beschleunigten Verfahrens (sog. Accelerated Bookbuilding). Rechtlich erforderlich ist hierfür eine Ermächtigung der Hauptversammlung, das sog. Bezugsrecht der (Alt-)Aktionäre – also ihr Recht zur Teilnahme an der Kapitalerhöhung und damit zur Vermeidung einer Beteiligungsverwässerung – auszuschließen. Ein solcher Bezugsrechtsausschluss ist zulässig, wenn die neuen Aktien gegen Bareinlagen ausgegeben werden und der Bezugspreis den relevanten Börsenkurs »nicht wesentlich« (d. h. um nicht mehr als 5 Prozent) unterschreitet.³ Diese äußerst praxisrelevante Finanzierungsstruktur war bisher auf maximal 10 Prozent des vor der Kapitalerhöhung bestehenden Grundkapitals begrenzt. Durch das ZuFinG hat der Gesetzgeber das zulässige Volumen für den sog. vereinfachten Bezugsrechtsausschluss auf 20 Prozent des Grundkapitals erhöht. Hierdurch soll insbesondere dem Finanzierungsbedarf von Wachstumsunternehmen Rechnung getragen werden.⁴ Bis zu dieser Volumengrenze sind Kapitalerhöhungen kapitalmarktrechtlich zudem ohne Erstellung eines Wertpapierprospekts möglich.⁵ Ein Wermutstropfen für die Praxis (großer) börsennotierter Unternehmen mit hohem

Streubesitz dürfte allerdings der Umstand sein, dass Stimmrechtsberater und institutionelle Investoren Ermächtigungen mit einem über 10 Prozent des Grundkapitals hinausreichenden Bezugsrechtsausschluss (außer in Sondersituationen) regelmäßig ablehnen. Der zusätzliche gesetzliche Spielraum dürfte daher oft nur auf dem Papier bestehen.

Erhöhtes Volumen für aktienbasierte Mitarbeitervergütung

Einen zusätzlichen Spielraum schafft das ZuFinG auch für das sog. bedingte Kapital, welches für die Bedienung von Wandelschuldverschreibungen, Unternehmenszusammenschlüssen und Stock Options von Mitarbeitern genutzt werden kann. Ein bedingtes Kapital darf nunmehr in einer Höhe von bis zu 60 Prozent des bestehenden Grundkapitals geschaffen werden (zuvor 50 Prozent).⁶ Allerdings spielt das bedingte Kapital für die Umsetzung von Unternehmenstransaktionen (aus einer Reihe technischer Gründe) in der Rechtswirklichkeit keine Rolle. Praktisch relevant kann aber die von 10 Prozent auf 20 Prozent angehobene Grenze für die Ausgabe von Stock Options als Gehaltsbestandteil werden. Diese Anhebung stärkt diese liquiditätsschonende und incentivierende Vergütungskomponente. Dies ist insbesondere für Wachstumsunternehmen interessant und kann Vorteile bei Recruiting und Retention von Mitarbeitern schaffen.

¹ Gesetz zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz – ZuFinG), BGBl. 2023 I Nr. 354 vom 14.12.2023

² Vgl. RegE, ZuFinG, BT-Drs. 20/8292, S. 1, 65

³ § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG; dies gilt insbesondere bei Nutzung des genehmigten Kapitals und der Begebung von Wandel- und Optionsanleihen.

⁴ RegE, ZuFinG, BT-Drs. 20/8292, S. 132

⁵ Art. 1 Abs. 5 lit. a VO (EU) 2017/1129

⁶ § 192 Abs. 3 Satz 1 AktG

Dr. habil. Simon Schwarz, LL.M. (Cambridge), ist Rechtsanwalt und Partner der Kanzlei Freshfields Bruckhaus Deringer Rechtsanwälte Steuerberater PartG mbB. Seine fachlichen Schwerpunkte sind das Recht der börsennotierten Gesellschaften (insbesondere Aktienrecht, Konzernrecht, Kapitalmaßnahmen, Übernahmerecht, Umwandlungsrecht und Kapitalmarktrecht) und Corporate Litigation.



Dr. Maximilian Stöwahse, LL.M. (Cambridge), ist Rechtsanwalt und Principal Associate der Kanzlei Freshfields Bruckhaus Deringer Rechtsanwälte Steuerberater PartG mbB. Er berät schwerpunktmäßig börsennotierte Unternehmen zu den Themen Corporate Advisory and Governance (insbesondere auch Aktien- und Kapitalmarktrecht) sowie Public und Private M & A.

Höhere Transaktionssicherheit für Aktien als Akquisitionswährung

Das ZuFinG erleichtert zudem die Eigenkapitalaufnahme durch den Erwerb von Vermögensgegenständen (etwa Maschinen, geistigen Eigentumsrechten, Forderungen und anderen Unternehmen) gegen Ausgabe neuer Aktien (sog. Sachkapitalerhöhung). Da nur der Inhaber des jeweiligen Sachgegenstands in der Lage ist, diesen an das Unternehmen zu übertragen, muss das Unternehmen regelmäßig das Bezugsrecht der (Alt-)Aktionäre ausschließen, um dem Veräußerer Aktien als Akquisitionswährung anbieten zu können. In der Vergangenheit scheiterten derartige Share-for-Share-Transaktionen in der Unternehmenspraxis oft an der Möglichkeit opponierender Aktionäre, den Bezugsrechtsausschluss durch Behauptung eines angeblich unangemessenen Austauschverhältnisses zwischen dem Wert des zu erwerbenden Gegenstands und demjenigen der auszugebenden Aktien anzufechten (sog. Bewertungsrüge).⁷ Hier galt ein Alles-oder-nichts-Prinzip: Erachtete das Gericht die Bewertung für angemessen, konnte die Kapitalerhöhung durchgeführt werden, anderenfalls nicht; eine Durchführung gegen Wertausgleich kam nicht in Betracht. Dieses (auch missbräuchlich nutzbare) Blockaderisiko wurde als weitgehend prohibitiv wahrgenommen.⁸

Dieser Standortnachteil für deutsche Unternehmen wurde durch das ZuFinG beseitigt und die Anfechtungsmöglichkeit mittels Bewertungsrüge abgeschafft. Zum Schutz vor Wertverwässerung der (Alt-)Aktionäre schafft das ZuFinG eine Ausgleichsmöglichkeit im Wege des sog. Spruchverfahrens.⁹ Hierbei handelt es sich um ein spezielles gerichtliches Verfahren zur Überprüfung des Wertverhältnisses, welches erst nach Wirksamkeit der Kapitalerhöhung durchgeführt wird und die Transaktion daher nicht blockiert. Dieser Schwenk zum Kompensationsprinzip stärkt daher grundsätzlich in lobenswerter Weise die Transaktionssicherheit.¹⁰

Mit Blick auf die Bewertungsfragen verfügt die Verwaltung der kapitalerhöhenden Gesellschaft über einen breiten unternehmerischen Ermessensspielraum (Business Judgement Rule).¹¹ Daher darf auch das strategische Interesse der Gesellschaft an dem Erwerb berücksichtigt und damit eine Prämie angeboten werden.¹² In diesem Zusammenhang stärkt der Gesetzgeber (im Einklang mit der jüngeren Rechtsprechung) die marktorientierte Bewertung und sieht den Grundsatz der Maßgeblichkeit des Börsenkurses für die Bewertung der neu auszugebenden Aktien vor, wobei Abschläge zur Darstellung einer Prämie ausdrücklich zulässig sind.¹³ Zur weiteren Absicherung des Ermessens kann sich eine plausibilisierende Heranziehung weiterer Bewertungsmethoden anbieten (etwa Fairness Opinion).¹⁴

Der mit einer möglichen späteren baren Ausgleichszahlung verbundene Liquiditätsabfluss bzw. die Schwächung der Eigenkapitalbasis lässt sich durch eine Gewährung zusätzlicher neuer Aktien abwenden, wenn dies bereits im Hauptversammlungsbeschluss vorgesehen war.¹⁵ Ein nachträgliches Wahlrecht zwischen Barausgleich und Aktiengewährung besteht indes nicht.¹⁶

Insgesamt erweitert das ZuFinG damit die Finanzierungsmöglichkeiten deutscher Aktiengesellschaften und stärkt damit (zumindest konzeptionell) die Unternehmenspraxis. ←

⁷ § 255 Abs. 2 AktG i. d. F. vor dem ZuFinG

⁸ Näher Schwarz, AG 2024, S 31, Rz. 3 ff.

⁹ § 255 Abs. 2, 4 und 7 AktG

¹⁰ Schwarz, AG 2024, S 31, Rz. 10, 112 ff.; Florstedt, NZG 2024, 178, 180; Lieder/Hilser, ZHR 2024, 186, 192 ff.; ferner Verse, AG 2024, 297 Rz. 48; Butzke, Der Konzern 2024, 189, 193

¹¹ OLG Frankfurt v. 7.9.2010 - 5 U 187/09, AG 2011, 631, Rz. 142 (juris); OLG Frankfurt v. 15.6.2011 - 21 W 18/11, AG 2011, 755, Rz. 59; FinanzA zum ZuFinG, BT-Drucks. 20/9363 v. 15.11.2023, S. 128: »Bewertung [...] steht weiterhin im pflichtgemäßen Ermessen des Vorstands«; näher Schwarz, AG 2024, S 31, Rz. 43 ff., 79 ff.; Schlitt, ZGR 2024, 356, 380; gegen Ermessen, aber für Beurteilungsspielraum Koch, AktG, 18. Aufl., § 255 Rn. 40 f.

¹² Schwarz, AG 2024, S 31, Rz. 67 ff.; Verse, AG 2024, 297 Rz. 12 ff.; Lieder/Hilser, ZHR 2024, 186, 202 ff.; Butzke, Der Konzern 2024, 189, 191; Koch, AktG, 18. Aufl., § 255 Rn. 35; a. A. Heidel, AG 2024, 310 Rz. 25

¹³ § 255 Abs. 5 Satz 1 und 2 AktG; näher Schwarz, AG 2024, S 31, Rz. 86 ff.; Verse, AG 2024, 297 Rz. 14 ff.

¹⁴ Näher Schwarz, AG 2024, S 31, Rz. 27 ff., 77, 82, 99; Schlitt, ZGR 2024, 356, 376 f.

¹⁵ §§ 255a, 255b AktG

¹⁶ Lieder/Hilser, ZHR 2024, 186, 209 ff.; Verse, AG 2024, 297 Rz. 35 ff.



Der SPAC-Trend und die Geburt der Börsenmantelaktiengesellschaft

Autor: **Alexander Herzog**

Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) haben in den letzten Jahren weltweit erhebliches Interesse geweckt und bieten eine innovative Möglichkeit, Unternehmen an die Börse zu bringen. Seinen Zenit in Deutschland fand der Trend 2021, als z. B. Lakestar oder Rocket Internet mit ihren SPACs prominent an den Start gingen. Mit der Umsetzung des Zukunftsfinanzierungsgesetzes hat der Gesetzgeber dann schließlich, wenn auch erst zu einem Zeitpunkt, zu dem der Trend bereits abgeklungen ist, die rechtlichen Rahmenbedingungen geschaffen, um SPACs unter dem neuen, etwas sperrigen Namen der »Börsenmantelaktiengesellschaft« (BMAG) zu etablieren.

A SPACs und ihre bisherigen Hürden

SPACs sind reine Akquisitionsvehikel, die ohne operatives Geschäft an die Börse gehen, um später ein bestehendes Unternehmen zu akquirieren. Ursprünglich in den 1980er-Jahren in den USA entwickelt, haben SPACs mehrere Zyklen durchlaufen. In Niedrigzinsphasen sind sie besonders beliebt, da sie Anlegern die Möglichkeit bieten, frühzeitig an der wirtschaftlichen Entwicklung vielversprechender Wachstumsunternehmen teilzuhaben. Bislang stieß die rechtliche Umsetzung in Deutschland auf mehrere rechtliche Hürden: Insbesondere das Kapitalaufbringungs- und Kapitalerhaltungsrecht des deutschen Aktienrechts stellte ein Hindernis dar. So verlangt der Kapitalaufbringungsgrundsatz¹, dass das Grundkapital der Gesellschaft zur freien Verfügung des Vorstands stehen muss. Bei SPACs wird das Kapital jedoch auf ein Treuhandkonto eingezahlt und erst bei einer erfolgreichen Akquisition freigegeben, was im Widerspruch zur bestehenden Regelung stand. Auch die Absicherung des Investitionsrisikos der Aktionäre durch sog. Redemption

Rights, also das Recht, das ursprüngliche Investment zurückzuerhalten, steht im Konflikt mit dem Verbot der Rückzahlung und Verzinsung von Einlagen². Weiterhin war die Kombination von Aktien mit zusätzlichen Bezugsrechten (Units), die nach einer gewissen Zeit getrennt handelbar sind, nach deutschem Recht umstritten. Diese sog. Naked Warrants sind allerdings wesentlich für die wirtschaftliche Attraktivität von SPACs, da sie eine überproportionale Renditesteigerung ermöglichen. Schließlich hätte es bis zur Abwicklung einer SPAC-AG und damit bis zur Verteilung des Gesellschaftsvermögens wegen des Gläubigerschutzes³ mindestens ein Jahr gedauert, was für SPAC-Anleger zu lange ist, um eine rechtzeitige Desinvestition zu ermöglichen. Aus diesen Gründen ist es wenig überraschend, dass in Deutschland gelistete SPACs sich ausschließlich ausländischer Rechtsformen bedienen.

¹ Vgl. § 36 Abs. 2 AktG

² Vgl. § 57 AktG

³ Vgl. § 272 Abs. 1 AktG



Alexander Herzog ist Rechtsanwalt im Bereich M&A/Corporate bei der internationalen Kanzlei White & Case LLP in Frankfurt am Main. Er berät regelmäßig Vorstände und Aufsichtsräte bei Transaktionen und kapitalmarktorientierten gesellschaftsrechtlichen Fragen.

B Die neuen Regelungen zur BMAG

Die neuen Regelungen finden sich nicht im Aktiengesetz, sondern – wenig überzeugend – in den §§ 44–47b BörsG. Ziel war es, eine spezifische Rechtsformvariante der Aktiengesellschaft zu schaffen, wobei die wesentlichen internationalen Standardregelungen zu SPACs entsprechend in nationales Recht umgesetzt wurden. Damit diese Neuregelungen greifen, muss eine AG, die zur BMAG werden soll, spezielle Voraussetzungen⁴ erfüllen. Diese ersetzen sodann punktuell die jeweiligen aktienrechtlichen Vorschriften:

- So muss die Satzung den besonderen Gesellschaftsgegenstand festlegen, der die Durchführung einer (De-)SPAC-Transaktion umfasst.
- Zusätzlich muss eine Frist von 24 bis 36 Monaten für diese Transaktion ab dem Tag der Börsenzulassung in der Satzung vorgesehen werden. Im Vergleich zur praxisüblichen Befristung von zwei Jahren ist dieser Zeitraum zwar lang, dürfte sich jedoch am Markt bewähren.
- Weiterhin muss die Satzung die Möglichkeit zur Durchführung einer virtuellen Hauptversammlung vorsehen. Dies soll die gesetzliche Umsetzung der Zieltransaktion erleichtern.

Auch muss die Gesellschaft zukünftig den Rechtsformzusatz »Börsenmantelaktiengesellschaft« enthalten, sodass der Name SPAC zwar weiterhin in aller Munde sein, allerdings wohl unter anderer Flagge segeln wird. Um die ausreichende Attraktivität für Investoren zu schaffen, wurden marktübliche Instrumente wie Redemption Rights und Naked Warrants nun ausdrücklich zugelassen.

C Ausblick und Handlungsempfehlungen

Insgesamt sollen die Neuregelungen zwar die Attraktivität des deutschen Kapitalmarkts erhöhen und den Zugang zu Investitionen in Wachstumsunternehmen erleichtern, indem sie eine klare rechtliche Grundlage für SPACs schaffen. Allerdings wurde der richtige Zeitpunkt für deren Einführung verpasst und die Neuerungen kommen in Anbetracht der gegenwärtigen Marktsituation zu spät. Dennoch ist es bereits jetzt ratsam, diese Neuregelungen zu berücksichtigen bzw. erste Vorkehrungen für zukünftige BMAG zu treffen. Insbesondere ist eine fundierte Kenntnis der rechtlichen Rahmenbedingungen und der spezifischen Anforderungen an BMAGs unerlässlich, um die Entscheidungen auf der Leitungsebene effektiv treffen zu können bzw. diese Entscheidungen überwachen zu können. Hierzu zählen

- die Vorschriften zur Gründung oder Beteiligung an einer BMAG,
- die gesetzlichen Anforderungen an die Satzung, wie die Festlegung des Gesellschaftszwecks,
- die Einhaltung der Fristen für die Durchführung einer De-SPAC-Transaktion sowie
- die Möglichkeit zur Durchführung von virtuellen Hauptversammlungen (siehe oben unter B).

Weiterhin sollte sichergestellt werden, dass die BMAG ein robustes Risikomanagement- und Compliance-System implementiert hat: Dieses muss sich insbesondere mit der sorgfältigen Prüfung der potenziellen Akquisitionsziele sowie der Einhaltung der kapitalmarktrechtlichen Vorschriften befassen. Abschließend sollten die Entwicklungen auf dem SPAC-Markt kontinuierlich beobachtet und analysiert werden, um rechtzeitig auf neue Trends und regulatorische Änderungen reagieren zu können. Auch wenn es derzeit wirtschaftlich noch nicht den Anschein macht, ist zumindest die Basis für ein Comeback von SPACs in der nächsten Niedrigzinsphase, nun auch nach deutschem Recht, gelegt. ←

⁴ Vgl. näher § 44 Abs. 4 BörsG



Aktuelle Initiativen zur Entlastung der Wirtschaft und Auswirkungen insbesondere des Wachstumschancengesetzes auf die Unternehmensfinanzierung

Autoren: **Ulrich Ackermann** und **Veronika Aschenbrenner**

Um den Standort Deutschland zu fördern, treibt die Bundesregierung derzeit verschiedene Initiativen zur Entlastung der Wirtschaft voran. Zu nennen sind hier u. a. das in diesem Frühjahr verabschiedete Wachstumschancengesetz sowie ein neues Bürokratieentlastungsgesetz. Doch wird das erstgenannte Gesetz seinem Namen gerecht und gibt tatsächlich entscheidende Wachstumsimpulse?

Der Abzug von Zinsaufwendungen

Die Verhandlungen über das sog. Wachstumschancengesetz waren vor allem Anfang dieses Jahres in der Tagespresse äußerst präsent. Ein wesentlicher Bestandteil des Gesetzes sind die Regelungen zum Abzug von Zinsaufwendungen: Nachdem Unternehmen in der Eurozone jahrelang von niedrigen Fremdkapitalzinsen profitieren konnten, erhöhte die EZB seit der Zinswende 2022 die Leitzinsen in zehn Schritten auf zuletzt 4,5 Prozent und verteuerte damit wesentlich die Aufnahme von Krediten. Diese ökonomischen Auswirkungen werden durch das Steuerrecht begleitet, das Finanzierungsentscheidungen durch seine Rahmenbedingungen, Anreize und Abzugsschranken maßgeblich lenkt. Denn regelmäßig enthalten Steuergesetze neben Erleichterungen auch Verschärfungen, die belastend für die finanzielle Situation von Unternehmen wirken können. Hinzu kommt, dass bereits bestehende Vorschriften und Rechtsauffassungen, deren Bedeutung infolge der geringen Zinssätze einige Zeit in den Hintergrund rückte, erneut an wirtschaftlicher Bedeutung gewinnen.

1. Auswirkungen der Gesetzesänderungen auf Unternehmen

Das **Wachstumschancengesetz** ist am 27.3.2024 nach monatelangem Ringen im Bundesgesetzblatt veröffentlicht worden und damit für das laufende Kalenderjahr anzuwenden. Von besonderer Bedeutung sind die hierbei eingeführten Regelungen zu sog. **Finanztransaktionen im Außensteuergesetz**. Diese Vorschriften sind der Thematik **Verrechnungspreise** zuzuordnen; diese betreffen grenzüberschreitende, konzerninterne Finanzierungsbeziehungen international agierender Unternehmen – also beispielsweise konzerninterne Darlehen, Garantiezusagen oder Cash Management-Systeme. Zur Bepreisung dieser Finanztransaktionen ist der **Fremdvergleichsgrundsatz** zu beachten, d. h. die Ausgestaltung muss marktgerecht, wie unter fremden Dritten, erfolgen. Die Konditionen der Finanzierungsbeziehung stehen erfahrungsgemäß im Fokus der Prüfung durch die Finanzverwaltung.

Nach der Gesetzesänderung ist der Gewinn des inländischen Steuerpflichtigen zu erhöhen, wenn er bei konzerninternen Darlehen aus dem Ausland nicht glaubhaft machen kann, dass er

- den Kapitaldienst¹ für die gesamte Laufzeit der Finanzierung von Anfang an erbringen kann,
- die Finanzierung wirtschaftlich benötigt und
- diese für den Unternehmenszweck verwendet.

¹ Ausgaben, die ein Kreditnehmer für ein Darlehen zu tragen hat

Ulrich Ackermann, Rechtsanwalt, Steuerberater, KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Ulrich Ackermann hat langjährige Erfahrung in der steuerlichen Beratung von Unternehmen, insbesondere bei nationalen und internationalen Akquisitionen und Umstrukturierungen, und zudem in seiner Rolle als Head of Industrial Manufacturing eine breite Branchenerfahrung im Bereich der Fertigungsindustrie. Als Bereichsvorstand Tax verantwortet er seit 2022 das Steuergeschäft von KPMG.



Veronika Aschenbrenner, Rechtsanwältin (Syndikusrechtsanwältin), Steuerberaterin, KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Veronika Aschenbrenner ist Managerin im Bereich Tax der KPMG. Sie ist in der Grundsatzabteilung Department of Professional Practice Tax (DPP Tax) tätig. Zu ihren Schwerpunkten zählt die rechtliche Analyse von aktuellen Gesetzgebungsverfahren.

Unabhängig davon kommt es ebenfalls zu einer Einkünftekorrektur für grenzüberschreitende Finanzierungsbeziehungen, wenn der vereinbarte Zinssatz den Zinssatz übersteigt, zu dem sich die multinationale Unternehmensgruppe als solche gegenüber fremden Dritten finanzieren könnte (Konzernrating).

Die Neuregelung stuft zudem **Cash Pool-Leiter und Finanzierungsgesellschaften** grundsätzlich als **funktions- und risikoarme Dienstleister** ein, die dementsprechend lediglich mit einem sehr kleinen Gewinn zu vergüten sind. Dies gilt nur dann nicht, wenn anhand einer Funktions- und Risikoanalyse nachgewiesen wird, dass es sich um keine funktions- und risikoarme Dienstleistung handelt. Diese Neuregelung ist bei jeder grenzüberschreitenden Fremdfinanzierung zu beachten und gilt auch für bestehende Finanzierungen.

Teile des Wachstumschancengesetzes sind bereits im Kalenderjahr 2023 auf das **Kreditweitzmarktfröderungsgesetz** ausgegliedert worden und damit ebenfalls für das laufende Kalenderjahr anzuwenden. Von besonderer Bedeutung sind die Änderungen zur sog. **Zinsschranke**, die dazu führen, dass Zinsaufwendungen ab einer gewissen Höhe regelmäßig nicht mehr als Betriebsausgabe abgezogen werden dürfen. Der Gesetzgeber hat die bereits bestehende Vorschrift verschärft, indem der Zinsbegriff ausgeweitet und Ausnahmeregelungen (**»Escapes«**) beschränkt wurden. Konzerne, deren jährliche Umsatzerlöse 750 Mio. EUR überschreiten, müssen zudem Wechselwirkungen zu dem neu eingeführten **Mindeststeuergesetz** bedenken: Wird hier die Grenze der Mindestbesteuerung von 15 Prozent unterschritten, greifen Nachversteuerungsinstrumente, die eine globale effektive Mindestbesteuerung sicherstellen sollen.

Des Weiteren liegt ein Entwurf der Bundesregierung für ein **Viertes Bürokratieentlastungsgesetz** vor, der auch Maßnahmen im steuerlichen Bereich enthält. So sollen etwa die **handels- und steuerrechtlichen Aufbewahrungsfristen** für Buchungsbelege von zehn auf acht Jahre verkürzt werden. Unternehmen könnten diese Belege demnach früher als bisher entsorgen und dadurch Aufbewahrungskosten einsparen. Darüber hinaus soll die Geltungsdauer von sog. Freistellungsbescheinigungen von aktuell drei auf fünf Jahre

verlängert werden. Hierdurch würde der Verwaltungsaufwand für die Beantragung der Bescheinigungen bei den Steuerpflichtigen reduziert. In Anbetracht der aktuell langen Bearbeitungszeit beim Bundeszentralamt für Steuern (BZSt) für solche Bescheinigungen stellt die immerhin fast verdoppelte Geltungsdauer eine recht begrüßenswerte Erleichterung dar.

2. Implikationen der rechtlichen Anpassungen für Aufsichtsräte und Vorstände

2.1 Bestehende und zukünftige Finanzierungsinstrumente prüfen

Vor diesem Hintergrund sind Unternehmensentscheidungen sorgfältig abzuwägen und es ist stets eine profunde Prüfung durch Vorstände und Aufsichtsräte erforderlich. Eine unternehmensinterne Überprüfung bestehender und neuer Verträge – insbesondere grenzüberschreitender konzerninterner Darlehen – aus der Perspektive der ökonomischen Auswirkungen des geänderten Steuerrechts sollte veranlasst werden. Hierbei sollte hinterfragt werden, ob

- alle Bedingungen im Rahmen der Zinsermittlung hinreichend berücksichtigt,
- vorhandene Sicherheiten eingesetzt und
- Bankgebühren ausreichend verrechnet werden sowie ob
- die Konzernobergesellschaft für das gruppenweite Vorhalten von Liquidität angemessen vergütet wird.

Des Weiteren sollte die Durchführung konkreter **Kapitalmaßnahmen** – Forderungsumwandlungen, Kapitalzuführungen und -umwandlungen – geprüft werden. Nach der Erweiterung des Zinsbegriffs gehören zu den »Zinsaufwendungen« künftig auch wirtschaftlich gleichwertige Aufwendungen und sonstige Aufwendungen im Zusammenhang mit der Beschaffung von Fremdkapital. Hier müssen Unternehmen neu untersuchen, welche ihrer Aufwendungen und Erträge unter den Zinsbegriff fallen. —————→

Der sog. **Eigenkapital-Escape** im Rahmen der Zinsschranke gilt zudem ab 2024 nicht mehr für einen Zinsvortrag, sodass ein steuerlicher Abzug damit in der Regel nur noch über ein entsprechend hohes EBITDA möglich ist. Unternehmen mit bestehendem Zinsvortrag haben zum 31.12.2023 letztmalig die Möglichkeit, durch Anwendung der Escape-Klausel ihren kompletten Zinsvortrag in abzugsfähigen Zinsaufwand umzuwandeln. Wenngleich diese Klausel aufwendig zu berechnen ist, sollte angesichts der drohenden dauerhaften Nichtabzugsfähigkeit des Zinsvortrags die Anwendung der Escape-Klausel dringend geprüft werden.

2.2 Unternehmensorganisation anpassen

Um insbesondere das Thema **Konzerninnenfinanzierung** angemessen zu berücksichtigen, sollten Vorstand und Aufsichtsrat auf eine enge Zusammenarbeit zwischen der Treasury-Abteilung und der Steuerabteilung des Unternehmens achten. Eine konzerninterne Finanzierungsrichtlinie sollte regeln, wann Konzernunternehmen mit Eigen- oder Fremdkapital finanziert werden und wie steuerlich angemessene Konditionen für die diversen konzerninternen Finanztransaktionen bestimmt werden sollen. Durch unzureichende Regelungen können die Vorteile der konzerninternen Liquiditätsnutzung eines Cash Pooling durch Doppelbesteuerung empfindlich geschmälert werden und letztlich zur Erhöhung der **Konzernsteuerquote** führen.

2.3 Gestaltungschancen ganzheitlich prüfen

Unterliegen Unternehmen Zinsabzugsbeschränkungen aufgrund der Zinsschranke, sollten Gestaltungschancen ganzheitlich geprüft werden: So bietet es sich an, durch das Verrechnungspreismodell **gezielt Zinserträge im Inland zu allokalieren**. Zugleich ist jedoch zu prüfen, ob und in welchem Ausmaß damit innerstaatliche oder gar internationale Folgewirkungen eintreten können.

Daneben sollten Vorstände und Aufsichtsräte jedoch auch weniger offensichtliche, aber durchaus im Wachstumschancengesetz vorhandene Finanzierungschancen im weiteren Sinn beachten: Das Gesetz ermöglicht in den Jahren 2024 bis 2027 im Rahmen des Verlustvortrags eine **erhöhte Verlustverrechnung** (70 Prozent der Verluste über 1 Mio. EUR) und damit durchaus eine gewisse Liquiditätsentlastung für Unternehmen.

Als **verbesserte Abschreibungsmöglichkeit** wird u. a. für bewegliche Wirtschaftsgüter des Anlagevermögens, die nach dem 31.3.2024 und vor 2025 angeschafft werden, eine degressive Abschreibung in Höhe von maximal 20 Prozent eingeführt.

Auch bei der **steuerlichen Forschungszulage** gibt es diverse Maßnahmen für Investitionsanreize, die somit zur Unternehmensfinanzierung beitragen können. So wird etwa die maximale Bemessungsgrundlage von 4 auf 10 Mio. EUR für nach dem 27.3.2024 entstandene förderfähige Aufwendungen angehoben. Die maximale Forschungszulage für Unternehmen kann sich somit von 1 auf 2,5 Mio. EUR erhöhen.

3. Daraus entstehende Chancen und Risiken – Ausblick

Die Änderungen in der Gesetzgebung bringen für Unternehmen sowohl Chancen als auch Risiken, wobei insbesondere die neuen Regelungen zum Abzug von Zinsaufwendungen sich überwiegend nachteilig auf die Finanzierung von Unternehmen auswirken dürften. Diese Auswirkungen bestehen zusätzlich zu den andauernden Belastungen durch die multiplen Krisen der letzten Jahre wie Corona, Kriege, Fachkräftemangel, gestörte Lieferketten sowie die gestiegene Inflation. Gerade deshalb sollten Unternehmen und insbesondere deren Vorstände und Aufsichtsräte auch »indirekte« Finanzierungsmöglichkeiten prüfen und bewusst nutzen sowie nach Möglichkeit etwa einen Antrag auf Forschungszulage stellen.

Gleichzeitig gehen die geplanten Erleichterungen in dem **Entwurf für ein neues Bürokratienteilungsgesetz**, wie die Verkürzung der handels- und steuerrechtlichen Aufbewahrungsfristen oder die verlängerte Geltungsdauer von Freistellungsbescheinigungen, zwar in die richtige Richtung, allerdings nicht weit genug. Es sind dringend weitere und gezielte Entlastungen für Unternehmen notwendig, um den Wirtschaftsstandort Deutschland zu fördern.

Generell ist im Hinblick auf die Unternehmensfinanzierung stets zwischen Eigenkapital und Fremdkapital zu differenzieren. Wagt man hier einen etwas weiteren Blick, hatte die Europäische Kommission im Jahr 2022 unter dem Stichwort DEBRA (Dept-Equity Bias Reduction Allowance) einen Richtlinienentwurf vorgelegt, wonach die steuerliche Behandlung der Finanzierungen durch Fremdkapital und Eigenkapital angeglichen werden soll. Es bleibt abzuwarten, wie es mit dieser EU-Initiative weitergeht und welche Auswirkungen sich hieraus für Unternehmen in Deutschland ergeben könnten. ←





Dr. Olaf Siegmund ist Tax Partner der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft in Dortmund. Er berät Familienunternehmen sowie deren Gesellschafter und Gesellschafterinnen im Bereich der ertragsteuerlichen Gestaltungsberatung und der Vermögensnachfolge.

Personengesellschaften im Fokus – Die steuerlichen Auswirkungen des Wachstumschancengesetzes für Personengesellschaften

Autor: **Dr. Olaf Siegmund**

Personengesellschaften steuerlich im Vorteil zu Kapitalgesellschaften?

Der Gesetzgeber hat durch das Wachstumschancengesetz abermals Änderungen im Bereich der Besteuerung der Personengesellschaften vorgenommen. Ein Whitepaper von KPMG zeigt die wesentlichen Auswirkungen auf.

Neuerungen bei der Thesaurierungsbegünstigung: Gewinne von Personengesellschaften, die direkt reinvestiert und nicht entnommen werden, können unter einen geringeren Einkommensteuersatz fallen. Das Wachstumschancengesetz sieht hier deutliche Änderungen vor, sodass Personengesellschaften im Vergleich zu Kapitalgesellschaften sogar häufig im Vorteil sind.

Die Option zur Körperschaftsteuer: Personengesellschaften können von niedrigeren Steuersätzen profitieren und ohne tatsächlichen Wechsel der Rechtsform wie Kapitalgesellschaften behandelt werden. Hierfür gilt es, bestimmte Voraussetzungen zu erfüllen. Um einen Überblick über die Änderungen zu geben, werden im Folgenden die wesentlichen Besteuerungsarten erläutert. Darüber hinaus wird ein Belastungsvergleich vorgenommen.

Die Besteuerung der Personengesellschaft

Über gewerblich tätige oder gewerblich geprägte Personengesellschaften erzielen die Gesellschafter Einkünfte aus Gewerbebetrieb, die den Gesellschaftern entsprechend ihrer Beteiligung zugerechnet werden. Dabei gilt das Transparenzprinzip. Ausgenommen von dem Transparenzprinzip ist die Gewerbesteuer, die wiederum pauschal auf die Einkommensteuer angerechnet wird.

