

Audit Committee Quarterly

IV/2021

DAS MAGAZIN FÜR CORPORATE GOVERNANCE

**Audit Committee
Institute e.V.**

Gefördert durch



»EVEN A GREAT COMPANY

CAN BE PRICED TOO HIGH

IF THERE'S A LOT OF GLAMOUR ATTACHED TO IT.«

Philip Fisher

Investors' Governance

»Aktionäre sind dumm und frech. Dumm, weil sie ihr Geld anderen Leuten ohne ausreichende Kontrolle anvertrauen, und frech, weil sie Dividenden fordern, also für ihre Dummheit auch noch belohnt werden wollen.« Die provokative Tonalität dieses dem deutschen Bankier Carl Fürstenberg zugeschriebenen Zitats muss man in den Kontext des späten 19. Jahrhunderts einordnen. Zweifelsohne haben sich seitdem auch fortlaufend die Rahmenbedingungen geändert, unter denen sich Investoren und Unternehmen begegnen.

Das vor Kurzem in Kraft getretene Finanzmarktintegritätsstärkungsgesetz (FISG) markiert mit seinen weitreichenden Gesetzesänderungen – rund um Corporate Governance, Abschlussprüfung und Enforcement-Verfahren – die jüngste Veränderung dieser Rahmenbedingungen speziell für Unternehmen von öffentlichem Interesse. Dazu kommen eine veränderte Kommunikation zwischen Aktionären und Aufsichtsrat bzw. Vorstand auf virtuellen Hauptversammlungen infolge der Coronapandemie sowie veränderte Kapitalzugänge durch Orientierung an ESG-Grundsätzen.

Diese Ausgabe des Audit Committee Quarterly berücksichtigt auch, wie sich Investoren und Unternehmen selbst verändert haben. Institutionelle Investoren sehen sich durch die anhaltende Niedrigzinsphase dazu gezwungen, noch genauer auf die Performance der Unternehmen zu schauen, in die sie investiert haben. Da darf es dann nicht verwundern, wenn die sog. aktivistischen Investoren den deutschen Kapitalmarkt wiederentdeckt haben und ihre deutlich formulierten Renditeziele mit für die deutsche Unternehmenslandschaft ungewöhnlich harten Forderungen nach Einschnitten in die Unternehmensleitung verknüpfen. Prominente Beispiele kennen Sie. Investoren, die sich auf die Finanzierung von sog. Start-ups spezialisiert haben, stellen aufgrund des hohen Risikos, ihr eingesetztes Eigenkapital zu verlieren, Forderungen nach Mitsprache- und Vetorechten mit Blick auf die Unternehmensleitung, die einem Kleinaktionär fremd sind.

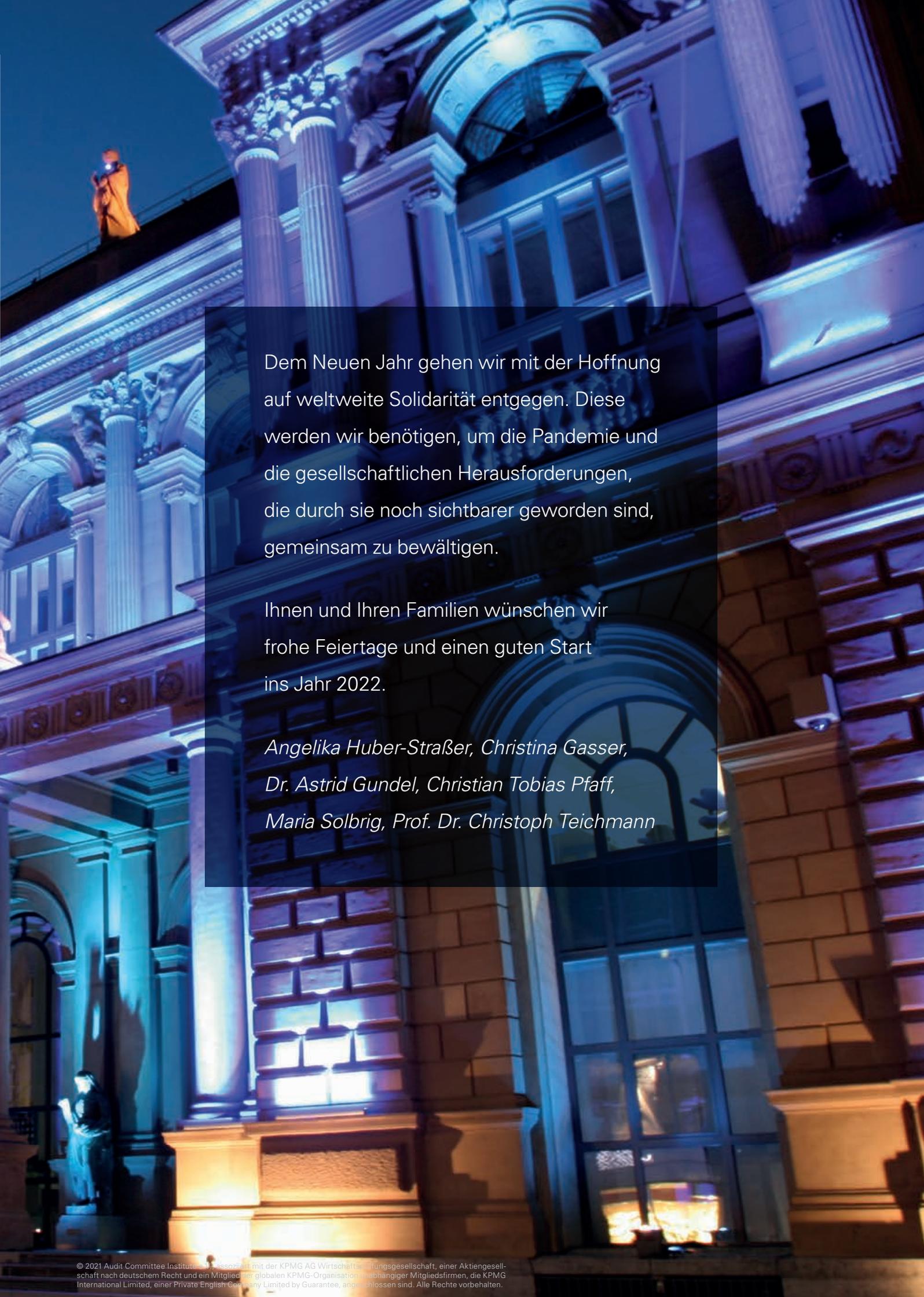


Auf der anderen Seite haben Unternehmen verstanden, dass sie neben den berechtigten Interessen der Investoren (Stichwort: Shareholder-Value) stets auch die Interessenlagen anderer Gruppen (Stichwort: Stakeholder) im Blick haben müssen, dass sich bspw. eine gleichberechtigte Teilhabe in der Gesellschaft auch in Unternehmen widerspiegeln sollte. Angesichts dieser vielen Veränderungen sollten Unternehmen und Investoren ihr Verhältnis zueinander fortlaufend analysieren, ggf. durch geeignete Maßnahmen anpassen und im engen Dialog bleiben. Darin besteht eine große Gestaltungschance. Bleibt diese ungenutzt, wird früher oder später – meistens durch öffentlichkeitswirksame Fehlentwicklungen provoziert – die Legislative die Rahmenbedingungen und mithin das Verhältnis zwischen Unternehmen und Investoren verändern.

Ich wünsche Ihnen eine kurzweilige Lektüre an den bevorstehenden Feiertagen, die Sie und Ihre Lieben hoffentlich gesund und voller Zuversicht für das kommende Jahr genießen können.

Herzliche Grüße

Holger Kneisel
Vorstand Advisory
KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Dem Neuen Jahr gehen wir mit der Hoffnung auf weltweite Solidarität entgegen. Diese werden wir benötigen, um die Pandemie und die gesellschaftlichen Herausforderungen, die durch sie noch sichtbarer geworden sind, gemeinsam zu bewältigen.

Ihnen und Ihren Familien wünschen wir frohe Feiertage und einen guten Start ins Jahr 2022.

*Angelika Huber-Straßer, Christina Gasser,
Dr. Astrid Gundel, Christian Tobias Pfaff,
Maria Solbrig, Prof. Dr. Christoph Teichmann*

2 EDITORIAL
Holger Kneisel

SCHWERPUNKT
INVESTORS' GOVERNANCE

- 6 Aktivistische Investoren und die aktuellen Herausforderungen**
Prof. Dr. Henning Zülch
- 8 Aktivistische Investoren – aktuelle Trends und Auswirkungen auf die Arbeit von Vorstand und Aufsichtsrat**
RA Dr. Michael Brellochs, LL.M. (Harvard),
Attorney-at-Law (New York)
- 11 Die Entwicklung der Investorenlandschaft in Deutschland**
Kay Bommer und Andreas Posavac
- 14 Vom Baggersee zum Ozean – Wachstumsfinanzierung in Deutschland**
Dr. Norbert Kuhn
- 16 Dialog im Wandel? Warm-up zur HV-Saison 2022**
Anke Sänger-Zschorn
- 18 Einführung elektronischer Wertpapiere – neue Wege am Kapitalmarkt**
Dr. Ulrich Keunecke und Sigrid Aguilar
- 20 Aktivistische Shortseller – Fluch oder Segen?**
Prof. Dr. Dörte Poelzig, M. jur. (Oxford)
- 22 To SPAC or not to SPAC**
Stefan Krause

- 24 Vielfalt in der Investor:innen- und Gründer:innenlandschaft – ein Erfolgsfaktor für Innovation**
Ina Schlie
- 27 Dauerbrenner Diversität – aus Sicht der Investoren ein fester Platz auf der Aufsichtsratsagenda 2022**
Dr. Gabriele Apfelbacher, Daniela Heyer und
Dr. Philine Sandhu
- 30 Die Abstimmung über das Vorstandsvergütungssystem – Beginn einer Zeitenwende?**
Jella Benner-Heinacher
- 32 Holt den Investorendialog in die Hauptversammlung!**
Prof. Dr. Christoph Teichmann
- 36 Virtuelle Hauptversammlung – Ziele einer nachhaltigen Reform**
Dr. Guntram Würzburg
- 39 Das Fondsstandortgesetz – neue steuerliche Chancen für Vermögensbeteiligungen von Mitarbeitenden?**
Ingo Todesco und Carmen Egermann

INTERNATIONAL BUSINESS OUTLOOKS

- 42 Business Destination Germany 2022**
Internationale Unternehmen fahren Investitionen in Deutschland zurück
Andreas Glunz

KOLUMNE ZUKUNFT

- 44 Der 30-Billionen-Dollar-Markt**
Prof. Dr. habil. Heiko von der Gracht

STANDPUNKT

- 46 Prüfung des Jahresabschlusses durch den Aufsichtsrat bei fehlender Abschlussprüfung
Prof. Dr. Klaus Ruhnke und Prof. Dr. Martin Schmidt
- 48 Der Fall Evergrande Real Estate Group – weit entfernt oder weit gefehlt?
Dr. Hans Volkert Volckens

FAMILIENUNTERNEHMEN

- 50 Sie sind dann mal weg?
Sabine Gronbach und Mark Pawlytta

AKTUELLE RECHTSPRECHUNG

- 52 Zustimmung des Aufsichtsrats zu Beraterverträgen mit Aufsichtsratsmitgliedern
Dr. Astrid Gundel

-
- 54 **KURZMELDUNGEN**
Zusammengestellt von Dr. Astrid Gundel

CORPORATE GOVERNANCE AKTUELL

- 56 Neuer Kodex, alte Prüfungsschwäche
Prof. Dr. Axel v. Werder
- 58 Kapitalkostenstudie 2021: Nachhaltigkeit versus Rendite – ESG als Treiber für langfristiges Wachstum?
WP/StB Stefan Schöniger und Dr. Andreas Tschöpel
- 64 Auch Prüfungsausschuss betroffen – öffentliche Konsultation der EU-Kommission zur Stärkung der Qualität der Finanzberichterstattung
Dr. Astrid Gundel

- 66 Zweites Führungspositionen-Gesetz: erhöhte Anforderungen
Dr. Dirk Rabenhorst

- 68 Wie viele Mitglieder muss der Pflichtprüfungsausschuss nach dem FISG haben?
Dr. Astrid Gundel

DIE WELT DER CORPORATE GOVERNANCE: BRASILIEN

- 70 Licht in den Steuerschmelz bringen – Die Vorschläge zur brasilianischen Steuerreform und die deutsche Perspektive
Martin Baltes und Sebastian Hoffmann

FINANCIAL REPORTING UPDATE | TAX

- 74 Enforcement von Rechnungslegungsnormen in Deutschland: die Prüfungsschwerpunkte 2022
Prof. Dr. Hanne Böckem

- 77 **IN EIGENER SACHE**
Fortbildungsprogramm für Aufsichtsräte

-
- 78 **PUBLIKATIONEN**

-
- 80 **AUSGEWÄHLTE ZEITSCHRIFTENARTIKEL**

-
- 81 Impressum

-
- 82 Bestellformular

Aktivistische Investoren



und die aktuellen Herausforderungen

Autor: **Prof. Dr. Henning Zülch**

Das Engagement von Investoren ist sehr unterschiedlich zu beurteilen. Während passive Investoren wenig Aufmerksamkeit in der Vorstands- und Aufsichtsratsstätigkeit erfordern, können aktivistische Investoren die Arbeit beträchtlich beeinflussen und ggf. den Mitgliedern im Vorstand oder Aufsichtsrat die Position kosten. Auch wenn im Rahmen der Coronapandemie die Kampagnen von aktivistischen Investoren weltweit abgenommen haben, ist in Deutschland im Jahr 2020 ein Rekordhoch aktivistischer Kampagnen zu beobachten gewesen. Durch das steigende Interesse der Öffentlichkeit am Thema Nachhaltigkeit, aber auch forciert durch Diskussionen um eine effektive Unternehmensverfassung bzw. Corporate Governance existieren neue Ansatzpunkte für aktivistische Kampagnen. Zugleich machen sich neue Stakeholdergruppen dieses Mittel zunutze.

Prof. Dr. Henning Zülch leitet den Lehrstuhl für Rechnungswesen, Wirtschaftsprüfung und Controlling an der HHL – Leipzig Graduate School of Management. Er ist dazu als Gastprofessor an der Universität Wien im Bereich »Selected Foreign Accounting Systems« tätig und Mitglied in zahlreichen wissenschaftlichen und berufsständischen Organisationen im Bereich der externen Rechnungslegung, Wirtschaftsprüfung und Corporate Governance.



Aktivistische Investoren

Als aktivistische Investoren bezeichnet man Investoren, die mit einer Beteiligung an einem Unternehmen versuchen, Einfluss auf das Management und das Unternehmen zu nehmen. Ziel ist, durch die Beeinflussung der Unternehmenspolitik einen zusätzlichen Nutzen für die aktivistischen Investoren zu erreichen. Dieser Nutzen spiegelt sich häufig durch eine Steigerung des Unternehmenswerts und damit einer Wertsteigerung des Anteils der aktivistischen Investoren wider. Über die Zeit haben sich auch die Motive und Interessen weiterentwickelt. Im Rahmen der Debatte um Klimaschutz und Nachhaltigkeit ist z. B. eine wachsende Zahl an Kampagnen zu diesen Themen zu beobachten. Infolgedessen müssen Vorstand und Aufsichtsrat sich auch intensiv mit den Themen aus den Bereichen Environmental, Social und Governance (ESG – Umwelt, Soziales, Unternehmensführung) beschäftigen, um hier keine allzu große und offensichtliche Angriffsfläche zu bieten.

Aktuelle Fallbeispiele

Aktuelle Fallbeispiele wie das Engagement von Cerberus bei der Commerzbank im Jahr 2020 zeigen, dass auch bisher lange Zeit unauffällige Investoren auf Maßnahmen von aktivistischen Investoren zurückgreifen, um den Druck auf Vorstand und Aufsichtsrat zu erhöhen. Die Motive für dieses offensivere Verhalten sind häufig die Unzufriedenheit mit der Entwicklung des Unternehmens oder aber der Arbeit von Vorstand und Aufsichtsrat. Nach öffentlichem Druck durch Cerberus, welcher eigentlich als eher verschwiegener Investor bekannt ist, sind bei der Commerzbank der damalige Vorstandsvorsitzende Martin Zielke und der Aufsichtsratsvorsitzende Stefan Schmittmann zurückgetreten, wodurch eine Führungskrise in der zweitgrößten deutschen Privatbank entstanden war. Der neue Vorstandsvorsitzende Manfred Knof geht – wenig überraschend – in der überarbeiteten Strategie auch auf die Forderungen von Cerberus ein, wodurch die Kampagne von Cerberus am Ende als erfolgreich gewertet werden kann.

Dies sind aber nicht mehr die einzigen Themen, die die Investoren beschäftigen. Diese Erfahrung musste nun auch der Ölkonzern ExxonMobil machen. Mit nur einem marginalen Anteil von 0,02 Prozent schaffte es der Hedgefonds Engine No. 1, mit Kritik an den Klimaschutzplänen des Ölkonzerns in der Hauptversammlung 2021 drei Verwaltungsratsmandate mit eigenen Vorschlägen zu besetzen. In allen drei Fällen handelt es sich um erfahrene Manager mit Expertise auf dem Gebiet der erneuerbaren Energien. Damit kann der Hedgefonds nun massiv die Unternehmenspolitik im Hinblick auf mehr Klimaschutz beeinflussen. Diese – an einen Coup d'État erinnernde – Kampagne gelang jedoch nur durch die Unterstützung von Pensionsfonds sowie durch die Zustimmung von Vermögensverwaltern wie Blackrock und Vanguard, welche an ExxonMobil beteiligt sind. Engine No. 1 hatte damit eine breite Aktionärsunterstützung und konnte somit seine Kandidaten durchsetzen.

Die beiden oben angeführten Beispiele zeigen einerseits den weitreichenden Einfluss von Investoren auch bei relativ geringem Anteilsbesitz und weiteren starken Ankerinvestoren (im Fall der Commerzbank die Bundesrepublik Deutschland) und andererseits, dass sich die Motive für ein aktivistisches Engagement bei den Investoren auf ein breites Themenfeld stützen können. Weiterhin zeigen beide Beispiele, wie wichtig ein regelmäßiger Austausch mit den eigenen Investoren ist, um die Interessen und Bedürfnisse dieser zu verstehen. Denn Vorstand und Aufsichtsrat müssen die Interessen aller Aktionäre angemessen berücksichtigen.

Umgang mit aktivistischen Investoren

Im Umgang mit aktivistischen Investoren ist eine transparente Berichterstattung vonnöten. Dies hilft auch, künftige Kampagnen zu vermeiden. Dabei sollte nicht nur ein Blick auf die Financials erfolgen, sondern es sollte auch ein Schwerpunkt auf das Geschäftsmodell und die Strategie gelegt werden. Ferner sollte ein kontinuierliches Investoren-Monitoring erfolgen, um aktivistische Investoren frühzeitig identifizieren zu können. Sind aktivistische Investoren in der Aktionärsstruktur einmal identifiziert, gilt es einen strategischen Kommunikationsplan zu entwickeln. Dieser regelt z. B., welche Mitglieder von Vorstand und Aufsichtsrat Kontakt mit den Investoren aufnehmen; auch eine kritische Reflexion des eigenen Geschäftsmodells und der Strategie ist in Vorbereitung dazu notwendig. Vor der Kontaktaufnahme hat eine Analyse der bisherigen Kampagnen des aktivistischen Investors zu erfolgen, um deren Ziele und Strategien einschätzen zu können. Damit lassen sich eine passende Strategie und adäquate Maßnahmen entwickeln. Im Austausch ist dann eine offene Kommunikation erforderlich, um in Diskussion mit den Investoren treten zu können.

Eine Verweigerungshaltung in der Zusammenarbeit mit aktivistischen Investoren ist indes nicht ratsam, da diese häufig die Interessen einer breiten Aktionärsbasis vertreten und sonst ein langfristiger sowie ressourcenbindender Machtkampf entsteht, der dem Unternehmen nicht nutzt. Der Schlüssel im Umgang mit aktivistischen Investoren ist demnach eine offene und transparente Kommunikation. ←



Aktivistische Investoren – aktuelle Trends und Auswirkungen auf die Arbeit von Vorstand und Aufsichtsrat

Autor: **RA Dr. Michael Brellochs, LL.M. (Harvard), Attorney-at-Law (New York)**

Aktivistische Investoren sind seit vielen Jahren Teil des Kapitalmarktumfelds, in dem sich ein börsennotiertes Unternehmen bewegt. Die zur Verfügung stehenden Mittel und die Zahl der Kampagnen haben in den letzten Jahren zwar weiter zugenommen. Die Strategien und das grundsätzliche Vorgehen sind jedoch nicht neu. Neu sind die Themen, die von Aktivisten in den Vordergrund gestellt werden, sowie die verstärkte Koordination mit anderen Investoren, Stakeholdern und Stimmrechtsberatern. Hierauf sollten Vorstand und Aufsichtsrat vorbereitet sein.

Ein aktivistischer Investor versucht in der Regel, mit einer kleinen Beteiligung, die oft unterhalb der 3-Prozent-Eingangsmeldeschwelle für die kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz liegt, Einfluss auf Vorstand und Aufsichtsrat auszuüben. Ziel ist es, bestimmte Änderungen in der Unternehmensstrategie, der Kapitalstruktur oder bei der Corporate Governance zu erreichen oder Sondersituationen (etwa eine M&A-Transaktion) auszunutzen. Dabei wird der Druck nicht zwangsläufig rechtlich, sondern vor allem faktisch aufgebaut: Aktivistische Investoren nutzen nur teilweise die typischen aktienrechtlichen Minderheitenrechte; soweit sie die entsprechenden Schwellen nicht erreichen, stehen ihnen diese Rechte alleine ohnehin nicht zu. Stattdessen setzen sie auf die Öffentlichkeit, auf andere Investoren und Stakeholder und auf einflussreiche Stimmrechtsberater wie ISS und Glass Lewis, um ihren Forderungen Nachdruck zu verleihen.

ESG-Activism und M&A-Arbitrage

In letzter Zeit stehen immer stärker Themen aus dem ESG-Universum im Vordergrund der Kampagnen (*ESG-Activism*). Je nach Unternehmen liegt der Schwerpunkt stärker auf dem »E«, auf dem »S« oder auf dem »G«, teilweise werden die Argumente kombiniert. Institutionelle Investoren und Stimmrechtsberater greifen diese Punkte auf. Sie sind in den letzten Jahren selbst immer stärker regulatorisch auf das Thema Nachhaltigkeit verpflichtet worden und wissen, dass sich Nachhaltigkeitsrisiken nicht diversifizieren lassen. Hinzu kommt der *Stewardship*-Gedanke, d. h. das aktive Engagement von Investoren bei ihren Beteiligungsunternehmen, das in den letzten Jahren auch in Deutschland immer wichtiger wurde.



RA Dr. Michael Brellochs, LL.M. (Harvard), Attorney-at-Law (New York), ist Rechtsanwalt und Partner im Münchner Büro der Kanzlei Noerr. Er berät börsennotierte Unternehmen und Finanzinstitute bei Unternehmens- und Kapitalmarkttransaktionen, bei Fragen der Corporate Governance und beim Umgang mit Sonder-situationen, insbesondere Activism Defense, Krisenmanagement und Kapitalmarkt-Compliance.

Ein bekanntes Beispiel für eine Kampagne mit ESG-Fokus ist das Engagement von Enkraft Capital bei RWE im September dieses Jahres. Der laut eigenen Angaben mit rund 500.000 Aktien (dies entspricht 0,074 Prozent des Grundkapitals) beteiligte Investor rief RWE in einem öffentlichen Brief dazu auf, die Braunkohleaktivitäten schneller als geplant zu reduzieren und kurzfristig abzutrennen, andernfalls drohe eine Debatte über die richtige Zusammensetzung der Verwaltungsorgane. Ein weiteres Beispiel aus diesem Jahr ist die Kampagne von Engine No. 1 bei Exxon Mobil in den USA mit der erfolgreich geforderten Umbesetzung des Verwaltungsrats.

Neben Änderungen in der Unternehmensstrategie und -finanzierung oder der Corporate Governance haben sich Hedgefonds auf öffentliche Übernahmen in Deutschland spezialisiert. Sie kaufen gezielt Aktien der Zielgesellschaften und versuchen, nur so viele Stücke in das Übernahmeangebot einzuliefern, dass es gerade erfolgreich ist. Ihr eigentliches Ziel ist es, ein möglichst großes Aktienpaket zurückzubehalten, um im Rahmen der anschließenden Strukturmaßnahmen (Unternehmensvertrag, Squeeze-out oder Delisting) einen höheren Kaufpreis für ihre Aktien oder eine im Spruchverfahren überprüfbare Abfindung zu erzielen. Da Indexfonds die von ihnen gehaltenen Aktien vor Erreichen der Mindestannahmeschwelle in der Regel nicht in das Angebot einliefern, kann das Angebot zunächst scheitern, wenn sich die Hedgefonds mit ihrer Taktik verschätzen. Dies war zuletzt bei der Übernahme der Deutsche Wohnen durch Vonovia zu besichtigen. Aus Sicht der Hedgefonds kann sich das Arbitrage-Geschäft bei einem erfolgreichen Angebot lohnen: Für die Strukturmaßnahmen benötigt der Bieter in der Regel weitere Aktien, um

die entsprechenden Schwellenwerte (75, 90 oder 95 Prozent) zu erreichen, und ist damit teilweise auch auf die Stücke der Hedgefonds angewiesen. Ferner bemisst sich die aktienrechtliche Abfindung in der Strukturmaßnahme im deutschen Recht im Grundsatz nach dem inneren Wert der Zielgesellschaft und kann damit höher sein als die Gegenleistung im Übernahmeangebot, auch wenn dieses letztlich erfolgreich war.

Harte rechtliche Grenzen für die beschriebenen Aktivitäten von Hedgefonds gibt es in der Regel nicht. Das Zivil- und das Gesellschaftsrecht setzen zwar mit dem Schädigungsverbot und der Treuepflicht äußerste Grenzen. In der Praxis werden diese Grenzen jedoch nur selten relevant. Das Kapitalmarktrecht setzt ebenfalls äußerste Grenzen mit dem Marktmanipulationsverbot und dem Insiderhandelsverbot. Daneben normiert es verschiedene Transparenzpflichten, insbesondere die Beteiligungstransparenz ab 3 Prozent der Stimmrechte, die sog. Investorenerklärung ab 10 Prozent (in der Absichten und Herkunft der Mittel offengelegt werden müssen) sowie die Transparenz von Netto-Leerverkäufen ab 0,2 Prozent gegenüber der BaFin und 0,5 Prozent gegenüber der Öffentlichkeit. Ferner kann der Tatbestand des abgestimmten Verhaltens (*Acting in Concert*) zu einer wechselseitigen Stimmrechtszurechnung sowohl für Meldezwecke als auch im Übernahmerecht führen und damit Auswirkungen auf das gemeinsame Vorgehen von Aktionären haben. Hedgefonds können mit diesen Dingen aber umgehen. Sie verfügen über ausreichende Ressourcen und planen ihre Kampagnen häufig längerfristig und hinreichend professionell. »Rechtliche Unfälle« passieren ihnen daher nur selten. —————>

Was bedeutet diese Entwicklung für Vorstand und Aufsichtsrat?

Bei größeren börsennotierten Unternehmen, insbesondere bei Konglomeraten mit einem hohen Streubesitzanteil im Aktionariat, sollten zum Standard-Programm gehören:

- ein *Outside-in-Review* möglicher Angriffspunkte (operativ, strategisch, bezüglich Kapitalstruktur, Equity Story und Corporate Governance, einschließlich Organvergütung),
- ein aktives Management des Beteiligungsportfolios durch Auf- und Abspaltungen sowie Unternehmensverkäufe, um Bewertungsabschläge zu reduzieren,
- die Prüfung von Investitionsmöglichkeiten und strategischen Zukäufen im Bereich von Zukunftsthemen,
- das Monitoring der Bewegungen im Aktionariat, einschließlich der Netto-Leerverkaufspositionen sowie
- die Vorbereitung der Teams und der Prozesse auf potenzielle Kampagnen von Aktivisten.

Daneben ist ein aktives Shareholder-Management erforderlich. Dazu gehören drei Dinge: Erstens müssen Vorstand und Aufsichtsrat wissen, wem das Unternehmen gehört. Hier hilft die EU-Aktionärsrechte-RL II bei der Identifikation wesentlicher Eigentümer, zudem gibt es entsprechende Kapitalmarktdienstleister. Entscheidend ist, hinter die unmittelbaren Eigentümer zu blicken und zu wissen, wer die Entscheidungen über die Stimmrechtsausübung trifft. Wenn etwa ein Fonds Pensionsgelder aus Kalifornien oder Kanada verwaltet, macht es Sinn, sich damit auseinanderzusetzen, was diese dahinterstehenden Eigentümer antreibt. Zweitens sollte der Vorstand und, im Rahmen der rechtlichen Vorgaben, auch der Aufsichtsratsvorsitzende im engen Kontakt mit den wesentlichen Investoren stehen. Aktivistische Investoren bereiten ihre Kampagnen vor und klären Unterstützungspotenzial im Aktionariat, bevor sie an die Öffentlichkeit gehen. Der Dialog mit wesentlichen Investoren hilft, potenzielle Themen aufzuspüren, die Gegenstand einer Kampagne werden könnten. Das Insiderrecht kann dem Dialog im Einzelfall Grenzen setzen, steht einem engen Austausch im Grundsatz aber nicht entgegen. Drittens kann es geboten sein, aktiv einen Ankerinvestor zu suchen, der das Aktionariat stabilisiert und die langfristige Unternehmensstrategie unterstützt. Die Suche nach einem Ankerinvestor ist im Grundsatz rechtlich zulässig, Einzelheiten hängen von der gewählten Struktur ab (etwa beim Einstieg über eine 10-Prozent-Kapitalerhöhung).

Ferner ist die Kernaufgabe von Vorstand und Aufsichtsrat, nämlich die eigenverantwortliche und weisungsfreie Festlegung der Unternehmensstrategie unter Berücksichtigung der maßgeblichen Stakeholder-Interessen, von zentraler Bedeutung. Das deutsche Aktienrecht begreift das Unternehmensinteresse nach herkömmlicher Auffassung im Unterschied zu einem reinen Shareholder-Value-Ansatz umfassender. Typischerweise werden z.B. auch Arbeitnehmer, Kunden und Lieferanten zu den maßgeblichen Stakeholdern gezählt. Die Umwelt oder andere Gemeinwohlbelange können im

Rahmen von gesetzlichen Verpflichtungen (Legalitätspflicht) und – nicht zuletzt aufgrund der Auswirkungen auf die Unternehmensreputation – im Rahmen der sog. *Business Judgment Rule* bei unternehmerischen Entscheidungen eine Rolle spielen. Das umfassendere Verständnis des Unternehmensinteresses gibt der Verwaltung einen größeren Spielraum bei der Festlegung der Langfriststrategie als der reine Shareholder-Value-Ansatz US-amerikanischer Prägung, der aber auch in den USA – zuletzt im Rahmen der *Corporate Purpose*-Diskussion – immer wieder kritisiert wurde. Ein Freibrief für Defizite bei der Performance ist der Stakeholder-Ansatz allerdings nicht, da Aktionärsinteressen im Rahmen des Unternehmensinteresses zu recht eine gewichtige Rolle spielen.

Die aktienrechtlichen Rahmenbedingungen haben Auswirkungen auf die Vorbereitung und Reaktion auf Hedgefonds-Aktivitäten. Wenn ein Hedgefonds eine Maßnahme einfordert (z.B. die Trennung von einem Unternehmensteil aufgrund von Nachhaltigkeitsrisiken, die Investition hoher Cash-Bestände in neue Geschäftsfelder – etwa im Bereich Digitalisierung oder Nachhaltigkeit – oder die Rückführung von Kapital an die Aktionäre), ist es die ureigene Aufgabe der Verwaltung, diese Forderungen vor dem Hintergrund des Unternehmensinteresses zu bewerten. Dabei ist eine umfassende Bewertung notwendig. Auch wenn ESG-Ziele immer häufiger im Vordergrund der Kampagnen von Aktivisten stehen, kann es sein, dass die eingeforderten Maßnahmen vor allem die kurzfristige Verbesserung des Aktienkurses zum Ziel haben. Aktivisten können Anstöße geben und Veränderungen unterstützen, etwa die aktive Überprüfung des Beteiligungsportfolios und die Schaffung einer klareren Konzernstruktur (*Corporate Clarity*). Sie können aber auch den langfristigen Unternehmenswert und maßgebliche Stakeholder-Interessen gefährden. Hier liegt die Hauptaufgabe von Vorstand und Aufsichtsrat: Sie müssen im Rahmen ihres unternehmerischen Ermessens über die richtige Strategie entscheiden und diese anschließend gegenüber dem Kapitalmarkt und der Öffentlichkeit kommunizieren. Die Überzeugungsarbeit und die Glaubwürdigkeit in der (Kapitalmarkt-)Öffentlichkeit haben in Zeiten umfassend auftretender Hedgefonds, die zunehmend Nachhaltigkeit und ethische Maßstäbe unternehmerischen Handelns in den Vordergrund stellen, zentrale Bedeutung. Mit Blick auf die geplanten EU-Maßnahmen (etwa im Bereich der Nachhaltigkeitsberichterstattung oder die umstrittene *Sustainable Corporate Governance*-Initiative) und den starken Mittelzufluss in ESG- und nachhaltigkeitsbezogene Fonds dürften diese Fragen weiter an Bedeutung gewinnen. Damit wird auch die Vorbereitung auf den neuen, umfassenden Hedgefonds-Aktivismus immer wichtiger, gerade für Unternehmen, die an dieser Stelle bisher wenig gemacht haben. ←



Die Entwicklung der Investorenlandschaft in Deutschland

Autoren: **Kay Bommer** und **Andreas Posavac**

Der jüngste Börsenboom schlägt sich auch in Deutschland nieder. Knapp 25 Jahre nach dem gescheiterten Versuch der Begründung einer neuen deutschen Aktionärskultur mittels Ausruf der »T-Aktie« zur Volksaktie ist das Börsengeschehen wieder in den Blickpunkt der Öffentlichkeit gerückt. Auch wenn die Grundskepsis der Deutschen gegenüber der Aktie nie ganz abgelegt wurde, treiben die Negativzinsen auf Sparkonten sowie neue multimediale App-Formate sogar Privatanleger wieder zur Aktie. Verstärkt interessieren sich auch institutionelle Investoren trotz Coronapandemie für deutsche Unternehmen, welche durch ihre Innovationskraft, Fokus auf Zukunftsthemen wie E-Mobilität oder Nachhaltigkeit gute Investmentaussichten mit sich bringen.

Ein Comeback der Deutschland AG?

Deutschland steht zunehmend im Fokus internationaler Investoren. Das erhöhte Interesse von US-amerikanischen Anlegern bei gleichzeitigem Weggang heimischer Investoren spiegelt die Beliebtheit deutscher Gesellschaften im Ausland wider. Tatsächlich schlägt sich das gestiegene Interesse bereits in Zahlen nieder. In der DIRK-Studie,¹ die gemeinsam mit dem Beratungsunternehmen IHS Markit durchgeführt wurde, lässt sich das wiedergefundene Interesse der internationalen institutionellen Anleger ablesen – aber auch erkennen, welche Herausforderungen auf die deutschen Unternehmen und ihre Organe zukommen werden.

Während der Anteil der strategischen Beteiligungen² am DAX in den letzten Jahren leicht auf 18,6 Prozent aller Anteile gesunken ist, zeigen sich institutionelle Anleger mit knapp 65 Prozent (plus 2 Prozent) der Aktienbeteiligungen verstärkt interessiert. Von den institutionellen Anlegern verwalten deutsche Fondsgesellschaften knapp 15 Prozent der DAX-Unternehmen, anglosächsische Investmenthäuser, allen voran amerikanische Investoren (36 Prozent) dominieren allerdings die regionale Aufteilung vor dem Vereinigten Königreich (UK) (20 Prozent) und noch vor Resteuropa (19 Prozent). Auch das gestiegene Aktieninteresse der Privatanleger ist schon sichtbar. Im letzten Jahr erhöhte sich die Anzahl der Bundesbürger, die in Aktien bzw. Fonds investieren, um knapp 2,7 Mio. auf 12,4 Mio.³ Einzelinvestoren; gemeinsam mit Privatstiftungen verwaltet diese Investorengruppe knapp 17 Prozent der Unternehmensbeteiligungen im DAX. Doch was sind die zugrunde liegenden Faktoren dieser Veränderungen? —>

2 Strategische Investoren in der Studie enthalten z. B. Staatsbeteiligungen, Ankerinvestoren, Staatsfonds, Private Equity oder Unternehmensbeteiligungen über 10 Prozent, sofern sie nicht von institutionellen Investoren getätigt wurden.

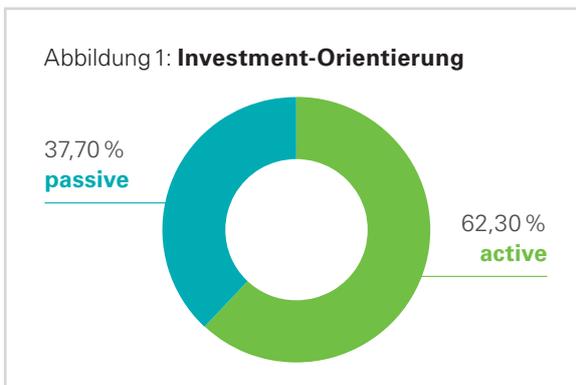
3 Deutschland und die Aktie – Eine neue Liebesgeschichte, Deutsches Aktieninstitut, DAI, Februar 2020

1 Wem gehört der DAX?, IHS Markit und DIRK, Juni 2021

Nachhaltig und passiv

Ein verstärktes Investitionslevel von passiven Anlegern⁴ sowie ein verstärkter Trend zum nachhaltigen Investieren sind die beiden Hauptfaktoren, von denen zwar aktuell viele deutsche Unternehmen profitieren, die aber gleichzeitig auch Risiken in sich bergen. Das ETF-Volumen hat sich global in den letzten 15 Jahren durch eine Kombination von attraktiven Konditionen gepaart mit guter Performance mehr als verzehnfacht, ebenso wie das Interesse an nachhaltigen (ESG) Investmentprodukten, welches die Absatzrekorde heimischer und internationaler Vermögensverwalter seit Jahren in die Höhe treibt.

Von den Top 50 institutionellen Investoren im DAX werden knapp 40 Prozent der Investmententscheidungen passiv, d. h. auf Basis von Indexzugehörigkeit oder quantitativen Screens getätigt, Tendenz steigend (siehe Abbildung 1).



Zudem gehen Investoren zunehmend dazu über, ESG-Kriterien in ihre Entscheidungsprozesse aufzunehmen, was nicht nur deren Investitionsverhalten deutlich verändert, sondern auch dazu führt, dass sie dadurch verstärkt Druck auf Portfoliogesellschaften ausüben. Vor allem Anleger wie Pensions- und Versicherungsfonds sowie Staatsfonds sind index- oder ETF-gebunden, mit de facto unendlichem Investmenthorizont und haben deshalb von deren Endeigentümern zusätzlich zur finanziellen Performance ein Mandat, Veränderungen ihrer Portfoliogesellschaften zu erzielen; sie haben somit einen direkten »Impact« hinsichtlich Themen wie Klimawandel, Dekarbonisierung, Diversität etc. Verstärkt werden diese Themen auch durch kollektives Engagement von Investorengruppen an Kapitalmarktinitiativen vorangetrieben, welches man auch gut an dem jeweiligen Beteiligungsstatus in Abbildung 2⁵ nachvollziehen kann. Diese erhöhte Sensitivität für Nachhaltigkeitskriterien ist bereits bei knapp 90 Prozent der institutionellen Anleger ersichtlich, auch hier: Tendenz stark steigend (siehe Abbildung 3).

Abbildung 2

#	Name des Investors	% Anteil institutionell im DAX	ESG-Sensitivität	UNPRI	CA100+	Net Zero Alliance	IIGCC	TPI	Investment-Ansatz	Orientierung	Region
1	Blackrock Group	9,96%	Hoch	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Index	Passive	USA
2	The Vanguard Group, Inc.	5,39%	Hoch	Ja	Nein	Ja	Nein	Nein	Index	Passive	USA
3	Norges Bank Investment Management	4,05%	Hoch	Ja	Nein	Nein	Nein	Ja	Value	Active	NOR
4	DWS Investment GmbH	3,05%	Hoch	Ja	Nein	Ja	Ja	Ja	Value	Active	GER
5	State Street Global Advisors	2,79%	Mittel	Ja	Ja	Ja	Nein	Nein	Index	Passive	USA
6	Amundi Asset Management S.A.	2,18%	Hoch	Ja	Ja	Nein	Ja	Nein	Value	Active	FRA
7	Fidelity Management & Research	1,58%	Mittel	Ja	Ja	Ja	Ja	Nein	Growth	Active	USA
8	Deka Investment GmbH	1,58%	Hoch	Ja	Nein	Nein	Nein	Nein	Value	Active	GER
9	The Capital Group	2,56%	Mittel	Ja	Nein	Nein	Nein	Nein	Value	Active	USA
10	Union Investment Privatfonds GmbH	1,56%	Hoch	Ja	Ja	Nein	Ja	Ja	GARP	Active	GER

4 Indexfonds, ETFs sowie quantitative, computergesteuerte Anlagestrategien sahen in den letzten Jahren einen kontinuierlichen Zufluss an Kapital und Anstieg auf 37,7 Prozent der Investmentstrategien (Abbildung 1). In den USA werden bereits über 50 Prozent aller Fonds passiv veranlagt, Tendenz global steigend.

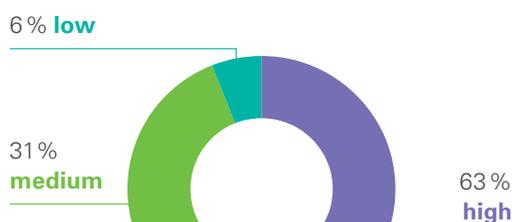
5 Investor Initiativen wie bspw. UNPRI (United Nations Principles of Responsible Investment), CA100+ (Climate Action 100+), Net Zero Asset Manager Alliance, TPI (Transition Pathway Initiative), IIGCC (Institutional Investor Group for Climate Change)

Kay Bommer (Rechtsanwalt, MBA) ist – mit einer Unterbrechung von 2011 bis 2012 – seit 2001 Geschäftsführer des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband. Er ist im Aufsichtsrat innovativer Aktiengesellschaften vertreten und nimmt Lehraufträge für Kapitalmarktrecht und Unternehmenskommunikation an renommierten Universitäten wahr. Im Januar 2011 wurde er zum Ehrenmitglied des DIRK gewählt.



Andreas Posavac ist Executive Director, Head of Global ESG, M&A and Governance Advisory bei IHS Markit. Mit seinem globalen Team unterstützt er Unternehmen mit einem unvoreingenommenen Blick auf die Kapitalmärkte sowie mit Marktinformationen und Risikoanalysen rund um das Verhalten institutioneller Investoren, mit Fokus auf ESG-Integration, Governance-Risiken sowie Best Practice-Kommunikation, IR oder Reporting. Herr Posavac gilt als internationaler Thought Leader und ist regelmäßiger Redner und Moderator zu ESG- und Corporate Governance-Themen, u. a. auf den wegweisenden Konferenzen CERAWEEK, PEPP, DIRK, MEIRA u. v. a. m. Er ist als Aufsichts- und Beirat zahlreicher Gesellschaften sowie als Coach tätig.

Abbildung 3: **ESG-Sensitivität**



Am Investitionsverhalten von Blackrock lassen sich aktuelle Kapitalmarktrends besonders gut erkennen, inklusive der damit verbundenen Herausforderungen. Mit knapp 6 Prozent ist Blackrock größter Investor des gesamten DAX-Streubesitzes. Wie viele andere prominente Investoren propagiert der größte Investor der Welt eine Transformation der Kapitalmärkte, eine neue Welt, in der Investmententscheidungen auf möglichst exakten Daten und Informationen sowohl finanzieller als auch nichtfinanzieller Natur fußen werden. Klimarisiken sind Investmentrisiken, betont mittlerweile nicht nur der Blackrock-Chef Larry Fink, sondern eine breite Investorenschaft, wie sich bereits in Umschichtungen der Portfolios hinsichtlich Dekarbonisierung, ESG-Integration, erhöhte ESG-Sensitivität und proaktivere Engagement-Politiken erkennen lässt.

Fokus auf finanzielle und »extra-finanzielle« Performance

Die Forderung nach einer Unternehmensstrategie, die auch Unternehmensrisiken wie Klima- oder Transition-Risiken, Fragen im Zusammenhang mit sozialen Themen wie Human Capital Management, Diversität oder aktuelle Themen wie Cybersecurity oder Datensicherheit abbildet, wird vom Kapitalmarkt in den Fokus gerückt. Neben der finanziellen Performance wird die Aufmerksamkeit verstärkt auf die »extra-finanzielle«

Performance gelegt, die mit Daten und Fakten unterlegt werden muss, um messbar und damit attraktiv für Investoren sein zu können. Die kritische Auseinandersetzung der Investoren mit diesen Themenkomplexen ist nicht nur an deren Commitment zu zahlreichen Kapitalmarktinitiativen abzulesen,⁶ sondern zeigte auch in der jüngsten Hauptversammlungssaison bereits Wirkung. Viele Investoren sehen die nachhaltigen Strategien noch nicht in Vergütungs- und Incentivierungsplänen von Führungskräften widerspiegelt. Oftmals wurde die intransparente Berichterstattung kritisiert, welche sowohl eine interne als auch externe Vergleichbarkeit und unabhängige Überwachung der Unternehmensentwicklung nicht ermöglicht und international zu negativem Votum hinsichtlich Vergütungsberichten, Zusammensetzung des Aufsichtsrats, aber auch hinsichtlich des ESG-Commitments geführt hatte. Tendenz steigend.

Neue Anforderungen für Vorstand und Aufsichtsrat

Für Unternehmen, vor allem Vorstände, Aufsichtsräte und Investor Relations-Beauftragte, ist es ratsam, die wichtigsten Trends zu verstehen. Mehr als 1.700 unterschiedliche globale Rechtsvorschriften, Direktiven und Kapitalmarktregeln, gestiegene Investorenanforderungen in einem neuen Kapitalmarkt und ESG-Ökosystem sowie die konkrete anstehende Umsetzung der EU-Taxonomie, die Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) angelehnt an TCFD oder das Führungspositionengesetz (FüPoG) bzw. Finanzmarktintegritätsstärkungsgesetz (FISG) intensivieren die Dynamik und stellen Unternehmen vor neue Herausforderungen. Kernpunkte werden die Zusammensetzung der Aufsichtsratsgremien, erhöhte Transparenz und Qualifikationsanforderungen für Vorstand und Aufsichtsrat sein – sowie eine nachhaltig-integrative Geschäftsstrategie, welche transparent, nachvollziehbar, messbar und aktiv kommuniziert und nachgeschärft werden kann. ←

⁶ UNPRI (United Nations Principles of Responsible Investment), Climate Action 100+, Transition Pathway Initiative, Net Zero Asset Manager Alliance, Institutional Investor Group for Climate Change u. v. a. m.

Dr. Norbert Kuhn, Stellvertretender Leiter Fachbereich Kapitalmärkte und
Leiter Unternehmensfinanzierung, Deutsches Aktieninstitut



Vom Baggersee zum Ozean – Wachstumsfinanzierung in Deutschland

Autor: **Dr. Norbert Kuhn**

Wachstumsunternehmen gehen oft in die USA, um Geld für Forschung und Innovationen von Investoren einzusammeln. Das gut entwickelte Ökosystem Kapitalmarkt in den USA lockt die Unternehmen an. Das liegt vor allem an den finanzstarken Investoren, wie Pensionsfonds. Das deutsche Ökosystem braucht dagegen einen Kickstarter. Die Einführung eines Ansparverfahrens mit Aktien in der deutschen Altersvorsorge wäre der richtige Hebel.

Während der Kapitalmarkt in den USA mit Blick auf die Unternehmensfinanzierung einem Ozean gleicht, ähnelt der deutsche eher einem Baggersee. Gerade Unternehmen aus Zukunftstechnologiebranchen wie etwa der Biotechnologie treffen in den USA auf finanzstarke Investoren. Wenig überraschend ist es deshalb, dass Impfstoffhersteller wie BioNTech und CureVac oder der Solarautoproduzent Sono Motors in New York an der Börse gelistet sind bzw. ein Listing plant.

Die Entscheidungen dieser Unternehmen pro USA sind keine Einzelphänomene. Von 2013 bis heute haben sich 26 deutsche Unternehmen für ein Listing im Ausland entschieden, davon überwiegend für die US-Technologiebörse Nasdaq. Das sind rund ein Fünftel aller Börsengänge deutscher Unternehmen. Den Gründen für diesen Exodus sind wir in unserer Studie »Auslandslistings von BioNTech, CureVac&Co.« nachgegangen, die wir gemeinsam mit der Wirtschaftskanzlei RITTERSHAUS Rechtsanwälte erarbeitet haben. In strukturierten Interviews haben wir Entschei-

dungsträger in den Unternehmen zu ihren Beweggründen für das Auslandslisting befragt.

US-Investoren verfügen über viel Geld und Expertise

In den Gesprächen betonten die Interviewpartner, dass das US-amerikanische Ökosystem Kapitalmarkt dem deutschen überlegen ist. Investoren, Analysten, Emissionsbanken und andere Dienstleister wie Wirtschaftsprüfer oder Anwälte sind dort viel besser aufgestellt und das Zusammenspiel funktioniert daher deutlich besser als bei uns.

Im Mittelpunkt stehen dabei die institutionellen Investoren, denen in den USA viel mehr Geld zur Finanzierung von Wachstumsunternehmen zur Verfügung steht als in Deutschland. Die große Menge an Kapital erlaubt es ihnen, sich zu spezialisieren und Expertise in bestimmten Bereichen aufzubauen. So sitzen Unter-

nehmen bspw. aus der Biotechnologie Investoren gegenüber, die eine naturwissenschaftliche Ausbildung besitzen und damit ein besseres Verständnis für die Branche haben. Unternehmen und Investoren werden dadurch in die Lage versetzt, auf Augenhöhe die Vor- und Nachteile des Geschäftsmodells zu diskutieren.

Aufgrund der großen Finanzkraft der US-Investoren können diese auch viel besser Portfolioeffekte nutzen. Das heißt: Finanziert der Investor zehn vielversprechende Geschäftsideen und einige wenige erfüllen die in sie gesetzten Erwartungen, lassen sich mögliche Enttäuschungen der anderen finanziell leicht verkraften.

Deutschland fehlt Geld und Know-how

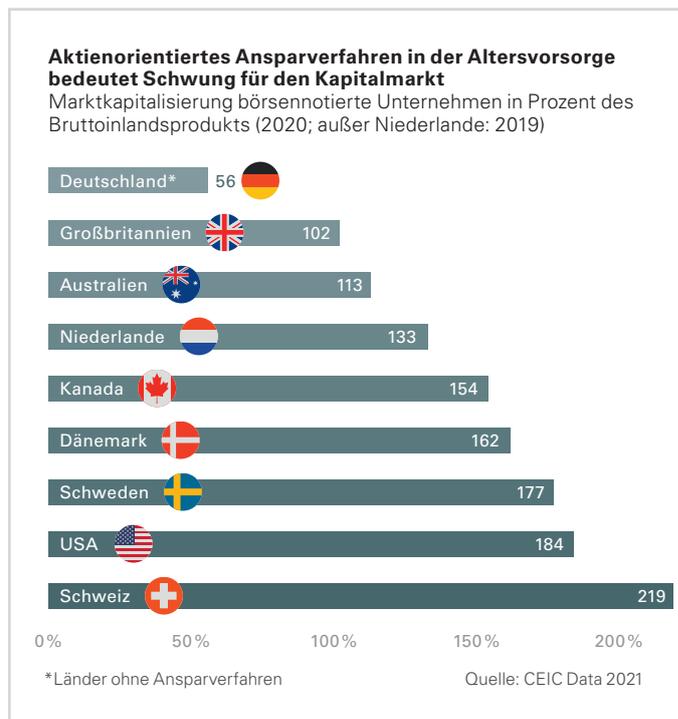
In Deutschland fehlt es dagegen mit Blick auf die Wachstumsfinanzierung von Unternehmen an ausreichend Kapital. Investoren können deshalb Portfolioeffekte nicht so effizient nutzen. Auch die Spezialisierung auf komplexe Sektoren und der Aufbau von branchenspezifischem Know-how kommt dadurch zu kurz. Dies führt dazu, dass deutsche Investoren gerade bei der Finanzierung von Unternehmen vorsichtig sind, die noch nicht die Gewinnzone erreicht haben. Dies ist aber bei Wachstumsunternehmen regelmäßig der Fall. So hat bspw. der Tech-Gigant Amazon, das viertgrößte börsennotierte Unternehmen weltweit, erst knapp 20 Jahre nach seiner Gründung den ersten Quartalsgewinn erwirtschaftet.

Der Fokus der deutschen Investoren auf den Break-even hat zur Folge, dass in Deutschland im Vergleich zu den USA eher reifere Unternehmen an die Börse gehen. Kapitalintensive Zukunftstechnologien mit hohen Wachstumschancen wählen in der Regel die USA für den Börsengang. Damit verbunden ist die Gefahr, dass früher oder später auch Geschäftsteile und damit Arbeitsplätze aus Deutschland abwandern.

Kickstarter Altersvorsorge

Um dieser Abwanderung Einhalt zu gebieten, ist es wichtig, das Ökosystem Kapitalmarkt in Deutschland weiterzuentwickeln. Ein Kickstarter hierfür ist das Rentensystem, wie die USA zeigen. 1974 hat der US-amerikanische Gesetzgeber mit dem Employee Retirement Income Security Act die Weichen in Richtung aktienorientierte Altersvorsorge gestellt. Seitdem ist der Kapitalstock der US-Altersvorsorge von 369 Mrd. auf knapp 35 Bio. USD Ende 2020 gestiegen. Er ist also um das 95-Fache angewachsen.

Die Marktkapitalisierung der US-börsennotierten Unternehmen ist im gleichen Zeitraum von gerade einmal 23 Prozent des Bruttoinlandsprodukts auf 184 Prozent gestiegen. Darin spiegelt sich die Finanzkraft der Pensionsfonds wider, die die Altersvorsorge der US-Bürger auch am heimischen Kapitalmarkt anlegen.