Die Besteuerung der Kapitalgesellschaft

Kapitalgesellschaften zahlen auf ihre Gewinne Gewerbesteuer und Körperschaftsteuer. Die Höhe der Gewerbesteuer variiert je nach Gemeinde. Die Körperschaftsteuer beträgt derzeit 15 Prozent des Gewinns, zuzüglich des Solidaritätszuschlags. Die Besteuerung auf Ebene der privaten Anteilseigner von Kapitalgesellschaften erfolgt in der Regel durch die Belastung der Dividenden mit Abgeltungsteuer in Höhe von 25 Prozent zuzüglich Solidaritätszuschlag. —————>



Die Besteuerung der nach § 1a KStG optierenden Personengesellschaft

Personengesellschaften, die nach § 1a KStG zur Körperschaftsbesteuerung optieren, werden steuerlich wie eine Kapitalgesellschaft behandelt. Wenn aus der Personengesellschaft Gewinne durch ihre Gesellschafter entnommen werden, müssen diese Entnahmen mit der Abgeltungsteuer versteuert werden.

Thesaurierungsbegünstigung gemäß § 34a EStG

Die Thesaurierungsbegünstigung gemäß § 34a EStG stellt eine steuerrechtliche Regelung dar, die 2008 in Kraft getreten ist. Sie ermöglicht es Gesellschaftern, Gewinne in der Gesellschaft zu belassen, ohne dass diese Gewinne sofort voll besteuert werden. Der Steuersatz für die Thesaurierungsbegünstigung beträgt derzeit 28,25 Prozent. Das bedeutet, dass Gesellschafter,

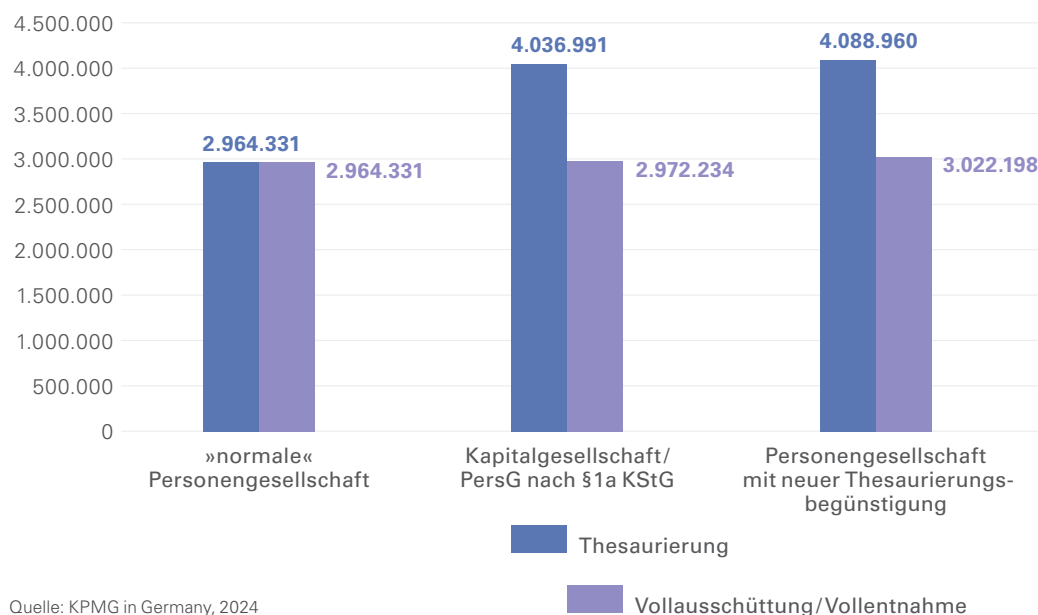
die die Begünstigung in Anspruch nehmen, auf die thesaurierten Gewinne einen Einkommensteuersatz von 28,25 Prozent zahlen müssen. Erst wenn sie diese Gewinne später entnehmen, wird durch die Nachversteuerung mit einem Steuersatz von 25 Prozent zuzüglich Solidaritätszuschlag sichergestellt, dass eine ähnliche Besteuerungssituation wie bei »Normalbesteuerung« erreicht wird.

Die Neuregelung durch das Wachstumschancengesetz behebt nunmehr einen Geburtsfehler der Thesaurierungsbegünstigung. So konnte der günstige Steuersatz bislang regelmäßig nicht auf alle gewerblichen Einkünfte des Gesellschafters angewendet werden. Da die Gewerbesteuer als nicht abziehbare Betriebsausgabe nicht thesauriert werden konnte und auch Einkommensteuerzahlungen in der Regel entnommen wurden, um überhaupt Steuern zahlen zu können, musste insoweit der hohe persönliche Einkommensteuersatz auf einen erheblichen Teil der gewerblichen Einkünfte gezahlt werden.

Abbildung 1: Besteuerungsmöglichkeiten für die Personengesellschaft im Vergleich

	Normalbesteuerung PersG	PersG mit bisheriger Thesaurierungs- begünstigung	PersG mit neuer Thesaurierungs- begünstigung	KapG / PersG nach § 1a KStG	
gewerbliche Einkünfte	1.000.000,00	1.000.000,00	1.000.000,00	1.000.000,00	
GewSt	140.000,00	140.000,00	140.000,00	140.000,00	
ESt 28,25 % (§ 34a EStG)		182.874,60	282.500,00		
ESt	450.000,00	158.695,32			
Summe ESt	450.000,00	341.569,93	282.500,00	Summe KSt	150.000,00
Anrechnung GewSt	140.000,00	140.000,00	140.000,00		
ESt nach Anrechnung	310.000,00	201.569,93	142.500,00		
SolZ 5,5 %	17.050,00	11.086,35	7.837,50	SolZ 5,5 %	8.250,00
ESt + SolZ	327.050,00	212.656,27	150.337,50	KSt + SolZ	158.250,00
GewSt + ESt + SolZ	467.050,00	352.656,27	290.337,50	298.250,00	
Steuerlast in %	46,71%	35,27%	29,03%	29,83%	
Thesaurierungsvolumen	532.950,00	647.343,73	709.662,50	701.750,00	
Vollentnahme:			Vollaus- schüttung:		
ESt 25 %		113.602,76	175.490,63	AbgSt 25 %	175.437,50
SolZ 5,5 %		6.248,15	9.651,98	SolZ 5,5 %	9.649,06
ESt + SolZ		119.850,91	185.142,61	KSt + SolZ	185.086,56
Gesamtsteuerlast	467.050,00	472.507,18	475.480,11	483.336,56	
in %	46,71%	47,25 %	47,55 %	48,33 %	

Abbildung 2: Thesaurierungsvolumen / Endvermögen im Vergleich



Damit wurde ein günstiger Gesamtsteuersatz bei Thesaurierung wie bei einer Kapitalgesellschaft regelmäßig nicht erreicht.

Ab dem Veranlagungszeitraum 2024 kann nun der günstige Steuersatz von 28,25 Prozent auch auf die nicht abziehbare Gewerbesteuer und auf die Entnahme für die Steuerzahlungen angewendet werden. Insofern wurde kein günstigerer Steuersatz als der bereits vorhandene neu ins Gesetz geschrieben, um die Regelungen des §34a EStG attraktiver zu gestalten. Vielmehr wurde der Anwendungsbereich des günstigeren Steuersatzes auf eine breitere Basis erweitert.

Belastungsvergleich

Die Tabelle in Abbildung 1 verdeutlicht, dass nach der Neuregelung der Thesaurierungsbegünstigung gemäß § 34a EStG nunmehr ein sehr günstiger Thesaurierungssteuersatz erreicht werden kann und dass selbst bei Vollausschüttung/Vollentnahme der Gewinne die Besteuerung im »Normalfall« oder mittels Thesaurierungsbegünstigung der Besteuerung der Kapitalgesellschaft bzw. der Personengesellschaft unter Nutzung der Option zur Körperschaftsteuer gegenüber überlegen ist.

Das oben stehende Balkendiagramm veranschaulicht das Endvermögen über fünf Perioden bei Wiederanlage thesaurierter Mittel zu 10 Prozent bei drei verschiedenen Gesellschaftsformen: Personengesellschaft, Kapitalgesellschaft und Personengesellschaft mit Thesaurierungsbegünstigung. Es werden zwei Szenarien betrachtet: vollständige Entnahme/Ausschüttung der Gewinne und Thesaurierung. Das Beispiel geht von einem operativen Ergebnis von 1 Mio. EUR aus.

Die Ergebnisse der Untersuchung zeigen, dass die Thesaurierungsbegünstigung für Personengesellschaften eine effektive Möglichkeit darstellt, die Besteuerung zu reduzieren und das Endvermögen nach Besteuerung zu erhöhen. Insbesondere wird die Steuerbelastung durch die Thesaurierungsbegünstigung bei Personengesellschaften an die Steuerlast von Kapitalgesellschaften angeglichen. ←



VERTIEFUNGSHINWEIS

Das Whitepaper »Personengesellschaften im Fokus« ist online abrufbar unter *Personengesellschaften im Fokus – jetzt Whitepaper herunterladen (kpmg.de)*.



Bundestag beschließt neues Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz

Autor: **Prof. Dr. Axel Halfmeier, LL.M. (Mich.)**

Am 13.6.2024 hat der Bundestag eine Neufassung des Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetzes (KapMuG) beschlossen. Zugleich wurde das Gesetz entfristet und somit dauerhaft in den Bestand des deutschen Zivilprozessrechts übernommen.

Der Hintergrund des KapMuG ist das Fehlen einer Regelung zu Sammel- oder Gruppenklagen im deutschen Recht. Daher wurde 2005 das KapMuG geschaffen, um die Überlastung des Landgerichts Frankfurt am Main mit Tausenden von Telekom-Prospekthaftungsklagen zu bewältigen. Statt einer allgemeinen zivilverfahrensrechtlichen Regelung entschied sich der Gesetzgeber damals für dieses sehr spezielle Instrument zur Bewältigung kapitalmarktrechtlicher Massenklagen. 2023 kam noch die gesondert geregelte Verbraucherverbandsklage im Verbraucherrechtsdurchsetzungsgesetz (VDuG) hinzu. Da es aber auch in vielen anderen Rechtsbereichen Massenschäden und Massenklagen gibt – man denke etwa an das Kartellrecht – bleibt für die Zukunft ein weiterer Regelungsbedarf, der auch im Bundestag als weiterhin anstehende Aufgabe eingeschätzt wurde.

Aufgrund seines speziellen Anwendungsbereichs gibt es nicht viele KapMuG-Verfahren, aber dafür sehr aufsehenerregende. Neben dem Telekom-Verfahren, welches erst 2021 mit einem Vergleich erledigt wurde, sind derzeit u. a. das Verfahren gegen die Volkswagen AG als kapitalmarktrechtliche Folge des Dieselskandals sowie die Klagen von Wirecard-Aktionären gegen Ernst & Young als große KapMuG-Verfahren anhängig.

Neues KapMuG: Beschleunigung des Verfahrens und Ausweitung des sachlichen Anwendungsbereichs

Welche Änderungen bringt nun das neue KapMuG? Ein wiederkehrender Kritikpunkt war die lange Dauer der Verfahren. Zur Beschleunigung wurden Fristen gestrafft und dem Oberlandesgericht mehr Kompetenzen bei der Bestimmung der im Musterverfahren zu treffenden Feststellungen eingeräumt. Außerdem wurde der sachliche Anwendungsbereich erweitert: Nunmehr sollen auch Informationen zu Schwarmfinanzierungen, zu Kryptowerten, bestimmte Ratings sowie Bestätigungsvermerke von Abschlussprüfern – dies war zu Wirecard umstritten – in den Anwendungsbereich des Gesetzes fallen. Da sich der Gesetzgeber aber noch nicht zu einem Instrument des kollektiven Rechtsschutzes für das gesamte Privatrecht durchringen konnte, sind hier weitere Streitigkeiten bezüglich des Anwendungsbereichs vorprogrammiert.





Axel Halfmeier ist Professor für Bürgerliches Recht, Rechtsvergleichung sowie internationales Privat- und Verfahrensrecht an der Leuphana Universität Lüneburg. Er beschäftigt sich seit über 20 Jahren mit Fragen des kollektiven Rechtsschutzes im In- und Ausland. Im Mai 2024 wurde er anlässlich der Reform des KapMuG als Sachverständiger im Rechtsausschuss des Deutschen Bundestages angehört.

Freiwilliges »Opt-in«-Verfahren

Das KapMuG-Verfahren wird außerdem zu einem freiwilligen »Opt-in«-Verfahren, was international üblichen Formaten entspricht. Bisher wurden zwangsweise alle Einzelprozesse ausgesetzt, in denen es auf die im Musterverfahren zu treffenden Feststellungen ankommt. Das führte zu einer umstrittenen BGH-Rechtsprechung zur Frage, wann genau diese Aussetzungsvoraussetzungen vorliegen. Dieses Problem wird nun entschärft, indem eine Aussetzung von Parallelverfahren nur auf Antrag des Klägers erfolgt und auch der Aussetzungsmaßstab gelockert wird. Im Gesetzgebungsverfahren wurde dazu die Befürchtung geäußert, dass es künftig viele Parallelprozesse neben dem Musterverfahren geben könnte. Die Praxis wird zeigen, ob diese Befürchtung zutrifft. Unterstellt man jedoch rationale Kläger und deren Anwälte, so macht es durchaus Sinn, sich einem professionell geführten Musterverfahren anzuschließen und sich dadurch eigene Arbeit zu ersparen.

Erleichterte Beweiserhebung

Die Attraktivität des Musterverfahrens soll außerdem durch eine neu eingeführte Regelung zur erleichterten Beweiserhebung gefördert werden: Nach einem Vorbild aus dem Kartellschadensrecht soll nun auch im KapMuG-Verfahren der Beklagte unter bestimmten Voraussetzungen zur Vorlage bestimmter Beweismittel gezwungen werden können. Die praktische Bedeutung dieser Vorschrift ist auch im Kartellrecht noch nicht ganz ausgelotet. Sie ist aber in der Zielrichtung sinnvoll, da die Informationsasymmetrie zwischen Kläger und Beklagten auch im Kapitalmarktrecht eine erhebliche Rolle spielen kann.

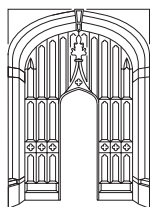
Verjährungshemmung neu geregelt

Auch die Verjährungshemmung wurde neu geregelt: Bisher wirkte eine Anmeldung eines Anspruchs im KapMuG-Verfahren zwar verjährungshemmend, aber erst ab dem Tag der Zustellung der Anmeldung. Die Anmeldung ist aber erst in einem recht späten Verfahrensschritt möglich, sodass häufig vorher schon eine Verjährung drohte. Daher wurden viele Einzelklagen nur zum Zwecke der Verjährungshemmung erhoben. Nach dem neuen Recht wird die Anmeldung eine rückwirkende Hemmung der Verjährung bewirken, und zwar rückwirkend auf den vergleichsweise frühen Zeitpunkt der Veröffentlichung des Vorlagebeschlusses. Liegt dieser in noch unverjährter Zeit, reicht die spätere Anmeldung aus und eine Klageerhebung nur zur Verjährungshemmung ist nicht mehr erforderlich.

Reform ist wichtiger Schritt zur Sicherung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts

Ob diese Veränderungen sich in der Praxis bewähren werden, bleibt abzuwarten. Fest steht aber: Das KapMuG und damit der kollektive Rechtsschutz ist *here to stay*. In der Bundestagsdebatte ging es nicht mehr um das Ob des kollektiven Rechtsschutzes, sondern nur noch um das Wie. Das ist im Interesse der deutschen Wirtschaft und der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts zu begrüßen. Der Kapitalmarkt ist in Deutschland noch nicht ausreichend entwickelt: Ein Investment in Aktien wird oft noch als »Spekulation« oder »Börsenroulette« diskreditiert, obwohl es für den Vermögensaufbau weiter Teile der Bevölkerung hilfreich sein kann.

Eine breite Beteiligung am Kapitalmarkt setzt aber Vertrauen voraus, welches nach den Skandalen um Telekom, Volkswagen und Wirecard erst zurückgewonnen werden muss. Dazu gehört auch ein funktionierendes Rechtsschutzsystem. Schwarze Schafe und Betrügereien wird man nie völlig ausschließen können, nur müssen den Investoren auch adäquate Instrumente an die Hand gegeben werden, um zeitnah Schadensersatz zu erhalten. Schon deswegen ist ein adäquater Rechtsschutz für Kapitalanleger eine Grundvoraussetzung eines entwickelten Kapitalmarkts. Das neue KapMuG ist hier sicherlich nicht perfekt, aber ein Schritt in die richtige Richtung. ←



Audit Committee Institute e.V.

FIRST HAND INFORMATION FÜR AUFSICHTSRÄTE UND FÜHRUNGSKRÄFTE

2024

Online-Fortbildung »ACI-Montag«

Im Rahmen des »ACI-Montags« bietet das Audit Committee Institute e.V. Online-Fortbildungen via MS-Teams für Aufsichtsräte an. Eine Teilnahmebestätigung für Ihre Unterlagen wird im Nachgang erstellt.

Wir bieten aktuell folgende Module an:

Neu: Online-Fortbildung zu Cybersicherheit – NIS-2-RL

Eine detaillierte Einführung in die NIS-2-Richtlinie und ihre Relevanz für Aufsichtsräte. Es wird dargestellt, welche neuen Pflichten und Verantwortlichkeiten auf Aufsichtsräte zukommen und wie die Cybersecurity im Unternehmen erhöht werden kann.

Die nächsten Termine finden statt am:

7.10.2024 | 2.12.2024

jeweils 11:00 – ca. 13:30 Uhr

Inhalt:

- Aktuelle Cyber-Bedrohungslage
- Grundlagen der Richtlinie und Bedeutung für Unternehmen
- Vergleich Deutschland und Global
- Verantwortlichkeiten der Aufsichtsräte

Online-Fortbildung zu Nachhaltigkeit

Die nächsten Termine finden statt am:

2.9.2024 | 11.11.2024

jeweils 9:00 – ca. 13:30 Uhr

Inhalt:

- Regulatorische Initiativen
- Auswirkungen auf die Aufsichtsratsarbeit

Online-Fortbildung für den Prüfungsausschuss

Die nächsten Termine finden statt am:

16.9.2024 | 4.11.2024

jeweils 9:00 – ca. 13:30 Uhr

Inhalt:

- Überwachung der Finanzberichterstattung
- Überwachung der Abschlussprüfung
- Überwachung der unternehmerischen Kontrollsysteme

Teilnahmegebühr je Modul von 2 Stunden:
499 EUR inkl. MwSt. pro Person

Teilnahmegebühr je Modul von 4 Stunden:
998 EUR inkl. MwSt. pro Person

Teilen Sie uns gerne weitere Themenwünsche mit, sodass wir zukünftige Module regelmäßig nach Ihren Interessen gestalten.

Registrierung

Weitere Informationen zu Inhalten und Anmeldung finden Sie mithilfe des QR-Codes und unter <https://audit-committee-institute.de/html/de/onlinefortbildung.html>



Änderungen vorbehalten



Ohne Ziel kein Weg

Autorin: **Kristina Jeromin**

EU will Transparenz und Standardisierung im ESG-Ratingmarkt, verpasst aber das Setzen von wichtigen Impulsen zur transformativen Ausrichtung

Die notwendige Beschleunigung des wirtschaftlichen Strukturwandels hin zu dekarbonisierten Wertschöpfungsketten ist in aller Munde und duldet keinen Aufschub. Nur mit einer vorausschauenden und ambitionierten Industriestrategie und der gezielten Mobilisierung von privatem und öffentlichem Kapital zu deren Finanzierung ist der schwindenden Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands und Europas noch Einhalt zu gebieten. Es bedarf gemeinsam getragener Ziele von Politik, Realwirtschaft und Finanzbranche, eines unterstützenden regulatorischen Rahmens, sektoral wissenschaftsbasierter Erreichungspfade sowie standardisierter Transparenzprozesse zur fortlaufenden Wirkungsmessung. Denn das schafft Planungs- und Erwartungssicherheit im Mittelstand wie auch bei Großkonzernen, das sichert Beschäftigung und Wohlstand – und damit die Voraussetzung für ein zukunfts- und widerstandsfähiges Wirtschaften.

(Aus-)Wirkung von ESG-Ratings

Es könnte nun gefragt werden, was das alles mit ESG-Ratings zu tun hat – und vielleicht liegt genau da das Problem. Ob die im Februar 2024 zwischen dem Rat der Europäischen Union und dem Europäischen Parlament erfolgte vorläufige Einigung über einen Vorschlag für eine Verordnung über Ratingtätigkeiten (ESG-Rating-VO) an diesem Problem grundlegend etwas zu verändern vermag, bleibt abzuwarten. —————>

Zunächst ist festzuhalten, dass die Bedeutung von ESG-Informationen seitens verschiedenster Akteure des Finanzsystems in den vergangenen Jahren stetig zugenommen hat. Sie spielen eine immer größere Rolle im Rahmen der Bewertung des Nachhaltigkeitsprofils von Unternehmen oder auch Kapitalanlageprodukten. Nicht zuletzt aus Gründen der Effizienz kommen im Zuge dieser grundsätzlich sehr positiven Entwicklung zunehmend ESG-Ratings zum Einsatz, die von Drittgeseilschaften bereitgestellt werden. Diese werden u. a. ebenfalls im Zusammenhang mit der Erfüllung der Transparenzpflichten, welche sich aus der EU-Offenlegungsverordnung¹ oder der Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) ergeben, oder auch als Marketinginstrument genutzt.

Vergleichbarkeit von ESG-Ratings

Fakt ist, dass die Ratingwelt vielfältig ist. Die Schwerpunkte und Methoden sind teilweise so verschieden, dass die Bewertungen ein und derselben Datengrundlage zwischen der Bestnote und einer gerade noch ausreichenden Performance variieren können. Das hat in der Vergangenheit nicht nur zu Unsicherheit und Frust bei den berichtenden Unternehmen, sondern zunehmend auch zu Vertrauensproblemen und Greenwashing-Debatten im Markt geführt.

Vor diesem Hintergrund hat sich die EU-Kommission das Ziel gesetzt, Transparenz und Standardisierung und damit die grundsätzliche Qualität von ESG-Ratings zu verbessern. Dabei konzentriert sich die vorläufige Einigung auf drei wesentliche Dimensionen:

- Anwendungsbereich
- Zulassung
- Transparenz

Angewendet wird die ESG-Rating-VO auf ESG-Ratings von Ratinganbietern, die innerhalb der Europäischen Union tätig sind. Dabei versteht die Kommission ESG-Ratingagenturen als juristische Personen, deren Tätigkeit die Erstellung und Veröffentlichung oder Verbreitung von ESG-Ratings auf professioneller Basis umfasst.

Eine Ratingagentur mit **Unternehmenssitz in der EU** fällt in den Anwendungsbereich der Verordnung, wenn sie

- ihre ESG-Ratings auf ihrer Website oder über andere Kanäle veröffentlicht oder
- wenn sie ihre ESG-Ratings an regulierte Finanzunternehmen mit Sitz in der Europäischen Union vertreibt.

Eine Ratingagentur mit **Sitz außerhalb der EU** fällt in den Anwendungsbereich, wenn sie ihre ESG-Ratings an regulierte Finanzunternehmen mit Sitz in der Europäischen Union vertreibt.

ESG-Ratinganbieter mit Sitz in der EU erhalten ihre Zulassung von der ESMA.²

Neue Transparenzanforderungen

ESG-Ratingagenturen müssen neue Transparenzanforderungen erfüllen. Sie müssen zukünftig mindestens die zugrunde liegenden Methoden, Modelle und zentralen ESG-Annahmen auf ihrer Website offenlegen. Des Weiteren sollen grundsätzlich getrennte E-, S- und G-Bewertungen erstellt werden. Sollte es doch zu einer übergreifenden Bewertung der verschiedenen inhaltlichen Dimensionen von ESG kommen, sind die ESG-Ratinganbieter angehalten, die jeweilige Gewichtung der Themen transparent zu machen. Auch soll im Rahmen der ESG-Ratings das Prinzip der doppelten Wesentlichkeit, welches ein zentrales Charakteristikum der Corporate CSRD ist, Anwendung finden. Schließlich haben die ESG-Ratinganbieter auch laufende Transparenzpflichten gegenüber den Ratingabonnenten und den bewerteten Unternehmen, wie bspw. die Begründung von Hoch- bzw. Herabstufung eines ESG-Ratings, zu erfüllen.

² Anbieter, die innerhalb der EU tätig werden wollen, deren Unternehmenssitz außerhalb der EU liegt, müssen eine Bestätigung ihrer ESG-Ratings durch einen in der EU zugelassenen ESG-Ratinganbieter, eine Anerkennung auf der Grundlage eines quantitativen Kriteriums oder die Aufnahme in das EU-Register der ESG-Ratinganbieter auf der Grundlage einer Entscheidung über die Gleichwertigkeit in Bezug auf das Herkunftsland und im Anschluss an einen Dialog zwischen der ESMA und der zuständigen Behörde des jeweiligen Drittlandes erhalten. Für kleinere Ratinganbieter und -gruppen wird es durch vereinfachte, befristete und fakultative Registrierungsregelungen von drei Jahren eine strukturelle und prozessuale Entlastung geben.

¹ Verordnung (EU) 2019/2088



Kristina Jeromin ist Expertin für Transformationsfinanzierung. Sie arbeitet an der Schnittstelle zwischen Finanzbranche, Realwirtschaft und Politik, mit Fokus auf deren effiziente Verzahnung zur erfolgreichen Gestaltung und sicheren Finanzierung des industriellen Strukturwandels. Kristina Jeromin leitet die Initiative Made in Germany 2030. Unter dem Motto »Zukunft Industrie – Sektoraleffizient und sicher finanziert« entwickelt die von der Stiftung Mercator finanzierte Initiative einen Fahrplan für die Mobilisierung von Kapital für den wirtschaftlichen Strukturwandel. Zuvor war Kristina Jeromin u. a. als Head of Group Sustainability der Gruppe Deutsche Börse für das konzernweite Nachhaltigkeitsmanagement verantwortlich und als Geschäftsführerin des Green and Sustainable Finance Cluster Germany tätig. Seit 2019 ist sie außerdem Mitglied des Sustainable Finance-Beirats der deutschen Bundesregierung.

Anhängig an diese neuen Verpflichtungen seitens der ESG-Ratingagenturen ist eine Änderung der Offenlegungsverordnung für Finanzmarktakteure.³ Sollten Finanzmarktteilnehmer oder Finanzberater ESG-Ratings als Marketinginstrument auf ihrer Website nutzen, sind sie zukünftig dazu verpflichtet, zusätzliche Informationen wie bspw. die verwendete Ratingmethode zur Verfügung zu stellen.

Mehr Dialog zwischen Unternehmen und ESG-Ratingagentur

Die angesprochenen zukünftigen Transparenzpflichten der Agenturen haben vor allem zwei positive Auswirkungen. Zum einen stärken sie das Vertrauen der unterschiedlichen Anspruchsgruppen in die Ratingergebnisse. Noch wichtiger ist, dass sie zu einer Intensivierung des Dialogs zwischen Ratingagentur und bewerteten Unternehmen führt. Durch diesen Austausch haben die Unternehmen die Möglichkeit, die Ratingmethode besser zu verstehen und eigene Entwicklungspotenziale zu identifizieren und zu nutzen. Und da gute Ratingergebnisse kein Selbstzweck sein sollten, sondern im besten Fall das Streben danach, die gesteuerte Transformation zu zukunftsfähigen Wertschöpfungsketten zu unterstützen, ergibt sich unter Umständen die Chance, dass Ratingagenturen den wirtschaftlichen Strukturwandel unterstützend begleiten. Denn auch die Ratingagenturen können durch den engeren Austausch mit den Unternehmen deren Bedarfe, Interessen und Herausforderungen besser verstehen sowie die eigene Methodik entlang dieser Erkenntnisse mit Blick auf eine tatsächliche Anreizung und Abbildung einer unternehmerischen Transformationsleistung weiterentwickeln.

Nächste Schritte der ESG-Rating-VO

Nun bedarf es der Billigung dieser vorläufigen Einigung durch den Rat der Europäischen Union und das Europäische Parlament, um das förmliche Annahmeverfahren anzustoßen. Da die Veröffentlichung der ESG-Rating-VO im EU-Amtsblatt aktuell für Ende 2024 erwartet wird und die ESG-Rating-VO erst 18 Monate nach ihrem Inkrafttreten zur Anwendung kommt, ist davon auszugehen, dass diese nicht vor 2026 anzuwenden ist.

Bewertung

Indem die EU-Kommission auf mehr Transparenz und Standardisierung sowie einen stärkeren Governance-Rahmen für den ESG-Ratingmarkt setzt, schlägt sie einen wichtigen Weg ein, um dem genannten Vertrauensverlust im Markt entgegenzuwirken. Auch die Förderung von mehr Dialog zwischen den Ratern und den Unternehmen ist eine Aufwertung des Status quo. Doch – um die eingangs ausgeführte Argumentation aufzugreifen – fehlt es der Rahmensetzung für ESG-Ratings auch weiterhin an klaren Benchmarks, im Sinne der dringend zu erreichenden industriestrategischen Ziele in den zentralen Sektoren des europäischen Wirtschaftsraums. Ohne ein klares industriepolitisches Zielbild, auf dessen Erreichung hin die unternehmerischen Aktivitäten bzw. die Wirkmechanismen von transformativen Finanzprodukten standardisiert und transparent bewertet werden, bleibt der Beigeschmack der Willkürlichkeit des ESG-Ratingmarkts. ←

³ Artikel 13, Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)

EU Green Bonds Verordnung – ein Gütesiegel mit Tücken

Autor: **Prof. Dr. Christoph Kumpan, LL.M. (Univ. of Chicago)**

Den Übergang zu einer klimaneutralen, nachhaltigen, energie- und ressourcenschonenden, kreislauforientierten und fairen Wirtschaft möchte die EU auch mithilfe des Kapitalmarkts voranbringen. Daher hat sie eine ganze Reihe von Rechtsakten erlassen, mit deren Hilfe der Kapitalmarkt »grüner« werden soll. Eine der jüngsten Verordnungen aus diesem Kreis ist die sog. EU Green Bonds Verordnung¹ vom 22.11.2023, deren Regeln ab dem 21.12.2024 gelten werden.



GLOSSAR

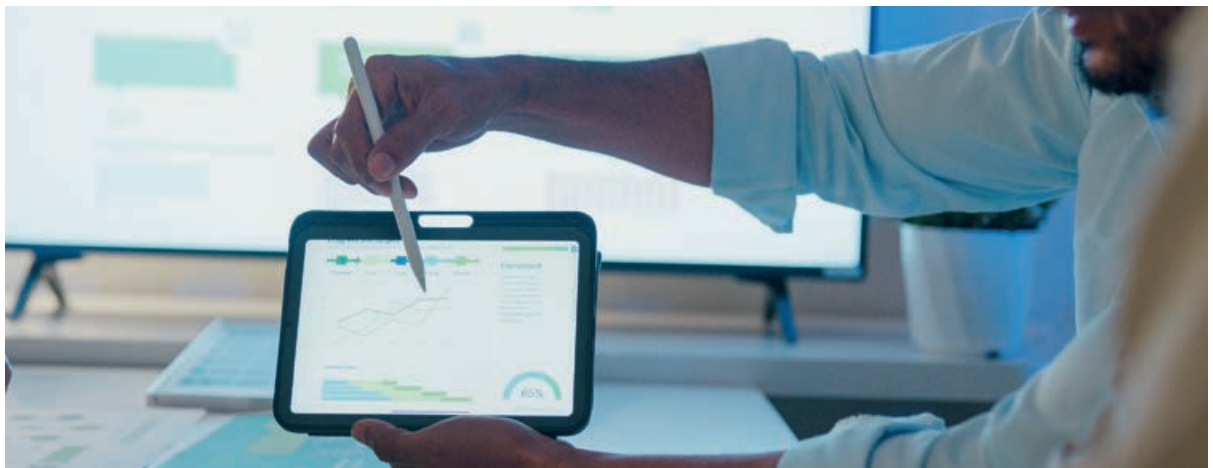
Green Bonds Principles der ICMA

Die International Capital Markets Association ist ein internationaler Branchenverband für Kapitalmarktteilnehmer mit Sitz in Zürich. Der Schwerpunkt der Mitgliedschaft liegt bei europäischen Banken und Finanzdienstleistern. Die Green Bonds Principles stellen freiwillige Prozessleitlinien zur Förderung der Integrität und geben klare Vorgehensweisen für Emissionen von Green Bonds.

Climate Bonds Standard der CBI

Das Climate Bonds Standard and Certification Scheme ist ein freiwilliges Kennzeichnungssystem für Investitionen, die mit den Zielen des Pariser Klimaabkommens in Einklang stehen. Es wurde 2012 seitens der Climate Bonds Initiative entwickelt, um das Vertrauen in die Klimabilanz von grünen Anleihen zu fördern und die Investitionsentscheidung zu erleichtern.

Mit dieser Verordnung führt die EU die Bezeichnung »europäische grüne Anleihe« oder »European Green Bond« (kurz »EuGB«) als ein Gütesiegel für grüne Anleihen ein. Wer seine Anleihe als »europäische grüne Anleihe« begeben möchte, muss sich den Vorgaben dieser Verordnung unterwerfen. Das heißt aber nicht, dass in der EU fortan grüne Anleihen nur noch nach der EU Green Bonds Verordnung in Umlauf gebracht werden dürfen. Vielmehr stellt sie nur ein Angebot an Unternehmen dar, grüne Anleihen mit besonderem Seriositätssignal zu emittieren. Daneben bleibt es ihnen aber unbenommen, weiterhin grüne Anleihen auf Grundlage anderer – auch privater – Standards zu begeben, wie etwa der Green Bonds Principles der ICMA oder des Climate Bonds Standard der Climate Bonds Initiative.



1 VO (EU) 2023/2631



Prof. Dr. Christoph Kumpan, LL.M. (Univ. of Chicago), Attorney at law (New York), ist Inhaber des von der Dr. Harald Hack Stiftung geförderten Lehrstuhls für Bürgerliches Recht, Unternehmensrecht und Kapitalmarktrecht an der Bucerius Law School in Hamburg sowie geschäftsführender Direktor des dortigen Instituts für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht und Direktor des Notarrechtlichen Zentrums Familienunternehmen. Seine Forschungsschwerpunkte liegen auf dem Kapitalmarktrecht, der Corporate Governance, dem Recht der Interessenwahrung und Rechtsfragen der künstlichen Intelligenz.

Die EU Green Bonds Verordnung ist in das Regelungsregime für nachhaltige Kapitalanlagen eingebettet, das die EU in den letzten Jahren schrittweise etabliert hat. Insbesondere baut sie darauf auf, welche wirtschaftlichen Aktivitäten bereits in der Taxonomie-Verordnung als ökologisch nachhaltig eingestuft wurden. Das dort und in konkretisierenden Delegierten Verordnungen aufgesetzte Klassifikationssystem ist jedoch insgesamt mehrere Hundert Seiten lang und damit sehr sperrig.

Bei der Regulierung »europäischer grüner Anleihen« setzt der Ordnungsgeber im Wesentlichen auf zwei Instrumente: Transparenz und Gatekeeper, d. h. die Kontrolle durch externe Prüfer. Um für Transparenz zu sorgen, ist insbesondere vorgeschrieben, dass ein standardisiertes Informationsblatt veröffentlicht werden muss, in das neben allgemeinen Informationen über den Emittenten und die Anleihen auch Angaben über die verfolgte Umweltstrategie, die Erlösverwendung und die damit verursachten Umweltauswirkungen aufzunehmen sind. Weiterhin muss jährlich über die Verwendung der Erlöse berichtet und dies durch einen externen Prüfer nach der Emission überprüft werden. Nach der vollständigen Verwendung der Erlöse ist ein Wirkungsbericht zu erstellen, den Unternehmen (optional) von einem externen Prüfer kontrollieren lassen können. Schließlich ist für die Emission einer »europäischen grünen Anleihe« ein Prospekt gemäß der EU-Prospektverordnung zu veröffentlichen. Dieses umfangreiche Transparenzregime und die ausdrückliche Verknüpfung mit der Taxonomie-Verordnung sollen dem sog. Greenwashing entgegenwirken, also unterbinden, dass über ein als umweltfreundlich beworbenes Finanzprodukt eigentlich in eine Wirtschaftstätigkeit investiert wird, bei der die Umweltstandards nicht eingehalten werden.

Allerdings ist der Ordnungsgeber insbesondere mit der Prospektspflicht über das Ziel hinausgeschossen. Diese und die mit ihr einhergehende Prospekthaftung führen nicht nur zu mehr Transparenz und einer disziplinierenden Wirkung auf die Emittenten, sondern machen Emissionen auch komplexer und teurer. Das dürfte insbesondere kleine Unternehmen abschrecken, für die es vergleichsweise besonders aufwendig und kostenintensiv ist, einen Prospekt zu erstellen. Eigentlich nimmt die EU-Prospektverordnung genau aus diesem Grund kleine Emissionen von der Prospekt-

pflicht aus. Jedoch wird diese Ausnahmeregelung – im Gegensatz zu derjenigen für EU-Mitgliedstaaten – nicht von der EU Green Bonds Verordnung in Bezug genommen. Daraus lässt sich im Umkehrschluss ableiten, dass es bei der Begebung von »europäischen grünen Anleihen« keine Ausnahme für kleine Emissionen geben soll. Das läuft nicht nur dem Ziel der Kapitalmarktunion zuwider, kleinen und mittleren Unternehmen bessere Finanzierungsmöglichkeiten zu eröffnen, sondern ist auch kontraproduktiv bei der Förderung innovativer GreenTech-Unternehmen in der EU. Denn gerade im Nachhaltigkeitsbereich entstehen viele neue Ideen und Unternehmen. Daher sind vor allem hier zahlreiche junge Unternehmen dafür prädestiniert, grüne Anleihen in kleinen Emissionen zu begeben. Vor diesem Hintergrund wäre es sinnvoller gewesen, nur das Informationsblatt zu der verfolgten Umweltstrategie, der Erlösverwendung und den Umweltauswirkungen einzuführen. Eine hieran angeknüpfte Haftung hätte dann zielgenau auf die Aussagen zur ökologischen Nachhaltigkeit ausgerichtet werden können.

Neben den Vorgaben für »europäische grüne Anleihen« enthält die EU Green Bonds Verordnung auch ein umfangreiches Regelungsregime für sog. externe Prüfer, die kontrollieren sollen, ob die Emittenten »europäischer grüner Anleihen« die Verordnungsvorgaben einhalten. Diese Prüfer müssen sich bei der ESMA registrieren lassen und unterliegen besonderen Anforderungen an ihre Organisation, Geschäftsleitung und Mitarbeiter. Für Wirtschaftsprüfer und Ratingagenturen sind solche Vorgaben nicht ganz fremd, neue Aspiranten für die »grüne« Prüfertätigkeit dürften aber auch hier abgeschreckt werden.

Auch wenn die Bezeichnung »europäische grüne Anleihe« ein besonderes Gütesiegel ist, sollten Unternehmenslenker zunächst abwarten und genau prüfen, ob sich Aufwand und Kosten für ihre Emissionen lohnen. Aufsichtsräte sollten mit dem Vorstand darüber sprechen, welchen Mehrwert die Begebung »europäischer grüner Anleihen« gegenüber einer Zertifizierung nach alternativen privaten Standards verspricht. Abschließend beurteilen kann man dies zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht, denn die Kommission muss die EU Green Bonds Verordnung noch durch delegierte Rechtsakte konkretisieren. ◀



Strafrechtliche Risiken des Greenwashings gegenüber Investoren

Autor: **Christian Heinelt**

Einleitung

Neben der Rendite, Sicherheit und Liquidität hat sich die Nachhaltigkeit als wesentlicher Faktor für die Anlageentscheidung privater und professioneller Investoren fest etabliert. Greenwashing, also die Fehlkommunikation von Umweltaspekten eines Produkts oder eines Unternehmens, erschwert jedoch bewusste Anlageentscheidungen und beschädigt das Vertrauen der Anleger in den Kapitalmarkt. Vor allem die EU hat das Problem des Greenwashings erkannt und bereits Rechtsakte zu dessen Bekämpfung etabliert. Getreu dem Motto »Sunlight is the best disinfectant« hat die EU insbesondere den Weg der Transparenzschaffung gewählt.

Zudem können die Geschäftsleitung und die Mitarbeiter »grünwaschender« Unternehmen strafrechtlichen Risiken ausgesetzt sein – empfindliche Strafen bis hin zu Freiheitsstrafen sind nicht ausgeschlossen. Die Strafverhängung kann außerdem zu dem Verlust des Geschäftsführer- bzw. Vorstandsamts führen. Darüber hinaus ergeben sich aus Greenwashing-Sachverhalten auch beträchtliche finanzielle Risiken für das Unternehmen selbst. Neben der Schadensersatzhaftung kommt eine Bußgeldhaftung des Unternehmens in Betracht. Es können zudem die auf der Grundlage des Greenwashings erlangten Gelder abgeschöpft werden. Neben diese finanziellen Einbußen treten beträchtliche Reputationsschäden.

Strafrechtliche Risiken

Die weitgehende Gesamtverantwortung der Leitungsebene für die Tätigkeit eines Unternehmens kann in Fällen des Greenwashings die Grundlage für eine Zurechnung des strafrechtlichen Vorwurfs bilden. Regelmäßig kann die öffentliche Kommunikation von falschen Umweltversprechen dem anweisenden Vorstand zugerechnet werden und dieser trägt zudem die Verantwortung für die Verhinderung von Straftaten, die aus dem Unternehmen heraus begangen werden. Vorstandsmitglieder, die selbst keine Anweisung erteilt haben, können ggf. dafür belangt werden, dass sie die Falschäußerung trotz Kenntnis nicht verhindert haben. Daneben kommt auch eine Strafbarkeit der unmittelbar für die Fehlkommunikation verantwortlichen (leitenden) Mitarbeiter in Betracht.

Greenwashing kann dabei eine große Bandbreite von Straftaten verwirklichen: Der Betrug nach § 263 StGB ist der relevanteste Tatbestand strafbarer Fehlkommunikation im Wirtschaftsverkehr und kann nicht nur durch explizite Falschangaben, sondern etwa auch durch eine irreführende Verwendung grüner Signalwörter wie »Green Bonds« begangen werden, wenn der Wert des so beworbenen Finanzprodukts für den getäuschten Investor hinter dem Preis zurückbleibt. Geschieht das Greenwashing eines Finanzprodukts in einem Prospekt oder einem anderen Werbemittel, kann hierin zudem ein Kapitalanlagebetrug nach § 264a StGB und eine strafbare Werbung nach § 16 UWG liegen. Konsequenz der zunehmenden Relevanz von Nachhaltigkeitsaspekten für den Marktpreis von Finanzprodukten ist, dass Greenwashing sogar zur Begehung einer strafbaren Marktmanipulation nach § 119 WpHG durchgeführt werden kann.

Bestimmte Kapitalgesellschaften und Konzerne sind zudem verpflichtet, Angaben zu Nachhaltigkeitsbelangen in ihrer nichtfinanziellen Erklärung im Lagebericht oder ihrem nichtfinanziellen Bericht zu machen, soweit



Christian Heinelt ist Rechtsanwalt bei der auf Wirtschaftsstrafrecht spezialisierten Kanzlei Wessing & Partner in Düsseldorf. Er berät Unternehmen auf dem gesamten Gebiet des Wirtschafts- und Steuerstrafrechts. Ein besonderer Schwerpunkt seiner Tätigkeit liegt im Bereich der IT-Compliance und des Datenschutzstrafrechts.

sie für das Verständnis des Geschäftsverlaufs oder der Lage der Gesellschaft von Bedeutung sind. Diese Nachhaltigkeitsberichterstattung wird durch die Corporate Sustainability Reporting Directive sowohl inhaltlich als auch bezogen auf die hiervon betroffenen Unternehmen erheblich ausgeweitet.¹ Falschangaben in einer solchen Erklärung können nach § 331 HGB bzw. § 400 AktG strafbar sein. Soweit das Greenwashing zu einem Schaden der Gesellschaft selbst führt, kann schließlich auch eine Untreue nach § 266 StGB gegeben sein. Ein potenzieller Anreiz für ein solches Verhalten zulasten des Unternehmens kann sich vor allem aus der Gestaltung variabler Elemente der Vorstandsvergütung ergeben, wenn diese Vergütungselemente an die Erreichung bestimmter umweltbezogener Zielwerte anknüpfen.²

Obwohl es sich bei diesen Delikten fast durchweg um Vorsatztaten handelt, wird die Geschäftsleitung sich nur schwer mit der Behauptung exkulpieren können, dass sie von der Unwahrheit der als Greenwashing entlarvten Äußerungen nichts gewusst hätte. Vorsatz ist bereits dann gegeben, wenn eine Person den Eintritt des tatbestandlichen Erfolgs als möglich erkennt und sich damit abfindet. In der Regel spricht jedenfalls der erste Anschein dafür, dass die Vorstandsmitglieder sowie leitende Mitarbeiter zumindest diese Mindestvoraussetzungen erfüllt haben. Ermittlungsbehörden lässt sich zwar stets entgegenhalten, dass komplexe Unternehmensstrukturen auf gegenseitigem Vertrauen in die Richtigkeit der jeweils getätigten Darstellungen beruhen und auch hier der Zweifelssatz gilt, wonach dem Beschuldigten der Vorsatz nachgewiesen werden muss. Jedoch erfordert es von der Verteidigung regelmäßig großen Aufwand, um die Staatsanwaltschaft von ihrer Überzeugung abzubringen, dass jedenfalls bedingter Vorsatz vorgelegen habe. Ein strafrechtliches Restrisiko bleibt somit selbst dann, wenn die Falschbehauptungen nicht von der Geschäftsleitung ausgehen, sie jedoch auch nicht klar und eindeutig darlegen kann, dass die Straftat alleine von den unteren Managementebenen ausgegangen ist.

Fazit und Handlungsempfehlungen

Die sich aus Greenwashing ergebenden strafrechtlichen Risiken sind nicht zu unterschätzen. Aussagen der Mitarbeiter emittierender Unternehmen können als strafbar gelten, wenn sie ein Vertrauen der Investoren in bestimmte Umweltaspekte des Anlageprodukts oder der Wirtschaftstätigkeit des emittierenden Unternehmens begründen, die tatsächlich nicht gegeben sind. Mit der zunehmenden Bedeutung von Nachhaltigkeitsaspekten auf dem Investmentmarkt und der wertbildenden Wirkung von Umweltversprechen wird das mit Greenwashing verbundene strafrechtliche Haftungsrisiko in Zukunft wachsen. Die Folgen eines solchen Vorwurfs können für das Unternehmen und die Geschäftsleitung sehr schwerwiegend sein, selbst wenn sich der Verdacht nicht bestätigen sollte.

Um den Verdacht strafrechtlich relevanter Falschbehauptungen auszuschließen, empfehlen sich bestimmte Maßnahmen:

- Es sollte die Verwendung vager Signalwörter zur Bewerbung von Finanzprodukten vermieden werden. Ab dem 21.12.2024 gilt der sog. European Green Bond Standard, der auf einer Verordnung der EU beruht und einen unionsweiten Marktstandard für »European Green Bonds« einführt – eine Anleihe, die diesem Standard entspricht, kann sicher als »grün« bezeichnet werden.³
- Bei der Gestaltung variabler Elemente der Vorstandsvergütung für eine nachhaltige Unternehmensführung sollte der Aufsichtsrat⁴ klare und überprüfbare Kennzahlen bestimmen, sodass keine finanziellen Anreize für Greenwashing gesetzt werden.⁵ In Bezug auf das Vergütungssystem von Unternehmensmitarbeitern sollte der Aufsichtsrat den Vorstand fragen, wie Anreize für Greenwashing verhindert werden.
- Die interne als auch externe Kommunikation mit Bedeutung für die Bewerbung von Finanzprodukten am Primär- oder Sekundärmarkt sollte stets gewissenhaft überprüft und klar dokumentiert werden. Der Aufsichtsrat sollte sich vom Vorstand erläutern lassen, wie diese Überprüfung und Dokumentation im Unternehmen gewährleistet wird und in den unternehmerischen Kontrollsystemen verankert ist. ←

¹ Vgl. näher hierzu ACI-Folder »CSRD-Umsetzungsgesetz« (2024), online abrufbar unter [aci-folder-2024-CSRD-UmsG-RefE.pdf](#) (audit-committee-institute.de)

² Vgl. auch § 87 Abs. 1 S. 2 AktG; Grundsatz 24 des Deutschen Corporate Governance Kodex; siehe näher hierzu Audit Committee Quarterly – extra (2024): Nachhaltigkeit, S. 26 ff.

³ Siehe hierzu näher S. 42

⁴ Soweit er – wie in der SE, der AG und der paritätisch mitbestimmten GmbH – für die Vergütungsfestsetzung zuständig ist.

⁵ Siehe hierzu auch Audit Committee Quarterly – extra (2024): Nachhaltigkeit, S. 26 ff.

Greenwashing in Nachhaltigkeitsberichten: Erkennungsmerkmale für den Aufsichtsrat

Autorinnen: **Lisa Schosser** und **Isabell Lenz**

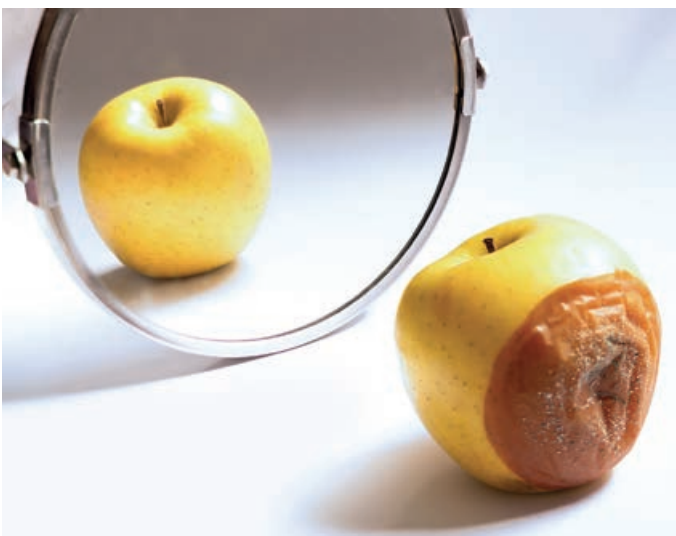
Nachhaltigkeitsberichte gemäß der Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) sollen Transparenz über ökologische, soziale sowie ökonomische Informationen schaffen. Sind Aussagen zur Nachhaltigkeit der Geschäftstätigkeit falsch, unbegründet oder irreführend, entsteht oft der Verdacht von Greenwashing. Der Aufsichtsrat spielt eine entscheidende Rolle bei der Überwachung dieser Berichte und sollte Anzeichen für Greenwashing in der Nachhaltigkeitsberichterstattung erkennen, um Greenwashing zu verhindern.

Der Aufsichtsrat sollte deshalb auf folgende Erkennungsmerkmale im Nachhaltigkeitsbericht achten:

Vage oder ungenaue Aussagen: Begriffe wie »umweltfreundlich«, »grün« oder »nachhaltig« sind oft unspezifisch und bedürfen einer klaren Definition und Messbarkeit. Der Aufsichtsrat sollte sicherstellen, dass derartige Begriffe mit konkreten Daten und Zielen unterlegt sind.

Fehlende Belege und Zertifikate: Nachhaltigkeitsberichte sollten durch unabhängige Zertifikate und Überprüfungen gestützt werden. Dazu können auch Ratings gehören. Fehlen solche Belege, kann dies ein Hinweis auf Greenwashing sein.

Unverhältnismäßige Gewichtung kleiner Maßnahmen: Kleine Umweltmaßnahmen werden oft groß herausgestellt, um vom insgesamt geringen Engagement abzulenken. Der Aufsichtsrat sollte darauf achten, dass die Berichte ein ausgewogenes Bild vermitteln und sich dabei die Frage stellen, ob die Maßnahmen wirklich ambitioniert sind. Im Detail kann der Aufsichtsrat sich die Beschreibung der positiven und negativen Auswirkungen anschauen. Dabei sollten die negativen Auswirkungen im gleichen Umfang wie die positiven berichtet werden. Der Nachhaltigkeitsbericht sollte eine wahrheitsgemäße Abbildung der Nachhaltigkeitsperformance des Unternehmens sein.





Lisa Schosser, Partnerin bei der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, hat langjährige Erfahrung in der Beratung von Unternehmen bei Herausforderungen in der finanziellen und nicht-finanziellen Berichterstattung, insbesondere der Umsetzung der CSRD und EU-Taxonomie. Sie ist Wirtschaftsprüferin und Mitglied im Institut der Wirtschaftsprüfer sowie Teil des deutschen ESG-Expertenteams von KPMG.



Isabell Lenz, Assistant Managerin bei der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft und Teil des ESG-Expertenteams. Sie unterstützt Unternehmen bei der Transformation zur CSRD-konformen Berichterstattung und der damit einhergehenden Implementierung der regulatorischen Anforderungen.

Benchmarking: Der Aufsichtsrat sollte sich vom Vorstand Benchmarking und Informationen vorlegen lassen, um die getroffenen Aussagen vergleichen und validieren zu können. Dazu gehört bspw. die Vergleichbarkeit zwischen verschiedenen Geschäftsbereichen oder über mehrere Jahre hinweg. Anhand einer solchen Analyse kann eine Einschätzung der tatsächlichen Nachhaltigkeitsperformance des Unternehmens getroffen werden und nicht sachgemäße Informationen können hinterfragt und aufgedeckt werden. Darüber hinaus sollten finanzielle und nicht finanzielle Kennzahlen miteinander vereinbar sein.

Klar definierte Ziele und Maßnahmen: Die veröffentlichten Ziele sollten konkret definiert, messbar und mit einem zeitlichen Rahmen versehen sein. Die Maßnahmen sollten auf die Ziele abgestimmt und tatsächlich umgesetzt werden. Entsprechende Handlungen sollten langfristig angesetzt sein. Damit kann eine Integration der ESG-Themen in die Unternehmensstrategie verdeutlicht werden.

Transparente Darstellung von KPIs: Bei der Veröffentlichung von KPIs sollten die Methodiken und Annahmen veröffentlicht werden, die zur Ermittlung der Kennzahlen geführt haben, um die Datenqualität einschätzen und Vergleichbarkeit herstellen zu können. Die CSRD verweist an vielen Stellen auf weitere Regularien, die ebenfalls berücksichtigt werden sollen, wie z.B. das Greenhouse Gas Protocol für die Berechnung der CO₂-Emissionen. Der Aufsichtsrat sollte darauf achten, dass die genannten Verweise einbezogen wurden.

Einbeziehung von Stakeholdern: Die Berücksichtigung von Stakeholdern ist nicht nur in der CSRD fest verankert, sondern führt auch zu einer ganzheitlichen Betrachtung der Performance des Unternehmens und lässt externe Perspektiven in den Bericht einfließen. Dies kann Greenwashing reduzieren, weil die Nachhaltigkeitsleistung nicht überbewertet wird.

Interne Kontrollen: Der Aufsichtsrat sollte überprüfen, ob im Prozess der Nachhaltigkeitsberichterstattung interne Kontrollen eingerichtet und angewendet wurden. Diese sollten ausreichend im Bericht beschrieben sein. Die Kontrollen können bei korrekter Anwendung einen Indikator für eine transparente und ordnungsgemäße Veröffentlichung von Informationen darstellen.

Wissensaufbau und Training: Der Nachhaltigkeitsbericht sollte von Experten und Expertinnen verfasst werden, die den Inhalt der CSRD kennen und verstehen, um die Vollständigkeit und Korrektheit der Daten zu erhöhen. Auch der Aufsichtsrat sollte regelmäßig an Schulungen teilnehmen, um die Informationen in dem Nachhaltigkeitsbericht einschätzen zu können. ←



QUELLEN

Greenwashing erkennen | Verbraucherzentrale Rheinland-Pfalz (verbraucherzentrale-rlp.de)

Eigene Überlegungen



Klimaschutzverträge und grüne Leitmärkte

Autor: **Prof. Dr. Klaus M. Schmidt**

Am 12.3.2024 ist der Startschuss für die Vergabe von Klimaschutzverträgen (KSVs) gefallen. Mit diesem Instrument will der Staat die Umstellung auf klimaschonende Produktionsprozesse fördern, insbesondere von Grundstoffen wie Stahl, Zement und Ammoniak. Eine klimafreundliche oder sogar klimaneutrale Produktion ist heute technisch oft schon möglich, rentiert sich beim gegenwärtigen CO₂-Preis aber noch nicht. Darum subventioniert der Staat die zusätzlichen Kosten der grünen Produktion.

Funktionsweise der Klimaschutzverträge

Ein Klimaschutzvertrag ist ein projektbezogener Vertrag zwischen einem Unternehmen und dem Staat mit einer Laufzeit von zehn Jahren. Da der Zweck der grünen Produktion die Verringerung von CO₂-Emissionen ist, wird die Subvention pro eingesparter Tonne CO₂ gezahlt. Die »Minderungskosten« sind die zusätzlichen Produktionskosten, die bei der grünen Produktion über die Kosten der traditionellen Produktion hinaus pro eingesparter Tonne CO₂ entstehen. Der KSV legt einen »Vertragspreis« pro eingesparter Tonne CO₂ fest, der den erwarteten Minderungskosten abzüglich des CO₂-Preises entspricht.

Der Vertragspreis unterscheidet sich von einem garantierten Abnahmepreis in zweifacher Hinsicht. Zum einen zahlt der Staat nicht für das hergestellte Produkt, sondern er erstattet dem Unternehmen die Mehrkosten (»Minderungskosten«), die sich aus der klimafreundlichen Produktion ergeben. Zum zweiten konditioniert der Preis auf den CO₂-Preis im EU-Emissionshandelssystem (EU-ETS). Je höher der CO₂-Preis, umso höher die Kosten der traditionellen Produktion und umso geringer die notwendige Ausgleichszah-

lung, um für die höheren Kosten zu kompensieren. Der Vertragspreis kann sogar negativ werden, wenn der CO₂-Preis höher ist als die Minderungskosten. In diesem Fall muss das Unternehmen mit einem KSV die Differenz an den Staat zurückzahlen.

Wenn zu erwarten ist, dass die Minderungskosten im Zeitablauf fallen (z. B. wegen technischen Fortschritts, Lernkurven- und Skaleneffekten oder verringerter Kosten für grünen Wasserstoff), werden die Minderungskosten im Vertrag dynamisiert. Im einfachsten Fall erfolgt die Dynamisierung durch die Annahme eines linearen Trends. Die Minderungskosten können im Vertrag aber auch komplexer abgebildet werden, z. B. indem auf die Preise der wichtigsten Vorprodukte, die die Minderungskosten beeinflussen (Wasserstoff, Strom, Erdgas etc.), konditioniert wird.

Vor- und Nachteile von Klimaschutzverträgen

Die KSVs sollen in einem wettbewerblichen Verfahren an diejenigen Unternehmen vergeben werden, die die CO₂-Reduktion zum niedrigsten Vertragspreis anbieten. Bei der Vergabe werden jedoch auch andere Fak-

Prof. Dr. Klaus M. Schmidt ist Professor für Volkswirtschaftslehre an der Ludwig-Maximilians-Universität München und ist Mitglied des Wissenschaftlichen Beirats des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie. Er ist Spezialist auf den Gebieten Spieltheorie, Vertragstheorie, Verhaltensökonomie und deren Anwendungen, insbesondere in der Wettbewerbstheorie und -politik, der Organisationsökonomie, dem Design von Auktionen und Märkten und der Theorie staatlicher Unternehmen.



toren berücksichtigt, weil die Minderungskosten in verschiedenen Industrien unterschiedlich hoch sind. In der ersten Gebotsrunde werden 4 Mrd. EUR vergeben. Weitere Gebotsrunden sollen folgen, das Volumen ist aber noch unklar.

KSVs sind ein tiefer Eingriff des Staats in die Wirtschaft, weil der Staat entscheidet, welche Unternehmen und welche Technologien gefördert werden. Sie sind zugleich ein sehr teures Instrument. Da die Unternehmen ihre Kosten besser kennen als der Staat, ist mit einer deutlichen Überförderung zu rechnen. Nach dem Urteil des Bundesverfassungsgerichts zur Schuldenbremse stehen erheblich geringere Mittel als ursprünglich geplant zur Verfügung.

Grüne Leitmärkte als weiteres / marktwirtschaftliches Förderungsinstrument

Darum rückt ein zweites Instrument zur Förderung klimafreundlicher Produktion in den Vordergrund. »Grüne Leitmärkte« sind Märkte für klimafreundlich produzierte Produkte. Diese Märkte erfordern eine Zertifizierung der grünen Produktion. Der Staat kann dann bestimmte klimaneutral produzierte Güter oder Grundstoffe (z. B. »grünen« Stahl) in seiner eigenen Beschaffung bevorzugt verwenden. Alternativ oder ergänzend kann er durch regulatorische Maßnahmen vorschreiben, dass in bestimmten Bereichen klimaneutral produzierte Güter verwendet werden müssen, z. B. grüner Stahl in der Automobilproduktion.

Dadurch entstehen neue Märkte, die eine klimaneutrale Produktion über den Marktmechanismus in Gang setzen. Unter Wettbewerbsbedingungen stellt sich ein Preis ein, der die Minderungskosten für die grüne Produktion abdeckt. Hier entscheidet der Markt, welche Unternehmen und welche Technologien sich durchsetzen, und der Staat muss nicht über die Kosten

der Unternehmen informiert sein. Ein weiterer Vorteil der grünen Leitmärkte ist, dass die Kosten des Klimaschutzes nicht vollständig vom Staat getragen werden, sondern bei den Konsumentinnen und Konsumenten anfallen, die sie verursachen. Bei vielen Produkten gibt es auch eine höhere Zahlungsbereitschaft für klimaneutral hergestellte Güter, die von den klimafreundlich produzierenden Unternehmen genutzt werden kann.

Grüne Leitmärkte sind ein marktwirtschaftliches und für den Staat kostengünstigeres Instrument. Sie können in Deutschland jedoch nicht im Alleingang eingeführt werden, weil sie sonst den europäischen Binnenmarkt und den Freihandel untergraben würden. Sie erfordern eine transparente und international anschlussfähige Definition und Zertifizierung »grüner« Produktion auf europäischer und internationaler Ebene, was langwierige Abstimmungsprozesse erfordert. Am besten wäre es, die Definition und Zertifizierung grüner Produktion in einem »Klimaklub« zu vereinheitlichen, der die wichtigsten Handelspartner der EU umfasst und die Anstrengungen zum Klimaschutz koordiniert. Das kann aber noch lange dauern.

Wirtschaftspolitische Empfehlungen

Für die Unternehmen ist die Entwicklung grüner Leitmärkte mit erheblichen politischen Risiken verbunden. Niemand weiß, wann genau die grünen Leitmärkte kommen und wie sie aussehen werden. Im Gegensatz dazu garantiert ein Klimaschutzvertrag den Unternehmen den Ausgleich ihrer Minderungskosten für mindestens zehn Jahre. Dadurch werden langfristige Investitionsentscheidungen erheblich erleichtert. Darum hat der wissenschaftliche Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz empfohlen, Klimaschutzverträge für den Einstieg in die klimaneutrale Produktion zu nutzen, gleichzeitig aber die grünen Leitmärkte zu entwickeln, damit sie die Klimaschutzverträge möglichst bald ergänzen und ersetzen können. ←

Künstliche Intelligenz und Investitionsentscheidungen – Chancen und Herausforderungen

Autor: **Prof. Dr. Gregor Weiß**

Die raschen Fortschritte im Bereich der künstlichen Intelligenz (KI) werden die Entscheidungsprozesse von Vorständen und Aufsichtsräten bei Investitionsentscheidungen grundlegend verändern. Dieser Beitrag beleuchtet das transformative Potenzial von KI für die Verbesserung von Investitionsentscheidungen. Durch den Einsatz von maschinellem Lernen, Predictive Analytics und Big Data kann KI beispiellose datengestützte Analysen und Prognosen liefern. Durch die Integration von KI-Tools können Markttrends erkannt, Risiken bewertet, Unternehmen beurteilt und Anlageportfolios mit größerer Genauigkeit als mit herkömmlichen statistischen Methoden optimiert werden.

Revolution der Finanzwirtschaft durch KI

Die Entwicklungen im Bereich der künstlichen Intelligenz werden Unternehmen und Branchen in den kommenden Jahren auf vielfältige Weise verändern. Führungskräfte müssen nicht nur in KI investieren, sondern auch lernen, sie effektiv zu nutzen. Um dies erfolgreich zu tun, ist es entscheidend, die Vor- und Nachteile der »Black Box« KI zu verstehen und das Potenzial von KI in der Finanzfunktion eines Unternehmens zu erkennen. Dieser Beitrag soll einen kurzen Einblick in diese Thematik geben.

Künstliche Intelligenz revolutioniert bereits heute die Finanzwirtschaft, indem sie präzisere Prognosen, effizientere Risikobewertungen und optimierte Anlageentscheidungen ermöglicht. Allgemein wird künstliche Intelligenz als eine Sammlung neuer Technologien beschrieben, deren Leistungsfähigkeit annähernd der des menschlichen Gehirns entspricht. Dabei ist KI aber keine grundlegend neue Erfindung dieser Zeit. Tatsächlich basieren viele Verfahren der KI auf jahrzehntealten Modellen aus dem wissenschaftlichen Grenzbereich zwischen Statistik und Informatik. Was sich in den letzten Jahren grundlegend verändert hat, ist die Verfügbarkeit großer Datenmengen, die Mög-

lichkeit, diese effizient zu speichern, und die Entwicklung immer leistungsfähigerer Computer. Diese Faktoren haben den vergleichsweise alten Modellen zu neuer Popularität verholfen und deren Anwendung in vielfältigen Bereichen ermöglicht. Es muss jedoch anerkannt werden, dass selbst die fortschrittlichsten KI-Modelle oft lediglich menschliche Entscheidungen und Intelligenz nachahmen und keinesfalls vollständig ersetzen können.





Prof. Dr. Gregor Weiß ist Inhaber des Lehrstuhls für Sustainable Banking an der Universität Leipzig, External Academic Fellow am Centre for Responsible Banking der University of St. Andrews School of Management und Gastprofessor für angewandte Finanzwirtschaft an der Keio University, Japan. Seine Forschungs- und Praxisarbeiten konzentrieren sich auf Themen der Finanzstabilität und Regulierung im Banken- und Versicherungswesen, quantitatives Risikomanagement und den Einsatz von KI-Verfahren in der Finanzwirtschaft.