Das Entwicklungspotenzial des deutschen Ökosystems Kapitalmarkt ist groß. Um dieses zu heben, braucht es den Hebel Altersvorsorge, das zeigt eindrucksvoll die US-Entwicklung. Ein Ansparverfahren mit Aktien, ähnlich wie in den USA, muss in die deutsche Altersvorsorge integriert werden. Es ist sehr zu begrüßen, dass der Koalitionsvertrag vorsieht, einen Kapitalstock in der gesetzlichen Rente aufzubauen und eine kostengünstige und einfache Standardlösung mit Opt-out in der privaten Altersvorsorge einzuführen. Dies bietet die Chance, dass sich große Kapitalsammelstellen herausbilden. Diese Investoren legen dann weltweit diversifiziert an, stellen aber auch Finanzierungsmittel für die heimische Wirtschaft und insbesondere die Wachstumsunternehmen bereit.

Fazit

Der deutsche Kapitalmarkt bloß ein Baggersee? Stellt die nächste Bundesregierung die politischen Weichen in Richtung Ansparverfahren mit Aktien in der Altersvorsorge, gehört dies bald der Geschichte an. Die Chancen eines Neustarts in der Rentenpolitik sind da. Jetzt müssen sie genutzt werden. ←

Dialog im Wandel?

Warm-up zur HV-Saison 2022 Autorin: Anke Sänger-Zschorn

Bereits die Bitte um einen Beitrag zu den wichtigsten Themen für die kommende HV-Saison mit Blick auf Diskussionspunkte und Vorbereitungsansatze zeigt, welche Trendwende in den vergangenen zwei bis drei Jahren stattgefunden hat. In der jüngsten Vergangenheit erlebten sowohl Investoren als auch Stimmrechtsberater ein erfreulich gesteigertes Interesse an Gesprächen. Als Ergebnis nahm der Dialog zu, und die Konstruktivität desselben wuchs ebenfalls.

Was ist passiert? Ein Aspekt dürfte sicher sein, dass ESG-Themen an gesellschaftlicher und medialer Präsenz gewonnen und enorm an Fahrt aufgenommen haben. Zwar werden diese drei Buchstaben derweil fast schon inflationär instrumentalisiert, dennoch zeichnet sich ab, dass die kommende HV-Saison voraussichtlich stark mit ESG-Fragen besetzt sein wird. Die längst etablierte Governance-Komponente verliert dabei keineswegs an Bedeutung, dezidierte Fragen zu Umwelt und Sozialem werden lediglich addiert. Schließlich ist eine starke Positionierung der »E«- und

»S«-Elemente ohne qualitativ hochwertige Governance-Strukturen nicht möglich. Generell erwartbar dürfen Fragen nach dem Beitrag zur Reduktion der Treibhausgase oder nach dem TCFD oder GRI Reporting sein. Je nach Branche und Unternehmensgröße können selbstverständlich zahlreiche weitere Fragen einen zentralen Stellenwert einnehmen, wie z. B. CO₂, das für diverse Gesellschaften entsprechend mehr oder weniger relevant ist. Bei manch kleinerem Unternehmen kann bereits ein separater Nachhaltigkeitsbericht einen substanziellen Fortschritt darstellen, was ebenfalls als ein Diskussionspunkt von enormer Wichtigkeit angesehen werden kann.

Auch wenn die »Social«-Komponente noch nicht den Stellenwert einnimmt, den sie sollte – auch dieser Themenkomplex (mit Fragen z. B. zu Human Capital Management, Menschenrechten oder auch Diversity über Vorstand und Aufsichtsrat hinaus) wird zunehmen. Wenn nicht bereits 2022, dann in den Folgejahren.





Anke Sänger-Zschorn ist Director of Research bei IVOX Glass Lewis. Als Research Manager ist Frau Zschorn Ansprechpartnerin in Fragen rund um Richtlinien, Governance-Analysen und HV-Themen. Sie überarbeitet regelmäßig mit institutionellen Investoren unternehmensspezifische Richtlinien und nimmt an der jährlichen Sitzung des Arbeitskreises Corporate Governance des BVI zur Überarbeitung der Richtlinien teil.

Zudem wird voraussichtlich erneut die Frage nach dem Vergütungs-system gestellt werden. Obwohl man provokant diskutieren kann, ob ESG-Komponenten im Vorstandsvergütungssystem die Welt retten werden, so ist besagten ESG-KPIs ein hohes Maß an Bedeutung nicht abzusprechen. Hierbei wird mit Sicherheit der Fokus auf das Vorhandensein von bedeutsamen, messbaren und transparenten ESG-Komponenten im Vergütungssystem gelegt werden, insbesondere mit Blick auf den Long Term Incentive (LTI). Zudem ist die Frage zu erwarten, inwiefern diese Komponenten zur allgemeinen Strategie des Unternehmens passen und dem Erreichen bspw. einer CO₂-Reduzierung dienlich sind.

Auch wenn die überwiegende Zahl der Unternehmen bereits im Vorjahr über das Vergütungssystem abgestimmt hat und somit in diesem Jahr überwiegend lediglich die Vorlage der Berichte stattfinden wird, so sind doch zahlreiche Systeme kritisch betrachtet worden. Folglich darf man sich die Frage stellen, ob man aus Investorenperspektive sodann in diesem Jahr einer Berichterstattung über Vergütung zustimmen kann, wenn bereits die dahinterstehende Systematik nicht mit den jeweiligen Richtlinien vereinbart werden konnte. Darüber hinaus zeichnet sich ab, dass die Darstellung der Bonuszahlungen das Potenzial aufweist, zu einem »Systemsprenger« zu mutieren. Die Gesetzgebung nach ARUG II fordert einen »Bericht über die im letzten Geschäftsjahr gewährten und geschuldeten Bezüge«, was zu einer erheblichen Transparenzlucke und einem höchst unglücklichen Rückschritt in der Governance-Praxis führen könnte. Konkret könnte im Geschäftsbereich 2021 aufgrund der Publikationsverpflichtung in § 162 AktG von »gewährten und geschuldeten Bezügen« lediglich der Bonus für 2020 ausgewiesen werden. Nicht jedoch der zu erwartende Bonus für 2021, da dieser eher selten bereits 2021 juristisch fällig geworden sein wird. Aus diesem Grund ist eine freiwillige, zusätzliche und klar abgegrenzte Publikation der Boni für 2021 aus Governance-Perspektive unerlässlich, um weiterhin maximale Transparenz und Komparabilitat zu gewährleisten.

Weiterhin wird auch das Thema virtuelle Hauptversammlung im Vordergrund der Gespräche stehen. Zweifelsohne steht bei Investoren die Sorge im Raum, eine weitere Saison unter Einschränkung der Aktionärsrechte vollziehen zu müssen. Während es unbestritten ist, dass der Schutz vor Covid-19 eine elementare Notwendigkeit darstellt und der Gesetzgeber daher weiterhin die virtuelle HV vorsieht, dürfen die Aktionärsrechte nicht weiter eingeschränkt werden. So wird

von den neuen BVI-Analyse-Leitlinien (ALHV) 2022 auch als kritisch eingestuft, wenn »von den Erleichterungen des § 1 GesRuaCOVBekG (»virtuelle Hauptversammlung«) Gebrauch« gemacht wird und »das Unternehmen den Aktionären über die Vorgaben des § 1 GesRuaCOVBekG hinaus keinerlei wesentlich weitergehenden Rechte in der Hauptversammlung einräumt«. Im Klartext bedeutet das: Sollte bei einer Hauptversammlung bspw. kein Rede- und Fragerecht während der Veranstaltung oder die Möglichkeit des Abstimmens auch während der HV vorgesehen sein, könnte sich das negativ auf das Abstimmverhalten auswirken, über die Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat bis hin zur Ablehnung aller Tagesordnungspunkte. Dies insbesondere, wenn die »Tagesordnung komplexe, insbesondere die Eigentumsposition der Aktionäre essentiell berührende Beschlussvorlagen enthält (z. B. Squeeze-Out, Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge, sonstige wesensverandernde Strukturmanahmen etc.)«. Ergo werden sich im Dialog zwischen Emittenten und Investoren und/oder Stimmrechtsberatern auch unter den genannten Aspekten Fragen ergeben.

Des Weiteren bleiben altbekannte Themenkomplexe nach wie vor Bestandteil des Dialogs. Ob defizitäre Transparenz, Diversity, Unabhangigkeitsstruktur des Aufsichtsrats, Overboarding, Nachfolgeplanung oder Kapitalmaßnahmen: Während es für den ein oder anderen Gesprächspartner fatigant anmuten mag, so sind diese Diskussionsfaden nach wie vor aktuell und ggf. ebenso brisant. Außerdem besteht zunehmend Interesse über eine adäquate Berichterstattung, wie sich der Aufsichtsrat der stets sich weiterentwickelnden ESG-Themen und Transparenzmechanismen annimmt.

Vorbereitend zu Engagement-Gesprächen kann man drei wesentliche Säulen hervorheben. Erstens: »Know your shareholder«. Nicht jeder Aktionär wird dieselben Fragen hervorbringen, auch wenn gewisse Übereinstimmungen nicht von der Hand zu weisen sind. Zweitens: Kenntnis der wichtigsten Richtlinien der jeweiligen Gesprachsparteien, wobei in Deutschland die ALHV des BVI eine solide Grundlage bilden. Drittens: Freude und Bereitschaft zu einem aufrichtigen Dialog, der schließlich für beide Gesprächspartner konstruktiv und produktiv sein soll. ←

Dr. Ulrich Keunecke, Rechtsanwalt, Partner bei KPMG Law, ist Ansprechpartner für (aufsichts-)rechtliche Themen bei DLT- / Blockchain-Projekten und hat eingehende Erfahrung bei der Strukturierung und Umsetzung von Initial Coin Offerings (ICOs) und Security Token Offerings (STOs).



Sigrid Aguilar, Rechtsanwältin, Managerin bei KPMG Law, ist eingehend mit aufsichtsrechtlichen Themen vertraut und hat bereits diverse ICOs und STOs begleitet.

Einführung elektronischer



neue Wege am Kapitalmarkt

Autoren: **Dr. Ulrich Keunecke** und **Sigrid Aguilar**

Was in einigen anderen Ländern schon etwas länger möglich war, gilt seit Mitte des Jahres auch in Deutschland: Das Wertpapierrecht wird dematerialisiert. Am 10.6.2021 ist das Gesetz zur Einführung elektronischer Wertpapiere (eWpG) in Kraft getreten. Der Gesetzgeber hat damit die Möglichkeit geschaffen, bestimmte Wertpapiere künftig rein digital, z. B. als Blockchain-basierte Kryptowertpapiere, auszugeben. Das Gesetz ist ein wichtiger Schritt auf dem Weg zu einer grundlegenden Modernisierung des deutschen Wertpapierrechts und zur Schaffung eines international wettbewerbsfähigen digitalen Kapitalmarkts in Deutschland.

Bislang war es für die Emission von Wertpapieren zwingend erforderlich, Wertpapiere in einer physischen Urkunde zu verbriefen, typischerweise in einer bei der Clearstream AG zentral verwahrten Globalurkunde. Die Übertragung eines Wertpapiers setzte bislang einen Eigentums- und Besitzerwechsel an der Urkunde voraus. Eine papierlose, rein elektronische Wertpapieremission war rein zivilrechtlich nicht möglich. Mit Inkrafttreten des eWpG fällt das Erfordernis einer physischen Urkunde bei elektronischen Wertpapieren künftig vollständig weg.

Einschlägige Wertpapiere

Emittenten haben jetzt ein Wahlrecht. Inhaberschuldverschreibungen (z. B. klassische Anleihen, Wandel- und Optionsschuldverschreibungen, Genuss- und Optionsscheine, Anlagenzertifikate und strukturierte Schuldverschreibungen, auf den Inhaber lautende Pfandbriefe und auf den Inhaber lautende Anteile an Sondervermögen) können nunmehr rein elektronisch begeben und übertragen werden. Auch Altbestände können unter bestimmten Voraussetzungen nachträglich digitalisiert werden und damit von dem neuen Regime profitieren. Für Emittenten fallen damit der bisherige Aufwand für die Verwahrung der physischen Urkunde und die mit einer Übertragung verbundenen teilweise komplexen rechtlichen Konstrukte über Besitzmittlungsverhältnisse gänzlich weg. Wertpapieremissionen werden insoweit insgesamt effizienter, schneller und kostengünstiger. Dagegen steht jetzt allerdings die zwingend erforderliche Einbindung einer registerführenden Stelle, sofern nicht der Emittent selbst ein solches Register führen darf und führt.

Das elektronische Register

Die physische Urkunde und deren Inhaberschaft wird bei elektronischen Wertpapieren durch einen Eintrag in ein elektronisches Register ersetzt. Das eWpG sieht grundsätzlich zwei unterschiedliche Registertypen vor. Erlaubt sind neben zentralen Wertpapierregistern auch dezentral geführte Kryptowertpapierregister. Je nach gewählter Registerart werden die elektronischen Wertpapiere als Zentralregisterwertpapiere oder als Kryptowertpapiere bezeichnet. Mit der Zulassung von Kryptowertpapierregistern öffnet das eWpG den Markt für neue innovative Dienstleister.

Zentralregister

Bei **Zentralregisterwertpapieren** ändert sich in der Wertpapierhandelspraxis für Investoren wenig. Übertragungen werden durch elektronische Buchungen auf gesonderten Depotkonten abgebildet, ähnlich wie dies bereits bei zentral verwahrten Globalurkunden der Fall war. Zentrale Register können von Wertpapiersammelbanken oder, bei ausdrücklicher Ermächtigung durch den Emittenten, von einem Verwahrer, der über eine Erlaubnis zum Betreiben des Depotgeschäfts in Deutschland verfügt, geführt werden. Sofern eine Handelbarkeit der Wertpapiere an einer Börse angestrebt wird, ist in der Praxis darauf zu achten, dass die Voraussetzungen des Artikels 3 der europäischen Zentralverwahrerverordnung (Central Securities Depositories Regulation – CSDR) für den Börsenhandel erfüllt werden. Zentralregisterwertpapiere, die nicht in das Effektengiro eines Zentralverwahrers einbezogen sind, sind vom Handel an einem Handelsplatz im Sinne der Finanzmarkttrichtlinie MiFID ausgeschlossen. Bei Wertpapiersammelbanken geführte Zentralregisterwertpapiere werden automatisch in deren Effektengiro einbezogen und sind damit börsentauglich.

Kryptowertpapierregister

Kryptowertpapiere müssen auf einem fälschungssicheren Aufzeichnungssystem geführt werden, in dem Daten in der Zeitfolge protokolliert und gegen unbefugte Löschung sowie nachträgliche Veränderung geschützt gespeichert werden. Eine bestimmte Technologie gibt das eWpG für die Führung des Kryptowertpapierregisters nicht vor, um genügend Flexibilität für Innovationen zu gewähren, orientiert sich aber an Blockchain- oder Distributed Ledger-Technologien, die entsprechende fälschungssichere, dezentral geführte Datenbanken ermöglichen. Anders als zentrale Register können Kryptowertpapierregister auch durch Emittenten selbst oder sonstige Dienstleister geführt werden, sofern die registerführende Einheit über eine entsprechende KWG-Erlaubnis als Finanzdienstleister für die Registerführung verfügt. In der Praxis kommen Kryptowertpapiere derzeit allerdings nur in Betracht, wenn ein Börsenhandel nicht beabsichtigt ist. Kryptowertpapiere erfüllen derzeit nicht die Voraussetzungen nach Artikel 3 CSDR und sind daher börslich nicht handelbar.

Verkehrsfähigkeit von eWertpapieren

Das eWpG behält bislang bewährte Grundsätze für in einer physischen Urkunde verbrieft Wertpapiere bei. So wird z. B. auch beim Erwerb papierlos emittierter digitaler Wertpapiere Gutgläubensschutz¹ gewährt und damit die Verkehrsfähigkeit elektronischer Wertpapiere sichergestellt. Erwerber dürfen grundsätzlich darauf vertrauen, dass derjenige, der im Register eingetragen ist, Inhaber des elektronischen Wertpapiers ist.

Ausblick

Die regulatorische Entwicklung im Bereich der digitalen Wertpapiere ist nicht abgeschlossen und weiter im Fluss. Details zu den Wertpapierregistern sollen in einer Verordnung über Anforderungen an elektronische Wertpapierregister (eWpRV) geregelt werden, für die das Bundesfinanzministerium (BMF) und das Bundesministerium für Justiz und Verbraucherschutz (BMJV) am 6.8.2021 einen gemeinsamen Referentenentwurf vorgelegt haben. Ferner liegt der Entwurf einer Verordnung über Kryptofondsanteile (KryptoFAV) von BMF und BMJV vom 6.9.2021 vor, mit dem die Möglichkeit eröffnet wird, Kryptofondsanteile (elektronische Anteilscheine an Sondervermögen, die in ein Kryptowertpapierregister eingetragen sind) zu begeben. Das eWpG sieht für Anteile an Sondervermögen bislang lediglich die Eintragung in ein Zentralregister, nicht aber in ein Kryptowertpapierregister vor.

Mit Spannung werden auch Vorschläge zu elektronischen Aktien erwartet, die bislang vom eWpG nicht erfasst werden. Insoweit ist das eWpG ein erster Schritt zur weiteren Dematerialisierung im Wertpapierbereich, dem per se auch die Aktie als Wertpapier zuzuordnen ist. Da bei der Aktie über die Führung von Registern bei Namensaktien der Umgang mit der Registerführung letztlich schon bekannt ist, sollte auch hier der nächste Schritt nicht in allzu großer Ferne liegen. ←

¹ Der Schutz des gutgläubigen Erwerbs von Inhaberpapieren (nur ausgeschlossen bei grober Fahrlässigkeit und Vorsatz des Erwerbers) ist gegenüber beweglichen Sachen gesetzlich weitreichender geregelt. Es besteht zugunsten von Inhaberpapieren eine gesetzliche Vermutung, dass der Besitzer eines Inhaberpapiers auch dessen Eigentümer ist (§ 793 Abs. 1 Satz 1 BGB). Darüber hinaus können Inhaberpapiere (und Geld) selbst dann gutgläubig erworben werden, wenn sie dem früheren Eigentümer gestohlen wurden, verloren gegangen oder abhandlungsgemessen sind.

Aktivistische Shortseller – Fluch oder Segen?

Autorin: **Prof. Dr. Dörte Poelzig, M. jur. (Oxford)**

Aktivistische Shortseller sind nicht erst seit Wirecard in den Fokus der Aufmerksamkeit gerückt. Schon zuvor waren insbesondere börsennotierte Gesellschaften Ziel sog. Shortseller-Attacken. Shortseller zeichnen sich dadurch aus, dass sie Aktien, die (noch) nicht in ihrem Eigentum stehen, »leer« verkaufen. Im Gegensatz zu aktivistischen Aktionären, die an einer Steigerung des Aktienkurses und damit des Werts ihrer eigenen Anteile interessiert sind, profitieren Shortseller von fallenden Kursen. Denn sinkt der Börsenkurs einer Aktiengesellschaft, können Shortseller die Aktien, die sie zuvor zu einem höheren Kurs leerverkauft haben, zu einem niedrigeren Kurs erwerben, ihre Rückgabepflicht gegenüber dem Wertpapierverleiher damit erfüllen und so ihre Shortpositionen gewinnbringend schließen. Shortseller tragen daher häufig aktiv zu einem Kursverfall bei, indem sie nachweisliche Miss-

stände aufdecken – wie im Falle von Wirecard – oder auch angebliche Missstände behaupten – wie etwa im Falle von Ströer. Decken Shortseller tatsächliche Missstände auf, wie bspw. Fehler in der Finanzberichterstattung, sorgen sie sowohl durch das Tätigen der Leerverkäufe als auch durch die Veröffentlichung der Missstände dafür, dass negative Informationen in den Kapitalmarkt eingepreist werden. Sie leisten so unter normalen Marktbedingungen einen wichtigen Beitrag zur Preisbildung und damit zur Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts. Verbreiten sie jedoch falsche oder irreführende Informationen, kann dies sowohl Anleger als auch die betroffenen Gesellschaften erheblich schädigen. Daher stellt sich die Frage, ob ein Bedürfnis nach weiter gehender Regulierung aktivistischer Shortseller besteht und wie Vorstand und Aufsichtsrat auf aktivistische Shortseller reagieren sollten.

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



A Rechtliche Grenzen für aktivistische Shortseller

Rechtliche Grenzen gelten zunächst für Leerverkäufe als solche nach der EU-Leerverkaufsverordnung aus dem Jahr 2012.¹ Sie verbietet ungedeckte Leerverkäufe, bei denen ein erhöhtes Ausfallrisiko besteht, weil sich der Leerverkäufer die Papiere weder im Rahmen einer Wertpapierleihe noch durch einen vergleichbaren Anspruch auf Lieferung der Papiere gesichert hat. Gedeckte Leerverkäufe sind hingegen grundsätzlich zulässig, müssen aber bei Überschreiten bestimmter Schwellenwerte der Aufsichtsbehörde gemeldet oder auch dem Kapitalmarkt offengelegt werden.

Im Übrigen steckt die Marktmissbrauchsverordnung (MAR)² die Grenzen für aktivistische Shortseller ab: Auch wenn Shortseller durch die Verbreitung negativer Informationen in der Regel einen wichtigen Beitrag zur Preisbildung und damit zur Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts leisten, können sie sich im Gegensatz zu Journalisten nicht auf die in der Verordnung vorgesehene Privilegierung zum Schutz der Meinungs- und Pressefreiheit³ berufen, sodass die Vorschriften der MAR uneingeschränkt Anwendung finden. Hieraus folgt insbesondere, dass Shortseller weder falsche noch irreführende Informationen verbreiten dürfen, weil sie anderenfalls bei Kenntnis oder fahrlässiger Unkenntnis eine verbotene informationsgestützte Marktmanipulation⁴ begehen. Außerdem müssen Shortseller mit Abgabe einer Stellungnahme der Öffentlichkeit gleichzeitig offenlegen, dass sie Leerverkaufspositionen halten.⁵ Damit zieht das Marktmissbrauchsrecht Shortseller-Attacken ausreichend klare Grenzen und ist prinzipiell geeignet, marktschädliches Verhalten zu verhindern, ohne kapitalmarktförderliches Verhalten zu sehr einzuschränken. Die Wirksamkeit dieser Grenzen in der Praxis steht und fällt allerdings mit der Durchsetzung des Marktmissbrauchsrechts. Nur wenn die drastischen straf- und bußgeldrechtlichen Sanktionen bei Verstößen auch tatsächlich verhängt werden, können sie ausreichend abschreckende Wirkung entfalten.

1 Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps

2 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission

3 Art. 21 MAR

4 Art. 12 Abs. 1 lit. a) MAR

5 Art. 12 Abs. 2 lit. a) MAR

B Pflichten der Geschäftsleitung im Umgang mit aktivistischen Shortsellern

Da Shortseller-Attacken aufseiten der betroffenen Gesellschaft erhebliche Kursverluste und Reputationschäden zur Folge haben können, stehen Vorstand und Aufsichtsrat vor der Herausforderung, angemessen zu reagieren. So können insbesondere börsennotierte Gesellschaften unter Umständen zur Veröffentlichung einer Ad-hoc-Mitteilung⁶ verpflichtet sein. Denn verbreiten Shortseller unwahre kursrelevante Informationen über die Gesellschaft, handelt es sich bei dem (nicht öffentlich bekannten) Wissen um die Unwahrheit der verbreiteten Informationen um eine Insiderinformation.⁷ Sofern es keine berechtigten Geheimhaltungsinteressen aufseiten der Gesellschaft gibt, die einen Aufschub rechtfertigen könnten, hat sie die Unwahrheit der Behauptungen daher unverzüglich zu veröffentlichen.

Darüber hinaus handelt es sich bei der Entscheidung, ob und auf welche Weise die Geschäftsleitung auf die Shortseller-Attacken reagieren soll, um (weiteren) Schaden von der Gesellschaft abzuwenden, vor allem um eine unternehmerische Entscheidung, die der Vorstand im Sinne der Business Judgment Rule gemäß § 93 Abs. 1 S. 2 AktG mit Rücksicht auf das Unternehmenswohl im konkreten Einzelfall zu treffen hat. Dabei kann es im Interesse der Gesellschaft unter Umständen geboten sein, zu den Vorwürfen der Shortseller öffentlich Stellung zu nehmen. Alles in allem sind Vorstand und Aufsichtsrat börsennotierter Unternehmen gut beraten, sich auf Shortseller-Attacken professionell vorzubereiten. Sie sollten Leerverkaufsaktivitäten am Markt beobachten, die öffentliche Berichterstattung über die Gesellschaft sorgfältig verfolgen, denkbare Angriffspunkte antizipieren und eine Strategie entwickeln, wie sie im Fall einer Shortseller-Attacke reagieren und mit den Aktionären, Aufsichtsbehörden, Mitarbeitern und der Öffentlichkeit kommunizieren.⁸ ←

6 Art. 17 MAR

7 Siehe Fuchs/Mennicke/Jakovou, WpHG, 2. Aufl. 2016, § 13 Rn. 37; Klöhn/Klöhn, Art. 7 MAR 2018 Rn. 64; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek, 5. Aufl. 2020, Art. 7 MAR Rn. 69

8 Allgemein zur Kommunikation als Governance-Instrument Langenbacher ZHR 185 (2021), S. 414, 438; siehe zum Umgang mit Hedgefonds Schiessl, ZIP 2009, S. 689, 696



To SPAC or not to SPAC Autor: Stefan Krause

Erste praktische Erfahrungen aus den USA

und was man aus den Fehlern dort lernen kann

SPACs («special purpose acquisition corporations») sind zurzeit in aller Munde. Und provozieren ein menschliches Phänomen wie bei jeder Innovation: Es spaltet die Meinungen; Begeisterung und Skepsis bestehen parallel.

In den letzten Monaten habe ich sehr viel mit SPACs zu tun gehabt und einen guten Einblick bekommen, in die Szene, in die Praktiken und in die Dos and Don'ts. Insgesamt habe ich vier Unternehmen bei de-SPAC-Prozessen unterstützt, bei einem SPAC war ich selbst mit im Management-Team auf der Target-Suche dabei. Und habe viele unternehmerische Start-up-Teams bei der Frage »to SPAC or not to SPAC« beraten.

Nach all meinen Erfahrungen sind SPACs ein ganz hervorragendes Instrument der Unternehmensfinanzierung. Länder, deren Börsen noch keine SPAC-freundliche Regulierung haben, sollten sich schleunigst eine solche kreieren. Dafür kann ich nur werben, denn nicht nur Unternehmen, die eine solche Finanzierung brauchen, können davon profitieren, sondern auch die breite Masse an Kleinanlegern. Damit haben viele – und nicht nur wenige – die Möglichkeit, an der enormen Wertgenerierung von zukunftsweisender Technologie und fortschrittlichen Unternehmensideen zu partizipieren.

Die Grundidee eines SPAC ist einfach:

- Man stellt ein Management-Team mit Kenntnissen in einer bestimmten Branche zusammen.
- Man listet eine Gesellschaft, deren Zweck es ist, ein Unternehmen zu kaufen, an einer Börse.
- Dieser Unternehmenskauf geschieht in Form eines Mergers.

▶ Durch den Merger ist das operative Unternehmen nun an einer Börse gelistet und profitiert durch die gehandelten Aktien von einer ansehnlichen Kapitalerhöhung. Für das Unternehmen ein enormer Vorteil. Man verbringt nicht mehr ein halbes Jahr mit Fundraising von Business Angels, über Seed-Investoren über Series A, B, C in endlosen Investorenmeetings, um sich Kapital für den nächsten »Milestone« zu beschaffen. Über das SPAC erhält man in der Regel genug Kapital, um ein neues Produkt zur Marktreife zu führen, ein bestehendes erfolgreiches Produkt schneller in viele Märkte zu bringen, eine marktbeherrschende Stellung schnell zu erreichen oder eine Sektor-Konsolidierung durchzuführen.