Was aber sind Verfahren der künstlichen Intelligenz? Eine Gemeinsamkeit vieler KI-Modelle ist, dass sie Muster in großen Datenmengen erkennen, die Parameter entsprechend den gefundenen Mustern in einem Trainingsdatensatz lernen und dieses gelernte »Wissen« dann auf neue Daten anwenden. Die Daten können neben klassischen Text- und numerischen Daten auch Bilder, Videos, Tonaufnahmen und andere sensorische Informationen umfassen. Beispiele für solche Verfahren sind neuronale Netze, Entscheidungsbäume und Support-Vektor-Maschinen, die jeweils auf bestimmte Anwendungsfälle und Datentypen zugeschnitten sind. Mithilfe dieser Techniken können KI-Modelle komplexe Beziehungen und Muster schnell erkennen, die für Menschen oft schwer zu erkennen sind, und daher in Bereichen wie der Bild- und Spracherkennung, der prädiktiven Analyse und der automatisierten Entscheidungsfindung eingesetzt werden.

KI-Einsatz zur Investitionsbewertung

Im traditionellen Investment Management finden bereits heute zahlreiche KI-Methoden Anwendung zur Bewertung von Investments in ausgewählte Assetklassen oder Wertpapiere. Mithilfe von KI können in umfangreichen Datensätzen aus Bilanz-, GuV- sowie Kapitalmarktdaten neue Muster und Einflussfaktoren auf die Rendite identifiziert werden. Ebenso ermöglicht KI die präzisere Messung bekannter Faktoren wie bspw. die Aufmerksamkeit und das Sentiment von Investoren in alternativen Datensätzen wie Aufzeichnungen von Analysten-Calls, Fotos und Videos von Manager:innen und anderen Quellen. Darüber hinaus eröffnen sich neue Möglichkeiten bei der Bewertung von Realinvestitionen und ganzer Unternehmen. KI-Modelle können Daten aus verschiedenen Quellen wie Satellitenbildern, Wetterdaten und anderen externen Informationen in die klassische Unternehmensbewertung integrieren und somit Verbesserungen in der Bewertungsgüte ermöglichen.

Investitionen in KI einsetzende Unternehmen

Vorstände und Aufsichtsräte werden nicht nur Investitionen mit Unterstützung von KI tätigen, sondern auch in Unternehmen investieren, die KI einsetzen. Der Umfang dieses Einsatzes von KI in den Zielunternehmen kann variieren. Einige Unternehmen setzen KI möglicherweise nur zur Automatisierung einfacher Prozesse ein, z. B. zur Textgenerierung mittels generativer KI. Andere Unternehmen könnten bereits komplexe Entscheidungsprozesse mit KI unterstützen oder sogar selbst in der Entwicklung von KI-Modellen aktiv sein. Bei der Bewertung solcher Unternehmen müssen jedoch auch die ethischen und rechtlichen Herausforderungen berücksichtigt werden, die mit dem Einsatz von KI verbunden sind. Dies kann potenzielle Risiken für eine Investition darstellen und erfordert eine sorgfältige Prüfung der KI-Strategie und -Praktiken des Zielunternehmens.

Vorstände und Aufsichtsräte müssen Expertise aufbauen

Um die Potenziale der sich ständig weiterentwickelnden KI-Modelle adäquat einschätzen zu können, stehen Vorstände und Aufsichtsräte vor der Herausforderung, einerseits die Fähigkeiten dieser Technologien zu verstehen. Gleichzeitig müssen sie sich aber auch mit der zunehmenden Regulierung, wie z. B. dem EU-KI-Gesetz, auseinandersetzen und diese berücksichtigen. Darüber hinaus müssen ethische Fragen im Zusammenhang mit dem Einsatz von KI in der Finanzwirtschaft sorgfältig berücksichtigt werden. Dazu gehören Fragen der Transparenz, Fairness, Nichtdiskriminierung (z. B. bei der Kreditvergabe), des Datenschutzes und der Datensicherheit sowie mögliche Auswirkungen auf die Gesellschaft im Allgemeinen. Ein ausgewogener Umgang mit diesen Herausforderungen ist entscheidend, um die Chancen der KI zu nutzen und gleichzeitig die Risiken zu minimieren sowie die Integrität und Vertrauenswürdigkeit der Finanzmärkte zu wahren. ←

German Business in Japan 2024

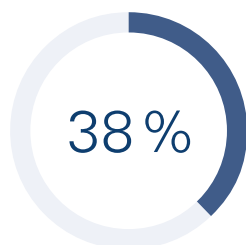
Japan immer stärker
im Fokus
deutscher UnternehmenAutor: **Andreas Glunz**

Umfrageergebnisse 2024: Deutsche Konzerne verlagern vermehrt Produktion, Managementfunktionen und den Standort ihrer Asienzentrale von China nach Japan

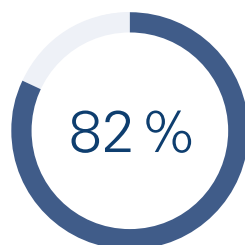
Japan statt China – so entscheiden deutsche Unternehmen immer häufiger. Hintergrund des neuen Trends sind die fortwährenden geopolitischen Unsicherheiten, die wiederum dazu führen, dass Unternehmen ihre Aktivitäten regional diversifizieren. Das geht aus der aktuellen Geschäftsklima-Umfrage »German Business in Japan« hervor, eine gemeinsame Publikation der Deutschen Industrie- und Handelskammer in Japan (AHK Japan) und KPMG in Deutschland. Teilgenommen haben 164 Tochtergesellschaften deutscher Unternehmen in Japan im Zeitraum vom 30.1. bis zum 13.2.2024.

38 Prozent der deutschen Unternehmen beabsichtigen, entweder die Produktion von China nach Japan zu verlagern, oder sie entscheiden sich bei Neuinvestitionen in Asien direkt zugunsten des Standortes Japan. Knapp jedes vierte Unternehmen (23 Prozent) verlegt regionale Managementfunktionen nach Japan. Zudem wird das Land zunehmend als Asienzentrale relevant. Es ist nun für mehr als jedes vierte deutsche Unternehmen (26 Prozent) das regionale Headquarter. Im Vorjahr war dies erst bei jedem fünften der Fall (20 Prozent). Japan schiebt sich damit auf Platz zwei hinter Singapur (28 Prozent).

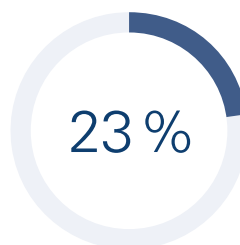
Bemerkenswerte Erkenntnisse im Überblick:



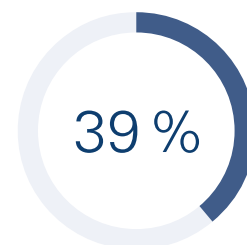
der deutschen Unternehmen beabsichtigen, Produktionsstätten von China nach Japan zu verlagern.



halten die Rekrutierung von qualifiziertem Personal in Japan für die größte Herausforderung.



der deutschen Unternehmen beabsichtigen, regionale Managementfunktionen von China nach Japan zu verlagern.



sagen, dass Deutschlands Ruf in Japan durch die zunehmende Häufigkeit von und Gewaltbereitschaft bei Demonstrationen beeinträchtigt wird.

Quelle: KPMG in Deutschland, 2024

»Japan ist in Asien sehr angesehen. Das Land bietet deutschen Unternehmen gleiche Wettbewerbsbedingungen, einen verlässlichen und stabilen Rechtsrahmen sowie ein kompatibles Wertegerüst.«

Andreas Glunz, Bereichsvorstand International Business, KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Größter Vorteil Japans: ökonomische, politische und soziale Stabilität

Gerade in Zeiten geopolitischer Verwerfungen und multipler wirtschaftlicher Krisen erweist sich Japan als sicherer Hafen. Im globalen Vergleich erzielt das Land für seine Verlässlichkeit erneut absolute Spitzenwerte. Als größte Standortvorteile Japans bestätigen deutsche Unternehmen die wirtschaftliche Stabilität Japans (94 Prozent), die Stabilität und Vertrauenswürdigkeit der Geschäftsbeziehungen (93 Prozent) sowie die Sicherheit und soziale Stabilität (91 Prozent).

»Als Unternehmen aus der dritt- und viertgrößten Volkswirtschaft der Welt begegnen sich deutsche und japanische Konzerne überall auf der Welt – sowohl als Wettbewerber als auch als Kooperationspartner. Dass immer mehr deutsche Unternehmen ihre japanischen Konkurrenten und Partner auf deren Heimatmarkt beobachten, ist ein strategisch geschickter Schachzug.«

Andreas Glunz, Bereichsvorstand International Business, KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Japan für deutsche Konzerne mehrheitlich eines der Top-5-Länder

Für 54 Prozent der befragten Unternehmen ist Japan eine der fünf größten Umsatz- und Ergebnisquellen im Gesamtkonzern. Dies entspricht einem Anstieg um 6 Prozentpunkte gegenüber dem Vorjahr bzw. von 9 Prozentpunkten gegenüber 2021. 92 Prozent der deutschen Unternehmen erzielten in Japan im Jahr 2023 Gewinne und eine beachtliche Profitabilität: Gut jedes fünfte Unternehmen (21 Prozent) erzielte eine zweistellige Gewinnmarge vor Steuern. 66 Prozent der Unternehmen rechnen für das laufende Jahr zudem mit steigenden Gewinnen – für das Jahr 2025 sogar 78 Prozent.

Japan ist mehr als nur ein Absatzmarkt

Für 81 Prozent der befragten deutschen Unternehmen ist das Absatzpotenzial Japans – ein Markt mit mehr als 124 Mio. Konsument:innen – der wichtigste Grund für ihr Engagement. Das Scouting neuer Trends in Technologie und Innovation gilt als zweitwichtigster Anlass für 62 Prozent – und auch die Beobachtung japanischer Wettbewerber (57 Prozent) sowie die Teilhabe an den globalen Geschäftsnetzwerken japanischer Konzerne (47 Prozent) ist relevant.

Personalmangel und Währungsrisiken größte Belastungen

Die Herausforderung, Fachpersonal mit adäquaten Qualifikationen zu rekrutieren, bleibt für 82 Prozent der Unternehmen das größte Hindernis in Japan.



»Um dem Fachkräftemangel zu begegnen, hat die AHK Japan seit April 2024 die duale Ausbildung nach deutschem Vorbild in Japan eingeführt und fokussiert sich im ersten Schritt auf Automotive Mechatronics.«



Marcus Schürmann,
Geschäftsführender Vorstand
der AHK Japan

Aufgrund des schwachen Yen benennen 76 Prozent der Befragten Währungsrisiken (beim Import von Vorprodukten in Japan) als zweitgrößte Herausforderung, ein Plus von 13 Prozentpunkten im Vergleich zu 2022.

Hohe Rohstoff- und Energiepreise, Inflation und Probleme in den Lieferketten sind zwar weiterhin präsent, doch nimmt deren Relevanz im Vergleich zum Vorjahr deutlich ab – um 11 Prozentpunkte, 18 Prozentpunkte bzw. sogar 29 Prozentpunkte.

Zugenommen hat jedoch die Belastung durch die zuletzt steigenden Arbeitskosten in Japan (44 Prozent; d. h. plus 7 Prozentpunkte gegenüber dem Vorjahr).

Deutschlands Reputation leidet in Japan – das zeigt die Outside-in-Betrachtung

Neu in der Studienreihe von AHK Japan und KPMG Deutschland ist die Frage nach der Reputation des Wirtschaftsstandorts Deutschland aus japanischer Sicht. Demnach belasten die zunehmende Häufigkeit von und Gewaltbereitschaft bei Demonstrationen und Protesten in Deutschland aus Sicht von 39 Prozent der Befragten dessen Image in Japan am stärksten. Auch Klimaaktivisten und die veraltete Infrastruktur kratzen am Renommee, sagen jeweils 27 Prozent der deutschen Unternehmen in Japan.

»Der zunehmend kritische Blick aus Japan auf Deutschland deckt sich auch mit den Beobachtungen unserer im März 2024 veröffentlichten Studie ›Business Destination Germany 2024‹. Fast zwei Drittel der in Deutschland befragten japanischen Unternehmen zählen Deutschland hinsichtlich seiner digitalen Infrastruktur zu den schwächsten fünf EU-Ländern; 40 Prozent sehen es sogar als Schlusslicht in der EU bei der Digitalisierung der öffentlichen Verwaltung.«

Andreas Glunz, Bereichsvorstand International Business, KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



VERTIEFUNGSHINWEIS

Die Studie »German Business in Japan 2024« ist online abrufbar unter *German Business in Japan (kpmg.com)*.



German-British Business Outlook 2024

Brexit-Bürden verstetigen sich und weitere Verschärfungen in Sicht

Autor: **Andreas Glunz**

Umfrageergebnisse 2024: Die wirtschaftliche Situation hat sich nur bei 6 Prozent der Unternehmen seit dem Brexit verbessert



Andreas Glunz,
Bereichsvorstand
International Business,
KPMG AG Wirtschafts-
prüfungsgesellschaft

»Der Rückgang des deutsch-britischen Handelsvolumens ist dramatisch: Seit dem Brexit-Referendum im Jahr 2016 ist das Handelsvolumen von 38 Millionen Tonnen auf 22 Millionen Tonnen gesunken. Die Inflation verdeckte diesen starken Rückgang. Die noch 2022 vermutete Trendwende täuschte: Zwar sind in dem Jahr die Importe aus Großbritannien nach Deutschland zum ersten Mal seit 2016 wieder stark gestiegen. In der Nachschau wird aber deutlich: Ursächlich waren primär die steigenden Rohölimporte zu Spitzenpreisen, da Öl- und Gasimporte aus Russland nach Deutschland substituiert werden mussten.«

Kernaussagen:

- **34% der Unternehmen von neuen Vorschriften in 2024 betroffen**
- **52% der Unternehmen beklagen Verschlechterung ihrer Lage seit Brexit**
- **Auch 2023 immer noch keine Trendwende bei Umsatz und Ergebnis**
- **Chancen der Zusammenarbeit bei strategischen Zukunftsthemen Deutschlands: Digitalisierung (47%); ESG (33%); Energieerzeugung/ Energiesicherheit (33%) sowie Verteilung (26%)**

Im Jahr vier nach dem Inkrafttreten des Brexits bleibt das Belastungsniveau für Unternehmen mit Geschäftsaktivitäten im deutsch-britischen Korridor hoch. Erhöhte administrative Aufwände, Logistikkosten und Zollabgaben erweisen sich als dauerhaft schmerzhaft. Darüber hinaus führen neue Regelungen im UK-EU-Korridor, die 2024 und danach eingeführt werden, zu einer zunehmenden Entkopplung der britischen Insel von der EU.

Das sind Ergebnisse aus dem diesjährigen »**German-British Business Outlook**«. Die Umfrage wurde zum sechsten Mal durch die KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft und die British Chamber of Commerce in Germany (BCCG) erstellt. Sie wurde offiziell im Rahmen des diesjährigen Ludwig-Erhard-Gipfels am bayerischen Tegernsee vorgestellt und beschäftigt sich mit den Geschäftserwartungen deutscher und britischer Unternehmen.

Umsatz- und Ergebnismrückgänge setzten sich auch im Jahr 2023 fort, aber die Zukunftserwartungen sind etwas positiver

Die Geschäftsentwicklung im deutsch-britischen Korridor bleibt herausfordernd. Letztes Jahr konnten zwar 38 Prozent der Unternehmen ihre Umsätze steigern, jedoch verzeichneten mit 36 Prozent nahezu ebenso viele Umsatzrückgänge.

Noch deutlicher zeigt sich die Situation bei den Gewinnen nach Steuern: Nur 29 Prozent der Unternehmen erzielten Zuwächse, während 39 Prozent rückläufige Gewinne hinnehmen mussten. Für das laufende Geschäftsjahr zeichnet sich keine wesentliche Verbesserung ab: Knapp jedes dritte Unternehmen (31 Prozent) erwartet weniger Umsatz. Langfristig betrachtet, rechnet mehr als jedes vierte Unternehmen (26 Prozent) mit anhaltenden Umsatzrückgängen in den nächsten fünf Jahren.

Brexit-Bürden verstetigen sich

Mehr als jedes zweite Unternehmen im deutsch-britischen Wirtschaftsraum (52 Prozent) berichtet von einer verschlechterten Geschäftslage seit dem Brexit. Dabei hat sich der Anteil derjenigen, die eine erhebliche Verschlechterung feststellen, von 9 Prozent im Vorjahr auf jetzt 16 Prozent fast verdoppelt. Im Vorjahresvergleich halbierte sich der Anteil der Unternehmen, die angaben, dass sich ihre Geschäfte seit dem Brexit verbessert haben, von 13 Prozent auf 6 Prozent.

Die drei größten Belastungen im deutsch-britischen Wirtschaftskorridor

Prozentuale Angaben der befragten Unternehmen



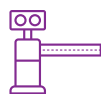
25 %

Höherer Verwaltungsaufwand



13 %

Gestiegene Logistikkosten



12 %

Höhere Zollabgaben

Quelle: KPMG in Deutschland, 2024



Michael Schmidt, Präsident der British Chamber of Commerce in Germany (BCCG e.V.)

»Wir müssen dringend die Politik und Wirtschaft beider Länder wieder annähern und Brücken bauen. Ich warne vor einer weiteren Entkoppelung, gerade mit Blick auf die geopolitischen Herausforderungen.«

Neue Welle an Gesetzen in UK und EU führt zu zusätzlichen Belastungen im deutsch-britischen Handel

Mit dem Jahr 2024 treten im UK-EU-Korridor verschiedene neue Vorschriften in Kraft. Sie wurden beim Inkrafttreten des Brexits im Februar 2020 zunächst verschoben. Besonders das »Border Target Operating Model« schlägt ins Gewicht und belastet mehr als ein Drittel der Unternehmen (34 Prozent). Hierdurch werden zusätzliche Kontrollen und Dokumentationspflichten für bestimmte Produktgruppen wie Tiere, Pflanzen und Lebensmittel eingeführt.

Ebenso rechnen 28 Prozent der von KPMG und BCCG Befragten mit erheblichen Auswirkungen durch die sukzessive Ersetzung der EU-Regularien durch neue britische Vorschriften nach dem Auslaufen der »Retained EU-Laws«.

Rund 30 Prozent erwarten bürokratische Hindernisse sowie signifikant steigende Kosten durch den »Carbon Border Adjustment Mechanism« (CBAM), den die EU für Importe in ihre Staatengemeinschaft einführt und sich von dem UK-CBAM signifikant unterscheiden wird.

Knapp jedes vierte Unternehmen (24 Prozent) sieht seine deutsch-britischen Geschäftsaktivitäten zudem durch das neue EU-Lieferkettengesetz beeinträchtigt.

Hintergrundinformationen und praxisrelevante Handlungsempfehlungen zu den sechs bedeutendsten neuen Gesetzesgebieten finden Sie im Whitepaper [»Brexit 2.0«](#) der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft.





»Es ist ein Mythos zu glauben, der Brexit sei Vergangenheit und von den Unternehmen verkraftet. Vielmehr werden 2024 und in den nachfolgenden Jahren diverse Gesetze in Großbritannien und der EU erlassen, die allesamt nicht harmonisiert sind und entkoppelnd wirken. Für Unternehmen im deutsch-britischen Korridor wird dies zu erheblichen zusätzlichen Belastungen führen.«

Andreas Glunz, Bereichsvorstand International Business, KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Die wichtigsten künftigen Kooperationsfelder

Die Megatrends Digitalisierung sowie ESG und Klimaschutz bleiben die wichtigsten Geschäftsfelder für Kooperationen von britischen und deutschen Unternehmen (47 Prozent bzw. 33 Prozent). Dabei hat die Relevanz der Digitalisierung im Vergleich zum Vorjahr deutlich um 8 Prozentpunkte zugenommen. Auch das Thema Energieerzeugung bzw. Energiesicherheit wird zunehmend als Kooperationsfeld bewertet (33 Prozent, plus 11 Prozentpunkte im Vergleich zu 2023). Gesteigerte Chancen für eine Zusammenarbeit im deutsch-britischen Korridor werden ferner im Verteidigungsbereich gesehen (26 Prozent, ein Plus von 7 Prozentpunkten).

Investitionspläne sorgen für verhaltenen Optimismus

Die generelle Zurückhaltung bei Investitionen im Vereinigten Königreich geht seit 2021 allmählich zurück. Damals hatten 69 Prozent der Unternehmen gar keine Investitionspläne. In der aktuellen Erhebung sind es noch 48 Prozent. Auf Dreijahressicht planen immerhin 7 Prozent der Befragten Projekte mit einem Investitionsvolumen von mehr als 250 Mio. EUR. Im Vorjahr plante das noch kein einziges Unternehmen. Und kleinere Investitionen in Höhe von bis zu 5 Mio. EUR beabsichtigen 38 Prozent, ein Plus von 5 Prozentpunkten.



VERTIEGUNGSHINWEIS

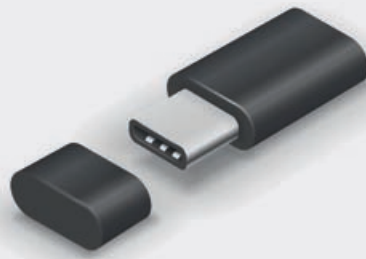
Über den German-British Business Outlook 2024:

KPMG AG Deutschland und die Britische Handelskammer in Deutschland (BCCG) haben für diese Umfrage sowohl deutsche Tochtergesellschaften mit Hauptsitz im Großbritannien als auch britische Tochtergesellschaften mit Hauptsitz in Deutschland befragt. Insgesamt 173 Unternehmen (im Vorjahr 136) nahmen an der Umfrage teil. Diese wurde zwischen dem 22.1. und dem 28.2.2024 durchgeführt (vorherige Umfrage: 11.4. – 28.4.2023).

82 Prozent der befragten Unternehmen haben ihren Hauptsitz in Deutschland (Vorjahr: 86 Prozent), 18 Prozent in Großbritannien (Vorjahr: 14 Prozent). Von den Unternehmen mit Hauptsitz in Deutschland sind 42 Prozent seit mehr als zwei Jahrzehnten in Großbritannien aktiv (Vorjahr: 44 Prozent); 19 Prozent (Vorjahr: 18 Prozent) sogar seit mehr als 50 Jahren.

Die Studie »German-British Business Outlook 2024« ist online abrufbar unter *German-British Business Outlook 2024 (kpmg.com)*.





Der digitale Nachlass

und was hierbei zu beachten ist

Autor: **Mark Pawlytta**

Die Digitalisierung des privaten und beruflichen Lebens schreitet unaufhaltsam voran. Das digitale Arbeiten ist nicht mehr wegzudenken, und auch privat finden immer mehr Lebensbereiche in einer digitalen Welt statt. Doch was passiert mit dem digitalen Fußabdruck, wenn das Leben zu Ende geht und es zum Erbfall kommt? Fest steht: Die Digitalisierung ist auch im eher konservativen Erbrecht angekommen. Immer öfter fällt der Begriff des digitalen Nachlasses, weshalb dieser Beitrag sich der Frage widmet, was man unter diesem Begriff versteht und was beachtet werden muss.

Übergang des digitalen Nachlasses auf die Erben

Bei einem Erbfall geht in der Sekunde des Ablebens das Vermögen des Erblassers als Ganzes auf die Erben über. Hierzu gehört auch der sog. digitale Nachlass. Es werden also nicht nur Vermögensgegenstände wie z. B. Immobilien, Unternehmensanteile, Kunstwerke, Autos und Bankkonten sowie Darlehen vererbt, sondern auch die digitalen Daten und Rechte des Erblassers. Die Erben treten in die digitalen Rechte und Pflichten aus den Online-Rechtsverhältnissen des Erblassers ein. Zum digitalen Nachlass gehören etwa digital gespeicherte Fotos und Dokumente, Mitgliedschaften in sozialen Netzwerken wie z. B. beliebte Messengerdienste, Nutzungsverträge in Bezug auf elektronische Kommunikationskanäle (E-Mail-Postfächer etc.) und die Rechtsbeziehungen im Rahmen des Online-Bankings.

Die Nutzungsverträge, die der Erblasser zu seinen Lebzeiten mit den Anbietern von sozialen Netzwerken geschlossen hat, gehen also mit dessen Tod auf die Erben über. Doch bedeutet das automatisch, dass die Erben einen Anspruch auf Zugang zum Benutzerkonto haben? Social-Media-Accounts enthalten eine Vielzahl von privaten Daten. Insofern könnten datenschutzrechtliche Erwägungen und das postmortale Persönlichkeitsrecht gegen einen Anspruch auf Zugang zum Benutzerkonto sprechen. Der Bundesgerichtshof (BGH) hatte sich in einem Urteil aus dem Jahr 2018¹ mit dieser Frage beschäftigt und im Rahmen dessen

entschieden, dass die Mutter einer verstorbenen minderjährigen Tochter Zugang zu dem Facebook-Konto erhalten soll. Der BGH hat klargestellt, dass Erben grundsätzlich in die digitalen Rechtsbeziehungen des Verstorbenen einrücken. Einige Instanzgerichte haben sich dieser Linie zwischenzeitlich angeschlossen. Gesetzliche Regelungen hierzu existieren aber (noch) nicht. Deshalb ist das berühmte »Kleingedruckte«, also vor allem die Allgemeinen Geschäftsbedingungen (AGB) solcher Anbieter digitaler Dienste, zu beachten, worauf auch der BGH hingewiesen hat. Und es war zu erwarten, dass nach diesen Gerichtsentscheidungen viele Anbieter ihre AGB angepasst haben. Deshalb lohnt es sich durchaus, beim Abschluss solcher Verträge genauer hinzusehen, ob diese Beschränkungen des Zugangs für Erben vorsehen.

Zugangshindernisse

Datenschutzrechtliche Erwägungen sind jedoch nicht die einzigen Gründe, die dem Zugang zu Nutzerkonten nach Eintritt des Erbfalls entgegenstehen können. Der entsprechende Zugang wird auch dann erschwert, wenn der Berechtigte nicht über die erforderlichen Zugangsdaten verfügt. Dies hat zur Folge, dass die Erben notwendige Handlungsschritte in Bezug auf digitale Mitgliedschaften und andere Verträge möglicherweise nicht rechtzeitig ausführen können. Notwendige Handlungsschritte können sein: die Kündigung von (zahlungspflichtigen) Nutzerkonten, die Ausübung gesetzlicher Widerrufsrechte oder die Erfüllung von Verbindlichkeiten aus Online-Geschäften.

¹ Urteil vom 12.7.2018 – III ZR 183/17

Mark Pawlytta ist Rechtsanwalt, Partner und leitet bei KPMG Law den Bereich Familienunternehmen, Nachfolge & Stiftungen. Er berät Unternehmerinnen und Unternehmer sowie vermögende Privatpersonen bei allen rechtlichen Fragen rund um ihr Vermögen. Er entwickelt Konzepte für die Unternehmens- und Vermögensnachfolge und berät bei ihrer Umsetzung.



Mögliche Vorkehrungen des Erblassers

Es stellt sich deshalb die Frage, welche Vorkehrungen der Erblasser zu Lebzeiten treffen kann, damit seine Erben später auf den digitalen Nachlass zugreifen können. Zunächst kann der Erblasser in seinem **Testament** festlegen, welche Befugnisse und Ansprüche auf die Erben mit dem Eintritt in seine Online-Rechtsverhältnisse übergehen. So kann der Erblasser klarstellen, dass seine Erben vollen Zugang auch zu den digitalen Rechtsbeziehungen haben sollen. Aus deutscher Sicht ist das rechtlich zwar nicht immer erforderlich, doch zeigt die Praxis, dass solche Anordnungen sehr hilfreich sein können, gerade wenn es sich um ausländische Anbieter digitaler Dienstleistungen handelt. Empfehlenswert ist in diesem Zusammenhang auch die Errichtung einer »digitalen **Vollmacht**«, in der klargestellt wird, dass die darin genannten Bevollmächtigten nicht nur vom Brief-, Post- und Fernmeldegeheimnis befreit sind, sondern auch ausdrücklich Zugriff auf die digitalen Daten und Informationen nehmen dürfen. Für eine noch größere Akzeptanz der Vollmacht im Rechtsverkehr kann der Erblasser diese notariell beurkunden lassen.

Des Weiteren kann es ratsam sein, eine sog. **digitale Vorsorgemappe** anzulegen. Damit rückt auch die Frage in den Vordergrund, was man mit den Passwörtern tun soll. Hierbei gibt es verschiedene Möglichkeiten, doch sollte man diese niemals in einem Testament oder in einer Vollmacht niederlegen. Als praktische Möglichkeit hat sich z. B. diese Variante erwiesen: Man speichert seine Zugangsdaten und Passwörter zu den verschiedenen Benutzerkonten auf einem lokalen Datenträger, z. B. einer externen Festplatte, einem Stick oder Ähnlichem. Der Datenträger wird an einem sicheren Ort aufbewahrt. Der Erblasser muss den Erben lediglich den Aufbewahrungsort mitteilen, z. B. durch schriftliche Anweisungen für die Zeit nach dem Todesfall, wobei diese nicht im Testament erfolgen sollten, da dieses häufig erst Wochen oder gar Monate nach dem Ableben vom Nachlassgericht eröffnet wird. Der lokale Datenträger wird wiederum mit einem Masterpasswort gesichert und nur das Masterpasswort den Erben, z. B. der Familie, mitgeteilt. So hat es der Erblasser in der Hand, jederzeit seine individuellen Passwörter zu ändern und muss dieses lediglich auf dem lokalen Datenträger dokumentieren. Da sich das

Masterpasswort nicht ändert, muss er nicht jedes Mal der Familie ein neues Passwort übermitteln. So kann weitestgehend sichergestellt werden, dass keine Dritten Kenntnis von den Zugangsdaten erlangen. Viele Online-Anbieter von Passwortschutzsystemen basieren auf Cloud-Lösungen und sind deshalb mit einer gewissen Skepsis zu betrachten, da nicht immer sofort klar wird, wer der Anbieter ist und ob im Todesfall die Erben überhaupt Zugriff auf die Cloud erhalten.

Wenn hier von Vorkehrungen gesprochen wird, ist noch folgender Hinweis wichtig: Die Überlegungen, wie im Krankheits- oder Todesfall einer Person der Zugang zu ihren digitalen Daten gewährleistet wird, gilt auch für die digitalen Daten innerhalb des Unternehmens. Selbst wenn diese aus rechtlicher Sicht häufig dem Unternehmen gehören und z. B. nicht vererbt werden, stellt sich jedoch die faktische Frage des Zugangs. Mit anderen Worten: Es ist innerhalb des Unternehmens sicherzustellen, dass wichtige Informationen auch dann zur Verfügung stehen, wenn der Unternehmer vorübergehend oder dauerhaft ausfällt. Folglich ist im Unternehmen auf ein funktionierendes Informationsmanagement zu achten, z. B. durch die Festlegung, wer in welchen Situationen den Zugang zu welchen Informationen erhält. Das gilt natürlich für digitale Daten genauso.