Es gibt drei zu differenzierende Investorengruppen für SPACs: Der **Sponsor** geht voll ins Risiko und erhält dafür einen potenziell hohen Anteil der Aktien des kombinierten Unternehmens. Der Sponsor trägt mit seiner – überschaubaren – Investition die Kosten des SPAC für einen vorab festgelegten Zeitraum. Im Falle des Zeitablaufs des SPAC ohne Übernahmeerfolg muss der Sponsor allerdings der zweiten Investorengruppe, den sog. **Trust-Investoren**, eine Verzinsung des eingesetzten Kapitals gewähren. Diese Gruppe hat eigentlich nur Vorteile durch die Investition. Entweder man investiert in das vom Management-Team und dem SPAC-Board vorgeschlagene Zielunternehmen oder man entscheidet sich, das Kapital verzinst zurückzunehmen («redemption»). Die dritte Gruppe sind die **PIPE-Investoren** («private investment in public equity»). Da ihr Kapital erst vor dem IPO eingeworben wird, kennen sie die Risiken und Chancen des Geschäfts des Zielunternehmens und investieren mit der Einschätzung, dass die neue Aktie an der Börse eine gute, hoffentlich auch exponentielle Entwicklung haben wird.

Stefan Krause war u. a. Finanzvorstand der BMW Group, später Vorstand für Vertrieb und Marketing bei BMW, CFO der Deutsche Bank AG sowie Aufsichtsratsvorsitzender der BHF Bank, der Deutschen Bank Luxemburg und der Postbank. Er war weiterhin Mitglied des Aufsichtsrats von Rocket Internet und Senior Advisor der Private Equity-Firma Warburg Pincus in London.

Ende 2017 gründete Stefan Krause das Elektrofahrzeug-Start-up Canoo in Los Angeles, das Ende 2020 über ein SPAC an der Nasdaq gelistet wurde. Er war auch als Präsident und COO für das SPAC-Listing von Fisker Inc. an der NYSE verantwortlich. Ferner ist er bei dem SPAC-Listing von Velo3d und GoFor beteiligt. Im Jahr 2021 wurde Krause CFO und CIO von LEVERE, einer an der Nasdaq gelisteten Blankoscheckgesellschaft.

Bis 2016 war Krause Präsident der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft.



Foto: © Karin Busch

Neben den oben skizzierten Investorengruppen sind auch das Management-Team und das Board des SPAC an einem erfolgreichen Unternehmenszusammenschluss interessiert, da man in der Regel nur dann über eine Aktienzuteilung Geld verdient, wenn das SPAC erfolgreich zum Abschluss kommt. Entsprechende Sperrfristen für alle Anleger, das Management des Unternehmens und das SPAC-Management-Team sollen einen langfristigen Erfolg gewährleisten und dem Markt genug Zeit geben, um die anfängliche Bewertungsthese im IPO zu verifizieren – oder auch nicht.

Umgekehrt sorgen Warrants dafür, dass **Frühinvestoren** und die Management-Teams bei entsprechend positiverer Entwicklung der Aktie auch an der zusätzlichen Höherbewertung partizipieren können.

Zuletzt können auch **Kleinanleger** von der rasanten Wertentwicklung von technologischen und anderen Innovationen profitieren und nicht nur wenige Großinvestoren. Volkswirtschaftlich durchaus eine unterstützenswerte Entwicklung. Auch dringend notwendige Großinvestitionen können so besser und effizienter umgesetzt werden, und man muss nicht auf die oft zögerliche und langsame Innovationskraft großer Unternehmen warten. Diese verfügen zwar oft über die erforderliche Finanzkraft, tun sich aber aufgrund von internen bürokratischen Interessenkonflikten und langwierigen Entscheidungsprozessen schwer, unternehmerische Innovationen schnell und nachhaltig umzusetzen.

Was braucht man also, um ein Unternehmen börsenfähig und damit SPAC-fertig zu machen?

Erstens muss es eine Wachstumsstory sein. Es muss eine Zukunftsprognose für einen großen Markt und eine große Kundennachfrage geben. Gemessen wird das am TAM (»total adressable market«).

Zweitens müssen das Management-Team oder das Board über Kapitalmarkterfahrung verfügen, bis zu drei Jahre »audited financial statements« vorliegen sowie am besten erste Umsätze mit Kunden und/oder ein großes Orderbook.

Kritische Erfahrungen mit SPACs

Die Erfahrungen der ersten Runden im SPAC haben aber auch Defizite aufgezeigt:

- Erstens wurden zu viele Unternehmen an den Markt gebracht, die **noch nicht börsenfähig** waren. Ihre Pläne zeigten eine aggressive Umsatzplanung, die sich nach Industriekenntnissen nicht realistisch umsetzen ließ. Dennoch erreichten diese Unternehmen hohe Bewertungen, die nach Listing schnell im Handel zu **Preiskorrekturen** geführt haben.
- Zweitens wurden aus mangelnden Kenntnissen über Kapitalmarktinformationen Fehler in den ersten Quartalsberichten gemacht. Es kam sogar – im Goldrausch der Börsennotierungen – auch echter Betrug vor (Nikola).
- Drittens haben sich vor allem in den USA Anwälte und Short Seller die Schwächen und Fehler der Börsenneulinge zunutze gemacht, um Kapital aus potenziellen Settlements zu schlagen.
- Viertens hat sich wie so oft an den Finanzmärkten nach einigen extrem erfolgreichen SPAC-Listings FOMO (Fear Of Missing Out) breit gemacht. Viele Investoren, vor allem im PIPE-Markt, haben in der Goldgräberstimmung die sonst übliche **Sorgfalt in dem Due Diligence-Bereich nicht eingehalten**. Ganz im Gegenteil, um eine Zuteilung von Aktien vor dem IPO zu sichern, haben PIPE-Investoren »reverse pitches« angewandt, also sich bei den Unternehmen beworben, um eine Aktienzuteilung zu bekommen, da die Transaktionen mehrfach überzeichnet waren.

Die SEC hat aber deutlich und klar gegengesteuert. Zunächst prüfen neuerdings Fachleute zu hohe Bewertungssprünge bei den SPAC IPOs. Zweitens wurde das Accounting der Warrants verändert: von fixer Kapitalbehandlung zu »markt to market«-Bewertungen als Verbindlichkeit. Ferner wurden im Disclosure-Bereich weitere Maßnahmen gefordert und umgesetzt. Alles Anzeichen eines reifenden Markts um ein Finanzprodukt, welches seinen festen Platz in der Suite der Unternehmensfinanzierungen finden und sich etablieren wird. Davon bin ich fest überzeugt. Der Markt wird einen gesunden Mittelweg finden und das Instrument des SPAC wird an geeigneten Fällen eingesetzt, um Unternehmen in ihrem schnellen Wachstum zu unterstützen. ←

Vielfalt in der Investor:innen- und Gründer:innenlandschaft – ein Erfolgsfaktor für Innovation

Autorin: Ina Schlie

Deutschland bringt Start-ups mit bahnbrechenden Ideen und Innovationen hervor. Dennoch wird das wirtschaftliche Potenzial der deutschen Gründer:innen-szene noch nicht vollständig genutzt. Die allgemeine Gründungsquote ist in Deutschland mit 4,8 Prozent deutlich geringer als in vielen vergleichbaren Ländern.¹ Unter Start-ups, den besonders innovativen und technologieorientierten Gründungen mit Wachstumspotenzial, zeigt sich dabei eins: Es mangelt an Diversität. 69 Prozent der Start-up-Teams sind rein männlich, nur 10,9 Prozent rein weiblich und 20,1 Prozent divers besetzt.² Dies hemmt die Innovationsfähigkeit Deutschlands.



1 Bosma et al. (2020/2021): 2020/2021 Global Report; Global Entrepreneurship Monitor

2 Hirschfeld, A./Gilde, J./Wöss, N. (2020): Female Founders Monitor 2020; German Startups Association



Der Anteil der Start-up-Gründerinnen ist zu gering

Laut des KfW-Start-up-Reports 2021 liegt der Anteil der Start-up-Gründerinnen in Deutschland bei 17,7 Prozent.³ Dies ist eine leicht positive Entwicklung im Vergleich zu den vorhergehenden Jahren und somit begrüßenswert. Jedoch haben Gründerinnen noch immer nicht die gleichen Chancen auf Wachstum und Erfolg. Nur knapp 11 Prozent der Gründerinnen-Teams, die 2020 eine Venture Capital-Finanzierung anstrebten, erhielten diese auch. Im Vergleich dazu lag die Erfolgsquote männlicher Teams bei fast 40 Prozent. Zudem wird nur lediglich 5,2 Prozent der Gründerinnen-Teams eine Finanzierung von über 1 Mio. EUR zuteil – bei Gründer-Teams sind es hingegen 27,8 Prozent.⁴

Der Anteil der weiblichen Kapitalgeberinnen ist zu gering

Der Mangel an Diversität ist aber nicht nur in der Gründer:innenlandschaft festzustellen, sondern auch auf der Seite der Kapitalgeber:innen. Eine Studie der Boston Consulting Group zeigt, dass 96 Prozent der deutschen Venture Capital-Unternehmen ausschließlich von Männern geführt werden.⁵ Hinzu kommt, dass weibliche Business Angels mit einem Anteil von 7,2 Prozent in Europa ebenfalls stark unterrepräsentiert sind.⁶

encourageventures e.V.

Die Vision von encourageventures ist es, mehr Diversität in die Gründer:innen- und Investor:innenlandschaft zu bringen. Das Netzwerk wurde gegründet, um ein Ecosystem für Gründerinnen, Investorinnen und Expertinnen zu schaffen und die Anzahl der Neugründungen und des Investments durch Frauen effektiv zu erhöhen. Ein ganzheitlicher und nachhaltiger Ansatz ist das Alleinstellungsmerkmal des Vereins. Start-ups werden von der Idee bis zum Börsengang begleitet. Wir unterstützen den Austausch auf Augenhöhe zwischen Gründerinnen und Investorinnen und stehen für (Reverse-)Mentoring, in dem beide Parteien voneinander lernen. Denn die ganzheitliche und nachhaltige Unterstützung von erfahrenen Mentorinnen ist ein wesentlicher Erfolgsfaktor. Gründerinnen und Investorinnen haben die Möglichkeit, durch Pitch- und Mentoring-Nights in den Austausch zu kommen. Darüber hinaus bietet der Verein eine Vielzahl von Schulungen und Workshops für Investorinnen und Mentorinnen auf der einen Seite und für Start-ups auf der anderen Seite an.

Mittlerweile umfasst das Netzwerk über 400 Frauen mit exzellenter Expertise aus Wirtschaft, Wissenschaft und öffentlichen Institutionen und 310 divers geführte Start-ups. Die Investorinnen und Mentorinnen sind international anerkannte und erfolgreiche Expertinnen aus den Bereichen DeepTech, Mobility, Consumer Goods, Gesundheit, Human Resources, Education, Business Services u. v. a. m.

Die mangelnde Diversität der Kapitalgeber:innen beeinflusst die Verteilung des Kapitals

Die derzeitige Geschlechterverteilung der Business Angels und VC-Firmen hat maßgebliche Auswirkung auf die Verteilung des Kapitals. Eine Studie der BCG⁷ zeigt, dass zahlreiche männliche Investoren mit den Produkten und Dienstleistungen, die von Frauen gegründete Unternehmen entwickeln, kaum vertraut sind. Wuttig und Weber⁸ zeigen, dass sich die Wahrscheinlichkeit, dass in Unternehmen mit Frauen im Führungsteam investiert wird, verdoppelt, sobald die VC-Firma eine Partnerin im Managementteam hat. Bei Start-ups, die eine weibliche CEO haben, verdreifacht sie sich sogar. Dieses Phänomen ist u. a. auf den *Affinity Bias* und den *Similar-to-me Bias* zurückzuführen. Diese bewirken, dass Menschen Personen, die ihnen ähnlich sind, unverhältnismäßig stark bevorzugen. Im Ergebnis werden neben bahnbrechenden Innovationen auch lukrative Investitionsoptionen übersehen. Denn Gründerinnen erwirtschaften 10 Prozent mehr kumulativen Umsatz über einen Zeitraum von fünf Jahren als rein männliche Teams.⁹ →

3 Kollmann et al. (2021): Deutscher Start-up Monitor 2021 – Nie war mehr möglich; Deutscher Start-up Monitor

4 Hirschfeld, A./Gilde, J./Wöss, N. (2020): Female Founders Monitor 2020; German Startups Association

5 Boston Consulting Group (2019): PM Diversity Start-ups Deutschland

6 Europäische Kommission (2018): Women in the digital Age; Directorate-General for Communications Networks

7 Krentz, M. et al. (2018): Why Women-Owned Startups Are a Better Bet

8 Wuttig, A./Weber, S. T. (2020): Mehr weibliche Business Angels führen zu mehr Startup Gründerinnen; IUBH Discussion Papers – Business&Management, No. 12/2020, IUBH Internationale Hochschule, Bad Honnef

9 Krentz, M. et al. (2018): Why Women-Owned Startups Are a Better Bet

Die Wirksamkeit von geschlechter-spezifischen Netzwerken beeinflusst die Venture Capital-Szene

Laut des Female Founders Monitor haben 57 Prozent der Gründerinnen Schwierigkeiten, einen Zugang zu Investor:innen und deren Netzwerk zu erhalten, wohingegen nur 36,7 Prozent der Gründer-Teams dies als Herausforderung nennen. Auch der KfW-Start-up-Report 2021 zeigt, dass Gründer besser in der Start-up-Szene vernetzt sind als Gründerinnen. Pitch Decks von männlichen Gründer-Teams werden deutlich häufiger an Investoren aus dem eigenen Netzwerk gegeben. Diese »Warm Introductions« führen 13-mal häufiger zu einer Finanzierung als »Cold Introductions«.¹⁰

Auch auf die Investorinnen wirkt sich aus, wie das Netzwerk zusammengesetzt ist. Untersuchungen bestätigen, dass Mitglieder von reinen Frauennetzwerken deutlich mehr Investitionen tätigen als Frauen in männlich dominierten Netzwerken. Dies deutet darauf hin, dass ein reines Frauenumfeld einen sicheren Raum für Investitionen und Lernmöglichkeiten bietet.¹¹ Im Ergebnis bedeutet das wiederum mehr Kapital für Gründerinnen: Denn weibliche Business Angels investieren zu 24 Prozent in Gründerinnen, während männliche Business Angels sich nur zu 16 Prozent¹² an frauengeführten Start-ups beteiligen. Hier zeigt sich Potenzial.

Ob und welche weiteren Unterschiede im Verhalten von weiblichen und männlichen Business Angels existieren, ist derzeit kaum untersucht. Die Forschung rund um »Female Venture Funding« dreht sich noch immer mehrheitlich um die Seite der Gründerinnen. Für Deutschland und Europa mangelt es – jenseits von anekdotischer Evidenz – an kumulativem Wissen und statistisch signifikanten Ergebnissen zu Investitionsentscheidungen und -erfolg. Daher setzt encourageventures eine eigene wissenschaftliche Studie auf, in der wir diesen Fragen nachgehen und weitere Diversitätsdimensionen integrieren werden.

Bereits jetzt spricht das geschaffene Ecosystem Gründerinnen an und motiviert mehr Frauen, Investitionen in Start-ups zu tätigen. Vor allem die Wirksamkeit des holistischen Ansatzes von encourageventures wird seitens der Start-ups betont und es wird hervorgehoben, dass das vielfältige Engagement der Expertinnen sie bei ihren Vorhaben und der Skalierung unterstützt. Die Investorinnen und Mentorinnen schätzen die Initiative, weil sie weit über ein monetäres Investment hinausgeht und Gründerinnen systematisch, umfassend und nachhaltig begleitet.

Die Zahlen sprechen für sich. Diversität ist ein Erfolgsfaktor. Für Investoren lohnt daher ein Blick über den Tellerrand des etablierten Netzwerks. Es gilt sich mit Blick auf das eigene Geschäftsmodell zu fragen, welche Innovationen und Vorteile der Schritt aus der eigenen Community hervorbringen kann. ←



QUELLENVERZEICHNIS

Bosma et al. (2020/2021): 2020/2021 Global Report; Global Entrepreneurship Monitor

Boston Consulting Group (2019): Nur vier Prozent aller Start-ups in Deutschland werden von Frauen gegründet; zuletzt abgerufen am 24.11.2021 unter https://www.bcg.com/de-de/press/09September2019_PM_Diversity_Startups_DE

Europäische Kommission (2018): Women in the digital Age; Directorate-General for Communications Networks

Harrison, R. (2018): The emergence of women business angel investors: Gender shift or marginal change; zuletzt abgerufen am 25.11.2021 unter <https://realbusiness.co.uk/women-business-angel-investors-uk-gap>

Hirschfeld, A./Gilde, J./Wöss, N. (2020): Female Founders Monitor 2020; German Startups Association

Kollmann et al. (2021): Deutscher Start-up Monitor 2021 – Nie war mehr möglich; Deutscher Start-up Monitor

Krentz, M. et al. (2018): Why Women-Owned Startups Are a Better Bet; zuletzt abgerufen am 25.11.2021 unter <https://www.bcg.com/de-de/publications/2018/why-women-owned-startups-are-better-bet>

Mathewson, F. (2021): Neue Zahlen zeigen, wie wenig Angel-Investorinnen es wirklich gibt; zuletzt abgerufen am 24.11.2021 unter <https://www.businessinsider.de/gruenderszene/business/weibliche-business-angels-a/>

Metzger, G. (2021): KfW-Start-up-Report 2021 – Corona-Krise belastet Zahl der Start-ups – VC-affine Start-ups aber nur wenig betroffen; KfW Research

Wuttig, A./Weber, S. T. (2020): Mehr weibliche Business Angels führen zu mehr Startup Gründerinnen; IUBH Discussion Papers – Business&Management, No. 12/2020, IUBH Internationale Hochschule, Bad Honnef

10 Metzger, G. (2021): KfW-Start-up-Report 2021 – Corona-Krise belastet Zahl der Start-ups – VC-affine Start-ups aber nur wenig betroffen; KfW Research

11 Harrison, R. (2018): The emergence of women business angel investors: Gender shift or marginal change

12 Mathewson, F. (2021): Neue Zahlen zeigen, wie wenig Angel-Investorinnen es wirklich gibt



Dauerbrenner
Diversität –
aus Sicht der
Investoren
ein fester Platz
auf der
Aufsichtsratsagenda
2022

Autorinnen: **Dr. Gabriele Apfelbacher,**
Daniela Heyer und **Dr. Philine Sandhu**

Der Ruf nach mehr Diversität ist unüberhörbar

Eine diverse Zusammensetzung von Führungsgremien findet bei den zentralen Akteuren am Kapitalmarkt steigende Aufmerksamkeit. Investmentbanken wie Goldman Sachs wollen keine Unternehmen mehr an die Börse begleiten, welche nicht über eine ausreichend diverse Leitung verfügen. Seit August 2021 sind die neuen Diversitätsregeln der US-amerikanischen Börse Nasdaq in Kraft: Nach einer Übergangs-

zeit sind gelistete Unternehmen erstens verpflichtet, standardisierte Informationen zur Diversität in ihrem Board of Directors zu veröffentlichen und zweitens sollen jedenfalls größeren Boards mindestens zwei diverse Personen angehören. Ein Abweichen von diesem Mindestbeteiligungsgebot ist zu begründen (»comply or explain«). Schließlich stellen auch große Fondsgesellschaften und sonstige institutionelle Investoren zunehmend Diversitätsanforderungen an ihre Portfoliounternehmen. —————>



Dr. Gabriele Apfelbacher ist Rechtsanwältin und seit 2020 Senior Counsel, davor langjährige Partnerin, der internationalen Sozietät Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP. Sie ist Kapitalmarkt- und Corporate Governance-Expertin und hat vertiefte Expertise im Finanzsektor. Sie ist Aufsichtsrätin und Mitglied des Prüfungs- und Risikoausschusses sowie des Vergütungsausschusses eines großen Wertpapierinstituts.

Parallel zu dieser Dynamik am Kapitalmarkt ziehen auch die gesetzlichen und regulatorischen Anforderungen an. So wurde etwa im Jahr 2021 das Führungspositionengesetz durch das FÜPoG II weiterentwickelt: Für börsennotierte Unternehmen, die der paritätischen Mitbestimmung unterliegen, ist neben der Geschlechterquote von 30 Prozent im Aufsichtsrat nun auch eine Mindestbeteiligung von einer Frau im Vorstand gefordert. Die Europäische Zentralbank als Aufsichtsbehörde für bedeutende Kreditinstitute verkündete im Sommer 2021, im Rahmen der Eignungsprüfung des Leitungsorgans zukünftig auch die Geschlechtervielfalt zu berücksichtigen. Diversität wird mittelfristig auch im Rahmen der ESG-Debatte im Hinblick auf Parameter für eine nachhaltige Corporate Governance eine Rolle spielen. Angesichts dieses wachsenden Drucks aus unterschiedlichen Richtungen ist Aufsichtsräten geraten, bei der Vorstandsbesetzung und der Auswahl von Aufsichtsratskandidaten das Kompetenzprofil des betreffenden Gremiums im Auge zu haben, dabei auch ausreichende Diversität sicherzustellen und die neu gewonnenen Perspektiven integrativ einzubinden. Damit antwortet der Aufsichtsrat nicht nur angemessen auf externen Druck, sondern trägt auch dem Unternehmensinteresse am besten Rechnung.

Für gute Governance braucht es diverse Perspektiven

Warum interessiert sich der Kapitalmarkt neben der finanziellen Performance auch für Geschlechtergerechtigkeit und Vielfalt in der Führung? Institutionelle Investoren und Intermediäre werden sich der immer klarer werdenden Korrelation von Diversität und Geschäftserfolg bewusst. Diese beruht vor allem auf einer besseren Diskussionskultur und umfassenderen Risikerkennung in diversen Gremien, die für eine effektive Gremienarbeit gerade in Krisenszenarien, wie etwa der globalen Klimakrise oder einer anhaltenden Pandemie, essenziell sind. Differenzierte Sichtweisen, die Menschen unterschiedlichen Geschlechts, Alters, Ausbildungshintergrunds oder kultureller oder sozialer Herkunft einbringen, sind Voraussetzung dafür, dass komplexe Sachverhalte umfassend beleuchtet und abgewogen werden. Positive Effekte zeigten sich in wissenschaftlichen Studien besonders dann, wenn mindestens eine kritische Masse von 25 bis 30 Prozent eines Gremiums mit diversen Mitgliedern besetzt wird. In der Konsequenz lassen diese ein gründlicheres Monitoring im Bereich Umwelt und Soziales, transparenteres Handeln, schnellere Risikofrüherkennung und in der Summe effektivere Governance erwarten.

Ein konstruktiver Dialog unter Einbeziehung der unterschiedlichen Sichtweisen ist auch für die Innovationsfähigkeit eines Unternehmens essenziell, denn homogene Teams neigen schnell zu Gruppendenken. Um die besten Köpfe für den Vorstand und Aufsichtsrat zu identifizieren, darf sich der Talentpool nicht auf ein enges Profil von männlichen Kandidaten ähnlicher Herkunft und Ausbildung begrenzen, was in Deutschland außerhalb der zwingenden gesetzlichen Vorgaben oftmals noch der Fall ist: Im März 2021 waren mit 48 Prozent noch fast die Hälfte aller Vorstandsgremien in DAX und MDAX ausschließlich mit Männern besetzt. Die Aufsichtsratsmitglieder dieser Unternehmen kamen zu 83 Prozent aus dem deutschsprachigen Raum (DACH), was in vielen Fällen nicht mit der internationalen Geschäftstätigkeit der Unternehmen im Einklang stand.¹

¹ Sandhu, Ph./Heyer, D./Apfelbacher, G./Marschallek, L. (2021): Forderungen mit wenig Durchschlagskraft: Der Einfluss von Investoren auf die Diversität in deutschen Aufsichtsräten und Vorständen



Daniela Heyer ist CFO der Storengy Deutschland GmbH (Teil des ENGIE-Konzerns) und war davor langjährige Leiterin des Finanzbereichs der Deutsche Wohnen SE. Sie hat umfangreiche praktische Erfahrungen in der gesetzlichen Finanzberichterstattung bei börsennotierten und nicht gelisteten Unternehmen verschiedener Größenordnungen.



Dr. Philine Sandhu ist Akademische Leiterin des Aufsichtsrätinnen-Programms an der Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin. Mit ihrer Expertise im Feld Governance und Diversity ist sie Kolumnistin im Handelsblatt, forscht zu guter Unternehmensführung und begleitet Unternehmen hin zu mehr Diversität in der Führung.

Institutionelle Investoren stellen konkrete Forderungen

Angesichts der möglichen Risiken für den Geschäftserfolg, die sich aufgrund zu homogen besetzter Führungsgremien entwickeln können, ist es nachvollziehbar, dass zunehmend auch Investoren ein Augenmerk auf die diverse Zusammensetzung von Vorstand und Aufsichtsrat legen. In unserer Datenerhebung zeigte sich, dass von den 30 größten institutionellen Investoren im DAX und MDAX im Jahr 2020 bereits die Hälfte Diversitätsanforderungen für ihre Portfoliounternehmen in den Anlagerichtlinien formulierten. Der Fokus liegt dabei auf ausreichender Geschlechterdiversität, wobei es einem Großteil dieser Investoren auch um ein breites Skillset im Sinne unterschiedlicher Ausbildungshintergründe, um internationale Perspektiven und um die Repräsentanz ethnischer Minderheiten in Aufsichtsräten und Vorständen geht.

Neben der Erfüllung von Diversitätskriterien bei der Zusammensetzung der Führungsgremien erwartet ein beträchtlicher Teil ebenso ein Reporting zur Berücksichtigung von Diversitätsaspekten bei Nominierungsprozessen und zu einer ganzheitlichen Diversitätsstrategie zum Aufbau einer langfristigen »Pipeline« diverser Talente im Unternehmen. Ähnlich handhabt es bereits der weltweit zweitgrößte Stimmrechtsberater Glass Lewis, der mit seinen *Proxy Voting Guidelines* eine Hebelwirkung für Diversität hat. Viele institutionelle Investoren, die etwa für bestimmte lokale Märkte keine eigenen Abstimmungsrichtlinien haben, orientieren sich daran. Den Portfoliogesellschaften drohen bei einer Nichterfüllung dieser Erwartungen Gegenstimmen bei der (Wieder-)Wahl von Aufsichtsratsmitgliedern.

Ein deutlicher Effekt dieser Diversitätsanforderungen ist seit einiger Zeit in den USA zu verzeichnen. Die »Big Three«-Investoren im US-amerikanischen Markt – Blackrock, Vanguard und State Street – starteten 2017 eine besondere Initiative, die Geschlechtervielfalt in Boards zu erhöhen. In diesem Zusammenhang stimmten sie gegen die Wiederwahl Hunderter Board-Mitglieder, die ihrer Meinung nach nicht für ausreichende Fortschritte hin zu mehr Diversität in ihrem Unternehmen sorgten. Dieses entschiedene Handeln führte u. a. dazu, dass die Portfoliounternehmen 2019 mindestens 2,5-mal so viele weibliche Board-Kandidaten benannten wie im Vergleichsjahr 2016.²

So gelingt Diversität in den Führungsgremien

Mit einer Reihe von Maßnahmen können sich Aufsichtsräte auf die wachsenden Diversitätsanforderungen der Investoren einstellen. Best Practices erschöpfen sich hier nicht in der Erfüllung gesetzlicher Mindestanforderungen und im Abhaken der Empfehlungen des DCGK. Für ein glaubhaftes Engagement empfehlen sich folgende Instrumente und Vorgehensweisen:³

- Diversität zur Chefsache machen, beim Aufsichtsrats- bzw. Vorstandsvorsitz aufhängen und laufendes Monitoring etablieren
- Transparenz schaffen:
 - Offenlegung von Diversitätskennziffern (Frauenanteile in der Belegschaft insgesamt, im Aufsichtsrat, im Vorstand, in den zwei Führungsebenen unterhalb des Vorstands; Angaben zu Alter, Ausbildungshintergrund und Herkunft aller Aufsichtsrats- und Vorstandsmitglieder)
 - Entwicklung und Veröffentlichung eines Diversitätskonzepts (Diversitätszielbild, Strategie und Maßnahmen zur Erhöhung der Diversität in oberen Führungsgremien, Nachfolgeplanung)
 - Darstellung des Nominierungs- bzw. Auswahlprozesses für Aufsichtsratskandidaten und Vorstandsmitglieder unter Berücksichtigung von Diversitätsaspekten (z. B. breiter Suchradius, Beteiligung diverser Ausschussmitglieder, Kompetenzprofil)
- zuständige Aufsichtsratsausschüsse (Nominierungs- und Präsidial- bzw. Personalausschuss) auch mit diversen, insbesondere weiblichen Mitgliedern besetzen ←—————

2 Gormley, T./Gupta, V./Matsa, D./Mortal, S./Yang, L. (2021): The Big Three and Board Diversity: The Effectiveness of Shareholder Voice, ECGI Working Paper Series in Finance

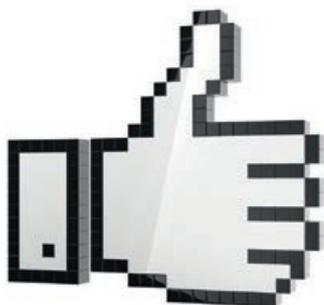
3 Eine detaillierte Übersicht ist zu finden in: Erfurt Sandhu, Ph. (2021): Diversität im Aufsichtsrat und im Topmanagement – Stellhebel und Einflussmöglichkeiten für Aufsichtsräte zur Erhöhung der (Gender) Diversity, in: Der Aufsichtsrat (1/2021), S. 4–6

Jella Benner-Heinacher ist stellvertretende Hauptgeschäftsführerin der DSW. Als Vize-Präsidentin des europäischen Verbands BetterFinance in Brüssel und als Chair von ECGS in London ist sie zudem für die Auslandsaktivitäten der DSW verantwortlich. Außerdem ist Frau Benner-Heinacher Mitglied der Börsensachverständigenkommission.

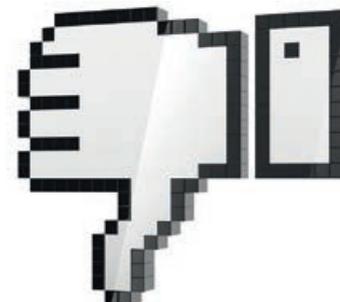


Die Abstimmung über das Vorstandsvergütungssystem – Beginn einer Zeitenwende?

Autorin: **Jella Benner-Heinacher**



Mit der Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II) sind seit Anfang 2021 einige Neuerungen in Kraft getreten. Die Hauptversammlung muss jetzt zwingend über die Vorstandsvergütung und das zugrunde liegende System abstimmen. Daneben müssen die Gesellschaften für jedes Vorstandsmitglied eine Maximalvergütung in Euro festlegen.



Schließlich hat die Neufassung des Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK 2020) auf die Empfehlungen zur individualisierten Vergütungsberichterstattung (u. a. in Form zweier Mustertabellen zur Darstellung der Vergütung des Vorstands) verzichtet, und zwar in Anbetracht der Entwicklung in Brüssel: So hatte die EU-Kommission bereits im Juli 2019 unverbindliche Leitlinien zur standardisierten Darstellung in Form der zweiten Entwurfsversion erarbeitet, die endgültigen Leitlinien stehen noch aus – und die zuständige Arbeitsgruppe liegt auf Eis, da bei der EU-Kommission zurzeit wichtigere Dinge auf der Agenda stehen.

Die gesetzliche Vorgabe des § 162 Abs. 1 Satz 1 AktG ist dennoch klar: Der Vergütungsbericht muss klar und verständlich sein, und zwar orientiert am durchschnittlichen, mit der Materie befassten Aktionär. § 162 Abs. 1 Satz 2 AktG umschreibt insoweit die erforderlichen Mindestangaben, die der Vergütungsbericht enthalten sollte; Vergütungsbestandteile, die nicht gewährt oder geschuldet werden, können erwähnt werden, müssen es aber nicht.

Auch weitere Angaben kann der Vergütungsbericht enthalten, sofern diese dem Ziel dienen, für eine klare und verständliche Information der Aktionäre zu sorgen. Idealerweise sollten deshalb die Angaben in Tabellenform gemacht werden, um so die Transparenz und Vergleichbarkeit der Vergütung zu erhöhen. Da es unumstritten ist, dass die Aufnahme von Tabellen und grafischen Darstellungen die Übersichtlichkeit der Vergütungssysteme wesentlich erhöht, plädiert DSW dafür, die »alten« Kodex-Tabellen vorläufig weiter anzuwenden.

Die Hauptversammlungssaison 2021 war wesentlich geprägt von dem Thema Vorstandsvergütung – auch wenn eine echte Diskussion mit den Anteilseignern wegen der Pandemie-Situation nicht möglich war. Das zeigt allein die Vielzahl der Fragen vonseiten der Aktionäre zu dem Thema: So stand der Sonderbonus für den Vorstand der Deutschen Telekom ebenso in der Kritik wie Abfindungszahlungen bei »einvernehmlicher« Aufhebung des Vertrags wie bspw. im Fall ThyssenKrupp.

Eine echte Evaluierung von Vergütungssystemen setzt allerdings voraus, dass es eine transparente und nachvollziehbare Berichterstattung durch die Aktiengesellschaften gibt.

Mit Ausnahme der Deutschen Telekom war nach einer DSW-Auswertung die Transparenz bei den DAX-Unternehmen zufriedenstellend. Anders sieht das allerdings im MDAX aus: Hier verwenden deutlich weniger Unternehmen die alten Kodex-Tabellen; damit war die Darstellung für die Aktionäre oft nicht sehr verständlich. Hinzu kommt, dass nur in den seltensten Fällen die Angaben zu den Zielvergütungen tatsächlich in Euro erfolgten. Wenn Anleger jedoch verstehen sollen, ob das Vergütungssystem an die Performance des Unternehmens bzw. seines Vorstands gekoppelt ist, sind konkrete Angaben sowohl über die Höhe als auch über die zugrunde liegenden Kriterien (die sog. Key Performance Indicators) ein absolutes Muss.

Die HV-Diskussion im Jahr 2021 hat zudem deutlich gemacht, dass das Thema Nachhaltigkeit Eingang in die Festlegung der variablen Vergütung für den Vorstand gefunden hat. So haben 2020 fast drei Viertel der DAX30-Unternehmen mindestens eines von drei sog. ESG (Environmental, Social, Governance)-Kriterien verwendet. Knapp die Hälfte deckt sogar alle drei Aspekte in der Vergütung ab. In der Regel wird dabei auf Kennzahlen wie die CO₂-Emissionen, das Mitarbeiterengagement oder Inklusions- bzw. Diversitätsziele zurückgegriffen.

Wo gibt es aus Sicht der Investoren noch Verbesserungsbedarf?

Allerdings ist hier aus Sicht der Aktionäre klarer Nachholbedarf zu erkennen:

1. Wichtig ist, dass die ESG-Ziele nicht nur in die Unternehmensstrategie passen, sondern auch unternehmensrelevant sind und als kollektives Ziel für den Gesamtvorstand gelten.
2. In Anbetracht der zunehmenden Bedeutung des Themas Nachhaltigkeit sollte dieses zumindest eine Gewichtung von 20 Prozent ausmachen, um einen **deutlichen Anreiz** für die Vergütung des Vorstands zu setzen.
3. Darüber hinaus sollten diese Ziele vorrangig langfristig ausgerichtet sein, also als Teil des Longterm Incentive. Dies gilt speziell dort, wo es um Dekarbonisierungs-Ziele geht, die im Rahmen des Pariser Abkommens nur langfristig erreicht werden können. Aktuell hat bereits über die Hälfte der DAX-Unternehmen eine Verankerung von ESG-Zielen in der langfristigen variablen Vergütung.
4. Bei den kurzfristigen Zielen fokussieren sich die Unternehmen häufig auf Kriterien wie die Kunden- und/oder Mitarbeiterzufriedenheit. Hier ist wichtig, dass diese Ziele nachvollziehbar und messbar sind.

Für die **Hauptversammlungssaison 2022** ist zu erwarten, dass es hier und dort zu Korrekturen bei den Vergütungssystemen kommen wird. Denn das jetzt jährlich durchzuführende Say on Pay über den Vergütungsbericht muss dann auch berücksichtigen, wie der Beschluss über das Vergütungssystem im Vorjahr ausgefallen ist. So soll insbesondere in Fällen deutlicher Ablehnung, bspw. bei über 25 Prozent »Nein«-Stimmen durch die Hauptversammlung erläutert werden, inwieweit Anpassungen vorgenommen wurden. Immerhin konnte 2021 bei 22 DAX-Abstimmungen laut DSW-Auswertung zumindest in sieben Fällen eine erhebliche Anzahl von »Nein«-Stimmen festgestellt werden. Daher werden 2022 alle Augen auf Unternehmen wie die Deutsche Telekom oder Hello Fresh gerichtet sein: Mit einer HV-Zustimmung zum Vergütungssystem des Vorstands in Höhe von nur 72,7 Prozent gibt es 2022 bei der Telekom klaren Erklärungs- und Verbesserungsbedarf. Dies gilt ebenso für Hello Fresh, deren Vergütungssystem mit nur 45,6 Prozent im Jahr 2021 nicht die nötige Zustimmung der Aktionäre erhalten hat.

Mittelfristig stehen noch größere Herausforderungen auf der Agenda: Der Umbau zu einer klimaneutralen und nachhaltigen Gesellschaft wird die zentrale Herausforderung für die deutsche Wirtschaft. Deshalb ist davon auszugehen, dass sich die Taxonomie in Zukunft noch viel mehr in den Vergütungssystemen niederschlagen wird als bisher. ←



Holt den Investorendialog in die Hauptversammlung!

Autor: **Prof. Dr. Christoph Teichmann**



Prof. Dr. Christoph Teichmann ist Inhaber des Lehrstuhls für Bürgerliches Recht, Deutsches und Europäisches Handels- und Gesellschaftsrecht an der Universität Würzburg. Er ist Mitglied der Informal Company Law Expert Group (ICLEG) zur Beratung der Europäischen Kommission in Fragen des Gesellschaftsrechts. Er ist Mitherausgeber der Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR) und Mitherausgeber sowie Co-Schriftleiter des European Company and Financial Law Review (ECFR). Als Mitglied in verschiedenen internationalen Arbeitskreisen, u. a. zum European Model Company Act (EMCA) und zum Europäischen Wirtschaftsgesetzbuch, beteiligt er sich aktiv an der Verbesserung und Weiterentwicklung des Europäischen Wirtschaftsrechts.





Die Hauptversammlung ist der Ort der Willensbildung der Aktionäre. Diese Aussage hielt man jahrzehntelang für selbstverständlich. Sie liegt auch der gesetzlichen Regelung zugrunde, die streng darauf achtet, dass alle Aktionärinnen und Aktionäre an der Versammlung teilnehmen, sich zu Wort melden und abstimmen können. Die aktuelle Diskussion um die digitale Hauptversammlung folgt demselben Leitbild: Alle, die eine Aktie halten, sollen teilnehmen, reden und abstimmen dürfen. Es geht – scheinbar – nur noch darum, die nötigen Regularien zu entwickeln, um dieses Leitbild auch in einem elektronischen Format verwirklichen zu können.

Aktionärspartizipation zwischen Investorendialog und Catering-Event

Indessen entspricht das Ideal einer Aktionärsdemokratie, in der in Rede und Gegenrede um die richtige Entscheidung gerungen wird, seit Langem nicht mehr der Realität. Das zeigen schon die verhältnismäßig niedrigen Präsenzquoten. Sie erreichen in einer börsennotierten Gesellschaft mit breiter Streuung des Aktienbesitzes kaum mehr als 50 Prozent des stimmberechtigten Kapitals. Betritt man dann den Versammlungsraum, stellt man nicht selten fest, dass gerade die wichtigsten Akteure fehlen. Diejenigen, die größere Aktienpakete halten, betrachten es eher als Zeitverschwendung, sich einen ganzen Tag lang die Reden der Verwaltung und die Fragen der Kleinaktionäre anzuhören. Sie haben ihre Entscheidungen längst getroffen und übertragen ihre Stimme auf weisungsgebundene Stimmrechtsvertreter.

Stattdessen trifft man in der Versammlung auf viele Menschen, deren Interesse eher dem Catering zu gelten scheint als einer intensiven Diskussion der Tagesordnung. Daneben gibt es diejenigen, die mit langen Fragenkatalogen antreten und damit die Hoffnung verbinden, der Unternehmensleitung eine unzureichende Antwort nachweisen zu können, auf die sich anschließend eine Anfechtungsklage stützen ließe. Vorstand und Aufsichtsrat reagieren professionell auf diese Entwicklung: Sie sorgen für gute Verpflegung und geben keinen Satz von sich, der nicht zuvor von einer Heerschar interner und externer Fachleute abgeklopft und weichgespült wurde.

Die tatsächlich gehaltvollen Diskussionen finden außerhalb der Hauptversammlung statt. Es ist in jeder börsennotierten Gesellschaft üblich, dass sich Vorstand und Aufsichtsrat in sog. Investorengesprächen mit den Aktionären austauschen – allerdings nur mit den maßgeblichen, also den institutionellen Investoren und den Großaktionären. Dies sind dann just diejenigen Personengruppen, die sich in der Hauptversammlung vornehm zurückhalten. Und wer wollte es ihnen verdenken, finden doch im Versammlungsraum ohnehin nur Schaufechte statt. Die Willensbildung der allermeisten Teilnehmer ist längst abgeschlossen und von Argumenten, die während der Versammlung ausgetauscht werden, nicht mehr zu beeinflussen.

Dem Gesetzgeber, der sich die Neuregelung der digitalen Hauptversammlung vorgenommen hat, sollte diese Entwicklung zu denken geben. Das Leitbild einer Versammlung, in der alle Aktionäre gleichberechtigt und ergebnisoffen diskutieren, gehört dem 19. Jahrhundert an. Das zeigt die gesetzliche Regelung in frappierender Weise. Im Aktiengesetz von 1884 galt ein Mindestnennbetrag pro Aktie von 1.000 Reichsmark. Zum Vergleich: Ein vollzeitbeschäftigter Arbeitnehmer verdiente damals etwa 700 Reichsmark in einem Jahr (Quelle: Statista 2021, BMJV). Mit der finanziellen Einstiegshürde wollte der historische Gesetzgeber erreichen, dass Aktionäre das Unternehmen gründlich prüfen und sich an den Vorgängen der Gesellschaft rege beteiligen; so stand es seinerzeit ausdrücklich in der Gesetzesbegründung. —————>

Im 20. Jahrhundert vollzog sich der Wechsel zur »Volksaktie«, symbolisch erkennbar im Mindestnennwert pro Aktie, der mittlerweile auf einen einzigen Euro gesunken ist. Die Entwicklung hin zur breiten Streuung des Aktienbesitzes ist fraglos zu begrüßen. Zur Kenntnis zu nehmen ist allerdings auch der damit verbundene Funktionswandel der Hauptversammlung: Der unternehmerisch interessierte Großaktionär, den das Aktienrecht früherer Zeiten im Blick hatte, tritt dort kaum mehr in Erscheinung. Er nutzt lieber den direkten Investorendialog, um die Verwaltung auf Herz und Nieren zu prüfen. Die Hauptversammlung verkommt derweil zum Catering-Event, in dem der Willensbildungsprozess nicht seinen Höhepunkt, sondern nur seinen Abschluss findet.

Gesetzgeberische Anläufe zur Steigerung der Präsenzen und zur Verbesserung der Diskussionskultur in der Hauptversammlung hatten bislang wenig Auswirkungen. Darüber muss man insgeheim froh sein. Denn einer Publikumsgesellschaft kann eigentlich nichts Schlimmeres passieren, als dass alle, die eine Aktie halten, persönlich auf der Hauptversammlung erscheinen und womöglich auch noch mitreden wollen. Schon heute entfallen bspw. in einer ordentlichen Hauptversammlung der Telekom AG rechnerisch auf jeden Teilnehmer weniger als zehn Sekunden Redezeit. Eine gehaltvolle Diskussion rückt damit in weite Ferne. Es überrascht nicht, dass die virtuellen Hauptversammlungen während der Pandemie kaum bessere Präsenzquoten erreichten als herkömmliche Formate. An Langeweile haben sie die physische Versammlung eher noch übertroffen und zu allem Überfluss fehlt ihnen auch noch der Event-Charakter.

Auf dem Weg zur Hybrid-Versammlung mit gehobener Diskussionskultur

Der Reformgesetzgeber steht damit vor der Frage, wie sich das rechtspolitische Anliegen einer hohen Präsenzquote verwirklichen lässt, wenn der Versammlung diejenige inhaltliche Relevanz und Lebendigkeit fehlen, die eine Teilnahme überhaupt erst attraktiv machen könnten. Die Antwort liegt in einem hybriden Format, das die Hauptversammlung der Zukunft qualitativ aufwerten kann. Dafür muss der Gesetzgeber den rechtlichen Rahmen setzen, der zumindest als Satzungsoption angeboten werden sollte.

Gewiss – die hybride Versammlung hat bislang einen eher schlechten Ruf. Man sieht darin die Kombination von zwei Übeln: Die Gesellschaft muss sich auf eine physische Versammlung mit Tausenden von Teilnehmern einstellen und gleichzeitig die elektronische Partizipation organisieren. Das war dem bisherigen Rechtszustand geschuldet, bei dem jeder Aktionär ein Recht auf physische Teilnahme hatte. Dafür muss eine entsprechend große Halle gemietet werden, die sich dann – wie oben erwähnt – mit unzähligen Menschen füllt, nur nicht mit denjenigen, die an einem qualitativ hochwertigen Dialog mit dem Management interessiert sind. Zusätzlich ist die störungsfreie elektronische Wahrnehmung der Teilnahmerechte zu gewährleisten. Der Gesamtaufwand übersteigt damit erheblich denjenigen einer traditionellen Versammlung, ohne dass damit ein qualitativer Mehrwert verbunden wäre.

Doch das lässt sich ändern. *De lege ferenda* bietet das hybride Modell die Möglichkeit, das Beste aus beiden Welten zu verbinden: In einem mittelgroßen Konferenzraum findet eine physische Versammlung mit begrenzter Teilnehmerzahl statt, der alle übrigen Aktionäre elektronisch zugeschaltet sind. Vor ihren Augen und Ohren entfaltet sich im direkten Austausch der Argumente eine Diskussion, die diesen Namen verdient. Zugleich genießen sie alle Teilnahmerechte des Aktienrechts, die sie in elektronischer Form wahrnehmen können. Begrenzt man die Zahl der physisch präsenten Teilnehmer auf einige Hundert Personen, bleiben die Kosten überschaubar. Zugleich entsteht der Freiraum, dem einzelnen Wortbeitrag mehr Zeit und Aufmerksamkeit zu widmen. In der Präsenzveranstaltung vermag sich eine lebhaftere und qualitativ hochwertige Diskussion zu entwickeln, der die elektronisch zugeschalteten Aktionäre gerne und mit großer Aufmerksamkeit folgen werden.



VERTIEFUNGSHINWEISE

Christoph Teichmann/Hartmut Wicke, Zukunftsmodell »Hybride Hauptversammlung«, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR), 2021, S. 173–200

Christoph Teichmann/Hannah Krapp, Die virtuelle Hauptversammlungssaison 2020: Umsetzungspraxis in DAX und MDAX, Der Betrieb (DB), 2020, S. 2169–2181

Rechtspolitisch ist hierfür sorgfältig zu diskutieren, an welche Voraussetzungen die physische Teilnahme geknüpft werden soll. Der Sache nach geht es darum, das Meinungsspektrum der Anteilseigner möglichst vollständig abzubilden. Dazu gehören institutionelle Investoren und Großaktionäre ebenso wie Aktionärsschutzvereinigungen. Als Kriterium kann eine bestimmte Beteiligungsquote dienen, wobei sich mehrere Aktionäre zusammenschließen und einen gemeinsamen Vertreter schicken können. Investorengespräche außerhalb der Hauptversammlung wird es weiterhin geben. Sie verändern aber möglicherweise ihren Charakter. Denn sie werden mit Blick darauf geführt, dass in ihnen auch eine Vorbereitung auf die nächste Hauptversammlung liegt. Angesichts dessen hat die Unternehmensleitung ein erhebliches Interesse, all jene Gruppen, mit deren Wortbeiträgen sie in der physischen Versammlung wird rechnen müssen, frühzeitig in den Dialog einzubinden.

Gleichzeitig sind Rahmenbedingungen zu schaffen, die den Akteuren einen Anreiz bieten, ihre wichtigsten Fragen und Argumente nicht nur hinter verschlossenen Türen, sondern auch in der Hauptversammlung vorzutragen. Dazu kann eine Offenlegungspflicht beitragen, die über den jetzigen Rechtszustand hinausgeht. Aktuell muss der Vorstand über Investorengespräche nur Auskunft geben, wenn er gezielt danach gefragt wird. Eine solche Nachfrage lässt sich aber ohne Hintergrundkenntnisse kaum sinnvoll stellen. Wäre der Vorstand verpflichtet, über Investorengespräche ungefragt Auskunft zu erteilen, würde dies mittelbar den Anreiz erhöhen, diese Gespräche so zu führen, dass sie einer sinnvollen Vorbereitung der Hauptversammlung dienen und dort zwanglos erwähnt werden können.

Allen Aktionären bleiben dabei die traditionellen aktienrechtlichen Teilnahmerechte erhalten. Sie werden in elektronischer Form ausgeübt, wie dies auch bei einer rein virtuellen Versammlung – die künftig ohnehin Gegenstand einer gesetzlichen Regelung werden soll – der Fall wäre. Sie erhalten elektronisch Zugang zur Hauptversammlung und üben dort ihr Stimmrecht aus. Sie können Gegenanträge einreichen, Widerspruch einlegen und Anfechtungsklage erheben. Zwar bedarf das Rede- und Fragerecht gewisser Modifikationen. Indessen ist dies qualitativ keine Verschlechterung gegenüber dem jetzigen Zustand; auch in einer Präsenzveranstaltung mit Tausenden von Teilnehmern kann nicht jeder so lange reden, wie er möchte. Gegenüber der rein virtuellen Versammlung hat das hier vorgestellte hybride Format den Vorteil, dass die Anwesenden das Meinungsspektrum der Anteilseigner

repräsentieren und ggf. sofort nachhaken können, wenn Aktionärsfragen nicht zufriedenstellend beantwortet werden.

Zu guter Letzt muss das Aktienrecht so angepasst werden, dass nicht das Damoklesschwert der Anfechtungsklage die lebendige und spontan geführte Diskussion im Keim erstickt. Hier können Instrumente helfen, die für die virtuelle Hauptversammlung ohnehin erwogen werden. Dazu gehört eine Unterscheidung von Fragen, die bereits im Vorfeld gestellt werden, und solchen, mit denen die Verwaltung erst während der Hauptversammlung konfrontiert wird. Wenn die Gesellschaft einen angemessenen zeitlichen Vorlauf hatte, muss an die Beantwortung der Fragen ein strenger Maßstab angelegt werden. Für Themen, die im freien Dialog erörtert werden, sollte hingegen eine höhere Anfechtungshürde gelten. Eine Beschlussanfechtung ist hier allenfalls dann gerechtfertigt, wenn vorsätzlich oder grob fahrlässig falsche oder unvollständige Informationen gegeben werden.

Fazit: Das Beste aus zwei Welten

Mit dem hier beschriebenen hybriden Format kann der Hauptversammlung neues Leben eingehaucht werden. Ein zahlenmäßig begrenzter Kreis von physisch anwesenden Teilnehmern diskutiert in Rede und Gegenrede mit der Unternehmensleitung und schafft damit ein Dialogforum, das im aktuellen Aktienrecht in dieser Form nicht existiert. Zusätzlich genießen alle Aktionäre die traditionellen Teilnahmerechte, die sie in elektronischer Form ausüben können. Es besteht die begründete Erwartung, dass eine solche Hauptversammlung erheblich kurzweiliger und informativer ausfällt als das klassische Format und sich dies auch in höheren Teilnahmequoten niederschlägt. ←



Virtuelle Hauptversammlung – Ziele einer nachhaltigen Reform

Autor: **Dr. Guntram Würzberg**

Mit der anhaltenden pandemischen Lage unter dem Coronavirus wird die virtuelle Hauptversammlung 2022 in ihre dritte Saison gehen. Der Gesetzgeber hat hierfür durch eine erneute Verlängerung der maßgeblichen Ausnahmebestimmungen in § 1 i.V.m. § 7 COVMG¹ bis zum 31.8.2022 die Voraussetzungen geschaffen. Es ist zu erwarten, dass die überwiegende Zahl jedenfalls der börsennotierten Gesellschaften hiervon Gebrauch machen wird. Damit etabliert sich eine gut funktionierende Praxis, die es den Unternehmen ermöglicht, abweichend vom aktienrechtlichen Modell der Präsenzhauptversammlung, eine effizientere und zugleich inhaltlich aussagekräftige Aktionärsversammlung durchzuführen. Das Online-Format hat sich bewährt, seine Vorteile sowohl für die Gesellschaft als auch die Aktionäre sind kurz gefasst:

- ein einfacherer Zugang für internationale Aktionäre,
- daraus resultierend eine höhere Präsenz,
- deutlich geringere Kosten und
- eine höhere Qualität der Informationen über das Unternehmen.

Und die Unternehmen werden auch diesmal einen störungsfreien Ablauf ohne nennenswerte IT-Probleme gewährleisten können. Auch die Vereinbarkeit des COVMG mit Verfassungs- und Europarecht dürfte nicht infrage stehen.² Ebenso klar ist aber auch, dass die geäußerten praktischen Kritikpunkte an diesem Format, insbesondere der fehlende unmittelbare Austausch mit den Aktionären im Sinne einer lebhaften

Debattenkultur, damit nicht gelöst sind.³ Die krisenbedingte Übergangsregelung muss deshalb in eine grundlegende Reform münden, die den Mut aufbringt, ein zukunftsweisendes, digitales Format der Hauptversammlung rechtssicher und attraktiv zu gestalten, ohne dabei die Aktionärsrechte unzumutbar einzuschränken. Der Koalitionsvertrag der künftigen Regierung hat hierzu einen positiven Leitsatz formuliert, der noch ausfüllungsbedürftig ist.⁴ Folgende Eckpunkte sind für den Erfolg einer solchen Reform von wesentlicher Bedeutung.