Fazit

Inzwischen ist auch das Erbrecht in der digitalen Welt angekommen. Es lohnt sich, durch ein Testament, durch Vollmachten und mithilfe einer »digitalen Vorsorgemappe« für den digitalen Nachlass Vorsorge zu treffen. Es bleibt spannend, wie die rasante Entwicklung der digitalen Welt zukünftig das traditionelle Erbrecht beeinflussen wird. ←

Novelliert und abgeschwächt: ein verändertes Klimaschutzgesetz mit beschränkter Verantwortlichkeit und erwartbar gravierenden Konsequenzen

Autoren: **Parul Kumar (LL.M.)** und **Dr. Bernd Weber**



Das Bundesklimaschutzgesetz (KSG) wurde als Rahmengesetz für die Klimaschutzpolitik konzipiert, um ihre Ziele und Grundsätze zu verankern, analog zu dem Haushaltsgrundsätze-Gesetz für die Haushaltspolitik.¹ Es wurde 2019 verabschiedet, »zum Schutz vor den Auswirkungen des weltweiten Klimawandels die Erfüllung der nationalen Klimaschutzziele sowie die Einhaltung der europäischen Zielvorgaben zu gewährleisten«.² Im ursprünglichen KSG wurden jährliche Minderungsziele für sechs Sektoren vorgesehen: Energiewirtschaft, Industrie, Verkehr, Gebäude, Landwirtschaft sowie Abfallwirtschaft und Sonstiges. Die zulässigen Jahresemissionsmengen für diese Sektoren wurden für den Zeitraum zwischen 2020 und 2030 festgelegt.³ Diese jährlichen Sektorziele wurden im Mai 2024 durch eine Gesetzesnovellierung abgeschafft und durch sektorübergreifende Ziele für CO₂-Ausstoß ersetzt.⁴

Abschwächung des Gesetzes mit weniger Verantwortung und Planungssicherheit

Diese Gesetzesnovellierung wurde zwar als eine »Verstärkung« und eine »Reform«⁵ bezeichnet, führt jedoch zu einer Verwässerung der in dem Gesetz vorgesehenen Verantwortlichkeit für einzelne Sektoren und die dafür zuständigen Ministerien. Das ursprüngliche KSG sah eine bestimmte Vorgehensweise mit klarer sektoraler Emissionsverantwortung für die Bundesregierung vor. Nach der Veröffentlichung der sektoralen Treibhausgasemissionsdaten durch das Umweltbundesamt (UBA) und deren Übersendung an den Expertenrat für Klimafragen (ERK) mit Angaben über das Über- oder Unterschreiten der Jahresemissionsmengen für jeden Sektor⁶ musste der ERK diese Daten prüfen und dem Bundestag eine Bewertung vorlegen.⁷

Das zuständige Bundesministerium musste danach innerhalb von drei Monaten nach der Vorlage der Emissionsdatenbewertung durch den ERK ein Sofortprogramm für den betroffenen Sektor vorlegen, um die Einhaltung der Jahresemissionsmengen des Sektors im folgenden Jahr zu gewährleisten, falls die zulässige Jahresemissionsmenge für einen Sektor in einem Berichtsjahr überschritten wurde.⁸ In diesem Fall musste die Bundesregierung über »die zu ergreifenden Maßnahmen im betroffenen Sektor oder in anderen Sektoren oder über sektorübergreifende Maßnahmen« beraten und sie schnellstmöglich beschließen – und ggf. die Jahresemissionen der Sektoren ändern, soweit diese Änderung mit den Zielen des KSG und dem Recht der Europäischen Union (insbesondere der EU-Klimaschutzverordnung, sog. Effort-Sharing Regulation [ESR]) vereinbar war.⁹

Mit diesem bisherigen Gesetzesvorhaben wurden im KSG ein Steuerungsmechanismus und eine Ressortverantwortung gewährleistet, die dem novellierten KSG nun verloren gegangen sind.¹⁰ →

1 »Gesetzentwurf der Fraktionen der CDU/CSU und SPD: Entwurf eines Gesetzes zur Einführung eines Bundes-Klimaschutzgesetzes und zur Änderung weiterer Vorschriften«, BT-Drucks. 19/14337 (22.10.2019), S. 17, <https://dserver.bundestag.de/btd/19/143/1914337.pdf>

2 § 1 KSG

3 § 4 und Anlage 2 KSG

4 Die Bundesregierung, »Ein Plan fürs Klima«, <https://www.bundesregierung.de/breg-de/themen/tipps-fuer-verbraucher/klimaschutzgesetz-2197410>, und die novellierte Anlage 2, Bundesklimaschutzgesetz, siehe § 17 in »Gesetzentwurf der Bundesregierung: Entwurf eines Zweiten Gesetzes zur Änderung des Bundes-Klimaschutzgesetzes«, BT-Drucks. 20/8290 (11.9.2023), <https://dserver.bundestag.de/btd/20/082/2008290.pdf>

5 »Bundestag beschließt Reform des Klimaschutzgesetzes«, Tagesschau (26.4.2024), <https://www.tagesschau.de/inland/bundestag-klimaschutz-gesetz-102.html>

6 § 5 Abs. 1 und 2 KSG (vor der Novellierung)

7 § 12 Abs. 1 KSG (vor der Novellierung)

8 § 8 Abs. 1 KSG (vor der Novellierung)

9 Siehe § 8 Abs. 2 und § 4 Abs. 5 KSG (vor der Novellierung)

10 Siehe Parul Kumar, »Warum die Sektorziele beibehalten werden sollten: Eine Analyse des Klimaschutzgesetzes«, Junge Wissenschaft im Öffentlichen Recht (13.6.2023), <https://www.juwiss.de/35-2023/>

Darüber hinaus spielten die Sektorziele »eine wichtige Funktion als Governance-Instrument zur Erfüllung der nationalen sowie europäischen Klimaschutzziele«¹¹ und sorgten für Planungssicherheit für die Umsetzung von Maßnahmen und Investitionen in Klimaschutz.¹²

Laut dem Prüfbericht des ERK von 2024 wurde die zulässige Emissionsmenge im Gebäudesektor zum vierten Mal und im Verkehrssektor zum dritten Mal in Folge überschritten.¹³ Im selben Bericht bewertet der ERK die Sofortprogramme 2023 für diese zwei Sektoren wie folgt: »In Summe wird daher eine abgeschwächte Wirkung der Maßnahmen im Klimaschutzprogramm 2023 für den [Sektor] erwartet, so dass eine erhebliche Erfüllungslücke bis zum Jahr 2030 verbleibt.«¹⁴

Die sektorspezifischen Emissionsdaten zeigen also, dass der Beitrag von einzelnen Sektoren wie Gebäude und Verkehr zur Emissionsminderung deutlich geringer als erforderlich gewesen ist. In den politischen Diskussionen im Vorfeld des Novellierungsprozesses wurde eine Drohung eines Fahrverbots ins Spiel gebracht, falls die Abschaffung der Sektorziele nicht möglich sei.¹⁵ Die Befreiung von der sektorspezifischen Verantwortung für das Verkehrsministerium nach der Novellierung wird jedoch nichts daran ändern, dass – sollte der Verkehrssektor seine 2030-Ziele verfehlen – drastischere Maßnahmen ergriffen werden müssen, um das Netto-Null-Ziel bis 2045 zu erreichen. Ein Fahrverbot zu einem späteren Zeitpunkt kann daher nicht kategorisch ausgeschlossen werden.¹⁶ Außerdem wird der Emissionsreduktionspfad in den Sektoren, die keine angezeigten Emissionsminderungen erreichen, immer teurer.¹⁷

11 Expertenrat für Klimafragen, »Prüfbericht zur Berechnung der deutschen Treibhausgasemissionen für das Jahr 2021«, S. 72, https://expertenrat-klima.de/content/uploads/2022/04/2022-04-13_ERK_Pruefbericht-Emissionsdaten-2021.pdf

12 Ibid.

13 Expertenrat für Klimafragen, »Prüfbericht zur Berechnung der deutschen Treibhausgasemissionen für das Jahr 2023«, S. 121 f., https://expertenrat-klima.de/content/uploads/2024/05/ERK2024_Pruefbericht-Emissionsdaten-des-Jahres-2023.pdf

14 Ibid., S. 122 f.

15 »Warum Wissing Fahrverbote ins Spiel bringt«, Tagesschau (12.4.2024), <https://www.tagesschau.de/inland/wissing-fahrverbot-klimaschutz-gesetz-100.html>

16 Niklas Höhne, »Mit dem neuen Klimaschutzgesetz drohen jetzt wirklich Fahrverbote«, Focus Online (27.4.2024), https://www.focus.de/earth/experten/wissenschaftler-rechnet-mit-wissing-ab-mit-dem-neuen-klimaschutzgesetz-drohen-jetzt-wirklich-fahrverbote_id_259890868.html

17 Stefan Hajek, »Das nimmt den Druck in Sektoren raus, die heute schon hinterherhinken«, Wirtschaftswoche (17.4.2024), <https://www.wiwo.de/technologie/umwelt/klimaschutzgesetz-das-nimmt-den-druck-in-sektoren-raus-die-heute-schon-hinterherhinken/29758736.html>



Parul Kumar (LL.M.) ist die stellvertretende Exekutivdirektorin von EPICO KlimaInnovation. Sie ist eine erfahrene Juristin, die in Think Tanks (Forschungsinstitut für Nachhaltigkeit [RIFS] und World Resources Institute) und als Rechtsanwältin in Indien gearbeitet hat. Neben ihrer Arbeit bei EPICO promoviert sie an der Fakultät für Recht und Kriminologie der KU Leuven in Belgien mit dem Schwerpunkt auf verfassungsrechtliche Aspekte von Klimaklagen.



Dr. Bernd Weber ist Gründer und Geschäftsführer von EPICO KlimaInnovation. Zuvor leitete er den Bereich Industrie, Energie und Umwelt des Wirtschaftsrates (2015–2020) und gründete das European Energy Lab 2030. Er promovierte zu europäischer Energiepolitik am Sciences Po Paris und an der University of Oxford und war Visiting Professor am College of Europe und Sciences Po.



Verfassungs- und Rechtskonformität: Drohen gravierende Konsequenzen?

Das Bundesverfassungsgericht (BVerfG) stellte im Klimabeschluss vom 24.3.2021 fest, dass unzureichende Maßnahmen zur Reduzierung von Emissionen nach 2030 eine eingriffsähnliche Wirkung auf die Grundrechte haben.¹⁸ In dem Beschluss hat sich das BVerfG zwar nicht spezifisch mit den jährlichen Sektorzielen befasst, allerdings darauf verwiesen, dass »weitere Jahresemissionsmengen und Reduktionsmaßgaben so differenziert festgelegt werden [müssen], dass eine hinreichend konkrete Orientierung entsteht«.¹⁹ Eine gesetzliche Abkehr von den Sektorzielen kann daher Fragen der Verfassungsrechtskonformität aufwerfen²⁰ und künftig zu neuen Klimaklagen vor dem Gericht führen.²¹

Der Europäische Gerichtshof für Menschenrechte (EGMR) stellte zudem in Übereinstimmung mit Artikel 8 der Europäischen Menschenrechtskonvention (das Recht auf Achtung des Privat- und Familienlebens) die positive Verpflichtung der Staaten fest, »Vorschriften und Maßnahmen zu erlassen und in der Praxis wirksam anzuwenden, die geeignet sind, die bestehenden und potenziell unumkehrbaren künftigen Auswirkungen des Klimawandels abzumildern«.²² Das Gericht entschied, dass die Staaten bei der Erfüllung dieser Verpflichtung über einen gewissen Ermessensspielraum verfügen. Einer der maßgeblichen Faktoren für die Bewertung des Handelns eines Staats in dieser Hinsicht war die Festlegung von Zwischenzielen und -pfaden für die Reduzierung der Treibhausgasemissionen (nach Sektoren oder anderen relevanten Methoden); Zwischenziele und -pfade, die grundsätzlich als geeignet angesehen wurden, die nationalen Ziele für die Reduzierung der Treibhausgasemissionen innerhalb der in der nationalen Politik festgelegten Zeiträume zu erreichen.²³ Künftige Gerichtsverfahren im Zusammenhang mit der Abschaffung der sektoralen Ziele in Deutschland könnten sich dementsprechend mit der Frage befassen, ob der rechtliche Rahmen im novellierten Klimaschutzgesetz geeignet ist, die Ziele des Klimaschutzes und der Sicherung der Menschenrechte zu erreichen. ←

18 BVerfG, Beschluss des Ersten Senats vom 24.3.2021 – 1 BvR 2656/18 (Rn. 182, 183, 190), https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Entscheidungen/DE/2021/03/rs20210324_1bvr265618.html

19 Ibid., Rn. 254

20 Jan-Louis Wiedmann, »Vorwärts in die klimapolitische Vergangenheit: Zur Weiterentwicklung des Klimaschutzgesetzes durch die Ampel-Koalition«, Verfassungsblog (30.3.2024), <https://verfassungsblog.de/vorwaerts-in-die-klimapolitische-vergangenheit/>, DOI: 10.17176/20230330-195213-0; »Ohne Ziele kein Klimaschutz. Sektorziele im Bundes-Klimaschutzgesetz und ihre Einhaltung in der Behördenpraxis«, Client Earth, Juristische Kurzstudie (März 2023), S. 15, <https://www.client-earth.de/media/mptbi2dy/2023-03-13-kurzstudie-sektorziele-im-klimaschutzgesetz-clientearth-green-legal-impact.pdf>

21 »Verfassungsbeschwerde gegen Klimaschutzgesetz geplant«, Süddeutsche Zeitung (26.6.2024), <https://www.sueddeutsche.de/politik/bundesverfassungsgericht-klimaschutz-bundesregierung-fridays-for-future-beschwerde-lux.ASdRXVpV31oEsALcK3bmyU>

22 Verein KlimaSeniorinnen Schweiz und Others v. Switzerland, Urteil des Europäischen Gerichtshofs für Menschenrechte (9.4.2024), Rn. 545

23 Ibid., Rn. 550

Autoren: **Charlotte-Louisa Donau** und **Prof. Dr. Maximilian A. Müller**

Klimaberichterstattung im Vergleich:



Hintergrund

Im März 2024 wurde die seit über zwei Jahren in den USA diskutierte Regulierung zur Verbesserung und Standardisierung der Klimaberichterstattung für Investoren durch die Security and Exchange Commission (SEC) finalisiert (SEC Climate Disclosures). Bereits 2010 veröffentlichte die SEC eine Leitlinie, wie mögliche Auswirkungen des Klimawandels z. B. im Lage- und Risikobericht thematisiert werden sollten. Seitdem ist die Investorennachfrage zu klimabezogenen Angaben stark gewachsen und die bisherige Berichterstattung wird (auch von Investoren) als nicht ausreichend empfunden, wie z. B. die Gründung der Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) verdeutlicht. Die SEC reagierte darauf mit einem ambitionierten Entwurf, der nun nach kontroverser Diskussion stark abgeschwächt veröffentlicht wurde. Im Folgenden stellen wir wesentliche Punkte der SEC Climate Disclosures vor und vergleichen diese mit der Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) der EU bzw. den daraus folgenden European Sustainability Reporting Standards (ESRS – insbesondere ESRS E1 Klimawandel). Es zeigt sich, dass die SEC Climate Disclosures deutlich stärker die Investorenperspektive einnehmen und vor allem dann Angaben z. B. zu Emissionen verlangen, wenn diese in finanzieller Hinsicht wesentlich und vom Unternehmen verursacht sind. Die Folge wären deutlich niedrigere Reportingkosten für US-Unternehmen.

Gegenüberstellung SEC Climate Disclosures und CSRD

Allgemeine Übersicht

Die SEC Climate Disclosures ergänzen bestehende Berichtsvorschriften um explizite Vorgaben zur Offenlegung klimabezogener Informationen. Der Schwerpunkt liegt dabei auf klimabezogenen Risiken, die sich zukünftig finanziell auf das Unternehmen auswirken, sowie auf korrespondierenden Kennzahlen, die der Einschätzung genau solcher Risiken und deren entsprechenden Wirkung auf Bilanz und GuV dienen. Wie unter der CSRD orientieren sich die Angaben am Greenhouse Gas (GHG) Protocol und den TCFD-Empfehlungen.

Anwendungsbereich

Betroffen von den SEC Climate Disclosures sind Unternehmen, die bei der SEC aufgrund ihrer US-Börsennotierung registriert sind. Somit sind sowohl US-Unternehmen als auch in den USA gelistete, ausländische Unternehmen betroffen. Da beide Gruppen auch von der CSRD erfasst sein können, kann es zu doppelten Berichtspflichten kommen. Kleinere Unternehmen müssen jedoch erst später und weniger (quantitative) Angaben offenlegen.

Wesentlichkeitskonzeption

Die SEC-Regeln verfolgen, wie das International Sustainability Standards Board (ISSB), einen finanziellen Wesentlichkeitsansatz. Angabepflichten entstehen, wenn sich aus dem Klimawandel und damit verbundener Regulierung wesentliche finanzielle Auswirkungen für das Unternehmen ergeben, denn die Primär-

Charlotte-Louisa Donau ist wissenschaftliche Mitarbeiterin am Treuhandseminar an der Universität zu Köln. Sie hat dort den Sustainability Reporting Navigator, eine Open Science Plattform zur Nachhaltigkeitsberichterstattung mitaufgebaut und widmet sich in ihrer bereits mehrfach veröffentlichten Forschung verschiedenen Aspekten der internationalen ESG-Regulierung am Kapitalmarkt.



Maximilian A. Müller leitet als Professor an der Universität zu Köln das Treuhandseminar nach akademischen Stationen an der WHU, Chicago Booth und ESMT. Seine Forschung widmet sich Fragen der Rechnungslegung und Transparenz von Unternehmen. Er ist Mitgründer des Sustainability Reporting Navigators, engagiert sich in der Executive Education und fungiert als Advisor bei den Start-ups Ultramarin und Sunhat, die AI für Asset und ESG Management nutzen.

adressaten sind Investoren. Der Stakeholderkreis der CSRD ist weiter gefasst und umfasst z. B. auch sog. betroffene Stakeholder. Die CSRD fordert daher auch Angaben bei Externalitäten, wenn das Unternehmen also eine wesentliche Auswirkung auf den Klimawandel hat, diese sich aber nicht finanziell niederschlägt (sog. doppelte Wesentlichkeit).

Wichtige Unterschiede in den Berichtspflichten

Sowohl die Climate Disclosures der SEC als auch die CSRD orientieren sich an den TCFD-Empfehlungen, die klimabezogene Risiken sowie Chancen umfassen. Hinsichtlich Strategie, Governance und Risikomanagement sind die Vorgaben der Regulierungen in weiten Teilen sehr ähnlich, unterscheiden sich jedoch im Detail. Beispielsweise muss nach den SEC Climate Disclosures, anders als nach der CSRD, keine Szenarioanalyse durchgeführt werden.

Emissionen und Reduktionsziele

Zentrale Unterschiede bestehen bei der Offenlegung von Emissionsgrößen. Hier verlangt die CSRD deutlich mehr Informationen von kleineren (auch nicht gelisteten) Unternehmen: Große Kapitalgesellschaften (z. B. ab 50 Mio. EUR Umsatz und 250 Mitarbeitern) müssen detailliert zu direkten (sog. Scope 1) und indirekten Emissionen in der Wertschöpfungskette (sog. Scope 2 und 3) berichten. Während direkte Emissionen beim Unternehmen selbst entstehen, entstehen indirekte Emissionen bei Lieferanten und Kunden. Sie sind nur bedingt mess- und beeinflussbar und kostspieliger in der Ermittlung – und werden daher kontrovers diskutiert. Deshalb fordern die SEC Climate Disclosures in ihrer finalen Version nur die Angabe von **Scope 1-** und **Scope 2-**Emissionen. Letztere entstehen beim Energielieferanten und sind besser mess- und beeinflussbar. Diese Angabepflicht trifft allerdings nur (gelistete)

größere Unternehmen (ab 100 Mio. USD Umsatz und 250 Mio. USD Streubesitz), für die Emissionen wesentlich sind. Dies wird seltener als nach CSRD der Fall sein, einerseits weil der Wesentlichkeitsansatz der SEC-Regeln enger ist, andererseits weil die CSRD sehr hohe Anforderungen an die Begründung bei Nichtoffenlegung zum Thema Klimawandel stellt.

Setzen Unternehmen sich **Ziele, Emissionen zu reduzieren**, so sind diese anzugeben, aber auch hier sind die EU-Vorgaben weitreichender. Während Ziele nach der CSRD brutto angegeben werden müssen (d. h. ohne Offsets), dürfen diese unter den SEC Climate Disclosures in Abzug gebracht werden. Darüber hinaus werden keine Vorgaben hinsichtlich der Zeithorizonte der Reduktionsziele gemacht und auch eine Vereinbarkeit mit dem 1,5-Grad-Ziel ist nicht vorgeschrieben, da die SEC reine Offenlegungspflichten zum Anlegerschutz macht, die nicht wie bei der CSRD mit politischen Zielen wie dem Klimaschutz verknüpft werden.

Financial Statement Disclosures

Darüber hinaus sehen die SEC Climate Disclosures erläuternde Angaben vor, wie sich eingetretene physische Risiken auf **Bilanz und GuV**-Positionen ausgewirkt haben (z. B. Wertminderungen durch ein Extremwetterereignis). Die CSRD fordert demgegenüber umfangreichere Angaben zu antizipierten finanziellen Auswirkungen, auch aus Übergangsrisiken.

Audit

Da die Angaben in bisherige SEC-Filings eingebettet werden, unterliegen diese auch deren **Prüfungsanforderungen**. Wie nach CSRD gilt für Emissionsinformationen zunächst nur die begrenzte Prüfsicherheit, die nach einer Anlaufphase aber auf das Niveau der Financials (hinreichender Sicherheit) erhöht werden soll. →

Ausblick

Kurz nach Veröffentlichung folgten mehrere Klagen gegen die SEC-Regeln. Die SEC lässt das Inkrafttreten daher bis zum Abschluss der Verfahren ruhen, US-Unternehmen blicken aber auch gespannt nach Kalifornien. Für dort geschäftstätige Unternehmen mit mehr als 1 Mrd. USD Umsatz ist eine weitreichende Berichtspflicht für Emissionen vorgesehen, die ebenfalls vor Gericht verhandelt wird. Diese Regulierungsvorstöße zeigen, dass die verpflichtende Klimaberichterstattung kein reines EU-Phänomen ist. Unternehmen sollten sich für diese Pflichten rüsten, auch um der wachsenden Nachfrage von Investoren gerecht zu werden. Daher berichten viele US- und EU-Unternehmen auch heute schon freiwillig zu Klimathemen.

Tabelle: **SEC Climate Disclosures und klimabezogene Vorgaben der CSRD (ESRS) im Überblick**

	CSRD (ESRS)	SEC
Erstes Jahr der Berichterstattung	stufenweise ab 2024	stufenweise ab 2025 für Klimarisiken, 2026 für Emissionen
Themen	Umwelt (inklusive Klima), Soziales und Governance	Klima
Betroffene Unternehmen	in der EU gelistete Unternehmen, europäische große Kapitalgesellschaften sowie Unternehmen aus Drittländern mit EU-Nettoumsatz > 150 Mio. EUR und mindestens einem Tochterunternehmen oder einer Zweigniederlassung in der EU (bei Überschreitung bestimmter Schwellenwerte)	an US-amerikanischen Börsen gelistete Unternehmen (in- und ausländische)
Wesentlichkeitskonzeption	doppelte Wesentlichkeit	finanzielle Wesentlichkeit
Ort der Veröffentlichung	integriert im Lagebericht, in separatem Abschnitt	in den festgelegten Abschnitten der jeweiligen SEC-Filings
TCFD-Bezug	✓ geänderte Struktur; ähnliche Tiefe	✓ geänderte Struktur; nicht vollumfassend abgebildet
Szenarioanalyse	notwendig zur Resilienzanalyse des Geschäftsmodells	nicht notwendig
THG-Emissionen	Scope 1, Scope 2 und Scope 3 sowie detaillierte zugehörige Angaben	Scope 1 und Scope 2*, wenn wesentlich *nur (gelistete) größere Unternehmen (ab 100 Mio. USD Umsatz und 250 Mio. USD Streubesitz)
Klimaziele	✓ Bruttoziele, detaillierte Vorgaben	✓ Nettoziele möglich
Finanzielle Auswirkungen	✓ Angaben zu erwarteten finanziellen Auswirkungen auf das Unternehmen durch Klimarisiken und Chancen	✓ Angaben zu tatsächlichen Auswirkungen auf Bilanz und GuV durch Umweltauswirkungen (tatsächliche Aufwendungen) unter Bilanz und GuV
Interner CO ₂ -Preis	✓ wenn er intern genutzt wird	✓ wenn er intern genutzt wird
CO ₂ -Gutschriften	✓ detaillierte Berichtspflichten	✓
Klimabezogene Anreizsysteme	✓	—



Umgang mit generativer KI in der deutschen Wirtschaft

Autor: **Benedikt Höck**

In vielen Unternehmen ist die Nutzung generativer KI mittlerweile fester Bestandteil der Unternehmensstrategie und verbunden mit großen Erwartungen an die Zukunft. Dies ist das Ergebnis unserer Studie »Generative KI in der deutschen Wirtschaft«. Das Jahr 2023 war geprägt vom Hype rund um generative KI und einer intensiven Exploration. Im Jahr 2024 wird es ernst – das Jahr der Implementierung hat begonnen. Unternehmen gehen nun strukturierter und ganzheitlicher an das Thema generative KI heran – von der Entwicklung einer Strategie über die Identifikation und Umsetzung von Use Cases bis hin zur Befähigung der Mitarbeitenden.

Benedikt Höck ist Partner und Head of AI der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft. Er verantwortet die Beratung zu Customer Centricity, der datengetriebenen Optimierung der Wertschöpfungskette sowie den neuesten Technologien wie generative KI und Metaverse.

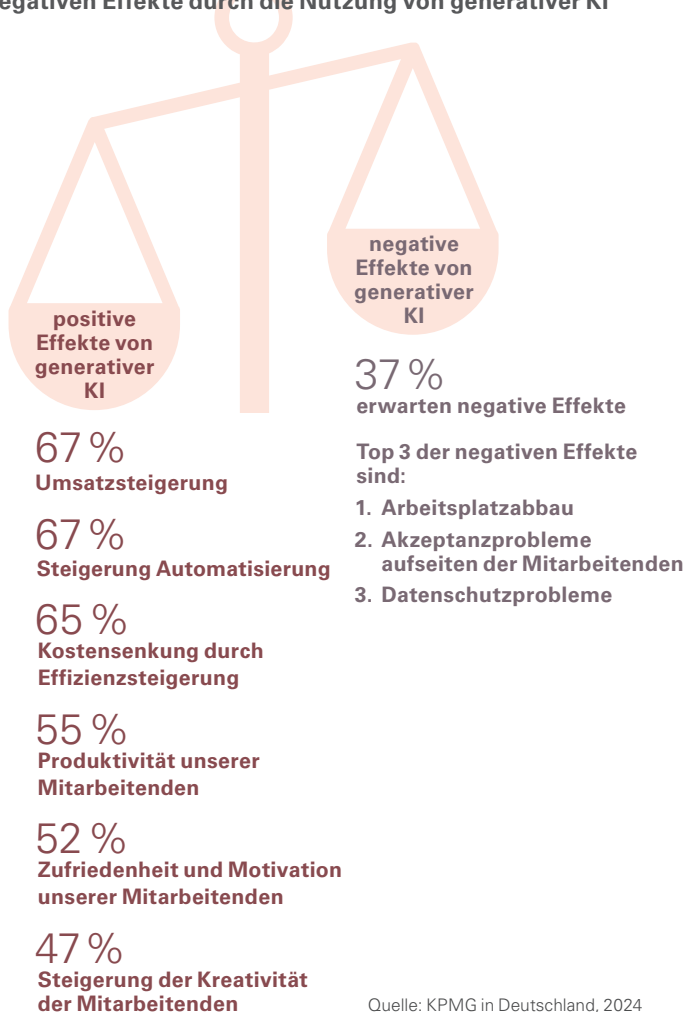


Strategie und Erwartungen

Schon heute setzen sich viele Unternehmen intensiv mit generativer KI auseinander. 31 Prozent haben bereits eine Strategie für die Nutzung von KI aufgesetzt, während 49 Prozent planen, eine Strategie zu entwickeln oder gerade daran arbeiten. Das zeigt, dass es im Jahr 2024 beim Thema generativer KI konkret wird. Die positiven Erwartungen an generative KI umfassen Umsatzsteigerungen, Kostensenkungen und erhöhte Automatisierung. Gleichzeitig werden jedoch auch negative Effekte wie Arbeitsplatzabbau, Akzeptanzprobleme bei Mitarbeitenden und Datenschutzprobleme erwartet. Diese Herausforderungen verlangen nach einer ganzheitlichen Herangehensweise, die nicht nur die technischen Aspekte adressiert. —————>



Abbildung 1: Übersicht über die erwarteten positiven und negativen Effekte durch die Nutzung von generativer KI

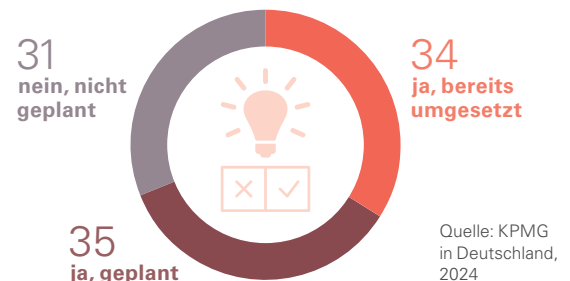


Umsetzungsplanung

Die Umsetzung konkreter Anwendungsfälle generativer KI wird aktiv vorangetrieben. Gut 35 Prozent der Unternehmen planen, innerhalb der nächsten zwölf Monate Use Cases im Rahmen von Proof of Concepts (PoCs) zu testen, während 34 Prozent dies bereits getan haben. Häufig erfolgt dies in Form eines »Unternehmens-GPT« – einer firmeneigenen Version von ChatGPT. Zudem planen mehr als 50 Prozent der Unternehmen, ihre Investitionen in generative KI zu erhöhen, wobei mehr als die Hälfte dieser Unternehmen eine Erhöhung um 40 Prozent oder mehr plant. Dies unterstreicht das wachsende Vertrauen in das Potenzial von generativer KI als strategische Investition. Ein wichtiger Aspekt bei der Umsetzung ist die Einrichtung von Centers of Excellence (16 Prozent der Unternehmen) und die Entwicklung von Frameworks zur Identifikation und Priorisierung von Use Cases (20 Prozent der Unternehmen).

Abbildung 2: Übersicht über den Stand der Planung hinsichtlich der Verprobung von Use Cases zu generativer KI im Rahmen von Proof of Concepts innerhalb der nächsten zwölf Monate

Angaben in Prozent



Aktuelle Anwendungsfälle von generativer KI

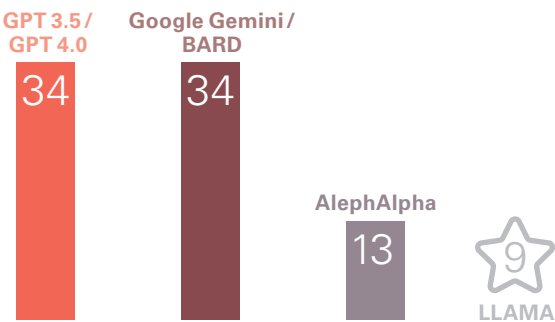
Generative KI wird in allen Unternehmensbereichen gleichermaßen aktiv eingesetzt, wobei die meisten Anwendungen noch in den frühen Phasen der Umsetzung sind und sich nur ein kleiner Teil in der produktiven Umsetzung befindet. 54 Prozent der befragten Unternehmen treiben Lösungen voran, die die Mitarbeitenden unabhängig von spezifischen Use Cases unterstützen, wie bspw. durch den Einsatz von MS Copilot (ein KI-gestütztes Microsoft-Tool, das z. B. Entwürfe in Word, Excel, PowerPoint, Outlook, Teams erstellt). Dies zeigt, dass neben der Unterstützung in Prozessen auch die Produktivität am Arbeitsplatz ein wichtiges Ziel darstellt.

Skalierung und Plattform

Eine integrierte und zentralisierte Infrastruktur für generative KI wird von den Unternehmen als zunehmend wichtig erachtet. Diese ermöglicht eine effiziente Verwaltung und Bereitstellung von KI-Services im gesamten Unternehmen. Bereits 19 Prozent der Unternehmen verfügen über eine zentrale Plattform für generative KI-Services, während weitere 33 Prozent planen, eine solche Plattform einzuführen. Die am häufigsten genutzten generativen KI-Modelle in den befragten Unternehmen sind GPT 3.5/4.0 und Google Gemini/BARD.

Abbildung 3: Übersicht der generativen KI-Modelle im Einsatz (Top 3)

Angaben in Prozent



Quelle: KPMG in Deutschland, 2024

Training und Enablement

Um die Vorteile von generativer KI optimal nutzen zu können, ist es entscheidend, die Mitarbeitenden entsprechend zu schulen. 55 Prozent der Befragten gehen stark oder sehr stark davon aus, dass die Mitarbeitenden ihre Arbeitsweise für die effektive Nutzung von generativer KI anpassen müssen, um das volle Potenzial ausschöpfen zu können. Diese Anpassung erfordert erhebliche Investitionen in Veränderungsmanagement und Qualifizierung. Allerdings sehen nur 38 Prozent der Befragten ihr Unternehmen gut oder sehr gut darauf vorbereitet, die Mitarbeitenden im Umgang mit generativer KI zu schulen, was eine bedeutende Diskrepanz zwischen erkannter Notwendigkeit und tatsächlicher Vorbereitung aufzeigt.

Governance und EU AI Act

Der EU AI Act stellt das weltweit erste KI-Gesetz dar und tritt in den nächsten zwei Jahren schrittweise in Kraft. Es soll den Einsatz künstlicher Intelligenz regulieren. 63 Prozent der befragten Unternehmen fühlen sich nicht gut auf die Auswirkungen des EU AI Act vorbereitet. Darüber hinaus haben bislang nur 8 Prozent der Unternehmen ein vollständiges Governance-Modell inklusive Komitee zur Steuerung von generativer KI etabliert. Hier besteht Potenzial zur Verbesserung der organisatorischen Verankerung, insbesondere, aber nicht ausschließlich, im Hinblick auf den Umgang mit dem EU AI Act.

Schlussfolgerung

Die Studie zeigt, dass die Implementierung generativer KI in der deutschen Wirtschaft höchste Priorität hat, aber auch noch viele Herausforderungen bestehen. Unternehmen müssen sowohl technische als auch organisatorische Maßnahmen ergreifen, um das volle Potenzial von generativer KI auszuschöpfen und gleichzeitig die damit verbundenen Risiken zu managen. Investitionen in zentrale Plattformen und Mitarbeiterschulungen sind dabei ebenso wichtig wie die Anpassung der Governance-Strukturen an neue gesetzliche Anforderungen.