1. Entscheidungsbefugnis der Aktionäre über das bevorzugte Format

Ausgangspunkt sollte eine Stärkung der Autonomie der Unternehmenseigentümer sein. Die Entscheidung darüber, ob eine Hauptversammlung als Präsenz- oder digitale Veranstaltung durchgeführt wird, sollte den Aktionären selbst überlassen werden, nicht dem Gesetzgeber.⁵ Diese Organisationshoheit der Aktionäre darüber, auf welche Weise die Versammlung zur Ausübung ihrer Rechte an ihrem Unternehmen stattfindet, sollte zum Kernbereich der Aktionärsrechte i. S. v. § 119 AktG gehören. Daher wird vorgeschlagen, diese Frage zu den regelmäßigen Beschlusspunkten der Hauptversammlung zu nehmen, über die jährlich für das Folgejahr zu entscheiden ist. Hierfür kommt rechtstechnisch sowohl ein Beschluss der Hauptversammlung mit qualifizierter Mehrheit über das Abweichen vom Regelfall der Präsenzveranstaltung in Betracht als auch eine entsprechende qualifizierte Ermächti-

¹ Gesetz über Maßnahmen im Gesellschafts-, Genossenschafts-, Vereins-, Stiftungs- und Wohnungseigentumsrecht zur Bekämpfung der Auswirkungen der COVID-19-Pandemie vom 27.03.2020, BGBl. I S. 569, geändert durch G. vom 10.09.2021, BGBl. I S. 4147

² Jüngst bestätigt durch OLG München, Beschluss vom 28.7.2021, AZ: 7 AktG 4/21

³ Vgl. zuletzt Börsenzeitung vom 20.11.2021: »virusgeschädigte HV-Kultur«; zuvor Handelsblatt vom 16.5.2020: »Virtuelle Hauptversammlungen – Ausnahme oder Zukunftsmodell?«

⁴ Koalitionsvertrag vom 24.11.2021, S. 111, Rdn. 3735 ff.: Digitalisierung des Gesellschaftsrechts soll vorangetrieben werden; »Wir ermöglichen dauerhaft Online-Hauptversammlungen und wahren dabei die Aktionärsrechte uneingeschränkt.«

⁵ So bereits der Verfasser an früherer Stelle in: Kurvenlage, Halbjahresbericht des DAI, 1. Halbjahr 2020, S. 13 ff.

Dr. Guntram Würzberg ist General Counsel und Chief Compliance Officer der E.ON SE. Neben Recht war er zuvor in verschiedenen Positionen des E.ON Konzerns in leitender Stellung, u. a. für Personal und Corporate Audit, tätig. Er hat außerdem für mehrere Jahre als Leiter Recht und Personal in der Immobilienwirtschaft gearbeitet.



gung für Vorstand und Aufsichtsrat.⁶ Die Aktionäre behielten auf diese Weise stets die Kontrolle über das Format der Hauptversammlung und sie könnten so auch regelmäßig zum Ausdruck bringen, ob sie mit dem letztjährigen Umgang durch die Verwaltung insofern zufrieden waren oder nicht. Damit würde ein verantwortungsvolles Handeln von Vorstand und Aufsichtsrat in Bezug auf die Wahrung von Aktionärsrechten auf der Hauptversammlung kontinuierlich durch die Aktionäre überprüft und ggf. im Folgejahr sanktioniert.

2. Entlastung der Hauptversammlung von prozessualen Zwängen und Straffung des Ablaufs

Die derzeit durch das COVMG ermöglichte Verlagerung des Auskunftsrechts der Aktionäre in das Vorfeld der Hauptversammlung sollte grundsätzlich beibehalten, aber an einigen Stellen verbessert werden. Dabei ist die zeitliche Ausgestaltung der Frist, bis zu der Fragen vor der Hauptversammlung von Aktionären einzureichen sind, von eher untergeordneter Bedeutung (seit 2021 genügt gemäß § 1 Abs. 2 S. 2 COVMG nur ein Tag, was für komplexe Fragen bzw. eine hohe Anzahl von Antworten sehr knapp ist, in der Praxis gleichwohl für die Unternehmen beherrschbar war). Entscheidend ist vielmehr, dass es den Gesellschaften durch diese Vorverlagerung überhaupt ermöglicht wird, ausführlichere und damit aussagekräftigere Antworten vorzubereiten. Dies war auf den bisherigen Präsenzhauptversammlungen nur eingeschränkt der Fall. Wer mehr qualifizierten Austausch über die Angelegenheiten der Gesellschaft mit den Aktionären wünscht, der sollte daher vom engen Korsett einer Präsenz-Antwortpflicht traditioneller Hauptversammlungen Abschied nehmen. Die häufig formelhaften, nur kurzen Antworten des Vorstands auf Präsenzhauptversammlungen werden oft kritisiert – in der Vorverlagerung von Fragen liegt nach den Erfahrungen der letzten beiden Jahre ein wesentlicher Hebel zur Verbesserung. Es ist auch nicht erkennbar, dass dies zu einer qualitativen oder quantitativen Verkürzung der Auskunftserteilung geführt hätte – das Gegenteil ist der Fall: Bei E.ON

wurden auf der vergangenen Hauptversammlung rund 200 Antworten erteilt und die Dauer des Antwortblocks betrug insgesamt vier Stunden. Die Erfahrungen anderer DAX-Gesellschaften gehen in die gleiche Richtung, d. h., die Tendenz ist steigend.⁷

Zwei Korrektive hierzu sind im Interesse der Aktionäre allerdings angebracht, um Unternehmen auch dauerhaft anzuhalten, sich nicht in belanglose Formelantworten zu flüchten:

- zum einen die Unzulässigkeit von Sammelantworten auf (vermeintlich) inhaltlich gleich gelagerte Fragen verschiedener Aktionäre;
- zum anderen die Zulässigkeit von Nachfragen in der Hauptversammlung zu vorab eingereichten Fragen.

Beides gewährleistet Transparenz und stellt eine notwendige Ausdifferenzierung eines neu eingeführten Auskunftsrechts dar, das individuellen Aktionärsinteressen Rechnung trägt.

Eine Bündelung von Antworten auf gleich gelagerte Fragen würde den Ermessensspielraum des Vorstands zu weit ziehen. Es sollte immer für jeden klar erkennbar sein, auf welche Frage welchen Aktionärs welche Antwort gegeben wird. Daher mag der Vorstand in solchen Fällen auf bereits gegebene Antworten verweisen und entsprechend kürzen. Erleichtert würde dies im Übrigen, wenn der Vorstand die – rechtsichere – Möglichkeit hätte, Antworten auf vorab gestellte Fragen schriftlich auf einem Aktionärsportal zur Einsicht während der Hauptversammlung einzustellen. Auch dies würde die Transparenz erhöhen und die eigentliche Debatte während der Versammlung auf das Wesentliche konzentrieren.

Außerdem sollten Nachfragerechte für Aktionäre, über die gegenwärtige Regelung des § 1 Abs. 2 COVMG hinaus, ermöglicht werden. Anderenfalls bestünde kein Weg, auf der Hauptversammlung unmittelbar eine Ergänzung der gegebenen Antwort zu erhalten bzw. diese erläutern zu lassen. —————>

⁶ VGR – Reform der Hauptversammlung börsennotierter Gesellschaften – Vorschläge der Gesellschaftsrechtlichen Vereinigung (VGR) e.V. vom 26.4.2021, S. 24 f., dort sogar mit dem Vorschlag einer zeitlichen Ermächtigung von bis zu fünf Jahren

⁷ Zu beobachten sind seit 2019 kontinuierlich mehr Fragen und Antworten (zum Teil über 500), eine zunehmende Dauer des Q&A-Blocks von mehreren Stunden sowie eine zunehmende Zahl von Fragestellern (zum Teil über 100).

Ein solches Nachfragerecht sollte für diejenigen Aktionäre bestehen, die sich auf eine von ihnen im Vorfeld eingereichte Frage beziehen. Der geforderte stärkere Austausch am Tag der Versammlung würde hiermit gefördert. Dabei gilt es eine missbräuchliche Ausnutzung des Fragerechts, etwa durch eine Sprengung des zeitlichen Rahmens im Wege extensiver Einreichung von zahllosen Nachfragen, zu verhindern. Hier liegt eine potenzielle Schwäche des Online-Formats, da im Wege der elektronischen Übermittlung eine Flut von Nachfragen zeitgleich geschickt und damit der gesamte Ablauf lahmgelegt werden könnte. Deshalb ist eine zahlenmäßige Beschränkung von Nachfragen je Aktionär notwendig. E.ON hat in der vergangenen Hauptversammlung gute Erfahrungen mit zwei Nachfragemöglichkeiten je Aktionär gemacht, es sind aber auch mehr denkbar. Die konkrete Entscheidung hierüber sollte dem Ermessen der Versammlungsleitung überlassen bleiben, so wie sie auch bereits heute das Rederecht auf der Präsenzhauptversammlung beschränken oder beenden darf.

Ferner könnte das Recht zur Nachfrage auch an einen Mindestanteil am vertretenen Grundkapital gebunden werden. Insofern spräche bereits die Anteilshöhe für ein sachliches Interesse an der Auskunft, sodass in diesem Fall – anders als oben in der Ausgangsgestaltung – von einer Nachfragebeschränkung nur auf selbst eingereichte Fragen abgesehen werden könnte. Bei entsprechender Anteilsschwelle könnten Aktionäre demzufolge auch Nachfragen zu anderen Aktionärsfragen stellen. Die Schwellenhöhe sollte bei dieser Lösung sinnvollerweise an bereits vorhandene anderweitige aktienrechtliche Regeln für die Ausübung von Sonderrechten angelehnt werden.⁸

3. Modernisierung des Beschlussmängelrechts

Für eine moderne und attraktive Hauptversammlung ist schließlich eine Reform des Anfechtungsrechts unerlässlich. Diese sollte zum Ziel haben, das rechtliche Risiko der Unternehmen für Auskunftserteilung auf der Hauptversammlung auf ein vertretbares Maß zu reduzieren. Derzeit erlaubt die Ausnahmeregelung in § 1 Abs. 7 COVMG einen weitgehenden Ausschluss des Anfechtungsrechts. Dies kann keine Dauerlösung sein. Ein Zurückfallen auf die alte Rechtslage vor Corona ist allerdings ebenso wenig zufriedenstellend. Notwendig ist, dass Mängel bei der Auskunftserteilung nur in abgemilderter Form der Anfechtbarkeit unterworfen werden. Gefordert wird eine solche Reform schon seit Langem,⁹ geschehen ist bisher wenig. Als geeignetes Instrument käme auch hier die Voraussetzung einer bestimmten Anteilsschwelle in Betracht. Damit würden komplexe nachgelagerte Abwägungsstufen durch Gerichte zur Feststellung einer wie auch immer gearteten objektiven Wesentlichkeit oder Relevanz der angefochtenen Auskunftserteilung im Sinne des heutigen Anfechtungsrechts nach § 243 Abs. 4 AktG vermieden.¹⁰ Klar sollte jedenfalls sein, dass die allseits geforderte offene und transparente Debattenkultur auf deutschen Hauptversammlungen nicht zu haben ist, wenn den Unternehmen bei der Auskunftserteilung weiterhin umfängliche prozessuale und haftungsrechtliche Risiken wie bisher auferlegt werden. Der Ablauf von Hauptversammlungen ist vor allem wegen dieses Haftungsregimes bei Auskunftsfehlern stark verrechtlicht und geradezu leblos im Vergleich zu allen anderen Investorenveranstaltungen von Unternehmen. Wer dies beklagt, kommt nicht umhin, auch das Beschlussmängelrecht zu modernisieren.

Fazit:

Der Gesetzgeber hätte jetzt die Chance, das im Kern bereits seit 1965 bestehende Recht der Hauptversammlung zu modernisieren und die Hauptversammlung so aufzuwerten, dass damit ein nachhaltiger Schritt in die digitale Zukunft von Unternehmen erfolgen kann. Dies wird durch eine bloß wahlweise Übertragung der bisher für die Präsenzhauptversammlung geltenden Regelungen auf die virtuelle Hauptversammlung nicht gelingen. Hybridlösungen, die beides wollen, aber keine klare Linie vorgeben, haben in der Praxis schon bisher nichts erreicht.¹¹ Der Gesetzgeber sollte sich daher für ein digitales Online-Format mit den oben genannten Kernelementen entscheiden. ←

9 Vgl. bereits 72. Dt. Juristentag, AG 2008, S. 617; zusammenfassend Hüffer/Koch, AktienG 15. Aufl., § 245 Rdn 31

10 VGR vom 26.4.2021, S. 29 f.

11 Insbesondere § 118 Abs. 1 S. 2 AktG ist mit seiner Wahlmöglichkeit zur HV im Wege elektronischer Kommunikation weitgehend Theorie geblieben.

8 VGR vom 26.4.2021, S. 16 schlägt eine Mindestbeteiligung von 100.000 EUR oder 1 Prozent des Grundkapitals vor.

Das Fondsstandortgesetz – neue steuerliche Chancen für Vermögensbeteiligungen von Mitarbeitenden?

Autoren: **Ingo Todesco** und **Carmen Egermann**

Die Beteiligung von Mitarbeitenden am Unternehmen bringt vielfältige Vorteile: Arbeitnehmende können neben ihrem Gehalt an Unternehmensgewinnen partizipieren und dabei erleben, wie ihre individuelle Arbeitsleistung dazu beiträgt, den Unternehmenswert zu steigern. Aus Sicht des Unternehmens und der Investoren führt die Kapitalbeteiligung zur Incentivierung und Erhöhung der Leistungsbereitschaft der Mitarbeitenden. Die Auswahl des Beteiligungsmodells erfolgt dabei abhängig von der Struktur, Größe und den Zielen des Unternehmens individuell. Die hochgradige Individualität hat jedoch auch seine Kehrseite – rechtliche und steuerliche Rahmenbedingungen sowie Unsicherheiten bei den Arbeitnehmenden können die Implementierung erschweren. Das im Juni 2021 verkündete Fondsstandortgesetz¹ setzt klare Akzente, um auch

aus Sicht der Besteuerung Anreize für Mitarbeiterbeteiligungen in Deutschland zu schaffen. Konkret wurde der steuerliche Freibetrag gemäß § 3 Nr. 39 EStG von 360 EUR auf 1.440 EUR erhöht und ein neuer § 19a EStG, der einen Besteuerungsaufschub vorsieht, eingeführt.

Steuerlicher Hintergrund

Grundsätzlich führen Geldleistungen aus virtuellen Beteiligungsmodellen (bspw. virtuellen Optionen/ Phantom Stocks) und auch eine unentgeltliche oder verbilligte Überlassung von echten Vermögensbeteiligungen zu Einkünften aus nicht selbstständiger Arbeit (§ 19 EStG). —————>



¹ Gesetz zur Stärkung des Fondsstandorts Deutschland und zur Umsetzung der Richtlinie (EU) 2019/1160 zur Änderung der Richtlinien 2009/65/EG und 2011/61/EU im Hinblick auf den grenzüberschreitenden Vertrieb von Organismen für gemeinsame Anlagen (Fondsstandortgesetz – FoStoG)* vom 3. Juni 2021, BGBl. I 2021, S. 1498

Ingo Todesco ist Partner der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft und leitet den Bereich Global Mobility Services. Er verfügt als Steuerberater über mehr als 20 Jahre Berufserfahrung im Bereich Global Mobility Services. In dieser Zeit hat er zahlreiche Unternehmen in verschiedensten Beratungsprojekten begleitet und verfügt über umfangreiche Erfahrung in der Besteuerung aktienbasierter Vergütung.



Der Zeitpunkt der Besteuerung richtet sich nach der Erlangung des wirtschaftlichen Eigentums an der Zahlung bzw. der Vermögensbeteiligung durch die Mitarbeitenden. Bei echten Kapitalbeteiligungen² erfordert es regelmäßig einer sachkundigen Prüfung, um zu bestimmen, wann das wirtschaftliche Eigentum übergeht (bspw. bei Verfügungsbeschränkungen). Des Weiteren ergeben sich bei echten Kapitalbeteiligungen Herausforderungen, wenn Mitarbeitende ausschließlich Kapitalbeteiligungen erhalten, die nicht sofort veräußert werden können und somit keine liquiden Mittel zur Deckung der anfallenden Lohnsteuer vorhanden sind (sog. Dry Income).

Erhöhung des steuerlichen Freibetrags auf 1.440 EUR

Der steuerliche Freibetrag gemäß § 3 Nr. 39 EStG³ knüpft an den Gleichbehandlungsgrundsatz von Mitarbeitenden an und kommt daher nur zur Anwendung, wenn ein Mitarbeiterkapitalbeteiligungsmodell allen Mitarbeitenden, die im Zeitpunkt der Bekanntgabe mindestens ein Jahr beim Unternehmen beschäftigt sind, angeboten wird. Begünstigt wird ein geldwerter Vorteil, der aufgrund einer unentgeltlichen oder verbilligten Übertragung einer echten Kapitalbeteiligung entsteht. Positiv ist herauszustellen, dass dieser Freibetrag auch für Zwecke der Sozialversicherung gilt.

Die Erhöhung des Freibetrags durch das Fondsstandortgesetz von 360 auf 1.440 EUR ist eine Reaktion des Gesetzgebers auf die Kritik von vielen Seiten. Hervorzuheben sind zwei Anträge der Fraktionen der FDP sowie Bündnis 90/Die Grünen. Gefordert wurde sogar – zumindest für bestimmte Unternehmen – eine Erhöhung auf 5.000 EUR.⁴

² Als echte Kapitalbeteiligung bezeichnet man die direkte Beteiligung von Mitarbeitenden an einem Unternehmen selbst in Form von echten Anteilen. Der beteiligte Mitarbeitende hat Anspruch auf eine echte Gewinnbeteiligung. Hiervon zu unterscheiden sind virtuelle Beteiligungsformen. Der aus virtuellen Beteiligungsplänen resultierende Anspruch bildet eine Gewinnbeteiligung lediglich nach.

³ Hierzu BMF-Schreiben vom 16.11.2021, Lohnsteuerliche Behandlung der Überlassung bzw. Übertragung von Vermögensbeteiligungen ab 2021 (§ 3 Nummer 39, § 19a EStG)

⁴ Vgl. BT-Drucksache 19/14786 und BT-Drucksache 19/15118

§ 19a EStG – Verschiebung des Besteuerungszeitpunkts für junge KMUs

In der Vorstellung eines Silicon Valley für Deutschland bietet der neue § 19a EStG Mitarbeitenden von jungen, wachsenden Unternehmen die Möglichkeit, die tatsächliche Besteuerung des geldwerten Vorteils aus der unentgeltlichen Übertragung einer Kapitalbeteiligung zu verschieben. Technisch soll dies dadurch erreicht werden, dass der Besteuerungszeitpunkt auf die Realisation eines Ersatztatbestands verschoben wird. Die Regelung gilt nicht für Zwecke der Sozialversicherung.

Aus Sicht von Investoren ist hieran insbesondere interessant, dass die Mitarbeitenden mit echten Beteiligungen ausgestattet werden können, ohne die Notwendigkeit, in der liquiditätsschwachen Wachstumsphase andere liquide Mittel (z. B. Bonuszahlungen) zur Deckung von Lohnsteuerzahlungen auf das Dry Income zur Verfügung zu stellen.

Im Idealfall wird die Besteuerung erst bei einem gewinn- und liquiditätsbringenden Exit, der dann einen Ersatztatbestand darstellt, nachgeholt. Aus Sicht der Steuerpflichtigen kann kritisch gesehen werden, dass nicht ausschließlich die Veräußerung der Anteile, sondern auch das Ausscheiden aus dem Dienstverhältnis sowie der Ablauf von zwölf Jahren Ersatztatbestände darstellen. In diesen beiden Fällen wird die Dry Income-Herausforderung somit nur aufgeschoben.

Aus steuersystematischer Sicht überrascht eine Klausel in § 19a Abs. 4 Nr. 3 S. 2 EStG, wonach vom Arbeitgeber übernommene Abzugsbeträge (insbesondere Lohnsteuer) im Falle der Beendigung eines Dienstverhältnisses entgegen dem geltenden Grundsatz selbst nicht der Lohnsteuer unterliegen. Rückzuführen ist diese Ausnahme gemäß dem Bericht des Finanzausschusses auf die Kritik am Ersatztatbestand »Beendigung des Dienstverhältnisses«.⁵ Dieser Systembruch würde jedoch im Ergebnis dazu führen, dass eine Beendigung des Dienstverhältnisses einen Tag vor Ablauf der Zwölfjahresfrist steuerlich privilegiert ist, wenn der Arbeitgeber entstehende Abzugsbeträge übernimmt (siehe Beispiel).

⁵ Vgl. BT-Drucksache 19/28868, S. 126 f.

Carmen Egermann ist Senior Managerin im Bereich Global Mobility Services der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft und verantwortet hier als Steuerberaterin den Bereich Reward. Mit ihrem Team berät sie Unternehmen bei der Gestaltung und Implementierung von Mitarbeiter- und Managementbeteiligungen.

Beispiel:

Einem Mitarbeitenden werden Anteile im Wert von 100.000 EUR übertragen. Von der Regelung des § 19a EStG wird im Rahmen des Lohnsteuerabzugsverfahrens Gebrauch gemacht und die Besteuerung des geldwerten Vorteils aufgeschoben. Nach elf Jahren scheidet der Mitarbeitende aus dem Unternehmen aus. Der Mitarbeitende hält weiterhin die Anteile. Das Ausscheiden aus dem Dienstverhältnis stellt einen Ersatztatbestand mit der Pflicht zur Versteuerung des geldwerten Vorteils dar. Der Arbeitgeber übernimmt freiwillig die auf den geldwerten Vorteil in Höhe von 100.000 EUR anfallenden Lohnsteuerbeträge in Höhe von 47.750 EUR (bei einem Steuersatz von 45 Prozent zzgl. 5,5 Prozent Solidaritätszuschlag). Die Übernahme der Lohnsteuer in diesem Rahmen stellt ausnahmsweise keinen steuerpflichtigen Vorteil für den Mitarbeitenden dar. Werden aus anderem Grund Lohnsteuerbeträge vom Arbeitgeber übernommen, führen diese dem Grundsatz nach erneut zu einem steuerpflichtigen Vorteil. Die anfallenden Steuerbeträge wären dann im Rahmen der Gehaltsabrechnung hochzurechnen. Hieraus könnte sich somit eine Steuerersparnis in Höhe von ca. 50.000 EUR ergeben (abhängig vom individuellen Steuersatz).

Anwendbar ist § 19a EStG derzeit für Unternehmen, die laut den Empfehlungen der EU-Kommission sog. KMUs darstellen (< 250 Mitarbeitende sowie entweder < 50 Mio. EUR Umsatzerlös oder < 43 Mio. EUR Bilanzsumme) und bei denen die Gründung weniger als zwölf Jahre zurückliegt.

Die Einführung des § 19a EStG rückt einen praxisrelevanten und streitanfälligen Punkt in den Vordergrund: die steuerliche Bewertung von Start-ups. Übliche Bewertungsmethoden wie das vereinfachte Ertragswertverfahren, die Discounted Cash Flow-Methoden oder vergleichsorientierte Verfahren stoßen hier regel-

mäßig an ihre Grenzen.⁶ Diese Herausforderung erkannte auch der Finanzausschuss des Deutschen Bundestags.⁷ Daher wurde in die finale Fassung des § 19a EStG aufgenommen, dass ein nicht besteuert geldwerter Vorteil durch eine seitens der Finanzverwaltung gebührenfreie Anrufungsauskunft gemäß § 42e EStG bestätigt werden muss. Dies sollte aus Sicht der Steuerpflichtigen zu begrüßen sein, da dadurch ein böses Erwachen im Zeitpunkt eines Ersatztatbestands vermieden werden kann.

§ 19a Abs. 2 EStG sieht ausdrücklich vor, dass die Regelung ausschließlich im Lohnsteuerabzugsverfahren mit Zustimmung der Arbeitnehmenden angewandt werden darf. Dieses Erfordernis ist aufgrund der technischen Umsetzung des § 19a EStG folgerichtig. Der Besteuerungsaufschub wird nicht durch eine echte, zinslose Stundung erreicht, vielmehr wird angenommen, dass der geldwerte Vorteil erst im Zeitpunkt eines Ersatztatbestands entsteht. Folglich sind die Verhältnisse der Steuerpflichtigen im Zeitpunkt des Ersatztatbestands relevant. Bei der Annahme von über die Jahre steigenden laufenden Gehältern, könnte aufgrund der Progression der deutschen Einkommensteuer die Anwendung des § 19a EStG in Bezug auf die Gesamtsteuerbelastung sogar negativ sein.

Fazit und Ausblick

Mitarbeiterkapitalbeteiligungen sind bereits heute ein wichtiger Baustein zur langfristigen Incentivierung und Bindung von Mitarbeitenden. Das Fondsstandortgesetz schafft durch die Erhöhung des steuerlichen Freibetrags auf 1.440 EUR und Einführung einer neuen Vorschrift zur Verschiebung des Besteuerungszeitpunkts für junge KMUs weitere steuerliche Anreize.

Insbesondere die Regelungen des § 19a EStG werden in Bezug auf die praktische Anwendung in den kommenden Jahren sicherlich eine enge Abstimmung mit den Finanzbehörden erforderlich machen. Es bleibt abzuwarten, ob die verschiedenen Bewertungsansätze, die im Rahmen von verpflichtenden Anrufungsauskünften heranzutragen sind, genutzt werden können, um die Bewertung von Start-ups aus steuerlicher Sicht weiter zu standardisieren und hiermit die Rechtssicherheit zu erhöhen.

Bei einer Ampelregierung aus SPD, Bündnis 90/Die Grünen und FDP könnten Gesetzgebungsverfahren zur Erhöhung der Attraktivität von Mitarbeiterbeteiligungsmodellen weiter Fahrt aufnehmen, wenn an den Bestrebungen aus dem Jahr 2019 festgehalten wird. Der Koalitionsvertrag aus dem November 2021 enthält hierzu bereits Äußerungen in diese Richtung. ←

⁶ Vgl. Rapp, D./Eickes, S. (2021): Zur Bewertung von Startup-Anteilen im Lichte der Reform der Besteuerung von Mitarbeiterkapitalbeteiligungen durch das Fondsstandortgesetz, in: FR 2021, S. 691

⁷ Vgl. BT-Drucksache 19/28868, S. 127 f.



Business Destination Germany 2022

Internationale Unternehmen fahren Investitionen in Deutschland zurück

Autor: **Andreas Glunz**



- Einbruch bei geplanten Investitionen ausländischer Investoren in Deutschland: Nur noch 19 Prozent der Befragten planen ein Investment von mindestens 10 Mio. EUR pro Jahr in Deutschland in den kommenden fünf Jahren, gegenüber 34 Prozent vor vier Jahren
- Schlechteste Bewertungen für digitale Infrastruktur (nur 13 Prozent bewerten Deutschland unter den Top-5-Ländern in der EU), Steuersystem (Bottom 5 in der EU für jeden vierten Befragten) und logistische Infrastruktur (17 Prozentpunkte schlechter als vor vier Jahren)
- Höchste Stromkosten und zweithöchste Steuersätze in der EU
- Stagnierende Arbeitsproduktivität gegen den globalen Trend

CFOs von deutschen Tochterfirmen ausländischer Konzerne bewerten Deutschlands Standortfaktoren.