VERTIEFUNGSHINWEIS

Für die Studie »Generative KI in der deutschen Wirtschaft« wurden im März 2024 284 Entscheider der deutschen Wirtschaft befragt. Details zur Studie und Download unter *Feste Größe: Generative KI – KPMG Deutschland*



Das neue Zeitalter der Cyberresilienz: die Umsetzung von DORA

Autorinnen: **Vaike Metzger** und **Juliane Kagermeier**



Harmonisierung der Sicherheit im gesamten EU-Finanzsektor

Am 16.1.2023 trat der Digital Operational Resilience Act (DORA) in Kraft mit dem Ziel, die Widerstandsfähigkeit des gesamten Finanzsektors im europäischen Raum zu stärken. Die Europäische Union hat mit der Verordnung einen einheitlichen europäischen Rahmen für digitale operationelle Resilienz, Risiken der Informations- und Kommunikationstechnologien (**IKT-Risiken**) und Cybersicherheit etabliert. Die Umsetzungsfrist endet am 17.1.2025. Ab diesem Datum sind alle Finanzunternehmen verpflichtet, die Anforderungen von DORA zu erfüllen. Deren Umsetzung wird zweifellos Anpassungen und zusätzlichen Aufwand erfordern, bietet jedoch gleichzeitig eine bedeutende Chance für Finanzunternehmen, wie z. B. eine ausreichende Absicherung gegen Cyberrisiken zu gewährleisten oder die direkte Überwachung von EU-weit kritischen IKT-Drittanbietern durch die Aufseher. Der Fokus auf die Einbindung des Leitungsorgans ist deutlich konkretisiert, wie im nachfolgenden Abschnitt ausgeführt. Die Einhaltung von DORA und der damit einhergehenden Maßnahmen zur Stärkung der digitalen Betriebsresilienz ist implizit auch im Fokus des Aufsichtsrats über dessen allgemeine Pflichten zur Überwachung der Ausführung der Geschäftstätigkeit durch den Vorstand. Zu betrachten sind u. a. Maßnahmen zur Einhaltung finanzaufsichtsrechtlicher Regelungen sowie zur DORA-konformen Ausrichtung der Organisation sowie der zugehörigen Strategien.

Ausweitung der Verantwortung und Konkretisierung der Aufgaben für die Geschäftsleitung

DORA betont die Bedeutung einer verantwortungsbewussten Geschäftsleitung, die über vorausschauende Maßnahmen hinausgeht und eine dauerhafte Reaktion auf Sicherheitsvorfälle fordert. Zu den übergreifenden Aufgaben gehört, dass diese die Umsetzung des IKT-Risikomanagementrahmens definiert, genehmigt, überwacht und verantwortet. Von den Mitgliedern der Geschäftsleitung werden angemessene Kenntnisse und Fähigkeiten zur Bewertung der IKT-Risiken verlangt, die kontinuierlich aktualisiert werden müssen.

Durch präzise Vorgaben und Pflichten überträgt DORA der Geschäftsleitung wesentlich mehr Verantwortlichkeiten und Aufgaben und verstärkt somit deren Einbindung im Rahmen der Governance und Organisation. Neben der Einführung von Leitlinien und der Festlegung klarer Governance-Strukturen sind nachfolgend weitere spezifische Elemente aufgeführt, deren Ziel ist, die digitale Betriebssicherheit und Resilienz eines Unternehmens zu stärken: →



1) Festlegung und Genehmigung einer digitalen operationellen Resilienz-Strategie (DOR-Strategie)

Eine robuste DOR-Strategie bildet das Rückgrat eines jeden modernen Finanzunternehmens und ist in Zeiten der Digitalisierung von zentraler Bedeutung. So richtet sie sich auf folgende zentrale Säulen aus:

- die Methoden für ein effektives IKT-Risikomanagement
- die Darstellung der für die Erreichung der Geschäftsziele erforderlichen IKT-Referenzarchitektur
- das effektive Management und die Meldung von Störungen
- die Ergänzung einer Multi-Provider-Strategie, wenn relevant
- die Verfahren zur Durchführung von Tests für die digitale operationale Resilienz

Die Ausarbeitung und Umsetzung einer solchen Strategie muss mit klaren messbaren Zielvorgaben und Toleranzschwellen für das IKT-Risiko, verantwortlicher Überwachung und der adäquaten Reaktion auf sich wandelnde technologische Risiken einhergehen. Die DOR-Strategie kann als Teil der Geschäftsstrategie oder als separates Dokument erstellt werden. Zur Stärkung der digitalen Betriebssicherheit werden regelmäßige Aktualisierungszyklen festgelegt.

2) Management der IKT-Geschäftskontinuität

DORA legt den Schwerpunkt auf die Governance und Organisation des IKT-Risikomanagements, also das effektive und sorgfältige Management der IKT-Risiken, um die digitale Resilienz einzelner Finanzunternehmen durch einen internen Governance- und Kontrollrahmen zu stärken. Das Management der IKT-Geschäftskontinuität gehört zu den zentralen Aufgaben der Geschäftsleitung, die für die Festlegung, Genehmigung und Überwachung der damit einhergehenden Vorkehrungen zuständig ist. Dies umfasst nicht nur eine Leitlinie, sondern auch den Reaktions- und Wiederherstellungsplan.

3) Implementierung von regelmäßigen Überwachungs- und Berichtsprozessen

Bestehende Prozesse und Strukturen müssen regelmäßig überprüft und angepasst werden, um dem Prinzip der kontinuierlichen Verbesserung folgend aus den Resultaten von Reviews und Tests zu lernen. Das schließt auch die Bewertung und das Management von Risiken ein, die durch die Nutzung von IKT-Drittdienstleistern entstehen. Gemäß dem »3 Lines of Defense«-Modell betont DORA die Einbindung der internen Revision. Die Geschäftsleitung hat die internen IKT-Revisionspläne und deren Ausführung zu genehmigen und überprüfen. Zentraler Baustein der regelmäßigen (mindestens jährlichen) Überprüfung, Genehmigung und Überwachung ist auch die IKT-Geschäftsfortführungsleitlinie inklusive der IKT-Reaktions- und Wiederherstellungspläne.

Neben den übergreifenden Berichtsprozessen für das Management der IKT-Risiken sind insbesondere Meldekanäle einzurichten, um über die IKT-Drittdienstleistervereinbarungen und über schwerwiegende IKT-Vorfälle zu berichten sowie deren Auswirkungen und Maßnahmen insbesondere auf die kritischen oder wichtigen Funktionen.

4) Sicherstellung ausreichender IKT-Kompetenzen

Diese Anforderung umfasst sowohl die Bereitstellung ausreichender Budgets und Ressourcen als auch Schulungen. Die Schulungspflicht gemäß DORA umfasst Programme zur Sensibilisierung für IKT-Sicherheit und Hinweise zur Implementierung digitaler operationaler Resilienz. Die ausreichende IKT-Kompetenz aller Mitarbeiter muss sichergestellt sein. Zudem sind die Mitglieder der Geschäftsleitung selbst verpflichtet, ihre Kenntnisse und Fähigkeiten in Bezug auf IKT-Risiken durch spezielle Schulungen auf dem neuesten Stand zu halten. Die Schulungen sollen auf den jeweiligen Aufgabenbereich abgestimmt sein und ggf. auch eingesetzte IKT-Drittdienstleister berücksichtigen.

Vaike Metzger leitet bei KPMG EMA-weit die DORA-Aktivitäten und ist eine renommierte Expertin im Bereich IT-Aufsichtsrecht, die auf eine langjährige Karriere in der Beratung und IT-Prüfung zurückblicken kann. Aus der Begleitung führender Unternehmen im Finanzsektor bringt sie fundiertes Wissen und innovative Ansätze in Projekte ein. Sie ist bekannt für praxisnahe Lösungen und ihr Engagement für die erfolgreiche Umsetzung von Transformationsprozessen.



Juliane Kagermeier ist eine erfahrene Expertin im Bereich IT-Compliance und Versicherungswesen mit über 13 Jahren Berufserfahrung. Sie ist bekannt für ihre umfassende Expertise in IT-Risikomanagement- und -Governance-Themen sowie für ihre Fähigkeit, innovative Lösungen für komplexe Herausforderungen zu entwickeln.



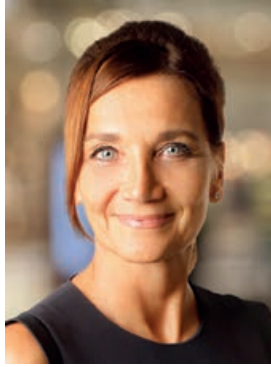
5) Einhaltung der regulatorischen Anforderungen E2E im Blick

DORA hat erhebliche Auswirkungen auf die Compliance, insbesondere hinsichtlich der Pflichten und Haftung der Geschäftsleitung im Finanzsektor. Diese muss nicht nur die Einhaltung der Vorschriften gewährleisten, sondern auch eine transparente Kommunikation mit den Aufsichtsbehörden sicherstellen. Die Meldepflicht für Sicherheitsvorfälle oder Informationen zu IKT-Drittdienstleistern ist ein wesentlicher Bestandteil dieser Transparenz. Bei Nichteinhaltung der Vorschriften drohen Sanktionen. Die Geschäftsleitung trägt die letztendliche Verantwortung für Verstöße, was zu finanziellen Strafen oder anderen regulatorischen Maßnahmen führen kann.

Diese Verpflichtungen zielen darauf ab, dass die Risikobewertung, Leitlinien und Kontrollmechanismen, die auch IKT-Drittdienstleister umfassen, strategische Planung und das Bewusstsein für digitale Bedrohungen in der Geschäftsleitung fest verankert sind. Dadurch leistet DORA einen Beitrag zur Förderung einer Kultur der Sensibilität für wesentliche IKT-Bedrohungen, der Erfassung wichtiger Zusammenhänge, z. B. von kritischen Prozessen, IKT-Assets und IKT-Drittanbietern sowie der Bereitschaft zum Umgang mit den komplexen Herausforderungen der Cybersicherheit.

Ausblick

Für Finanzdienstleister beginnt eine neue Ära der operativen Widerstandsfähigkeit. Mit der vollständigen Implementierung von DORA in naher Zukunft wird die Branche Zeuge eines Paradigmenwechsels: Cyber- und operationelle Resilienz werden zum Standard. Dabei wird DORA nicht nur bestehende Sicherheitspraktiken verfeinern, sondern auch die Art und Weise, wie Unternehmen Risiken begegnen und Innovationen vorantreiben. Letztlich setzt das regulatorische Rahmenwerk die Bühne für ein stärker vernetztes, sicherheitsbewusstes Finanzökosystem, das bereit ist, den Herausforderungen von morgen mit Zuversicht und Systematik zu begegnen. ←



Dr. Ladislava Klein ist seit dem 1.10.2023 CMO, Mitglied des Vorstands der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, zeitgleich wurde sie Bereichsvorständin für das Segment Familienunternehmen. Ihre bisherige Rolle als Regionalvorständin West (Köln) übt sie weiter aus. Dr. Ladislava Klein hat ihre Karriere bei KPMG 1997 im Bereich Tax begonnen und wurde 2004 zur Partnerin ernannt.

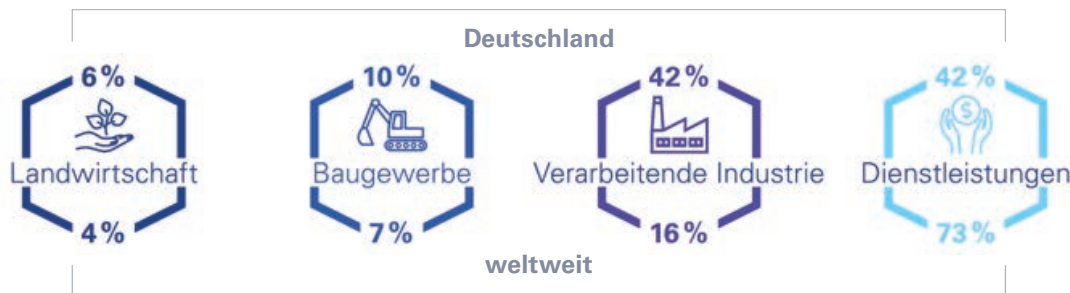
Erfolgsfaktor Familienerbe – Wachstumstreiber für Familienunternehmen

Autorin: **Dr. Ladislava Klein**

Vom Grundbesitz bis zu überlieferten Traditionen und Werten: Das Erbe in Familienunternehmen ist vielschichtig. Klar ist jedoch, dass die materiellen und immateriellen Vermögenswerte erheblichen Einfluss auf den generationsübergreifenden Fortbestand haben. Im Global Family Business Report 2024 von KPMG – für den internationalen Vergleich mit Benchmarking-Daten aus Deutschland angereichert – wurden die Auswirkungen einzelner Komponenten auf nachhaltiges Wachstum und somit kontinuierliche Wettbewerbsfähigkeit analysiert. Es zeigen sich bemerkenswerte Details – und kausale Zusammenhänge zwischen langfristigem Denken und langfristigem Erfolg.

Kernerkenntnisse im Überblick:

- Mehr als drei von vier Befragten in Deutschland und weltweit sagen, dass sie das Familienerbe – ob Finanzvermögen, Immobilien oder soziale Verpflichtungen – in ihr Familienunternehmen integrieren. Mehr als drei von vier Befragten geben auch an, dass sie generationsübergreifendes Unternehmertum in ihrem Familienunternehmen verankern. Das heißt, dass unternehmerische Orientierung durch das ununterbrochene unternehmerische Handeln verschiedener Familienmitglieder über mehrere Generationen hinweg aufrechterhalten bleibt.
- Das Familienerbe ist nicht nur ein entscheidender Einflussfaktor für die Geschäftsentwicklung insgesamt, sondern prägt auch Nachhaltigkeitsaspekte: je ausgeprägter das Erbe, desto besser die Leistungen in den vier Kategorien Gemeinschaft, Umwelt, Personal und Lieferanten. Die Kategorie Umwelt hat für Befragte in Deutschland das größte Gewicht. Das soziale Erbe hat auf Umwelt- und Klimaschutz besonders große Auswirkungen. Es geht um eine überlieferte gesellschaftliche Haltung, Werte und Überzeugungen.
- Das Einbringen eines materiellen Erbes hat tendenziell den höchsten Wirksamkeitsgrad für die finanzielle Performance von Familienunternehmen. Unternehmen, in denen ein besonders starkes Verpflichtungsgefühl für das Wohlergehen von Stakeholdern wie Mitarbeitenden und Lieferanten existiert, weisen unterdessen in der Regel eine bessere Nachhaltigkeitsperformance auf. Mit der Pflege bestehender Beziehungen – ob intern, zu Lieferanten oder zur Kundschaft – leisten Familienunternehmen einen wertvollen Beitrag zum Gemeinwohl.



Deutsche Familienunternehmen weisen in der Umfrage auffällige Unterschiede zu ausländischen auf:

42 Prozent der deutschen Unternehmen stammen aus der verarbeitenden Industrie. Weltweit sind es nur 16 Prozent.

42 Prozent der deutschen Unternehmen stammen aus der Dienstleistungsbranche. Weltweit sind es 73 Prozent.

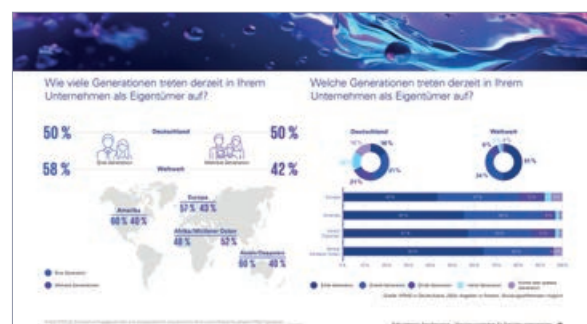
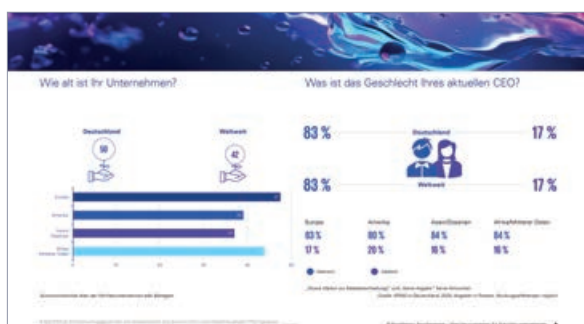
52 Prozent der deutschen Unternehmen haben einen CEO aus der dritten, vierten oder fünften Eigentümergeneration. Weltweit sind es nur 20 Prozent. ←



VERTIEFUNGSHINWEIS

Der umfassende Benchmarking-Bericht »Erfolgsfaktor Familienerbe – Wachstumstreiber für Familienunternehmen« basiert auf zwei Elementen: Das STEP Project Global Consortium und KPMG Private Enterprise haben zunächst anhand von Daten, die 2023 für eine Studie von 2.683 Führungskräften von Familienunternehmen weltweit erhoben wurden, Effekte des Familienerbes auf Familien und deren Unternehmen untersucht. Nach Analyse dieser Umfrageergebnisse wurde im Januar 2024 mit Führungskräften sowie mit Wissenschaftler:innen und Berater:innen von Familienunternehmen über die Ergebnisse diskutiert, um die Daten zu bewerten und einzuordnen.

Details zur Studie und Download unter *Erfolgsfaktor Familienerbe – Wachstumstreiber für Familienunternehmen*





Auch Ehrenmitglieder dürfen nicht an Aufsichtsratssitzungen teilnehmen

Autorin: **Dr. Astrid Gundel**

Die Hauptversammlung kann Ehrenmitglieder des Aufsichtsrats benennen. Die Ehrenmitgliedschaft begründet jedoch weder Amtsstellung noch sonstige Rechte und Pflichten des Geehrten; sie ist ein bloßer Ehrentitel ohne rechtliche Bedeutung. Sie führt insbesondere nicht dazu, dass der Geehrte an Sitzungen des Aufsichtsrats teilnehmen darf. Haben Ehrenmitglieder die Möglichkeit, an Aufsichtsratssitzungen teilzunehmen, so stellt dies einen schweren Verstoß dar, der zur Anfechtbarkeit des Beschlusses der Hauptversammlung zur Entlastung des Aufsichtsrats führen kann. Dies hat das Oberlandesgericht Stuttgart in einer kürzlich veröffentlichten Entscheidung klargestellt.

Sachverhalt

Der Mehrheitsaktionär einer Gesellschaft nahm als Ehrenmitglied des Aufsichtsrats an dessen Sitzungen teil. Ein Aktionär der Gesellschaft focht daher den Beschluss der Hauptversammlung über die Entlastung des Aufsichtsrats an. Das Oberlandesgericht (OLG) Stuttgart gab dem klagenden Aktionär – wie auch schon die Vorinstanz, das Landgericht Stuttgart – diesbezüglich Recht.

Voraussetzungen für erfolgreiche Anfechtung des Entlastungsbeschlusses

Nach dem Aktiengesetz kann ein Beschluss der Hauptversammlung wegen eines Verstoßes gegen ein Gesetz oder die Satzung gerichtlich angefochten werden.¹ Das Oberlandesgericht stellt klar, dass dabei der Entlastungsbeschluss wie jeder andere Beschluss anfechtbar sei. Zu prüfen sei in diesem Fall nicht unmittelbar das Handeln des Vorstands oder Aufsichtsrats, sondern dasjenige der Hauptversammlung; die Anfechtung des Entlastungsbeschlusses diene damit ausschließlich der Kontrolle der Beschlussfassung der Hauptversammlung. Das Verhalten von Vorstand und Aufsichtsrat spiele in diesem Rahmen nur insoweit eine Rolle, als bei der Prüfung der Rechtmäßigkeit der Entlastung zu klären sei, ob die Hauptversammlung das ihr zukommende Ermessen überschritten habe: Der Beschluss sei nicht schon dann anfechtbar, wenn es Gründe gegeben habe, die Entlastung zu verweigern. Die Anfechtbarkeit setze vielmehr einen **eindeutigen und schweren Gesetzes- oder Satzungsverstoß** voraus. Zweite Voraussetzung für die Anfechtbarkeit ist, dass die Pflichtverletzung den Teilnehmern der Hauptversammlung **bekannt** oder aufgrund der ihnen zugänglichen Informationen zumindest **erkennbar** war.



VERFAHRENSHINWEIS

OLG Stuttgart, Urteil vom 25.5.2022 – 20 U 76/21, online abrufbar unter <https://www.landesrecht-bw.de>

Vorinstanz: Landgericht Stuttgart, Urteil vom 29.11.2021 – 31 O 59/20 KfH

¹ Vgl. § 243 Abs. 1 AktG



Dr. Astrid Gundel ist Senior Managerin im Audit Committee Institute e.V.

Sitzungsteilnahme als schwerer Verstoß

Die Sitzungsteilnahme des Ehrenmitglieds stelle im vorliegenden Falle einen schweren Gesetzesverstoß dar. Die Ehrenmitgliedschaft sei ein rechtliches Nullum und begründe weder Rechte noch Pflichten des Geehrten.

An Sitzungen des Aufsichtsrats dürften außer dem Vorstand und dem Aufsichtsrat keine weiteren Personen teilnehmen. Die entsprechende Vorschrift des Aktiengesetzes² sei zwar missverständlich formuliert (»sollen«), doch handle es sich bei ihr um zwingendes Recht. Durch die Fassung als Sollvorschrift werde lediglich zum Ausdruck gebracht, dass Aufsichtsratsbeschlüsse nicht schon dann unter einem Beschlussmangel litten, weil Unbefugte an der Sitzung teilgenommen hätten. Auch die Satzung könne hieran nichts ändern: Sie könne nur erlauben, dass ein Dritter anstelle eines verhinderten Aufsichtsratsmitglieds teilnehme, wenn er hierfür durch das Mitglied in Textform ermächtigt worden sei.³ Durch diese Regelungen solle verhindert werden, dass Dritte den Aufsichtsratsmitgliedern vergleichbare Einflussmöglichkeiten erlangten, ohne hierfür eine entsprechende Verantwortung zu tragen. Zudem solle eine Umgehung der Vorschrift zur Höchstzahl der Aufsichtsratsmitglieder⁴ verhindert werden. Auch die Teilnahme eines Externen als »ständiger Berater« sei unzulässig, da sie gegen das Gebot der eigenverantwortlichen Aufgabenwahrnehmung durch die Aufsichtsratsmitglieder⁵ verstieße. Zudem gefährde sie die Vertraulichkeit.

Zulässig könne die Teilnahme eines Ehrenmitglieds nur dann sein, soweit dieses – wie jeder andere Dritte – als Sachverständiger oder als Auskunftsperson zur Beratung **über einzelne Gegenstände** hinzugezogen werde;⁶ dies gelte auch für (Mehrheits-)Aktionäre. Der Aufsichtsrat müsse in jeder Sitzung für jeden einzelnen Beratungsgegenstand gesondert prüfen, ob die Voraussetzungen für eine Teilnahme als Sachverständiger oder Auskunftsperson vorlägen.

Sitzungsteilnahme als eindeutiger Rechtsverstoß

Die Sitzungsteilnahme eines Ehrenmitglieds sei auch ein eindeutiger Rechtsverstoß. An einem solchen fehle es, wenn das Verhalten nach maßgeblichen Stimmen in der Literatur zulässig und die Rechtslage nicht ober- oder höchstgerichtlich geklärt sei. Diese Voraussetzungen lägen im vorliegenden Fall nicht vor. Zu berücksichtigen sei hierbei auch, dass die Mitglieder durch einen beauftragten Rechtsanwalt informiert worden waren, dass ihr Vorgehen nicht der herrschenden Meinung in der Literatur entspreche; dies hätten sie bei ihrer Plausibilitätsprüfung des anwaltlichen Rats berücksichtigen⁷ und ihr Verhalten hiernach ausrichten müssen.

Erkennbarkeit des Verstoßes

Der Rechtsverstoß sei auch spätestens in der Hauptversammlung erkennbar gewesen. Abzustellen sei auf die Sicht eines objektiv urteilenden Durchschnittsaktionärs.

Praxisrelevanz

Die Entscheidung folgt der ganz herrschenden Meinung in der juristischen Literatur: Externe Dritte dürfen nur in Ausnahmefällen an Sitzungen des Aufsichtsrats teilnehmen. Nicht im Urteil erwähnt ist, dass auch Hilfspersonen – insbesondere Dolmetscher und Protokollführer – an Sitzungen teilnehmen dürfen, wenn kein Aufsichtsratsmitglied dem widerspricht. ←



Wirkung der Entlastung

Durch den jährlich zu fassenden Entlastungsbeschluss billigt die Hauptversammlung das Verhalten des Aufsichtsrats als insgesamt gesetzes- und satzungsmäßig und spricht ihm für die Zukunft ihr Vertrauen aus. Er bedeutet keinen Verzicht auf Schadensersatzansprüche der Gesellschaft; anders ist dies nur im fakultativen GmbH-Aufsichtsrat und dann auch nur soweit die Gesellschafterversammlung die Ansprüche der Gesellschaft gegen Aufsichtsratsmitglieder kannte oder unter Anwendung der erforderlichen Sorgfalt hätte erkennen müssen.

2 Vgl. § 109 Abs. 1 AktG

3 Vgl. näher § 109 Abs. 3 AktG; der Bevollmächtigte kann in der Sitzung nur vorgefertigte Erklärungen des verhinderten Mitglieds abgeben, er hat kein eigenes Rede- und Antragsrecht.

4 Vgl. § 95 AktG

5 Vgl. § 111 Abs. 6 AktG

6 Vgl. § 109 Abs. 1 S. 2 AktG

7 Vgl. hierzu näher Audit Committee Quarterly III/2023, S. 24 ff.

Dr. Astrid Gundel ist Senior Managerin im Audit Committee Institute e.V.



Ressortaufteilung in der Geschäftsleitung reduziert Haftungsrisiko

Autorin: **Dr. Astrid Gundel**

Im Haftungsprozess muss das Verschulden für jedes einzelne Mitglied des Vorstands oder der Geschäftsführung gesondert festgestellt werden. Eine Ressortaufteilung in der Geschäftsleitung kann dabei dazu führen, dass die Verantwortlichkeit der ressortfremden Mitglieder zwar beschränkt, aber nicht aufgehoben ist: Sie sind zur Überwachung des Ressortverantwortlichen verpflichtet. Diese Grundsätze wurden vom Bundesgerichtshof in einer aktuellen Entscheidung bestätigt.

Sachverhalt

Der Beklagte, Herr A., war Direktor einer Schweizer Muttergesellschaft und Geschäftsführer ihrer deutschen Tochtergesellschaft, die Immobilienprojekte betrieb. Keine der Gesellschaften verfügte über eine Erlaubnis zum Betrieb von Bankgeschäften. Der Kläger, Herr Z., schloss mit der Muttergesellschaft einen »Beteiligungsvertrag« ab, der ihn zu Investitionen in ein Immobilienprojekt der deutschen Tochtergesellschaft verpflichtete. Beim Vertragsabschluss wurde die Muttergesellschaft nicht durch Herrn A. vertreten.

In der Folgezeit wurden sowohl die Muttergesellschaft als auch die Tochtergesellschaft insolvent.

Der Kläger verklagte daraufhin den Geschäftsleiter Herrn A. auf Rückzahlung der Investitionssumme. Herr A. verteidigte sich insbesondere damit, dass er als Architekt nur für die technische Leitung und Überwachung der Bauprojekte und nicht für den finanziellen Bereich verantwortlich gewesen sei. Daher habe er keine Kenntnis von den Beteiligungsverträgen gehabt.

Das Landgericht Kiel sowie das OLG Schwerin gaben dem Kläger jedoch weitgehend recht. Auf die Revision des Beklagten hob der Bundesgerichtshof (BGH) die Entscheidung auf und verwies die Sache an das OLG zurück.

Unerlaubtes Betreiben von Bankgeschäften kann zur Haftung führen

Der Abschluss eines Beteiligungsvertrags zählt als Bankgeschäft. Das Betreiben von Bankgeschäften muss durch die Aufsichtsbehörde schriftlich erlaubt werden.¹ Der BGH stellt – wie auch schon die Vorinstanzen – fest, dass die Muttergesellschaft durch den Abschluss des »Beteiligungsvertrags« hiergegen verstieß. Der Verstoß habe zur Folge, dass sich Herr A. aufgrund seiner Organstellung gegenüber dem Kläger schadensersatzpflichtig gemacht haben könne.²

Haftung setzt Verschulden voraus

Allein durch Herrn A.s Organstellung werde die Haftung allerdings nicht begründet. Vielmehr müsse Herr A. hierfür schuldhaft, d.h. vorsätzlich oder fahrlässig gehandelt haben.

Möglicherweise kein Verschulden wegen Ressortaufteilung

Ein Verschulden von Herrn A. liege in diesem Fall unter Umständen wegen der Ressortaufteilung in der Geschäftsleitung nicht vor. Die Verantwortung aller Geschäftsführer für das rechtmäßige Verhalten der Gesellschaft (Legalitätspflicht) begründe für diese zwar weitreichende Sorgfaltspflichten. Sie schließe gleichwohl die Delegation von Aufgaben und damit auch eine Übertragung von Verantwortlichkeiten (innerhalb der Geschäftsleitung) nicht aus. So könnten bspw. interne Zuständigkeitsregelungen in der Geschäftsführung einer GmbH die straf- und haftungsrechtliche Verantwortlichkeit zwar nicht aufheben, wohl aber beschränken. Dies gelte sowohl für die Haftung gegenüber der Gesellschaft als auch für die Verantwortlichkeit gegenüber Dritten. Beim nicht primär zuständigen Geschäftsführer verblieben gewisse Überwachungspflichten. Grundsätzlich könne er sich dabei darauf verlassen, dass der primär zuständige Geschäftsführer die ihm zugewiesenen Aufgaben erledige. Allerdings sei er zum Eingreifen verpflichtet, wenn Anhaltspunkte dafür beständen, dass der primär zuständige Geschäftsführer seine Aufgaben nicht ordnungsgemäß erfülle. Sowohl im Hinblick auf die Ressortverteilung als auch Umstände, aus denen sich Anhaltspunkte ergeben könnten, dass der primär zuständige Geschäftsführer intensiver überwacht werden müsse, trage der Geschäftsleiter Herr A. im vorliegenden Fall die sekundäre Darlegungslast (siehe Glossar). —————>

1 Vgl. § 32 Abs. 1 S. 1 KWG

2 § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 32 Abs. 1 S. 1 KWG, § 14 Abs. 1 Nr. 1 StGB; zur deliktischen Haftung von Geschäftsführern bei Verletzung von Schutzgesetzen vgl. Audit Committee Quarterly I/2024, S. 48 ff.



VERFAHRENSHINWEIS

BGH, Urteil vom 9.11.2023 – III ZR 105/22, online abrufbar unter www.bundesgerichtshof.de

Vorinstanzen:

Oberlandesgericht Schwerin, Beschluss vom 23.5.2022 – 5 U 197/21

Landgericht Kiel, Beschluss vom 29.10.2021 – 12 O 138/20



GLOSSAR

Sekundäre Darlegungslast

Im Zivilprozess muss grundsätzlich jede Partei die Tatsachen darlegen und ggf. beweisen, die für sie günstig sind. Hat die darlegungsbelastete Partei keine näheren Kenntnisse über die maßgeblichen Umstände und ist ihr auch eine weitere Sachverhaltsaufklärung nicht möglich, während dies dem Prozessgegner möglich und zumutbar ist, ist der Prozessgegner darlegungs- und ggf. beweispflichtig; ihn trifft dann eine sekundäre Darlegungs- und Beweislast.

Zu beachten ist, dass im Rahmen der **organschaftlichen Haftung**³ die Darlegungs- und Beweislastverteilung von dem Grundsatz abweicht, dass die Parteien die für sie günstigen Tatsachen darlegen und ggf. beweisen müssen, § 93 Abs. 2 S. 2 AktG. Mitglieder der Leitungs- und Überwachungsorgane müssen hier von vorneherein darlegen und ggf. beweisen, dass sie nicht pflichtwidrig oder schuldhaft gehandelt haben. Eine sekundäre Darlegungs- und Beweislast kann sich in diesen Fällen für die Gesellschaft insbesondere bei ausgeschiedenen Organmitgliedern ergeben.⁴

3 Das heißt bei Schadensersatzansprüchen der Gesellschaft aufgrund der Verletzung der organschaftlichen Sorgfaltspflicht gegenüber Mitgliedern ihrer Leitungs- und Überwachungsorgane

4 Vgl. Koch, 18. Auflage 2024, § 93, Rn. 105, 112

Praxisrelevanz

Die Entscheidung führt die bisherige Rechtsprechung des BGH zur Ressortaufteilung fort und verdeutlicht die Bedeutung von Zuständigkeitsregelungen innerhalb der Geschäftsleitung für die Haftung.⁵ Die vom Gericht aufgestellten Grundsätze lassen sich auch auf den Vorstand der AG übertragen.

Für die Enthaftung ist wichtig, dass in der Ressortaufteilung die einzelnen Aufgaben klar und eindeutig voneinander abgegrenzt werden.⁶ Soweit die Satzung keine Regelung trifft, ist in der AG und der SE grundsätzlich der Aufsichtsrat für den Erlass der Geschäftsordnung für den Vorstand und damit auch für eine eventuelle Ressortaufteilung zuständig. Im Übrigen liegt die Zuständigkeit für eine entsprechende Aufteilung beim Vorstand bzw. der Geschäftsführung; deren ordnungsgemäße Ausübung ist durch den Aufsichtsrat dann zu überwachen.⁷ Unter anderem ist darauf zu achten, dass die Geschäftsleiter für die ihnen übertragenen Aufgaben fachlich und persönlich geeignet sind.⁸

Wie der BGH auch in seiner aktuellen Entscheidung darlegt, bleibt die Gesamtverantwortung der Geschäftsleitung auch bei einer Aufteilung der Zuständigkeiten bestehen (siehe Abbildung). Dabei können sich die nicht primär Zuständigen grundsätzlich darauf verlassen, dass die übertragenen Aufgaben ordnungsgemäß erledigt und sie zuverlässig und rechtzeitig vom primär Verantwortlichen informiert werden.⁹ Sie sind jedoch verpflichtet, die Informationen auf Plausibilität zu prüfen.¹⁰ Hierzu ist zu beachten, dass der BGH in einer Entscheidung aus dem Jahr 2018 gefordert hat, dass im kaufmännischen Bereich mündliche Auskünfte bei der Plausibilitätsprüfung mit weiteren Informationen in Form betriebswirtschaftlicher Kennzahlen abgeglichen werden müssten.¹¹ ←

VERTIEFUNGSHINWEIS

Zur Ressortaufteilung vor dem Hintergrund des Gleichbehandlungsgrundsatzes vgl. Wedemann, Audit Committee Quarterly I/2024, S. 54 f.

Abbildung: Verantwortlichkeit der Mitglieder von Vorstand/ Geschäftsführung bei Ressortaufteilung

Für den Vorstand/die Geschäftsführung gilt der **Grundsatz der Gesamtverantwortung**: Jedes Mitglied trägt Verantwortung für die Geschäftsleitung im Ganzen, auch bei Ressortaufteilung im Vorstand/in der Geschäftsführung.

Verantwortlichkeit des Gesamtvorstands/der Gesamtgeschäftsführung

- Benennung – bzw. Überwachung der Benennung durch den Aufsichtsrat – eines jeweils primär Verantwortlichen (**Ressortverantwortliche**)
- **klare und eindeutige Abgrenzung der Ressortaufgaben** (sofern nicht durch Aufsichtsrat erfolgt)
- entscheidet über **Fragen, die grundlegend oder von besonderer Bedeutung für die Gesellschaft sind, und bei ressortübergreifenden Themen**
- Einrichtung eines **funktionierenden Berichtssystems** für Informationsaustausch innerhalb des Vorstands/der Geschäftsführung

Pflichten des Ressortverantwortlichen

- Verantwortung für zugewiesene Aufgabe (**keine Delegation dieser Verantwortung**); verantwortlich für rechtmäßiges Verhalten der nachgeordneten Mitarbeiter
- muss von sich aus andere Mitglieder des Vorstands/der Geschäftsführung über sein Ressort **informieren**
- **Vorlagen von grundlegenden Fragen und ressortübergreifenden Themen** an Gesamtvorstand/ Gesamtgeschäftsführung zur Entscheidung

Pflichten der Nicht-Ressortverantwortlichen

- **Überwachung der Handlungen des Ressortverantwortlichen** (strengerer Überwachungsmaßstab bei Leitungsaufgaben) auf Recht- und Zweckmäßigkeit (Letzteres nur bei Ermessensentscheidungen des Vorstands); ggf. Eingreifen; aber: kein »Hineinregieren« in anderes Ressort
- **Überwachungsintensität** abhängig von Art, Größe, Organisation und Lage des Unternehmens, Bedeutung der übertragenen Aufgabe, der Person; in der Regel wohl kontinuierliche Verfolgung der Ressorttätigkeit in Vorstandssitzungen ausreichend (strittig), bei **Informationslücken** Nachfragen notwendig; Verdacht auf Missstände muss **unverzüglich nachgegangen werden**

⁵ Vgl. insbesondere BGH, Urteil vom 15.10.1996 – VI ZR 319/95; Urteil vom 6.11.2018 – II ZR 11/17

⁶ Vgl. BGH, Urteil vom 6.11.2018 – II ZR 11/17, zusammenfassend dargestellt in Audit Committee Quarterly II/2019, S. 84 ff.

⁷ Vgl. Lutter/Krieger/Verse, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, 7. Auflage 2020, Rn. 468

⁸ Vgl. BGH, Urteil vom 6.11.2018 – II ZR 11/17

⁹ Zum letzten Halbsatz vgl. BGH, Urteil vom 6.11.2018 – II ZR 11/17

¹⁰ Im Einzelnen strittig, vgl. BeckOGK/*Fleischer*, 1.9.2021, § 77 AktG, Rn. 66

¹¹ BGH, Urteil vom 6.11.2018 – II ZR 11/17

Für Interessenten, die unsere
Publikationen noch nicht
erhalten: Bestellen Sie das
Audit Committee Quarterly.

DAS MAGAZIN FÜR CORPORATE GOVERNANCE



Bitte senden Sie mir regelmäßig (bitte ankreuzen)*

☐ das Audit Committee Quarterly

☐ weitere Publikationen zu Themen der Corporate Governance und der Rechnungslegung kostenlos

☐ elektronisch ☐ in gedruckter Version zu:

Vorname

Name

akademischer Titel (freiwillige Angabe)

Firma/Institution

Funktion

Straße/Postfach

PLZ, Ort

E-Mail

Telefon/Fax

Datum

Unterschrift

Diese Angaben beziehen sich auf meine ☐ Privatadresse ☐ Firmenanschrift.

Audit Committee Institute e.V. (ACI)

E-MAIL aci@kpmg.de

TELEFON +49 69 9587-3040

FAX +49 1802 11991-3040

www.audit-committee-institute.de



* Der Versand der Publikationen des Audit Committee Institute erfolgt ausschließlich an Mitglieder des Aufsichtsrats und der Geschäftsleitung. Ihre persönlichen Angaben werden vertraulich behandelt.

Frühere Ausgaben des Audit Committee Quarterly sowie weitere Publikationen des Audit Committee Institute senden wir Ihnen gerne auf telefonische Anfrage (+49 69 9587-3040) zu.

Selbstverständlich können Sie uns jederzeit telefonisch, per Fax, E-Mail oder Post mitteilen, wenn Sie Ihre bestellten Publikationen nicht mehr erhalten möchten. Wir freuen uns, wenn Sie uns Adress- oder Funktionsänderungen ebenfalls telefonisch, per Fax, E-Mail oder per Post mitteilen.

Ihre Meinung ist uns wichtig. Wir freuen uns über Ihre Anregungen, Kritik oder Lob.



Der Autor **PD Dr. Philipp Maximilian Holle** ist Vertreter des Lehrstuhls für Bürgerliches Recht, Arbeitsrecht und Unternehmensrecht an der Universität Konstanz.



Die Autorin **Dr. Lara Schwarz** ist wissenschaftliche Mitarbeiterin am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Handels- und Wirtschaftsrecht an der Universität Passau (Prof. Dr. Rafael Harnos), den der Autor Holle im Sommersemester 2023 vertreten hat.

Horizon Boards und Aufsichtsrat

Autoren: **PD Dr. Philipp Maximilian Holle** und **Dr. Lara Schwarz**

I. Einführung

In VUCA¹-Zeiten ist es für Unternehmen wichtiger denn je, am Puls der Zeit zu bleiben und sich dem stetigen Wandel fortlaufend anzupassen. Um dies sicherzustellen, müssen Unternehmen möglichst vielfältige Perspektiven in ihre Planungen und Aktivitäten einbeziehen. Speziell in den Bereichen Digitalisierung, Nachhaltigkeit und Diversität setzen erste Unternehmen hierzu auf die Einrichtung sog. Horizon Boards. Hinter diesem schillernden Begriff verbergen sich herkömmliche Beratungsgremien, die sich allerdings dadurch abheben, dass sie mit Mitgliedern jüngerer Generationen besetzt sind, die in den Entscheidungszentren der Unternehmen (noch) wenig repräsentiert sind (Millennials, Generation Z). Als fest im Unternehmen verankertes Tool soll das Horizon Board diesen Personen ermöglichen, wichtigen Input zu generieren, sodass das Unternehmen ihre Erwartungen an die Arbeitswelt, die Produktgestaltung sowie den Umgang mit ökologischer und sozialer Verantwortung in seine Entscheidungsprozesse einbeziehen kann.²

II. Aktienrechtliche Schranken bei der Einrichtung von Horizon Boards

Der Grundsatz der Satzungsstrenge³ setzt der Etablierung zusätzlicher Gremien bei Aktiengesellschaften enge Grenzen. Er verbietet jegliche Gestaltung, die der gesetzlichen Kompetenzordnung zuwiderläuft. Es muss also dabei bleiben, dass der Vorstand die Gesellschaft eigenverantwortlich leitet,⁴ der Aufsichtsrat ihn hierbei überwacht sowie berät⁵ und der Hauptversammlung lediglich die in § 119 Abs. 1 AktG aufgelisteten Kompetenzen zustehen. Für die Einrichtung eines Horizon Board bedeutet dies, dass das Board ausschließlich eine beratende Funktion übernehmen kann; ihm können weder Weisungsrechte gegenüber einem der Organe der Aktiengesellschaft noch etwaige Gestaltungs- oder Vetorechte eingeräumt werden.⁶

1 VUCA ist ein Akronym, das die moderne Welt beschreiben soll, und setzt sich zusammen aus »volatility«, »uncertainty«, »complexity« und »ambiguity«.

2 Allgemein zu Horizon Boards *Holle/Schwarz*, NJW 2023, S. 3751; speziell zur Aktiengesellschaft *Holle/Schwarz*, AG 2024, S. 17

3 Vgl. § 23 Abs. 5 AktG

4 Vgl. § 76 Abs. 1 AktG

5 Vgl. § 111 Abs. 1 AktG

6 Eingehend hierzu schon *Holle/Schwarz*, AG 2024, S. 17, 19, 21

III. Rolle des Aufsichtsrats

1. Einrichtung und Besetzung von Horizon Boards

Die Entscheidung über die Einrichtung und Besetzung eines Horizon Board ist grundsätzlich Sache des Vorstands. Die Aktionäre können den Vorstand in der Satzung allerdings dazu anhalten, ein Horizon Board einzurichten.⁷ Hierbei kann der Hauptversammlung, einer festgelegten Aktionärsgruppe oder dem Aufsichtsrat auch das Recht vorbehalten werden, die Mitglieder des Gremiums zu wählen oder zu entsenden.⁸ Ebenso ist es möglich, in der Satzung eine gemeinsame Auswahl etwa durch Vorstand und Aufsichtsrat vorzusehen.

Fehlt eine entsprechende Satzungs Vorgabe, können weder die Aktionäre noch der Aufsichtsrat einen bindenden Einfluss auf die Einrichtung und Besetzung eines Horizon Board nehmen. Ihnen bleibt dann allenfalls die Möglichkeit, kommunikativ auf den Vorstand einzuwirken und ihm die Einrichtung eines Horizon Board anzuraten. Speziell der Aufsichtsrat kann hierzu kraft seiner Überwachungs- und Beratungsfunktion durchaus gehalten sein, sofern die Einrichtung eines Horizon Board dem Wohl der konkreten Gesellschaft zuträglich erscheint und der Vorstand bislang gleichwohl von der Einrichtung abgesehen hat. Insgesamt besteht hier aber ein breiter unternehmerischer Ermessensspielraum; eine Rechtspflicht zur Einrichtung eines Horizon Board gibt es nicht. Bei der Entscheidung ist auch zu bedenken, dass die Einrichtung eines Horizon Board zusätzliche Kosten und administrativen Aufwand verursacht, die in Relation zu den erhofften Vorteilen für das Unternehmen stehen müssen, zumal stets die Möglichkeit gegeben ist, die Erwartungen jüngerer Generationen mithilfe externer Experten zu erfassen.



VERTIEFUNGSHINWEISE

Holle/Schwarz: Horizon Boards in der deutschen Unternehmenslandschaft, NJW 2023, S. 3751

Holle/Schwarz: Horizon Boards in deutschen Aktiengesellschaften, AG 2024, S. 17

2. Teilhabe des Aufsichtsrats an den Beratungsleistungen des Boards

Als Gremium, das dem Unternehmen die Erwartungen jüngerer Generationen an die Arbeitswelt, die Produktgestaltung sowie den Umgang mit ökologischen und sozialen Belangen erschließen soll, ist ein Horizon Board seiner klassischen Funktion nach in erster Linie unternehmensinterner Berater des Vorstands. Der Aufsichtsrat und erst recht die Hauptversammlung bleiben hiernach an der Seitenlinie. Soweit der Aufsichtsrat den Vorstand fortlaufend zu überwachen und ihm beratend zur Seite zu stehen hat, müssen die Aufsichtsratsmitglieder allerdings auch den Austausch des Vorstands mit einem Horizon Board sowie die Umsetzung etwaiger Vorschläge des Boards durch den Vorstand im Blick behalten.

Darüber hinaus besteht die Möglichkeit, ein Horizon Board mit einer Berichtslinie zum Aufsichtsrat zu versehen, sodass auch der Aufsichtsrat unmittelbar von der Expertise des Boards profitieren kann. Sofern keine entsprechende Satzungs Vorgabe existiert, liegt die Entscheidungshoheit über eine derartige Berichtslinie allerdings beim Vorstand.⁹ Der Aufsichtsrat kann beim Vorstand daher allenfalls anregen, dass das Horizon Board auch den Aufsichtsrat unmittelbar an seinen Überlegungen teilhaben lässt. Aus Corporate Governance-Gesichtspunkten geboten erscheint dies jedoch nicht. Anders als etwa die Hinweisgeberstelle dient ein Horizon Board nicht der Aufarbeitung etwaiger unternehmensinterner Pflichtverletzungen, bei denen die Sorge besteht, dass der Vorstand diesen infolge einer eigenen Verstrickung nicht hinreichend nachgeht.

3. Horizon Board zur Beratung des Aufsichtsrats?

Fraglich bleibt, ob ein Horizon Board auch in den Diensten des Aufsichtsrats stehen oder gar ausschließlich für diesen beratend tätig sein kann. Gegen eine ureigene Beratung des Aufsichtsrats sprechen die Vorgaben des § 111 Abs. 6 AktG, wonach der Aufsichtsrat seine Aufgaben selbst wahrzunehmen hat. Auch der Weg über die Beauftragung besonderer Sachverständiger nach § 111 Abs. 2 S. 2 AktG dürfte kaum gangbar sein. § 111 Abs. 2 S. 2 AktG schwebt ein anlassbezogenes Tätigwerden der darin genannten Sachverständigen vor. Horizon Boards sollen indes beständig im Unternehmen agieren. Denkbar bleibt allenfalls, ein Horizon Board mit Blick auf eine bestimmte Transformation einzurichten oder ein bestehendes Horizon Board in Bezug hierauf (auch) in den Dienst des Aufsichtsrats zu stellen, sodass eine anlassbezogene Beratung ähnlich der eines Sachverständigen erfolgt. ←

⁷ Vgl. § 82 Abs. 2 AktG

⁸ Cahn, in: KölnKomm/AktG, 4. Auflage 2022, Vor § 76 AktG Rz. 18; siehe auch Graewe, ESGZ 2022, S. 37, 39

⁹ Zum vergleichbaren Fall der Zusammenarbeit zwischen Aufsichtsrat und Meldestelle nach dem Hinweisgeberschutzgesetz Bruns, in: BeckOK Arbeitsrecht, § 12 HinSchG Rn. 59 ff. (Stand: 1.3.2024)



Aufsichtsratsunterlagen – Relevanz weit über die Sitzungen hinaus

Autorin: **Dr. Gabriele Apfelbacher**

Aufsichtsratsunterlagen – Sitzungsunterlagen, Protokolle und sonstige mandatsbezogene Informationsträger – spielen eine zentrale Rolle für die Aufsichtsrats Tätigkeit. Ihre Bedeutung endet jedoch nicht mit dem Ausscheiden aus dem Amt. Dies sollten Aufsichtsratsmitglieder bereits während ihrer Amtszeit im Blick haben.

Information ist (fast) alles¹

Der Aufsichtsrat kann seinen Überwachungs- und Beratungsaufgaben nur so gut nachkommen, wie seine Informationsbasis ist. Primär ist der Vorstand für die Information des Aufsichtsrats zuständig, etwa durch regelmäßig oder anlassbezogen zu erstellende **Vorstandsberichte** sowie Vorlageberichte bei zustimmungspflichtigen Geschäften. Darüber hinaus hat der Aufsichtsrat auch selbst für seine angemessene Information zu sorgen. Daher kann er vom Vorstand jederzeit weitere Berichte zu Angelegenheiten der Gesellschaft und ihrer Tätigkeit anfordern; bei Anhaltspunkten für Informationslücken, die nur vom Vorstand geschlossen werden können, muss er es tun. Eine mit dem Vorstand abgestimmte, vom Aufsichtsrat zu beschließende **Informationsordnung** kann die Informationsversorgung des Aufsichtsrats optimieren, etwa durch Vorgaben zur Berichtsstruktur und eine Umfangsbegrenzung für den Hauptteil.

Was im Aufsichtsratsprotokoll steht, ist (wohl) so passiert²

Über die Sitzungen des Aufsichtsrats ist ein vom Aufsichtsratsvorsitzenden zu unterzeichnendes Protokoll anzufertigen. Aufsichtsratsprotokolle dokumentieren den **Sitzungsverlauf und die gefassten Beschlüsse** und dienen als **Beweisurkunde** in einem möglichen Haftungsprozess gegen Aufsichtsratsmitglieder. Ein ordnungsgemäßes Protokoll trägt die tatsächliche Vermutung, dass verhandelt und beschlossen wurde wie protokolliert. Die **inhaltliche Ausgestaltung** des Protokolls ist weitgehend dem Vorsitzenden überlassen. Ausreichend ist, wenn der wesentliche Inhalt der Verhandlungen wiedergegeben wird und die tragenden Gesichtspunkte erkennbar sind. Im Hinblick auf die Beschlussfassung müssen der Beschlussinhalt und das Abstimmungsergebnis protokolliert werden. Sofern die Abstimmung nicht ohnehin namentlich protokolliert wird, kann jedes Aufsichtsratsmitglied die Aufnahme seines Abstimmungsverhaltens in das Protokoll verlangen. Da Stimmenthaltung nicht vor Haftung schützt, sollte, wer einen bestimmten Beschlussgegenstand nicht befürwortet, explizit dagegen stimmen und seine Gegenstimme protokollieren lassen. Sitzungsvorlagen für die Beschlussfassung sind im Protokoll in Bezug zu nehmen und diesem beizufügen. Ebenso sind etwaige Ergänzungen der Informationsbasis für die Beschlussfassung im Protokoll zu erwähnen. Sonstige Aufsichtsratsunterlagen sollten ebenfalls im Protokoll erwähnt werden; müssen diesem aber nicht zwingend beigelegt werden. Jedem Aufsichtsratsmitglied ist zu empfehlen, das **Protokoll (oder den Entwurf) sorgfältig zu lesen**, notwendige Änderungen oder Ergänzungen zu verlangen und bei Abstimmung gegen einen Beschlussvorschlag auf die entsprechende Protokollierung zu achten.

¹ Siehe zu diesem Abschnitt § 90 AktG; DCGK Grundsätze 16 und 17; Lutter/Krieger/Verse, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, 7. Aufl., Rn. 191 ff.; Hommelhoff/Hopt/Leyens/Wilsing/Winkler, Unternehmensführung durch Vorstand und Aufsichtsrat, § 27; Kremer/Bachmann/Favoccia/v. Werder/Kremer, Deutscher Corporate Governance Kodex, 9. Aufl., Grundsatz 16 und Grundsatz 17

² Siehe zu diesem Abschnitt § 107 Abs. 2 AktG; Semler/v. Schenck/Wilsing/Henning, Arbeitshandbuch für Aufsichtsratsmitglieder, 5. Aufl., § 4 Rn. 158 ff.

Dr. Gabriele Apfelbacher ist Aufsichtsrätin und Mitglied des Prüfungs- und Risikoausschusses sowie des Vergütungsausschusses der Nomura Financial Products Europe GmbH sowie Verwaltungsrätin und Vorsitzende des Prüfungsausschusses der KBRA Europe Limited. Seit 2020 ist Frau Dr. Apfelbacher Senior Counsel, davor langjährige Partnerin, der internationalen Anwaltssozietät Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP. Sie ist Kapitalmarkt- und Corporate Governance-Expertin und hat vertiefte Expertise im Finanzsektor.



Ausgeschieden, aber nicht enthaftet³

Darlegungs- und Beweislast im Haftungsprozess: Aufsichtsratsmitglieder haften der Gesellschaft für Schäden, die sie durch die sorgfaltswidrige Verletzung ihrer Aufsichtsratspflichten verursachen. Erhebt die Gesellschaft Klage, kommt es zu einer **Umkehr der Beweislast**, und die Aufsichtsratsmitglieder müssen darlegen und beweisen, dass sie pflichtgemäß gehandelt haben. Im Bereich unternehmerischer Entscheidungen, bspw. der Zustimmung zu einer M&A-Transaktion, scheidet eine Haftung der Aufsichtsratsmitglieder aus, wenn sie im Rahmen des ihnen eingeräumten Ermessens gehandelt haben. Dies setzt insbesondere den Nachweis der Entscheidung auf angemessener Informationsgrundlage und im Interesse der Gesellschaft voraus (Business Judgment Rule). In Anbetracht der langen Verjährungsfrist von zehn bzw. fünf Jahren, jeweils ab Schadenseintritt, können Haftungsansprüche gegen ein früheres Aufsichtsratsmitglied lange Zeit nach dessen Ausscheiden aus dem Amt erhoben werden.

Pflicht zur Herausgabe von Aufsichtsratsunterlagen: Aufsichtsratsmitglieder haben **bei** ihrem **Ausscheiden aus dem Amt** über die in ihren Besitz gelangten **Aufsichtsratsunterlagen** Auskunft zu erteilen und diese **herauszugeben**. Nicht zu den herausgabepflichtigen Unterlagen gehören selbst erstellte Notizen und andere Arbeitshilfen. Solche Arbeitshilfen unterliegen auch nach dem Ausscheiden aus dem Amt der Vertraulichkeit und sind, falls sie nicht vernichtet werden, geschützt vor dem Zugriff Dritter aufzubewahren. Alternativ zur Herausgabe kann die Geschäftsordnung die Vernichtung der Aufsichtsratsunterlagen vorsehen. Anders stellt sich die Herausgabe dar, wenn die Gesellschaft Aufsichtsratsunterlagen in elektronischer Form gewährt. Soweit die betreffenden Unterlagen ausgedruckt werden können, gilt für die Ausdrucke das Vorstehende zu physischen Unterlagen. Bei per E-Mail übermittelten oder auf dem eigenen PC des ausgeschiedenen Aufsichtsratsmitglieds gespeicherten Unterlagen sollte eine Pflicht zur Löschung bestehen. Unternehmens-eigene Tablets sind zurückzugeben. Wird für den Aufsichtsrat ein elektronischer Datenraum genutzt, wird mit dem Ausscheiden aus dem Aufsichtsrat in der Regel der Zugang zu dem elektronischen Datenraum deaktiviert. Löscht das Aufsichtsratsmitglied auf den

Dokumenten angebrachte Kommentare nicht vor seinem Ausscheiden, können auch die kommentierten Unterlagen archiviert werden.

Aufbewahrungspflicht der Gesellschaft: Auch jenseits der gesetzlich geregelten handels- oder steuerrechtlichen Aufbewahrungspflichten sind **Aufsichtsratsunterlagen grundsätzlich aufzubewahren**. Für Sitzungsprotokolle und sonstige besonders wichtige Unterlagen ist dauerhafte oder möglichst langfristige Aufbewahrung zu verlangen, für sonstige Aufsichtsratsunterlagen kann man sich an den Verjährungsregeln für die Organhaftungsansprüche orientieren. Werden bei der Aufbewahrung der Aufsichtsratsunterlagen die Möglichkeiten der Digitalisierung, insbesondere elektronische Datenräume, genutzt, sollten auch der langfristigen Archivierung von Aufsichtsratsunterlagen keine Kapazitäts- oder Zumutbarkeitsbedenken entgegenstehen.

Einsichtsrecht in Aufsichtsratsunterlagen nach dem Ausscheiden aus dem Amt: Das ausgeschiedene Aufsichtsratsmitglied hat bei Inanspruchnahme durch die Gesellschaft auf Schadensersatz einen **Anspruch auf Einsicht in die für seine Verteidigung maßgeblichen Aufsichtsratsunterlagen**. Zweifel am Umfang des Einsichtsrechts ließen sich sachgerecht dadurch ausräumen, dass die Geschäftsordnung einem auf Schadensersatz in Anspruch genommenen ausgeschiedenen Aufsichtsratsmitglied Zugang zum sortierbaren und durchsuchbaren elektronischen Index sämtlicher während seiner Amtszeit zur Verfügung gestellter Aufsichtsratsunterlagen sowie zu sämtlichen Sitzungsprotokollen seiner Amtszeit gewährt. Mit dieser Erinnerungstütze sollte das ausgeschiedene Aufsichtsratsmitglied in der Lage sein, potenziell für seine Verteidigung erforderliche Dokumente zu identifizieren. ←

³ Siehe zu diesem Abschnitt Meckbach, NZG 2019, S. 590 ff.; BGH, NZG 2008, S. 834 ff.; Münchener Kommentar zum Aktiengesetz/Habersack, 6. Aufl., § 107 Rn. 91; Goette/Arnold/Bingel, Handbuch Aufsichtsrat, 2. Aufl., Rn. 570; Krieger/Schneider/Born, Handbuch Managerhaftung, 4. Aufl., Rn. 16.7 ff., 16.33 ff.

Leitfaden zur Interoperabilität der European Sustainability Reporting Standards (ESRS) und ISSB-Standards veröffentlicht

Um die Vergleichbarkeit und Qualität der Nachhaltigkeitsberichterstattung zu verbessern, werden Unternehmen infolge der Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) zur Nutzung von einheitlichen Berichtsstandards verpflichtet, die u. a. die zu berichtenden Informationen und die Art der Berichterstattung (z. B. Aufbau des Berichts) konkretisieren. Diese European Sustainability Reporting Standards (ESRS) werden von der EU-Kommission in Form delegierter Rechtsakte erlassen; sie stützt sich dabei auf die Vorarbeit der European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG). Daneben entwickelt der International Sustainability Standard Board (ISSB) die IFRS Sustainability Disclosure Standards, die ebenfalls die Offenlegung von Nachhaltigkeitsinformationen zum Gegenstand haben.

Anfang Mai 2024 haben die EFRAG und die IFRS Foundation einen Leitfaden zur Interoperabilität der ESRS und ISSB-Standards veröffentlicht. Der Leitfaden soll ein hohes Maß an Übereinstimmung zwischen den Standards veranschaulichen. Zudem soll er den Unternehmen praktische Hilfestellung anbieten und aufzeigen, wie sie beide Standards effizient einhalten können. Komplexität und Doppelarbeit sollen hierdurch reduziert werden.

Quelle: EFRAG, IFRS Foundation: ESRS–ISSB Standards – Interoperability Guidance, Mai 2024, online abrufbar unter <https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=/sites/webpublishing/SiteAssets/ESRS-ISSB+Standards+Interoperability+Guidance.pdf> ←

Zusammengestellt von Dr. Astrid Gundel

Union Investment und IVOX Glass Lewis veröffentlichen Corporate Governance-Ranking der DAX- und MDAX-Unternehmen

Mitte April 2024 haben Union Investment und der Stimmrechtsberater IVOX Glass Lewis zum mittlerweile sechsten Mal für den DAX und zum vierten Mal für den MDAX ein Corporate Governance-Ranking der Unternehmen vorgelegt. Im Vergleich zum Vorjahr wurden die Rankingkriterien überarbeitet und die Anforderungen erhöht. Zudem wurde ein stärkerer Fokus auf ESG-Transparenz gelegt.

Basis des Rankings bilden Fragen zu den Themen (1) Kapital, (2) Vorstand, (3) Aufsichtsrat, (4) Vorstandsvergütung, (5) Aufsichtsratsvergütung, (6) Abschlussprüfung und (7) Transparenz. Verbesserungsbedarf sehen die Autoren des Rankings vor allem in den Bereichen Ämterhäufung, Unabhängigkeit und Transparenz. Auf den ersten Plätzen im DAX landeten Mercedes-Benz, die Deutsche Börse und die Allianz. Im MDAX lagen Thyssenkrupp, die GEA Group und Lanxess vorne.

Quelle: Union Investment, IVOX Glass Lewis: Corporate-Governance-Ranking DAX und MDAX 2023/24, April 2024; weitere Informationen online abrufbar unter <https://unternehmen.union-investment.de/presseservice/pressemitteilungenarchiv/alle-pressemitteilungen/2024/corporate-governance-im-dax-und-mdax> ←



Wiederbelebung der Kapitalmarktunion gefordert

Seit mittlerweile fast zehn Jahren wurden in der EU zahlreiche Gesetzesinitiativen zur Schaffung einer Kapitalmarktunion auf den Weg gebracht. Diese soll nun nach dem Willen der Staats- und Regierungschefs der EU in der kommenden Legislaturperiode vertieft werden.¹ Auf einer Sondertagung Mitte April legten sie hierzu folgende Vorschläge vor:

- Relevante Aspekte der nationalen Insolvenzrahmen für Unternehmen sollen harmonisiert werden.
- Durch die gezielte Angleichung der Unternehmenssysteme (»corporate systems«) sollen Investitionen gefördert werden.
- Der europäische Verbriefungsmarkt soll wiederbelebt werden.
- Die Aufsicht über die Kapitalmärkte der EU soll verbessert werden.
- Ein einfaches und wirksames grenzüberschreitend angebotenes Anlage-/Sparprodukt für Kleinanleger soll eingeführt werden. Zugleich sollen Rentenprodukte und langfristige Sparprodukte entwickelt werden.
- Das Finanzwissen der EU-Bürger soll gestärkt werden.

Im Juni 2024 wurden weitere Schritte diskutiert.

Weitere Informationen sind online auf der Seite des Rats abrufbar unter <https://www.consilium.europa.eu/en/policies/what-the-eu-is-doing-to-deepen-its-capital-markets/timeline-what-the-eu-is-doing-to-deepen-its-capital-markets/>. ←

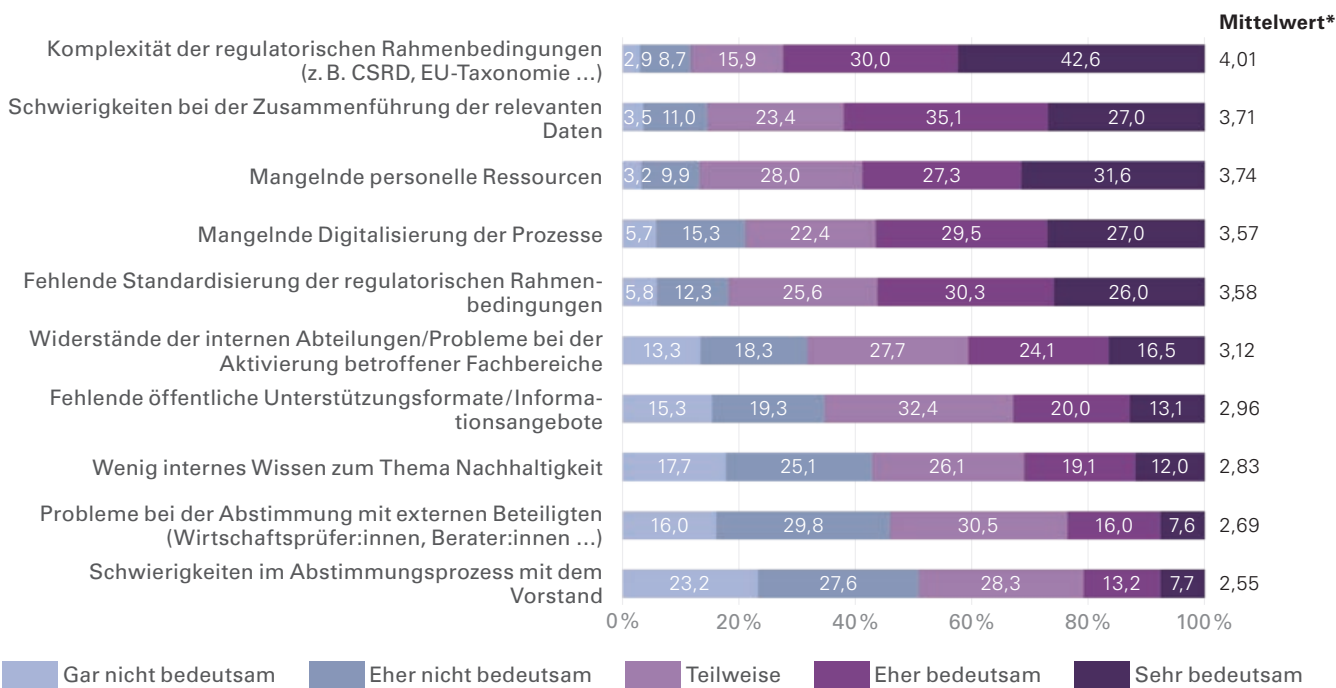
¹ Ende April 2024 legte zudem eine vom französischen Wirtschaftsminister Bruno Le Maire initiierte Arbeitsgruppe – bestehend aus Experten aus dem privaten und öffentlichen Sektor unter Vorsitz des ehemaligen Leiters der französischen Zentralbank Christian Noyer – einen Abschlussbericht mit Empfehlungen zur weiteren Vertiefung des Kapitalmarkts vor. Der Bericht ist online abrufbar unter <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/2024/04/25/developing-european-capital-markets-to-finance-the-future>. Darüber hinaus hatten die Finanzminister der EU im März 2024 ebenfalls von der nächsten EU-Kommission eine Vertiefung der Kapitalmarktunion gefordert. Zudem haben die EZB und die ESMA jeweils Stellungnahmen abgegeben, online abrufbar unter <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.pr240307~76c2ab2747.en.html> und <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-makes-recommendations-more-effective-and-attractive-capital-markets-eu>.

Sustainability Transformation Monitor 2024: Nachhaltigkeit gewinnt für Unternehmen weiter an Bedeutung

Bei mehr als der Hälfte der Unternehmen ist das Thema Nachhaltigkeit mittlerweile zentraler Bestandteil der **Unternehmensstrategie**; gleichzeitig setzt sich der Trend fort, das Thema Nachhaltigkeit höher in der Unternehmenshierarchie zu verankern. Dies geht aus dem Sustainability Transformation Monitor 2024 der Stiftung Mercator, der Universität Hamburg, der Peer School for Sustainable Development und der Bertelsmann Stiftung hervor, der Anfang Februar 2024 vorgestellt wurde. Befragt wurden 362 Personen aus Unternehmen, davon 271 aus der Real- und 91 aus der Finanzwirtschaft.² Als größter **Treiber für die Nachhaltigkeitstransformation** wird die Politik angesehen, gefolgt von der Geschäftsführung und der jungen Generation. Als unternehmensinterne Hemmnisse werden fehlende monetäre und personelle Ressourcen sowie mangelnde Datenverfügbarkeit angegeben.