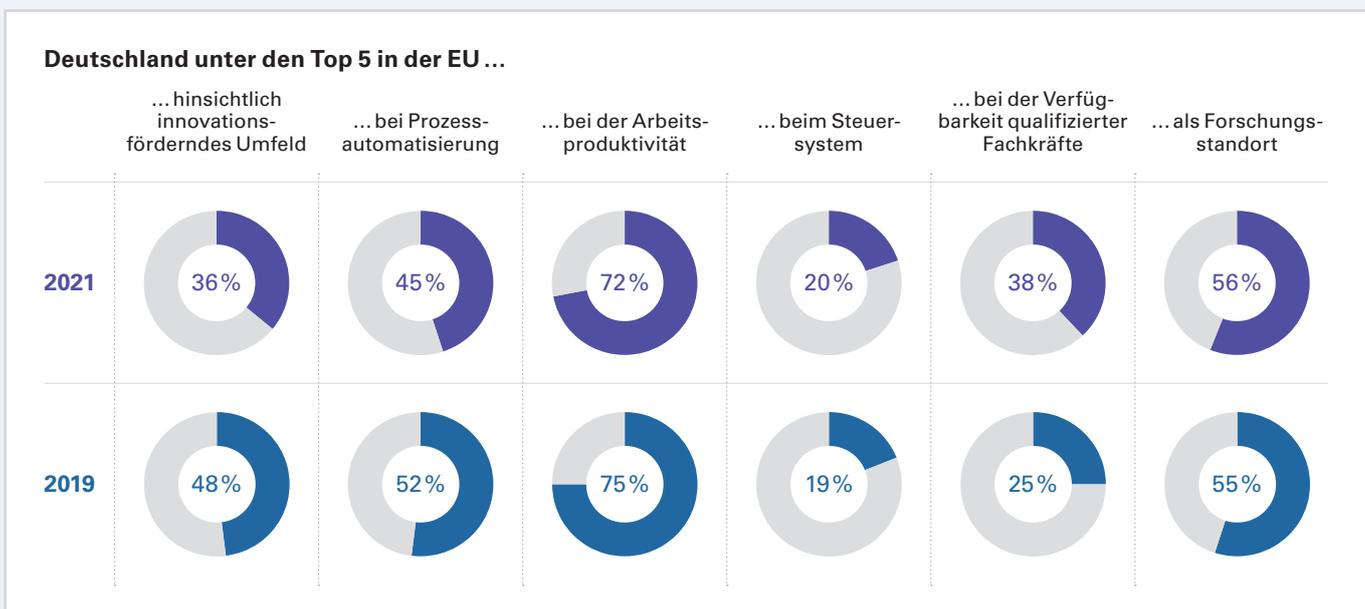
Die Attraktivität Deutschlands als Wirtschaftsstandort ist in Gefahr. Als Wirtschaftsstandort ist Deutschland zu teuer und zu langsam bei der Transformation.

Nach Einschätzung ausländischer Investor:innen haben sich die in der Vergangenheit bemängelten Schwächen nicht verbessert. Das zeigen die Ergebnisse der im November veröffentlichten Studie »Business Destination Germany 2022«.

Digitale Infrastruktur und Steuersystem besonders schlecht beurteilt

Demnach hat Deutschland hinsichtlich der Standortfaktoren Steuersystem, Digitalisierung und logistische Infrastruktur im EU-Vergleich weiter an Wettbewerbsfähigkeit verloren. Zugleich haben sich grundlegende Standortstärken, für die Deutschland international bekannt ist und geschätzt wird, verschlechtert: innovationsförderndes Umfeld, Prozessautomatisierung und Arbeitsproduktivität.

Als größtes Investitionshemmnis werten internationale Konzerne die unzureichende digitale Infrastruktur in Deutschland. Nur 13 Prozent der befragten CFOs





Diverse Industrien befinden sich aufgrund der Megatrends Digitalisierung, Umweltschutz und Nachhaltigkeit sowie der geopolitischen Entwicklungen und des demografischen Wandels in einem grundlegenden Transformationsprozess. Auf diesen exogenen Veränderungsdruck reagiert die deutsche Politik aus Sicht der internationalen Investoren bislang nicht ausreichend.

stufen sie in die Top 5 der EU ein – 24 Prozent zählen sie dagegen zu den fünf schlechtesten in der EU. Hinzu kommen Mängel in der logistischen Infrastruktur. Nur noch 59 Prozent der CFOs betrachten sie als eine der fünf besten in der EU. Vor vier Jahren waren es noch 76 Prozent.

Auch das Steuersystem erhält eine besonders schwache Bewertung. Lediglich jeder fünfte Befragte zählt es noch zu den Top 5 in der EU. 25 Prozent dagegen halten es für eines der fünf unattraktivsten der EU.

Deutschland punktet bei fundamentalen Standortfaktoren

Dennoch sehen mindestens 40 Prozent der befragten CFOs Deutschland bei zehn der sechzehn erhobenen Standortfaktoren unter den Top-5-Ländern in der EU. Insofern erscheint das Umfeld für internationale Investor:innen in Deutschland auf den ersten Blick weiter intakt. Die besten Bewertungen erhält der Wirtschaftsstandort erneut bei den Faktoren Lebensstandard (81 Prozent) sowie öffentliche Sicherheit und politische Stabilität (je 80 Prozent).

Stagnierende Arbeitsproduktivität gegen den globalen Trend

Geschätzt wird zudem die hohe Arbeitsproduktivität – ihre seit 2018 währende Stagnation wird allerdings mit Sorge wahrgenommen. Die hiesige Stagnation der Arbeitsproduktivität steht im krassen Kontrast zur Entwicklung in anderen Industrieländern und dem EU-Durchschnitt. Auch hier existiert Reformbedarf in Deutschland.

Daneben zeigt die Umfrage auch Positives. So hat Deutschland in Bezug auf die Verfügbarkeit qualifizierter Fachkräfte deutliche Fortschritte erzielt. Laut der Studie sehen 38 Prozent der internationalen CFOs das Land unter den Top 5 in Europa. Vor zwei Jahren befanden dies nur 25 Prozent.

Zwar investieren internationale Konzerne derzeit in Deutschland in zukunftsweisende Leuchtturm-Projekte. Aktuell planen aber nur noch 19 Prozent der Befragten in den kommenden fünf Jahren ein Investment von mindestens 10 Mio. EUR pro Jahr in Deutschland. Vor vier Jahren wollten dies noch 34 Prozent der Befragten. ←

VERTIEFUNGSHINWEIS

Für die Studie »Business Destination Germany 2022« der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft wurden im Sommer 2021 insgesamt 360 CFOs privatwirtschaftlicher deutscher Tochtergesellschaften ausländischer Mutterkonzerne zu ihrer Wahrnehmung des Wirtschaftsstandorts Deutschland befragt. Dabei wurde jeweils nur die größte Tochtergesellschaft pro Mutterkonzern angesprochen. Die Mutterkonzerne stammen aus den für Deutschland wichtigsten Investorenländern. Untersucht wurden die wichtigsten Standortfaktoren im EU-Vergleich. Die alle zwei Jahre durchgeführte Studie wurde zum vierten Mal erhoben. Weitere Details und Download der Studie unter <https://home.kpmg/de/de/home/themen/2021/10/business-destination-germany-2022.html>





Der 30-**Billionen-Dollar-Markt**

Autor: **Prof. Dr. habil. Heiko von der Gracht**

Die Tokenisierung von Vermögenswerten

Experten schätzen den Markt für tokenisierte Finanzprodukte in den nächsten Jahren auf 30 Bio. USD. Von einem Token spricht man, wenn reale Vermögenswerte digital abgebildet und gehandelt werden.

Die Welt als Token

Die Tokenisierung ist sozusagen eine digitale Verbriefung von realen Gütern. Ein Investor kauft z. B. einen Oldtimer, eine Villa, einen Picasso oder einen kompletten Maschinenpark nicht physisch, indem er bspw. das Gemälde einpackt und mitnimmt. Vielmehr kauft und investiert er in Form eines digitalen Zertifikats. Dieses weist ihn als Käufer und neuen Besitzer aus – meist nicht des gesamten Guts, sondern von Anteilen des Anlageguts. In der Industrie 4.0 können auf diese neue Art der Investition Maschinen, Anlagen und ganze Werke nicht mehr nur als reine Produktionsanlagen betrachtet werden, sondern generell auch als Investitionsobjekte und eigene Anlageklasse. Diese verspricht insbesondere in Zeiten der wirtschaftlichen Hochkonjunktur eine exzellente Rendite. Das ist nichts weniger als eine kleine Revolution.

Prof. Dr. habil. Heiko von der Gracht ist Zukunftsforscher bei der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft und einer der wenigen Hochschullehrer für Zukunftsforschung in Deutschland. Er verantwortet darüber hinaus die Assessment Factory der digitalen Plattform KPMG Atlas.



Eine kleine Revolution

Denn bisher konnten Privatanleger zwar Aktien und Anleihen kaufen, aber keine Anteile an Maschinen und Produktionsmitteln. Jetzt können sie es, was ganz neue Anlagewelten eröffnet und ihrem Gegenüber, welches das Token ausgibt, eine ganz neue Finanzquelle. Das Rendite-Prinzip dahinter: »Pay per use« – sozusagen »Bezahlen wie benutzt«. Ein Investor erwirbt z. B. Anteile an einer CNC-Drehmaschine und wann immer diese läuft und Drehteile dreht, bekommt er via »pay per use« seine »Dividende«. Abgesichert wird seine Investition durch die fälschungssichere Blockchain-Technologie: Innerhalb der Blockchain können digitale Zertifikate nicht gefälscht, manipuliert oder gestohlen werden. Einige deutsche Unternehmen zählen dabei zu den Avantgardisten.

Die Avantgarde

Ein Berliner Unternehmen legte 2019 sog. STOs auf: Security Token Offerings, also tokenisierte Schuldverschreibungen oder noch einfacher: digitalisierte Wertpapiere. Damals war das Pionierarbeit, in deren Fahrwasser dann auch Fintechs nachzogen, die z. B. ihren Kunden STO-Finanzierungsrunden via Blockchain offerierten. Das eröffnet Mittelstand und Start-ups eine attraktive Finanzquelle – allen, die das neue Instrument bereits kennen. Jedes Token bringt dabei definierte Rechte mit sich, bspw. das Recht der Partizipation an der Unternehmensentwicklung des Emittenten oder das Recht auf Zinszahlung. Diese Rechte wiederum basieren auf einem Smart Contract (einem digitalisierten Vertrag), der die Erfüllung und die Änderung vertraglicher Leistungen algorithmisch und damit selbstständig verwaltet und anpasst. Weil die Tokenisierung von Vermögenswerten sehr kostengünstig ist, werden sehr kleine Stückelungen möglich, weshalb sich Investoren schon mit sehr kleinen Beträgen beteiligen können. Das wiederum lässt Großes erwarten.

Immense Größenordnung

Analysten schätzen, dass im Jahr 2027 bis zu 24 Bio. USD an Vermögenswerten auf der Blockchain gespeichert werden könnten. Dieser tokenisierte Asset-Markt könnte auf 10 Prozent des Bruttoinlandsprodukts der ganzen Welt anwachsen. Das ist eine immense Größenordnung. Avantgardisten und Pioniere sind längst auf diesem neuen Investitionsmarkt präsent und stark investiert. Sie wissen: Wer zu spät kommt, den bestraft der Markt mit entgangener Rendite. Ein Markt, der praktisch grenzenlos ist. Denn wenn Gemälde, Oldtimer und Maschinen digital »zerlegt« und gehandelt werden können, können praktisch sämtliche Güter und Vermögenswerte der Welt auf diese Weise zu Investitionsobjekten gemacht werden. Es ist tatsächlich technisch möglich und bald vielleicht schon machbar, buchstäblich die ganze Welt zu kaufen.

Die ganze Welt wird Investitionsobjekt

Die Finanzwirtschaft würde in dieser schönen neuen Investment-Welt die Schnittstelle bilden zwischen der realen und der Blockchain-Welt. Während Banken im Jahr 2021 weltweit noch einige Hunderttausend unterschiedlicher Wertpapiere verwahrten, sind es in zehn Jahren vielleicht schon Milliarden unterschiedlicher Token. Nicht bei den Banken, sondern in der Blockchain. Diese Milliarden verkörpern die sog. Token Economy: die neueste Revolution in der Investoren-Landschaft. ←


 fehlender

Prüfung des Jahresabschlusses durch den Aufsichtsrat bei Abschlussprüfung

Autoren: **Prof. Dr. Klaus Ruhnke** und **Prof. Dr. Martin Schmidt**

Der Aufsichtsrat einer Aktiengesellschaft hat gemäß § 171 Abs. 1 AktG u. a. den Jahresabschluss zu prüfen. Diese Prüfung bezieht sich auf die Zweckmäßigkeit und die Ordnungsmäßigkeit. Die im Folgenden näher betrachtete Ordnungsmäßigkeitsprüfung adressiert die Beurteilung, ob der Jahresabschluss mit den angewandten Rechnungslegungsnormen übereinstimmt.¹

Prüfung durch den Aufsichtsrat bei erfolgter Abschlussprüfung

Der Aufsichtsrat kann das Urteil des Abschlussprüfers nicht übernehmen, sondern muss stets eigene Prüfungshandlungen durchführen. Dabei ist jedes Aufsichtsratsmitglied zu einer eigenverantwortlichen Urteilsbildung und zur Erlangung der dafür notwendigen Informationen verpflichtet. Bei einer zuvor durchgeführten externen Abschlussprüfung stellt der Prüfungsbericht des Abschlussprüfers (§ 321 HGB) eine zentrale Informationsquelle dar, die der Aufsichtsrat in seine Urteilsfindung einbezieht. Ergeben sich hier Bedenken oder Einwände, muss der Aufsichtsrat beim externen Abschlussprüfer nachfragen und diesen ggf. durch weitere eigene Prüfungshandlungen nachgehen. Insofern ist die Prüfung des Aufsichtsrats »keine zweite Abschlussprüfung«.²

Prüfung durch den Aufsichtsrat ohne vorherige Abschlussprüfung

Strittig ist indes die Rechtslage, wenn bei einer kleinen Aktiengesellschaft (§ 267 Abs. 1 HGB) keine externe Abschlussprüfung stattgefunden hat. Da der Gesetzgeber den Aufsichtsrat auch in dieser Konstellation bewusst nicht von einer Prüfung entbunden hat, muss der Aufsichtsrat eigenständig prüfen. Teile der Literatur stellen in diesem Fall höhere Anforderungen an die Prüfung des Aufsichtsrats,³ andere Teile halten zusätzliche Prüfungshandlungen, die die fehlende externe Abschlussprüfung kompensieren, nicht für notwendig. Argumentiert wird auch, dass der Gesetzgeber das höhere Risiko einer wesentlichen Falschdarstellung des Jahresabschlusses (durch Verzicht auf eine externe Abschlussprüfung) bewusst in Kauf genommen hat.⁴

¹ Vgl. hierzu sowie zu den folgenden Ausführungen Ruhnke/Schmidt, in: Bilanzrecht, 2021, § 316 HGB, Rz. 11–15 und die dort angegebene Literatur.

² So z. B. Hennrichs/Pöschke, in: Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 2018, § 171 AktG, Rz. 35.

³ So z. B. Mock, in: Bilanzrecht Kommentar, 2020, § 171 AktG, Rz. 31 m. w. N.

⁴ Vgl. z. B. Selter, AG 2013, S. 23; Hennrichs/Pöschke, in: Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 2018, § 171 AktG, Rz. 109 f.



Prof. Dr. Klaus Ruhnke hat die Professur für Unternehmensrechnung und Wirtschaftsprüfung am FACTS-Department der Freien Universität Berlin inne. Tätigkeitsschwerpunkte liegen in den Bereichen Internationale Rechnungslegung und Wirtschaftsprüfung, insbesondere der verhaltensorientierten Prüfungsforschung, z. B. betreffend Audit Data Analytics und den Einfluss von Emotionen auf das prüferische Handeln.



Prof. Dr. Martin Schmidt hat die Professur für Internationale Rechnungslegung am Berliner Campus der ESCP Business School inne. Seine Tätigkeitsschwerpunkte sind die Internationale Rechnungslegung und die Wirtschaftsprüfung, insbesondere Einflussfaktoren der prüferischen Urteilsfindung.

Welchen Sicherheitsbeitrag muss der Aufsichtsrat in dieser Konstellation erbringen? Im Rahmen der externen Abschlussprüfung ist eine hinreichende Prüfungssicherheit gemäß International Standard on Auditing (ISA) [DE] 200.17 gefordert. Die Prüfungssicherheit gibt an, auf welches Niveau das Prüfungsrisiko zu reduzieren ist. Das Prüfungsrisiko ist die Wahrscheinlichkeit, dass der Jahresabschluss für normenkonform befunden wird, obwohl wesentliche Falschdarstellungen vorliegen. Eine höhere Prüfungssicherheit (niedriges Prüfungsrisiko) erfordert regelmäßig einen höheren Prüfungseinsatz (z. B. Prüfungsaufwand in Stunden).

Ohne vorherige externe Abschlussprüfung ist der vom Aufsichtsrat zu erbringende Sicherheitsbeitrag nach der hier vertretenen Auffassung höher. Der Aufsichtsrat muss sich bestimmten Fragestellungen zuwenden, deren Prüfung typischerweise (auch) dem externen Abschlussprüfer obliegt. Demnach muss der Aufsichtsrat die eigenen Prüfungshandlungen zwar ausweiten; sie bleiben aber hinsichtlich Art und Umfang hinter einer Abschlussprüfung (§ 316 HGB) zurück. Trotz des höheren Sicherheitsbeitrags durch die alleinige Prüfung des Aufsichtsrats ist die letztlich zu erreichende Prüfungssicherheit niedriger im Vergleich zu einer Prüfung durch den Aufsichtsrat, wenn dieser auf die Prüfung durch den externen Abschlussprüfer aufbauen kann. Insofern besteht ein »Niveaugefälle«⁵. Hierfür spricht auch der kürzere Prüfungszeitraum des Aufsichtsrats von nur einem Monat (§ 171 Abs. 3 Satz 1 AktG).

Was bedeutet dies konkret für die Arbeit des Aufsichtsrats? Zum einen stellt sich die Frage hinsichtlich der Kompetenz des Aufsichtsrats zur Durchführung einer Prüfung. Sachverstand auf dem Gebiet der Rechnungslegung und Abschlussprüfung ist gemäß § 100 Abs. 5 AktG nur bei prüfungspflichtigen Unternehmen von öffentlichem Interesse explizit notwendig. Gleichwohl muss der Aufsichtsrat gemäß § 107 Abs. 3 Satz 2 AktG u. a. über die Kompetenz verfügen, um den Rechnungslegungsprozess und die Wirksamkeit des internen Kontrollsystems und internen Revisionssystems zu überwachen. Daher müsste der Aufsichtsrat auch regelmäßig über die Kompetenz verfügen, einen höheren Sicherheitsbeitrag im Rahmen seiner Prüfung zu erbringen.

Einigkeit besteht dahingehend, dass der Aufsichtsrat auch ohne vorherige externe Prüfung eine kritische Durchsicht und analytische Prüfungen (Plausibilitätsprüfungen) rechnungslegungsrelevanter Daten vornimmt sowie Befragungen durchführt.⁶ Solche Analysen können durch IT-Tools (z. B. zur Visualisierung) oder spezielle Process Mining-Tools (z. B. Celonis) unterstützt werden.⁷ Stößt der Aufsichtsrat dabei auf Unstimmigkeiten, sind Einzelfallprüfungen angezeigt. Gezielte Einzelfallprüfungen sind auch dann notwendig, wenn der Aufsichtsrat z. B. bei der Überwachung des Rechnungslegungsprozesses und des internen Kontrollsystems Schwachstellen identifiziert, die ein signifikantes Risiko einer wesentlichen Falschdarstellung im Jahresabschluss begründen. Zu Einzelfallprüfungen ist der Aufsichtsrat gemäß § 111 Abs. 2 AktG ausdrücklich befugt. Hier zeigen sich Parallelen zu einer risikoorientierten externen Abschlussprüfung, bei der ebenfalls ausgehend von einer Risikoidentifikation und -beurteilung aussagebezogene Einzelfallprüfungen vorzunehmen sind (ISA [DE] 315, 330).

Vor allem aufgrund des fehlenden Prüfungsberichts gemäß § 321 HGB dürften dem Aufsichtsrat indes oftmals Anknüpfungspunkte fehlen, um nur ihm zugängliche Erkenntnisquellen (sog. Sonderwissen) für eigene Prüfungshandlungen effektiv und effizient einzusetzen. Insofern ist ein gewisses »Niveaugefälle« hinzunehmen. Allerdings muss ein Aufsichtsrat ohne einschlägige Prüfungskennnisse bei komplexen Geschäftsvorfällen und Zweifeln an der Ordnungsmäßigkeit des Abschlusses einen Sachverständigen hinzuziehen. Dies dürfte auch der Fall sein, wenn ein in Prüfungsfragen kompetenter Aufsichtsrat nicht über die erforderliche Zeit verfügt. In diesen Fällen ist im Sinne der Förderung einer guten Unternehmensführung die Beauftragung einer freiwilligen externen Abschlussprüfung dringend anzuraten.⁸

Auch bei kapitalmarktorientierten Aktiengesellschaften und Unternehmen von öffentlichem Interesse kommt es regelmäßig zur Konstellation, dass der Aufsichtsrat prüfen muss, ohne auf eine externe Abschlussprüfung zurückgreifen zu können. Dies ist dann der Fall, wenn der Lagebericht Teile (Erklärung zur Unternehmensführung, nichtfinanzielle Erklärung) enthält, die inhaltlich nicht der externen Abschlussprüfung unterliegen (§§ 317 Abs. 2, Satz 4, 6 HGB). Der Aufsichtsrat sollte auch hier, insbesondere bei hoher Komplexität oder Zweifel an der Ordnungsmäßigkeit, eine externe Prüfung oder prüferische Durchsicht beauftragen (§ 111 Abs. 2 Satz 4 AktG). ←

6 So z. B. IDW, WP Handbuch, 17. Aufl. 2020, B118.

7 Allgemein zur Digitalisierung der Aufsichtsrats-tätigkeit vgl. Srinivas/Lamm/Ramsay, Bringing digital to the boardroom, 2019.

8 Vgl. z. B. Hennrichs/Pöschke, in: Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 2018, § 171 AktG, Rz. 35 sowie bereits Forster, ZfB 1988, S. 801.

5 In diesem Sinne z. B. Koch, in: Hüffer/Koch, 14. Aufl. 2020, § 171 AktG, Rz. 11.

Der Fall Evergrande Real Estate Group – weit entfernt oder weit gefehlt?

Autor: **Dr. Hans Volkert Volckens**

Die Evergrande Real Estate Group ist ein wahrer Gigant. Gemessen am Umsatz, ist es hinter Country Garden das zweitgrößte Immobilienunternehmen Chinas. 123.000 Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter entwickeln Tausende von Wohnungen, bauen Wolkenkratzer, sind über Tochtergesellschaften im Fahrzeugbau und dem Verkauf von Mineralwasser investiert. Sogar in einer Fußballlehrerschule ist man engagiert. Hinzu kommen Investitionen in Solaranlagen, in die Schweinezucht und in Babynahrung. Von 2018 bis 2021 war Evergrande das wertvollste Immobilienunternehmen der Welt.

Diesen Sommer folgte der jähe Absturz. Das Unternehmen hatte den Kapitalmarkt gewarnt, es stecke in »beispiellosen Schwierigkeiten«. Evergrande hat einen Schuldenberg von umgerechnet 300 Mrd. USD und entsprechende Zinsverpflichtungen zu managen. Die Ratingagentur Fitch senkte wegen hoher Verschuldung und möglichen bevorstehenden Zahlungsausfällen seine Bewertung von CCC+ auf CC.

Der Aktienkurs fiel im Zuge dieser Krise in der Spitze um mehr als 90 Prozent und der Aktienhandel musste im Oktober ausgesetzt werden. Buchstäblich auf den letzten Drücker konnte Evergrande im Oktober eine Zinszahlung leisten, die eigentlich schon zum 29.9.2021 fällig gewesen war und nur innerhalb der einmonatigen Nachfrist organisiert werden konnte. Nun bleibt offen, wie weitere Liquidität für die Bedienung der Zinsverpflichtungen und den Bau der Immobilien zur Verfügung gestellt werden kann. Evergrande steckt in einer wahrlich existenziellen Krise.

»Rise and fall« liegen in der Immobilienwirtschaft häufig nah beieinander. Nicht selten basieren die kapitalintensiven Geschäftsmodelle auf makroökonomischen und -politischen Annahmen, die bei kurzfristig abweichender Entwicklung zu erheblichen Herausforderungen führen können. So ist Evergrande bspw. ein Opfer der Verschärfung der Kreditvergaberichtlinien in China geworden. Quasi über Nacht war damit die günstige Refinanzierung mit Fremdkapital für das Unternehmen deutlich erschwert worden. Politisches Ziel dieser strengeren Regulatorik ist es, dämpfend auf akzelerierende Entwicklungen der Häuserpreise einzuwirken. Eine kurzfristige Änderung der regulatorischen Rahmenbedingungen mit existenzieller Auswirkung.



Dr. Hans Volkert Volckens leitet die Immobilienpraxis der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft in Deutschland und ist zudem Lehrbeauftragter am Real Estate Management Institute der EBS Universität für Wirtschaft und Recht.



Wird die chinesische Staatsführung eingreifen?

Die Antwort fällt schwer, da sich die Politik selbst in einem schwierigen Spannungsverhältnis befindet. Einerseits soll durch die erschwerte Kapitalaufnahme der Druck aus dem Immobilienmarkt genommen werden. Immobilien sind zum Wohnen und nicht zum Spekulieren da, formuliert der chinesische Parteiapparat. Andererseits macht die Immobilien- und Bauwirtschaft rund 25 Prozent der chinesischen Volkswirtschaft aus und hat damit systemischen Charakter. Chinesen investieren gerne in Immobilien und schaffen damit ihren individuellen Wohlstand. Dieser Wohlstand ist Rückgrat des Konsumverhaltens; ist Anker des Binnenkonsums. Gerade dieser soll aber in der Zukunft wesentlich zur volkswirtschaftlichen Stabilisierung beitragen. Eine Pleite von Evergrande könnte aber das Vertrauen in den chinesischen Immobilienmarkt und damit das Konsumklima erheblich negativ beeinträchtigen.

Man sieht an diesen Interdependenzen, dass auch bei Evergrande das Prinzip »too big to fail« greifen könnte. Denkbar ist deshalb eine sukzessive Zerschlagung des Konzerns unter Aufrechterhaltung der Projektentwicklungsaktivitäten, um die Schockwellen im so wichtigen chinesischen Immobilienmarkt zu reduzieren. Aktionäre und Anleihegläubiger sind dagegen weniger schützenswert. Dies mag auch daran liegen, dass Konzerne wie Evergrande zwar regelmäßig ihr operatives Geschäft in China führen, durch Offshore-Strukturen aber ihre Steuerlasten hocheffizient gestalten. Insofern ist das Interesse der chinesischen Staatsführung zur Sicherung von Eigen- und Fremdkapitalgeber nicht besonders ausgeprägt. Allenfalls ein systemisches Risiko für den chinesischen Bankensektor wird wohl ausgeschlossen werden.

Welche Wirkungen gehen vom Fall Evergrande für die europäische Wirtschaft aus?

Europäische Banken sind nur unterproportional bei Evergrande engagiert, sodass eine Zahlungsunfähigkeit des Unternehmens zu keiner europäischen Bankenkrise, wie im Jahr 2008, führen würde. Allenfalls einigen Schweizer Adressen dürften materiellere Abschreibungen auf Engagements bei Evergrande ins Haus stehen.

Allerdings sind die indirekten Gefahren für die europäische Exportindustrie nicht zu unterschätzen. Schließlich ist der Immobiliensektor wesentliche Stütze der chinesischen Volkswirtschaft und Treiber der Binnennachfrage. Eine Abkühlung der Baukonjunktur und ein Fallen von Immobilienpreisen würden die chinesische Konjunktur und auch das Konsumklima deutlich belasten; der Absatz von Waren und Dienstleistungen europäischer Unternehmen in China würde deutlich erschwert werden. Gerade für die deutsche Industrie mit ihrer starken Chinaexposition wäre das keine gute Nachricht.