Abbildung 1: Herausforderungen in der Nachhaltigkeitsberichterstattung

Wie bedeutsam sind die folgenden Hemmnisse für die Nachhaltigkeitsberichterstattung innerhalb Ihrer Organisation?



* Mittelwerte wurden berechnet, indem den Antwortoptionen Werte von 1 bis 5 zugeordnet wurden, wobei 1 »Gar nicht bedeutsam« und 5 »Sehr bedeutsam« entspricht.

Die Bewertung der Hemmnisse ist unter anderem davon abhängig, ob bzw. ab welchem Jahr Unternehmen nach der CSRD berichtspflichtig werden. Unternehmen, die bereits in 2025 für 2024 nach der CSRD berichten müssen, nehmen die Hemmnisse tendenziell stärker wahr als die, die erst später oder gar nicht berichten müssen. Vermutlich, weil Unternehmen, die sich bereits intensiver mit den Anforderungen der CSRD beschäftigt haben, die damit verbundenen Herausforderungen noch genauer einschätzen können und demnach anders bewerten.

2 Vgl. näher zur Methodik und zu den befragten Personen S. 33 der Studie

In Bezug auf die **Nachhaltigkeitsberichterstattung** fühlten sich nur etwas mehr als ein Drittel der Unternehmen bereits tendenziell gut vorbereitet. Die Komplexität der Regulierung, die Datenverfügbarkeit sowie mangelnde personelle Ressourcen werden als bedeutsame Hemmnisse für die Berichterstattung angesehen (vgl. Abbildung 1).

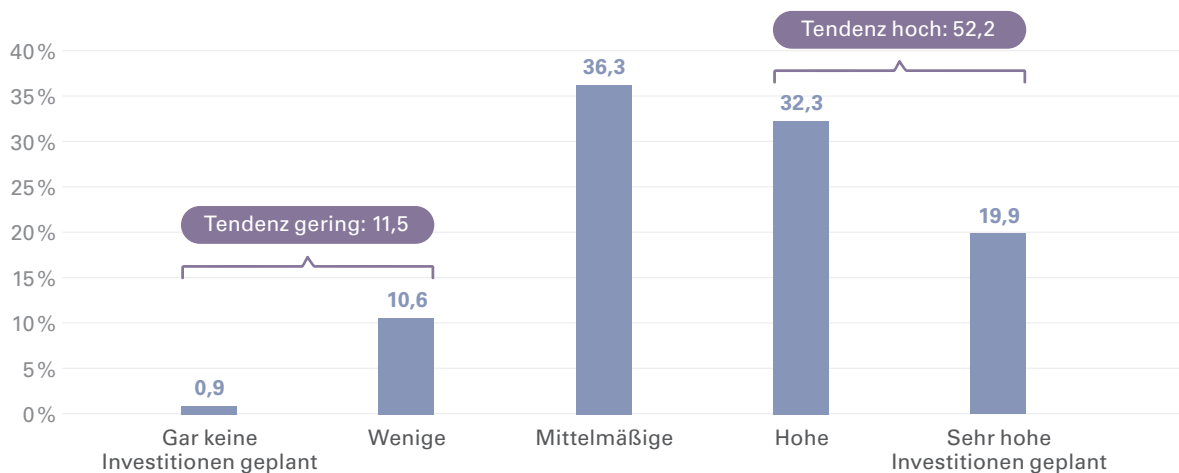
Bei einem Drittel der Unternehmen ist Nachhaltigkeit wichtig für die **Finanzierungsstrategie**. Bei Unternehmen, die sich über den Kapitalmarkt finanzieren, sind es immerhin knapp die Hälfte. Der Investitionsaufwand für die grüne Transformation wird überwiegend als hoch angesehen (vgl. Abbildung 2).

Die **Relevanz von Nachhaltigkeit in Finanzierungsgesprächen** wird von Real- und Finanzwirtschaft unterschiedlich eingeschätzt. Während im Finanzsektor die Relevanz als hoch oder sehr hoch angesehen wird, misst die Realwirtschaft dem Thema bislang geringere Bedeutung zu.

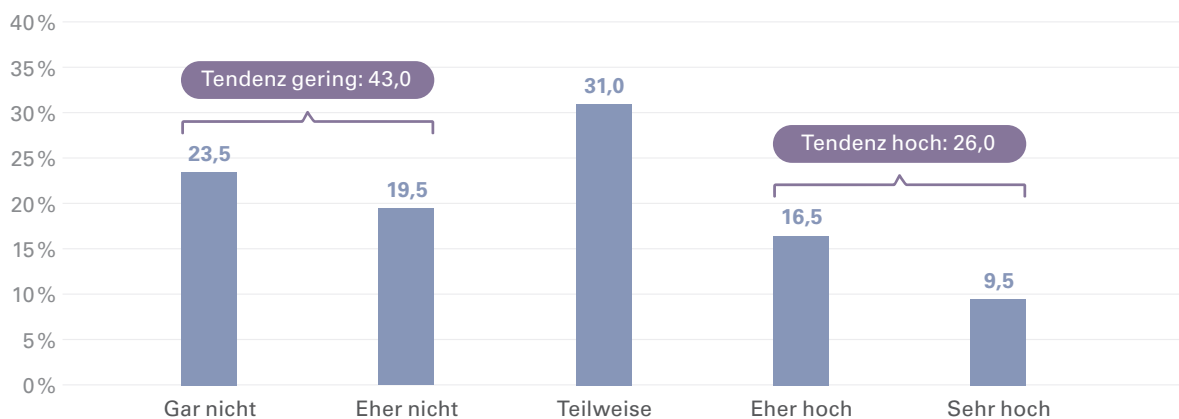
Quelle: Stiftung Mercator, Universität Hamburg, Peer School for Sustainable Development, Bertelsmann Stiftung: Sustainability Transformation Monitor 2024, online abrufbar unter <https://www.sustainabilitytransformation.org/studie/studie-downloaden/> ◀

Abbildung 2: **Allgemeiner Investitionsaufwand für soziale und ökologische Transformation**

Wie schätzen Sie den zukünftigen Investitionsaufwand für die soziale und ökologische Transformation Ihrer Organisation im Verhältnis zum allgemeinen Investitionsaufwand Ihrer Organisation ein?



Anknüpfend an die vorherige Frage: In welchem Umfang schätzen Sie, wird Ihre Organisation auf Fremdkapital zur Finanzierung der Investitionen in die eigene soziale und ökologische Transformation angewiesen sein?



Die Ergebnisse sind abhängig von der Unternehmensgröße. Die »Tendenz hoch« ist bei Unternehmen mit < 250 Mitarbeitenden **42,3%**, mit 250 bis < 10.000 **54,1%** und mit >= 10.000 **63,0%**.

Corporate governance in Japan

Author: **Sumika Hashimoto**

In December 2023, Japan moved up to 2nd place in the corporate governance rankings “CG Watch”¹ issued by the Asian Corporate Governance Association (ACGA). This is an independent, non-profit organization based in Hong Kong.

ACGA’s evaluation on Japan – “A” for effort, “C” for disclosure

Since 2003, ACGA has been publishing CG Watch approximately every two years. It ranks the state of corporate governance in 12 markets in the Asia-Pacific area. This research covers the following seven areas related to corporate governance:

1. Government and public governance
2. Regulators (including funding, capacity, CG reform and enforcement)
3. CG rules
4. Listed companies
5. Investors
6. Auditors and audit regulators
7. Civil society and media

Previously, Japan was ranked 7th in 2018 and 5th in 2020. This time it leapt up to 2nd place, which is the highest rank in the past 20 years. The reason for Japan’s significant rise through the rankings is the **country’s efforts to reform corporate governance and promote more disciplined corporate management**. A path toward enhancement has been illuminated by these efforts, including the Financial Services Agency’s Action Program for Accelerating Corporate Governance Reform, the Tokyo Stock Exchange’s Action to Implement Management That Is Conscious of Cost of Capital and Stock Price, and the Ministry of Economy, Trade and Industry’s Guidelines for Corporate Takeovers.

While government-led reform initiatives pushed up the overall ranking, when looking at the category of listed companies only, Japan was only in 8th place, with an evaluation of “showing signs of improvement.” It was noted that transparency only improved in areas where there were additional disclosure requirements by regulators, and there were **few companies which took a strategic approach** to go beyond the rules to provide more information useful for decisions. This point was made for all markets, not just Japan, but there is room for improvement here, as Japan’s ranking of the survey regarding listed companies has not improved significantly.

¹ <https://www.acga-asia.org/cgwatch-detail.php?id=482>



Parliament Building, Tokyo, Chiyoda

Osaka Skyline



Sumika Hashimoto is a Technical Director with KPMG Japan's Sustainable Value Office, where she has been engaged in various research projects and the development of thought leadership pieces regarding corporate reporting and corporate governance for more than ten years. Sumika was seconded to the Asian Corporate Governance Association on a part-time basis from 2018 until early 2024.

Historical background of corporate governance reform in Japan

After the collapse of the bubble economy in the early 1990s and the long-term stagnation of the economy, it was recognized that in order to regain the “earning power” of the Japanese economy, it was necessary for Japanese companies to enhance their long-term productivity and profitability and become more competitive on the global stage. Under the recognition that it is important to encourage risk-taking by management and achieve sustainable growth of corporate value, the Japanese government positioned the **strengthening of corporate governance as one of the most important agendas in its growth strategy** in 2014. Shortly thereafter, the Financial Services Agency and the Tokyo Stock Exchange established an expert committee, formulated a draft of the Corporate Governance Code, and in 2015, the Tokyo Stock Exchange made amendments to the listing rules to make the Corporate Governance Code come into effect in the same year.

The Corporate Governance Code is not a hard law but a principle-based norm that takes a “comply or explain” approach. However, since Japan’s corporate governance reform originated from a government initiative, it has been pointed out that Japanese companies tended to perceive the Corporate Governance Code as a compliance requirement with a passive attitude. Even 10 years after the introduction of the Corporate Governance Code, ACGA’s observations continue to highlight the efforts of regulators and point out the **insufficiency of corporate disclosure**.

Corporate governance reforms could serve as opportunity for growth

At ACGA’s annual conference held in November 2023, the view was expressed that the Japanese market has great significance in Asia when looking at the future geopolitical situation in the region. In order for Japan to further increase its presence in the global market and receive appropriate evaluation from investors, it is important that government-led reforms are taken as an opportunity for growth by understanding the underlying objective of the reform and going beyond minimum regulatory compliance.

CG Watch 2023 overall market rankings

1. Australia
2. Japan
3. Singapore | Taiwan
5. Malaysia
6. Hong Kong | India
8. Korea
9. Thailand
10. China
11. Philippines
12. Indonesia

CG Watch 2023 listed companies category ranking

1. Australia
2. Malaysia
3. India
4. Singapore
5. Taiwan
6. Hong Kong
7. Thailand
8. Japan
9. Korea
10. Philippines
11. China
12. Indonesia



Kitano, Kobe



Aktiengesetz

Jens Koch

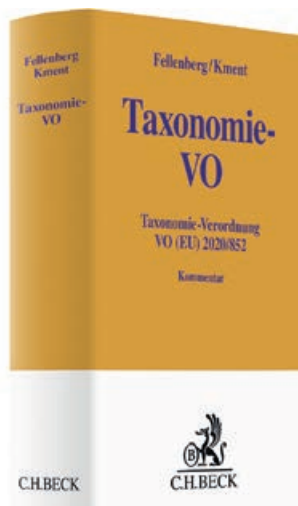
München 2024

Der nun in 18. Auflage erscheinende Kurzkomentar befasst sich mit den Vorschriften des Aktiengesetzes und des Spruchverfahrensgesetzes. Vervollständigt wird das Werk durch einen Abdruck der Bestimmungen des Deutschen Corporate Governance Kodex.

In die Neuauflage sind neben jüngerer Rechtsprechung und aktueller Literatur insbesondere folgende regulatorische Neuerungen eingeflossen:

- das Zukunftsfinanzierungsgesetz (ZuFinG),
- das Gesetz zur Umsetzung der Umwandlungsrichtlinie (UmRUG),
- das Hinweisgeberschutzgesetz sowie
- das Gesetz zur Modernisierung des Personengesellschaftsrechts.

Die Konzentration des Werks auf das Wesentliche, ohne dabei die wissenschaftliche Fundierung zu vernachlässigen, macht es insbesondere auch für die Praxis attraktiv und erlaubt es, zügig Lösungen zu rechtlichen Fragestellungen zu finden. Zahlreiche Literatur- und Rechtsprechungshinweise ermöglichen zudem eine vertiefte Auseinandersetzung mit der Materie. ←



Taxonomie-VO

Frank Fellenberg/Martin Kment (Hrsg.)

München 2024

Durch die Taxonomie-Verordnung wird ein einheitliches Klassifizierungssystem für nachhaltige Wirtschaftsaktivitäten mit dem Ziel etabliert, Finanzströme in nachhaltige Investitionen zu lenken. Die Vorgaben der Verordnung umzusetzen, stellt die Praxis weiterhin vor große Herausforderungen. Hinzu kommt, dass ihr Anwendungsbereich infolge der Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) in den kommenden Jahren sukzessiv ausgeweitet werden wird. Umso erfreulicher ist daher neue Kommentarliteratur zu diesem Regelwerk, die den Umgang mit den neuen Anforderungen erleichtern soll.

Dieser erstmalig erscheinende Kommentar zur Taxonomie-Verordnung erläutert die einzelnen Bestimmungen des Regelwerks. Dabei geht das Werk auch auf die zu dessen Konkretisierung erlassenen delegierten Verordnungen in ihren Grundzügen ein. Ziel des Kommentars sind zum einen eine verständliche Erläuterung des Klassifikationssystems, der hiermit verbundenen Pflichten und deren Auswirkungen auf Unternehmen. Zum anderen sollen auch die Bezüge zur Offenlegungsverordnung präzise dargelegt werden.

Das Bearbeiterteam setzt sich aus 26 Experten aus den Bereichen Anwaltschaft, Wissenschaft, Politik und Wirtschaftsprüfung zusammen. ←

HGB
Thomas Heidel/Alexander Schall (Hrsg.)

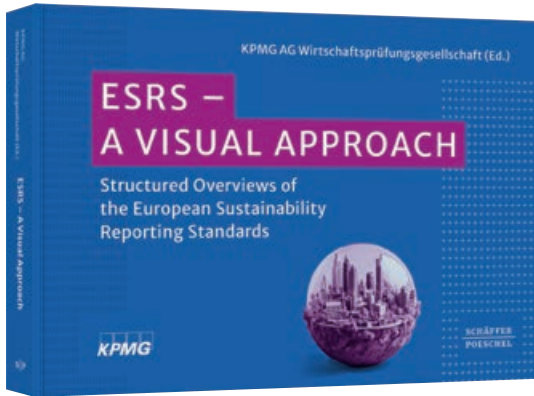
Baden-Baden 2024

Der in vierter Auflage erschienene Kommentar erläutert auf rund 2.900 Seiten prägnant und praxisbezogen die Bestimmungen des Handelsgesetzbuchs. Für den Aufsichtsrat dürfte hierbei insbesondere die Kommentierung des Bilanzrechts von Interesse sein.

An dem Werk haben fast 50 Experten aus den Bereichen Betriebswirtschaftslehre und Rechtswissenschaft als Bearbeiter mitgewirkt. Seit der Voraufgabe sind vier Jahre vergangen. Die Neuauflage bezieht insbesondere die Änderungen infolge des Gesetzes zur Modernisierung des Personengesellschaftsrechts (MoPeG) mit ein. Darüber hinaus finden Berücksichtigung die Neuerungen infolge

- des Finanzmarktintegritätsstärkungsgesetzes (FISG),
- des Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II),
- des Sanierungs- und Insolvenzrechtsfortentwicklungsgesetzes (SanInsFoG),
- des Gesetzes zur Umsetzung der Digitalisierungsrichtlinie (DiRUG),
- des Gesetzes zur Ergänzung und Änderung der Regelungen für die gleichberechtigte Teilhabe von Frauen an Führungspositionen (FuPoG II) sowie
- des Gesetzes zur Umsetzung der Umwandlungsrichtlinie (UmRUG).





ESRS – A Visual Approach
KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (Hrsg.)
Stuttgart 2024

Um die Vergleichbarkeit und Qualität der Nachhaltigkeitsberichterstattung zu verbessern, müssen Unternehmen infolge der Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) einheitliche Berichtsstandards nutzen. Diese sog. European Sustainability Reporting Standards (ESRS) werden von der EU-Kommission in Form delegierter Rechtsakte erlassen, die sich hierbei auf die Vorarbeit der European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG) stützt.

Ziel dieses in erster Auflage erschienenen Leitfadens ist es, die Unternehmen bei der Erfüllung ihrer neuen Berichtspflichten zu unterstützen und die Verständlichkeit und Zugänglichkeit der Berichte zu verbessern. Die rechtlichen Anforderungen der ESRS werden hierzu in zahlreichen Schaubildern visualisiert und die Leser zielgerichtet durch die einzelnen Standards geführt.

Das Werk, an dem zahlreiche KPMG-Expert:innen mitgewirkt haben, richtet sich an ein breites Publikum aus Wirtschaft, Politik und Gesellschaft. Auch dem Aufsichtsrat, der sich im Rahmen seiner Prüfung des Nachhaltigkeitsberichts vertieft mit den ESRS auseinandersetzen muss, dürfte das Werk wertvolle Hilfestellung leisten. Es ist in englischer Sprache verfasst. ←



HGB – Band 1
Detlev Jost/Lutz Strohn/Dörte Poelzig/
Volker Sander (Hrsg.)
München 2024

Dieser nun in fünfter Auflage erschienene weitere Klassiker der Kommentarliteratur befasst sich mit den Vorschriften des Handelsgesetzbuchs, d. h. neben den Bestimmungen zum Handelsstand (Kaufmannsbegriff, Prokura etc.) und zu den Personenhandels-gesellschaften insbesondere auch mit dessen für Aufsichtsräte besonders relevantem Bilanzrecht. Zusätzlich wurden in den rund 3.500 Seiten umfassenden Kommentar Ausführungen zum Konzernrecht der Personenhandels-gesellschaften, zur GmbH & Co. KG, zur Publikums-KG sowie zur Investment-KG aufgenommen.

Zielgruppe des Kommentars, an dem rund 30 Experten aus Wissenschaft und Praxis als Bearbeiter mitgewirkt haben, ist primär die Anwalts-, Gerichts- und Unternehmenspraxis. Die Ausführungen sind anwendungsorientiert bei gleichzeitiger wissenschaftlicher Fundierung. In die Neuauflage wurden insbesondere die Änderungen infolge des Gesetzes zur Modernisierung des Personengesellschaftsrechts (MoPeG) eingearbeitet. ←



Karsten Schmidt/Marcus Lutter
Aktiengesetz
Karsten Schmidt/Walter Bayer/
Jochen Vetter (Hrsg.)
München 2024

Dieses in fünfter Auflage erschienene zweibändige Werk zum Aktienrecht geht den Mittelweg zwischen den Kurzkommentaren und den – in der Regel zahlreiche Bände umfassenden – Großkommentaren, was ihn auch besonders geeignet für die Praxis macht. Neben dem Aktiengesetz werden die Bestimmungen des Spruchgesetzes erläutert.

Seit der Voraufgabe von 2020 ergingen zahlreiche Gesetzesänderungen, die nun in der Neuauflage berücksichtigt werden, namentlich

- das Zukunftsfinanzierungsgesetz (ZuFinG),
- das Finanzmarktintegritätsstärkungsgesetz (FISG),
- das Zweite Führungspositionen-Gesetz (FüPoG II),
- das Gesetz zur Einführung der virtuellen Hauptversammlungen von Aktiengesellschaften,
- das Gesetz zur Umsetzung der Digitalisierungsrichtlinie (DiRUG) sowie
- das Gesetz zur Umsetzung der Umwandlungsrichtlinie (UmRUG).

Die jüngsten Änderungen des Deutschen Corporate Governance Kodex sowie aktuelle Rechtsprechung und Literatur haben gleichfalls ihren Eingang in das Werk gefunden. ←

Neuordnung der Kräfte zwischen Prüfungsausschuss und Aufsichtsratsplenium

Eberhard Vetter

in: ZHR 2024, S. 230–265

Die Prüfung der Finanzberichterstattung gehört zu den zentralen Aufgaben des Aufsichtsrats. In Unternehmen von öffentlichem Interesse, wie z. B. börsennotierten Gesellschaften, muss sie zur vorbereitenden Erledigung auf den Prüfungsausschuss übertragen werden. Dieser Beitrag behandelt die Prüfung des Jahresabschlusses durch Prüfungsausschuss und Aufsichtsrat und zeigt auf, wie die Kompetenzzuweisung zwischen Plenum und Ausschuss reformiert werden könnte, um einer Überforderung des Aufsichtsrats entgegenzuwirken. ←

Ad-Hoc-Pflicht: Knowledge statt Knowledge Governance

Jens Koch

in: AG 2024, S. 97–111

Dieser Beitrag setzt sich mit der Frage auseinander, ob es sich bei der Pflicht, Insiderinformationen ad hoc zu veröffentlichen, um eine Veröffentlichungspflicht oder um eine Wissensorganisationspflicht handelt. Der Autor erörtert dabei auch, inwieweit der EU Listing Act zur Klärung der Streitfrage beiträgt. ←

Eckpunkte zum Bericht des Aufsichtsrats und Thesen zur Integration von Nachhaltigkeitsaspekten

Arbeitskreis Corporate Governance Reporting (AKCGR) der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V.

in: DB 2024, S. 405–409

Wie ausführlich und detailliert der Bericht des Aufsichtsrats an die Hauptversammlung ausfallen muss, ist in der juristischen Literatur hoch umstritten; das Aktiengesetz enthält diesbezüglich nur rudimentäre Vorgaben. Dieser Beitrag ordnet den Aufsichtsratsbericht

zunächst in die externe und interne Berichterstattung zur Steuerung und Überwachung des Unternehmens ein. Sodann werden die gesetzlichen Anforderungen an den Bericht dargestellt sowie Vorschläge zu ergänzenden Berichtsinhalten unterbreitet. Im Anschluss hieran werden zehn Eckpunkte zur praktischen Ausgestaltung des Berichts sowie Thesen zur Integration von Nachhaltigkeitsaspekten in den Bericht formuliert. Der Beitrag schließt mit einem Fazit und Ausblick. ←

Entwaldungsfreie Lieferketten – neue Sorgfaltspflichten für Unternehmen nach der EUDR

Marc Ruttloff/Eric Wagner/
Lisa Kappler/Florian Schuler

in: BB 2024, S. 707–716

Mit der Deforestation-free Regulation (EUDR) will die EU die weltweite Entwaldung bekämpfen und hierdurch Treibhausgasemissionen und den Verlust an biologischer Vielfalt verringern. Die Verordnung löst die European Timber Regulation (EUTR) mit Wirkung zum 30.12.2024 ab. In ihren Anwendungsbereich fallen alle natürlichen und juristischen Personen, die Holz und Holzserzeugnisse in der EU in den Verkehr bringen oder bereitstellen oder aus der EU ausführen. Neben Holz und Holzserzeugnissen sind auch Erzeugnisse umfasst, die relevante Rohstoffe wie Rinder, Kakao, Kautschuk, Ölpalme, Soja oder Holz enthalten, mit diesen gefüttert oder unter deren Verwendung hergestellt wurden. Die Verordnung beinhaltet u. a. bestimmte, die Lieferkette betreffende Sorgfaltspflichten. Dieser Beitrag erläutert die Neuerungen und stellt sie den Pflichten aus dem Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz gegenüber. ←

Aus- und Fortbildung von Aufsichtsratsmitgliedern

Thomas Kopelke

in: NZG 2024, S. 282–289

Dieser Beitrag beschäftigt sich mit der Pflicht des Aufsichtsrats zur Fortbildung und der Frage, welche Unterstützungsmöglichkeiten es hierbei durch die Gesellschaft gibt. ←

Künstliche Intelligenz und die Rolle des Aufsichtsrats

Anahita Thoms/Daniela Mattheus

in: ESG 2024, S. 69–75

Der Einsatz von künstlicher Intelligenz (KI) im Unternehmen bringt eine Vielzahl an grundlegenden rechtlichen und ethischen Fragestellungen mit sich. Dieser Beitrag stellt zunächst ethische Herausforderungen im Zusammenhang mit KI-Nutzung sowie Reaktionen des Gesetzgebers und praktische Folgen für Unternehmen hieraus dar. Sodann werden konkrete Einsatzformen von KI in Unternehmen beleuchtet, wobei auch Einsatzmöglichkeiten bei Vorstandsentscheidungen diskutiert werden. Im Schwerpunktteil des Beitrags untersuchen die Autorinnen die Rolle des Aufsichtsrats in Bezug auf KI. ←

15 Jahre Say on Pay als Instrument guter Corporate Governance – Stumpfes Schwert oder effektives Mittel zur Kontrolle der Vorstandsvergütung?

Julia Redenius-Hövermann/
Paul Bernhardt

in: ZIP 2024, S. 603–613

Im Jahr 2009 wurde – u. a. als Reaktion auf die Finanz- und Wirtschaftskrise – für börsennotierte Gesellschaften die unverbindliche Abstimmung der Aktionäre über die Vorstandsvergütung eingeführt (Say on Pay). 2020 wurde die Regelung dergestalt verschärft, dass die Aktionäre nun mindestens alle vier Jahre über das Vergütungssystem sowie jähr-



lich über den Vergütungsbericht unverbindlich abstimmen müssen. Dieser Beitrag widmet sich zunächst den gesetzlichen Grundlagen des Say on Pay. Im Anschluss hieran werden die Ergebnisse einer empirischen Auswertung des Say on Pay bei DAX40-Unternehmen über die Geschäftsjahre 2010 bis 2023 vorgestellt. Abgerundet wird der Beitrag mit Überlegungen zur Frage, ob das derzeitige System durch ein Decide on Pay abgelöst werden sollte. ←

Angemessenheits- und Wirksamkeitsaussage zum internen Kontrollsystem und Risikomanagementsystem

Christoph Teucher/

Nicole V. S. Ratzinger-Sakel

in: WPg 2024, S. 361–368

Seit 2022 empfiehlt der Deutsche Corporate Governance Kodex, dass Unternehmen die wesentlichen Merkmale des gesamten internen Kontrollsystems und des Risikomanagementsystems offenlegen und Stellung zur Wirksamkeit der Systeme beziehen sollen. Dieser Beitrag analysiert auf Grundlage der Geschäftsberichte der zum 31.12.2022 im DAX, MDAX und SDAX notierten Unternehmen, inwieweit durch heterogene Berichts- und Prüfungspraxis eine Erwartungslücke entstehen könnte und wie dieser entgegengewirkt werden kann. ←

Die Bedeutung von ESG in der Aufsichtsratskommunikation

Ralph Schilha/Ingo Theusinger

in: ESGZ 2024, S. 21–23

Dieser Beitrag befasst sich mit dem Dialog über die Nachhaltigkeitsstrategie und die Einhaltung von ESG-Standards durch Unternehmen zwischen Aufsichtsrat auf der einen und Investoren und weiteren Stakeholdern auf der anderen Seite. ←

IMPRESSUM

Herausgeber:

Audit Committee Institute e.V. (ACI)

Leitung:

Angelika Huber-Strasser (V.i.S.d.P.)

Redaktion:

Christina Gasser, Dr. Astrid Gundel, Christian Tobias Pfaff,

Prof. Dr. Christoph Teichmann

An dieser Ausgabe haben mitgewirkt:

Jonas Nestmeier, Joachim von Prittwitz und Gaffron,

Dr. Martin Ribbrock, Kathrin Schröder

Audit Committee Institute e.V. (ACI)

THE SQUAIRE • Am Flughafen

60549 Frankfurt am Main

Telefon +49 69 9587-3040

Fax +49 1802 11991-3040

E-Mail aci@kpmg.de

www.audit-committee-institute.de

ISSN (Print) 2509-2936

ISSN (Online) 2509-2944

Gestaltung und Satz: stereobloc, Berlin

Druck: Das Druckteam Berlin

Stand: 17.7.2024

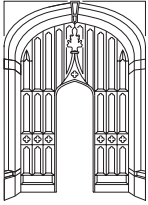
Bildnachweise/Illustrationen:

S. 1 © Andriy Onufriyenko/gettyimages.de; S. 2/3 © Photography by ZhangXun/gettyimages.de; S. 4/5 © rsooll/shutterstock.com; S. 12 © Gorodenkoff/stock.adobe.com; S. 14 © blvdone /stock.adobe.com; S. 18 © Vincent/gettyimages.de; S. 20 © Petrol/gettyimages.de; S. 25 © Kelly Headrick/shutterstock.com; S. 26 © Digital Zoo/gettyimages.de; S. 28 © Bartek/stock.adobe.com; S. 30 © artpartner-images/gettyimages.de; S. 33 © shapecharge/gettyimages.de; S. 36 © Olivier Le Moal/shutterstock.com; S. 38 © Roman Stavila/iStock.com; S. 39 © birdys/photocase.de; S. 42 © tirachard/stock.adobe.com; S. 44 © Onidji/stock.adobe.com; S. 46 © Gustavo MS_Photography/shutterstock.com; S. 48 © Larry Lee Photography/gettyimages.de; S. 50 © Slowlifetrader/stock.adobe.com; S. 52 © Hidehiko Sakashita/gettyimages.de; S. 55 © Bloomberg Creative/gettyimages.de; S. 57 © shomos uddin/gettyimages.de; S. 58 © iunewind/shutterstock.com; S. 60 © fhm/gettyimages.de; S. 62 © crocodile/photocase.de; S. 64 © Pasko Maksim/stock.adobe.com; S. 66 © iwaart/stock.adobe.com; S. 67 © ZzGooggiigz/stock.adobe.com; S. 70 © Seif Ibrahim/500px/iStock.com; S. 76 © Bill Gallery/stock.adobe.com; S. 78 © klikk/stock.adobe.com; S. 84 © Martina Langer-Plän/photocase.de; S. 86 © Jacobs Stock Photography Ltd/gettyimages.de; S. 87 © Nicola Katie/gettyimages.de; S. 90 © Josh Hawley/gettyimages.de, Nessa/stock.adobe.com, fotoVoyager/gettyimages.de; S. 91 © photop5/stock.adobe.com; S. 94/95 © kret87/shutterstock.com; S. 96 © Roman Stavila/iStock.com

Die enthaltenen Informationen sind allgemeiner Natur und nicht auf die spezielle Situation einer Einzelperson oder einer juristischen Person ausgerichtet. Obwohl wir uns bemühen, zuverlässige und aktuelle Informationen zu liefern, können wir nicht garantieren, dass diese Informationen so zutreffend sind wie zum Zeitpunkt ihres Eingangs oder dass sie auch in Zukunft so zutreffend sein werden. Niemand sollte aufgrund dieser Informationen handeln ohne geeigneten fachlichen Rat und ohne gründliche Analyse der betreffenden Situation.

Das Audit Committee Institute versteht sich als Forum für kontroverse Diskussionen. Die Ansichten und Meinungen sind die der Verfasser und entsprechen nicht unbedingt den Ansichten und Meinungen des Audit Committee Institute e.V.

© 2024 Audit Committee Institute e.V., assoziiert mit der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, einer Aktiengesellschaft nach deutschem Recht und einem Mitglied der globalen KPMG-Organisation unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Limited, einer Private English Company Limited by Guarantee, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten.



Audit Committee Institute e.V.

FIRST HAND INFORMATION FÜR AUFSICHTSRÄTE UND FÜHRUNGSKRÄFTE

Jetzt
Frühbucherpreis
bis
27. September
nutzen!

Masterclass Aufsichtsrat Meet. Eat. Study.

8. November 2024 in München

In der KPMG-Niederlassung »Optineo«, Friedenstraße 10, 81671 München

Aufsichtsratsstätigkeit: Aktuell und kompakt

9:00–13:30 Uhr

Aufsichtsratsarbeit mit aktuellen Entwicklungen

u. a. Anforderungen, Aufgaben, Rechte/Pflichten, Haftung, Information, Organisation

13:30–14:30 Uhr Mittagspause

14:30–18:00 Uhr

Das Neueste zu CSRD, CS3D, Digitalisierung und KI

zwei Sessions à 90 Minuten; pro Session stehen verschiedene Themen zur Auswahl

ab 18 Uhr Ausklang und Austausch

Teilnahmegebühr: 1.890 EUR inkl. MwSt.

Frühbucherpreis: 1.490 EUR inkl. MwSt.

Jeweils inkl. einem Exemplar

»Der Navigator für den Aufsichtsrat«,
2. Auflage, Verkaufspreis: 80 EUR

Änderungen vorbehalten



Registrierung

Weitere Informationen zu Inhalten und Anmeldung finden Sie mithilfe des QR-Codes und unter audit-committee-institute.de/html/de/fortbildungstage.html

Audit Committee Institute

First Hand Information für Aufsichtsräte und Führungskräfte

E-MAIL aci@kpmg.de TELEFON +49 69 9587-3040 X@aci_de www.audit-committee-institute.de

Gedruckt auf Papier aus 100 Prozent Altpapier.



ISSN (Print) 2509-2936
ISSN (Online) 2509-2944

11/2024