Was lehrt uns der Fall Evergrande?

Unternehmen profitieren von makroökonomischen und makropolitischen Realitäten und richten ihr Geschäftsmodell an diesen aus. Dabei wird allerdings manchmal vergessen, dass sich diese Realitäten ändern können. Änderungsgeschwindigkeit und Änderungstiefe werden dabei gerne falsch eingeschätzt. Wer diese Realitäten aber zu Bedingungen seiner unternehmerischen Prosperität erklärt, macht sich abhängig und vulnerabel. Denn die Wirtschaftsgeschichte lehrt, dass jeder Zustand sich irgendwann einmal ändert. Folglich sind die Resilienz des Geschäfts und die Agilität des Managements wesentliche Kriterien einer nachhaltig erfolgreichen Positionierung von Unternehmen. Evergrande hat diese Tugenden missachtet, sich in einer einzigen Realität eingerichtet und so zum Spielball der dynamischen Wirtschaftspolitik gemacht.

Wer meint, dies sei ein Einzelfall aus ferner Welt, könnte sich langfristig irren. Denn auch so manches deutsche Immobiliengeschäft lebt von der aktuellen Überliquidität auf Basis historisch niedriger Zinsen und hat sich entsprechend »eingrichtet«. Auch wenn zurzeit wenig dafür spricht, dass sich diese Bedingungen kurzfristig ändern könnten, sollte seitens der Unternehmensführung doch immer darauf geachtet werden, dass man keine unkontrollierbaren Abhängigkeiten schafft.

Vorstand und Aufsichtsrat sollten zumindest szenarisch die frühere und schärfere Änderung von aktuellen Realitäten simulieren und geeignete Reaktionsmöglichkeiten identifizieren. Kritisch sollte die Risikotragfähigkeit des Unternehmens sowie die Zeit berücksichtigt werden, die man für eine Anpassung des Geschäfts benötigt. Denn die Tugenden vorsorglicher guter Unternehmensführung gelten nicht nur für chinesische Unternehmen. Es sind universelle Tugenden, die globale Geltung beanspruchen. Stakeholder sollten diese konsequent von der Unternehmensführung einfordern. ←

Sie sind dann mal weg

Autoren: **Sabine Gronbach** und **Mark Pawlytta**



Der deutsche Fiskus kann den Wegzug ins Ausland erheblich verteuern – ganz besonders für Unternehmerfamilien

Ins Ausland umziehen? Was in der Regel eine Entscheidung im persönlichen Lebensbereich ist, kann als Familienunternehmer:in bzw. Mitglied der Inhaberfamilie unerwünschte steuerliche Folgen haben, die sich mittelbar auch auf das Unternehmen selbst auswirken können. Das Stichwort lautet: Wegzugsbesteuerung.

Die entsprechende Regelung wird zum 1.1.2022 verschärft. Bereits am 30.6.2021 wurde das »Gesetz zur Umsetzung der Anti-Steuervermeidungsrichtlinie« (ATADUmsG) veröffentlicht, das viele Änderungen enthält, die Familienunternehmen im betrieblichen, aber auch im privaten Bereich betreffen. Die Neuregelung mit einem starken persönlichen Bezug ist die Änderung der Wegzugsbesteuerung (§ 6 AStG).

Was dahintersteckt

Wer mit mindestens 1 Prozent an einer deutschen Kapitalgesellschaft beteiligt ist und seinen Lebensmittelpunkt ins Ausland verlagert, fällt in den Anwendungsbereich des § 6 Außensteuergesetz (AStG). Denn im Falle eines Wegzugs verliert Deutschland in der Regel das Besteuerungsrecht für die Gesellschaftsanteile. Um dies abzuwenden, besteuert der Fiskus dann die stillen Reserven – wie es bei einer Veräußerung der Anteile erfolgen würde. Dies kann im Übrigen bereits der Fall sein, wenn zwar der deutsche Wohnsitz beibehalten wird, man sich aber überwiegend im Ausland aufhält.

Menschen werden zunehmend mobiler und internationaler. Das Steuerrecht ist dagegen nach wie vor territorial orientiert: Wer in Deutschland lebt, ist hier steuerverhaftet, und der Fiskus lässt im Grunde niemanden wegziehen, ohne sich das Besteuerungsrecht zu

sichern. Vermögensinhaber sind somit – sobald sie sich entscheiden, temporär oder dauerhaft Deutschland zu verlassen – gefordert, sich mit diesem Thema auseinanderzusetzen. Anderenfalls können unerwünschte Wegzugsmechanismen im deutschen Steuerrecht die Liquidität eines Unternehmens erheblich belasten – gerade, wenn stille Reserven in langfristig orientiertem Vermögen bestehen.

Der deutsche Fiskus behandelt den Sachverhalt so, als würde der Vermögensinhaber zum Zeitpunkt des Wegzugs das Unternehmen bzw. die Unternehmensanteile veräußern, und der fiktive Veräußerungsgewinn wird dann besteuert. Tatsächlich hat sich abgesehen vom Wohnort aber nichts verändert, die Anteile gehören der Person genauso wie vor dem Wegzug. Er oder sie hat also keine zusätzliche Liquidität, mit der die Steuern ggf. bezahlt werden könnten – anders, als wenn die Anteile wirklich veräußert würden. Die Regelung führt somit zu einer Belastung für den Vermögensinhaber und in der Regel auch für das Familienunternehmen, zumal in Anbetracht der meist hohen Vermögenswerte die Steuerschuld entsprechend hoch ausfällt. Bereits bisher ist bei Wegzug ein steuerpflichtiger Gewinn in der Steuererklärung zu deklarieren – bei Wegzug innerhalb der EU wird die entstehende Steuer aber zinslos und dauerhaft gestundet. Sie wurde bislang erst dann fällig, wenn Anteile tatsächlich veräußert wurden oder aber der Wegzug in ein Drittland erfolgt ist.

Neu ist jetzt: Erfolgt ein Wegzug nach dem 31.12.2021, wird keine zinslose Stundung mehr gewährt. Stattdessen sind die Steuern in Raten über einen Zeitraum von sieben Jahren zu zahlen.

Einige Beispiele verdeutlichen dies:

Sabine Gronbach ist Rechtsanwältin und Steuerberaterin bei KPMG. Seit vielen Jahren begleitet sie Familienunternehmen und Unternehmerfamilien in allen steuerlichen Belangen.



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.



Fall 1: Berufliche Auslandsstation

Ein Unternehmer hat über lange Jahre erfolgreich sein in Hamburg ansässiges, international tätiges Familienunternehmen aufgebaut. Seine Tochter arbeitet bereits als Geschäftsführerin im Unternehmen und soll von ihm demnächst 20 Prozent der Unternehmensanteile übertragen bekommen. Sie hat während ihrer »Probephase« in einer verantwortlichen Position erfolgreich die spanische Tochtergesellschaft geführt. In dieser Zeit hat sie auch ihren in Barcelona lebenden Partner kennengelernt. Sie überlegt nun, von Hamburg zu ihrem Partner nach Barcelona zu ziehen.

Wäre sie zum Zeitpunkt des Wegzugs bereits an der deutschen GmbH beteiligt, würde dies einen Fall des § 6 AStG darstellen. Mit einer Wohnsitzverlagerung nach Spanien verliert Deutschland das Besteuerungsrecht für die von ihr gehaltenen Anteile, sodass dies wie ein fiktiver Verkauf der Gesellschaftsanteile zu erklären wäre. Zu dem gleichen Ergebnis käme es aber auch, würde der Unternehmer seine Anteile an seine Tochter schenken oder vererben, nachdem diese nach Barcelona gezogen ist.

Fall 2: Ausländische Familienstiftung

Ein Unternehmer möchte seine Nachfolge regeln und seine Unternehmensanteile an der X AG auf eine Familienstiftung übertragen. Er hat eine starke Verbundenheit zu seiner Wahlheimat Österreich und möchte deshalb dort eine Stiftung gründen.

Mit Übertragung der Anteile an der AG auf die Stiftung würde Deutschland das Besteuerungsrecht verlieren. Zwar könnte die Übertragung möglicherweise erfolgen, ohne dass Schenkungsteuer anfällt, da begünstigtes Betriebsvermögen übertragen wird; dennoch würde eine sog. Entstrickung eintreten und entsprechende Ertragsteuern anfallen. Eine einfache Übertragung auf die Stiftung mit dauerhafter Steuerstundung ist ab dem 1.1.2022 nicht mehr umsetzbar.

Fall 3: Studium im Ausland

Nicht nur bei einem dauerhaften Umzug ins Ausland kommen die steuerlichen Regelungen zum Wegzug zur Anwendung. Auch Auslandsaufenthalte, die von vornherein zeitlich befristet sind, wie z. B. ein Studium, können die steuerlichen Folgen eines Wegzugs auslösen:

Oftmals wird die nachfolgende Generation frühzeitig am Familienunternehmen beteiligt. Daher ist Vorsicht geboten, wenn ein Studium im Ausland ansteht. Auch hier müssen grundsätzlich die Aspekte der Wegzugsbesteuerung geprüft werden. Die gute Nachricht: Man kann diesen temporären Wegzug über eine Vorabstimmung und entsprechende Anzeige bei der Finanzverwaltung von der Besteuerung ausnehmen. Daneben gibt es auch die Möglichkeit, die Rechtsform und Organisation des Unternehmens so zu strukturieren, dass unangenehme Steuerfolgen nicht eintreten.

Die Quintessenz

Das Interesse des Staats, sein Besteuerungsrecht zu schützen, kann sich auf die Mobilität von Unternehmerfamilien nachteilig auswirken. Durch die Neuregelung der Wegzugsbesteuerung in § 6 AStG sind insbesondere die Gesellschafter von Kapitalgesellschaften aufgefordert, Umzugspläne ins Ausland – ob dauerhaft oder temporär – einer genauen steuerlichen Betrachtung zu unterwerfen. Denn der Wechsel ins Ausland könnte steuerlich wie ein Quasi-Verkauf des Unternehmens behandelt werden und hohe Steuerzahlungen auf einen nur fiktiven Gewinn auslösen, ohne dass – wie bei einem tatsächlichen Verkauf des Unternehmens – die erforderliche Liquidität vorhanden wäre.

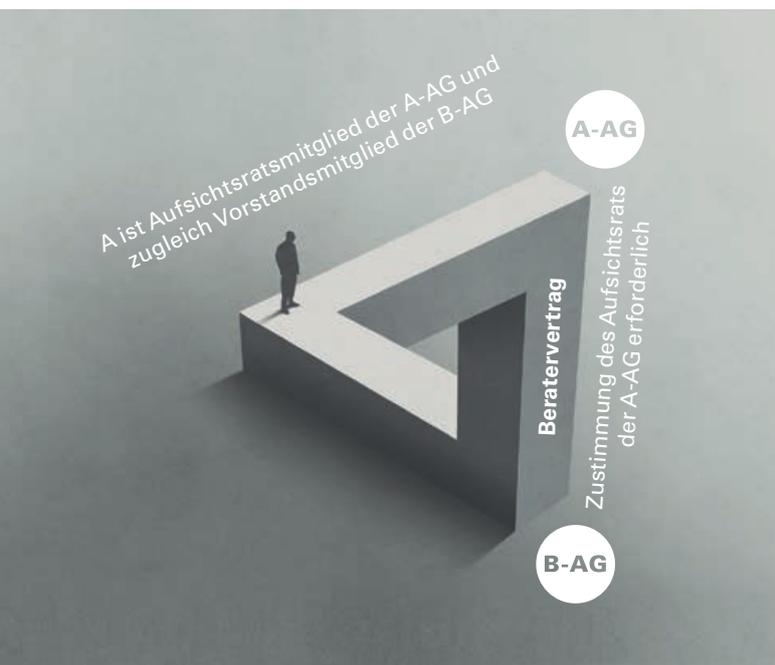
Jede Unternehmerfamilie, bei der der Wegzug eines Familienmitglieds auch nur denkbar ist, sollte immer überlegen, ob sie betroffen ist und wie eine gute Lösung aussehen könnte. ←

Zustimmung des Aufsichtsrats zu Beraterverträgen mit Aufsichtsratsmitgliedern



Autorin: **Dr. Astrid Gundel**

Die Vergütung des Aufsichtsrats wird durch die Hauptversammlung festgelegt. Soll ein Aufsichtsratsmitglied von der Gesellschaft ein zusätzliches Honorar für eine Beratertätigkeit bekommen, so bedarf der zugrunde liegende Beratervertrag der Zustimmung des Aufsichtsrats. Fehlt es hieran, ist das Aufsichtsratsmitglied zur Rückzahlung des Honorars verpflichtet. Hierdurch soll verhindert werden, dass der Vorstand Aufsichtsratsmitglieder durch Sondervergütungen beeinflusst. Der Bundesgerichtshof hat nun entschieden, dass die Zustimmung des Aufsichtsrats auch dann erforderlich ist, wenn ein Aufsichtsratsmitglied zugleich Vorstand einer anderen Gesellschaft ist und es um den Abschluss eines Vertrags mit dieser Gesellschaft geht.



Sachverhalt

Das Aufsichtsratsmitglied A der A-AG war zugleich im Vorstand der B-AG. Die A-AG schloss mit der B-AG einen Beratervertrag ab und zahlte in der Folge rund 61.000 EUR an die B-AG für erbrachte Beratungsleistungen. Der Aufsichtsrat der A-AG hatte dem Beratervertrag nicht zugestimmt.

Nach einem personellen Wechsel im Aufsichtsrat der A-AG verklagte diese das Aufsichtsratsmitglied A auf Zahlung der 61.000 EUR, die an die B-AG für die Beratungstätigkeit geleistet worden waren.

Der Bundesgerichtshof (BGH) hat den Anspruch der A-AG bejaht. Da der Aufsichtsrat dem Beratervertrag nicht zugestimmt habe, sei A zur Zahlung von 61.000 EUR an die Gesellschaft verpflichtet.



Zustimmung des Aufsichtsrats zu Beraterverträgen

Nach dem Aktiengesetz dürfen an Aufsichtsratsmitglieder keine Honorare für Beratungsleistungen außerhalb der Aufsichtsratsstätigkeit gezahlt werden, wenn der Aufsichtsrat den zugrunde liegenden Beratervertrag nicht genehmigt hat.¹ Dem Aufsichtsrat werde so die Möglichkeit gegeben, präventiv zu prüfen, ob das betroffene Aufsichtsratsmitglied tatsächlich nur Honorare für Beratungsleistungen erhalte, zu denen es nicht schon aus seinem Aufsichtsratsmandat heraus verpflichtet sei. Hierdurch solle verhindert werden, dass die Zuständigkeit der Hauptversammlung für die Vergütung des Aufsichtsrats umgangen werde. Die Verpflichtung des Vorstands zur Offenlegung von Beraterverträgen mit Aufsichtsratsmitgliedern gegenüber dem Gesamtaufichtsrat versetze diesen zudem in die Lage, ungerechtfertigte Sonderleistungen – z. B. in Form überhöhter Vergütungen – und damit eine mögliche unsachliche Beeinflussung des Aufsichtsratsmitglieds durch den Vorstand zu verhindern.

Zustimmung auch zu Verträgen mit bestimmten Gesellschaften

Nach Auffassung des BGH ist eine Zustimmung des Aufsichtsrats auch dann erforderlich, wenn es um einen Beratervertrag mit einer anderen Gesellschaft geht, deren Vorstand Aufsichtsratsmitglied ist.² Dies war bislang in der juristischen Literatur umstritten. Laut BGH kann die unvoreingenommene und unabhängige Überwachung der Gesellschaft durch den Aufsichtsrat auch dann beeinträchtigt sein, wenn das Aufsichtsratsmitglied als gesetzlicher Vertreter des Vertragspartners auf der anderen Seite eines Beratervertrags stehe. Unbeachtlich sei, ob der gesetzliche Vertreter gleichzeitig noch Gesellschafter des Vertragspartners sei oder ob seine Vergütung erfolgsabhängig ausgestaltet sei; unabhängig hiervon trafen ihn in seiner beruflichen Stellung der wirtschaftliche Erfolg oder Misserfolg des Vertragspartners.

Praxisrelevanz

Die Entscheidung des BGH bringt Rechtssicherheit für eine in der juristischen Literatur umstrittene Frage. Zuvor hatte der BGH schon in einer Reihe von Entscheidungen Stellung zum Zustimmungserfordernis des Aufsichtsrats bezogen³ und insbesondere für folgende Verträge mit Gesellschaften ebenfalls eine Zustimmung des Aufsichtsrats für erforderlich gehalten:

- Vertrag mit einer Gesellschaft, deren Geschäftsführer und alleiniger Gesellschafter Mitglied im Aufsichtsrat ist;⁴
- Vertrag mit einer Gesellschaft, an der ein Aufsichtsratsmitglied beteiligt ist und es dadurch mittelbare Zuwendungen erhält, die nicht ganz geringfügig sind und keinen im Vergleich zur Aufsichtsratsvergütung vernachlässigenswerten Umfang haben;⁵
- Vertrag über Angelegenheiten der Gesellschaft zwischen einem Unternehmen eines Aufsichtsratsmitglieds und einem die Gesellschaft beratenden Drittunternehmen.⁶

Der BGH hatte außerdem bereits in vorangegangenen Urteilen entschieden, dass auch Verträge mit Aufsichtsratsmitgliedern, die vor Beginn ihrer Amtstätigkeit abgeschlossen werden, der Zustimmung bedürfen.⁷ Entsprechendes gilt laut BGH für Verträge mit Aufsichtsratsmitgliedern, deren Bestellung fehlerhaft erfolgte.⁸

Schließlich ist zu beachten, dass Aufsichtsratsmitglieder mit der Gesellschaft keine Verträge über Beratungsaufgaben abschließen dürfen, zu deren Erbringung sie bereits aufgrund ihres Aufsichtsratsmandats verpflichtet sind. Auch deshalb ist es erforderlich, dass die vom Aufsichtsratsmitglied zu erbringende Beratungsleistung im Beratervertrag genau beschrieben wird.⁹ ←

3 Die in diesem Abschnitt aufgeführten Urteile wurden in der aktuellen Entscheidung des BGH noch einmal bestätigt.

4 Vgl. BGH, Urteil vom 3.7.2006 – II ZR 151/04

5 Vgl. BGH, Urteil vom 20.11.2006 – II ZR 279/05; BGH, Urteil vom 2.4.2007 – II ZR 325/05

6 Vgl. BGH, Urteil vom 22.6.2021 – II ZR 225/20

7 Vgl. BGH, Urteil vom 3.7.2006 – II ZR 151/04

8 Vgl. BGH, Urteil vom 3.7.2006 – II ZR 151/04

9 Vgl. BGH, Urteil vom 10.7.2012 – II ZR 48/11 (»Fresenius«)

1 Vgl. § 114 Abs. 1 AktG

2 Der BGH wendet somit § 114 Abs. 1 AktG analog auf diesen Fall an.

International Sustainability Standards Board mit Sitz in Frankfurt gegründet

Anfang November 2021 wurde das International Sustainability Standards Board (ISSB) im Rahmen des Klimagipfels COP26 in Glasgow gegründet. Ziel des Boards mit Sitz in Frankfurt wird es sein, weltweit einheitliche Berichtsstandards für die Nachhaltigkeitsberichterstattung zu entwickeln. Die bedeutenden Standardsetzer – die Value Reporting Foundation¹ und das Climate Disclosure Standards Board – werden bis Mitte 2022 im ISSB integriert und in ihm aufgehen. Ebenfalls in Frankfurt angesiedelt ist die European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG), die als private Einrichtung künftig für die EU-Kommission Standards zur Nachhaltigkeitsberichterstattung erarbeiten soll.

Im Vorfeld der Gründung des ISSB wurden von der IFRS-Foundation die sog. Technical Readiness Working Group (TRWG) mit Vorbereitungsarbeiten betraut. So entwickelte die TRWG einen Prototyp zur Klimaberichterstattung, der Regulatoren weltweit als Grundlage für die Standardsetzung dienen könnte. Ein weiterer Prototyp betrifft allgemeine Anforderungen an die Offenlegung von nachhaltigkeitsbezogenen Finanzinformationen. Beide Prototypen wurden im Zusammenhang mit der Gründung des ISSB veröffentlicht.

Zur Nachhaltigkeitsberichterstattung und den unterschiedlichen Regulatoren siehe näher Audit Committee Quarterly extra: Nachhaltigkeitsberichterstattung. Nähere Informationen außerdem unter <https://www.ifrs.org/> ←

Zusammengestellt von Dr. Astrid Gundel

¹ Die wiederum ist ein Zusammenschluss des International Integrated Reporting Council (IIRC) und des Sustainability Accounting Standards Board (SASB).



Neues Leitbild für das DRSC

Aufgrund der zunehmenden Internationalisierung der Kapitalmärkte und des daraus folgenden Bedeutungszuwachses internationaler Rechnungslegungsstandards für deutsche Unternehmen wurde 1998 das Deutsche Rechnungslegungs Standards Committee e.V. (DRSC) gegründet und vom Bundesjustizministerium anerkannt. Die privatrechtlich organisierte Einrichtung ist u. a. mit der Entwicklung von Konzernrechnungslegungsstandards und der Vertretung nationaler Interessen in internationalen Standardisierungsgremien betraut.

Aufgrund der Ausweitung seines Tätigkeitsgebiets auf die Nachhaltigkeitsberichterstattung wurde Mitte Oktober 2021 ein neues Leitbild für die zukünftige Arbeit des DRSC durch dessen Verwaltungsrat beschlossen. Vier mittelfristige Ziele wurden formuliert, die jeweils mit Einzelmaßnahmen zur Zielerreichung unterlegt sind: Ein Ziel ist, dass sich das DRSC für eine fortschrittliche Form der Unternehmensberichterstattung einsetzt, die Finanz- als auch Nachhaltigkeitsberichterstattung gleichermaßen gewichtet.

Weitere Informationen unter www.drsc.de ←

Stagnation beim Frauenanteil in DAX30-Aufsichtsräten

Die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (DSW) analysiert auch dieses Jahr in ihrer Aufsichtsratsstudie neben der Aufsichtsratsvergütung ausgewählte Bereiche der Corporate Governance in DAX30²-Aufsichtsräten.

Laut Studie ist die Gesamtvergütung der DAX30-Aufsichtsräte im Geschäftsjahr 2020 im Vergleich zum Vorjahr um 1,6 Prozent gestiegen. Die Corona-virus-Krise hatte dabei kaum Einfluss auf die Vergütung, da mittlerweile fast alle Gesellschaften auf eine reine Festvergütung umgestellt haben. Im DAX30 wurde 2020 nur noch bei drei Unternehmen eine variable Vergütung gezahlt. Im Hinblick auf die Neuerungen durch das ARUG II haben mittlerweile 29 der betrachteten DAX30-Unternehmen mindestens einmal eine Abstimmung der Hauptversammlung über das Vergütungssystem herbeigeführt. Erwartungsgemäß war die Zustimmungquote mit knapp 99 Prozent in den Jahren 2020 und 2021 sehr hoch. Anders als zuvor befürchtet, wurden die ARUG II-Neuerungen bislang auch nicht für eine Erhöhung der Vergütung genutzt.

Für den Bereich der Corporate Governance analysierte die DSW den Frauenanteil in den DAX30-Überwachungsgremien sowie Alter, Mandatsdauer und Sitzungsteilnahme der Aufsichtsräte:

- Der **Frauenanteil** in DAX30-Aufsichtsräten liegt laut Studie bei 36,5 Prozent und stagniere damit. Auf der Arbeitnehmerseite sei der Frauenanteil im Vergleich zum vergangenen Jahr von 40,2 auf 39,4 Prozent gesunken; auf der Anteilseignerseite stieg er von 33,3 Prozent auf 33,9 Prozent. In den wesentlichen Ausschüssen hat der Frauenteil mit 30,2 Prozent erstmals die 30-Prozent-Marke überschritten; hier stieg der Anteil der Arbeitnehmervertreterinnen, der nun bei 17,7 Prozent liegt, stärker als der Anteil der Anteilseignervertreterinnen, der aktuell 12,6 Prozent beträgt.
- Das **Durchschnittsalter** liegt bei 58 Jahren, wobei Männer im Durchschnitt mit 59 Jahren etwas älter als ihre Kolleginnen sind (56 Jahre). Deutlicher ist der Unterschied zwischen dem durchschnittlichen Alter der Anteilseignervertreter (61 Jahre) und der Arbeitnehmervertreter (55 Jahre).

- In aller Regel werden Aufsichtsräte noch für eine **Mandatsdauer** von fünf Jahren bestellt. 53,7 Prozent der Anteilseignervertreter im DAX30 befanden sich 2021 in ihrer ersten, 28,5 Prozent in ihrer zweiten Amtsperiode und waren – mit Blick auf die Zugehörigkeitsdauer – nach dem Deutschen Corporate Governance Kodex als unabhängig einzuschätzen. Zu beachten ist allerdings, dass 43 der 242 DAX30-Anteilseignervertreter bereits drei oder mehr Amtsperioden in einem Gremium sitzen.

- Die Transparenz über die **Sitzungsteilnahme** der Aufsichtsräte hat sich verbessert: Mittlerweile informieren 23 Gesellschaften (Vorjahr: 19) über die Anwesenheit der einzelnen Aufsichtsräte in Aufsichtsrats- und Ausschusssitzungen. Die übrigen sechs Unternehmen machen Teilangaben. Anhand der Sitzungsteilnahme analysierte die DSW die Arbeitsbelastung einzelner Aufsichtsratsmitglieder. Die mit Abstand höchste Sitzungsfrequenz hatte Paul Achleitner, der an 86 von 87 Plenums- und Ausschusssitzungen teilnahm.

Wie jedes Jahr erstellt die DSW auch dieses Jahr wieder ein **Ranking der einflussreichsten Aufsichtsräte**³ anhand Anzahl und Bedeutung der in den jeweiligen Kontrollgremien eingenommenen Positionen. Auf dem ersten Platz landete der Vorjahreszweite Michael Diekmann. Der zweite Platz ging an den Vorjahresersten Nikolaus von Bomhardt. Eine Rochade gab es ebenfalls auf den Plätzen drei und vier: Norbert Winkeljohann nimmt nun den dritten Platz ein, gefolgt von Paul Achleitner auf Platz vier. Aufsteiger des Jahres ist Ralf P. Thomas, der aufgrund der Erweiterung des DAX auf Platz neun einstieg. Ein weiterer Aufsteiger ist Joe Kaeser: Er rückte vom 115. auf Rang elf vor. Die einzige Frau unter den Top Ten ist Margret Suckale auf Platz acht (Vorjahr: Platz neun).

Weitere Informationen unter www.dsw-info.de ←

² Indexzusammensetzung zum Stichtag 21.8.2021

³ Basis: DAX40 2021



Neuer Kodex, alte Prüfungsschwäche

Autor: Prof. Dr. Axel v. Werder

Nach mehrjährigem Reformprozess ist 2020 der revidierte Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK) mit neuem konzeptionellen Zuschnitt und modifiziertem Inhalt in Kraft getreten. Neben der Streichung rund eines Drittels der alten Regelungen haben zahlreiche neue Empfehlungen namentlich zur Vorstandsvergütung und zur Unabhängigkeit der Aufsichtsratsmitglieder Eingang in das Regelwerk gefunden, sodass die Zahl der Governance-Standards in etwa konstant geblieben ist. Nachdem der erste Reformentwurf (DCGK-E 2018) auf ungewöhnlich heftige Kritik gestoßen war, hatte die Kommission den Entwurf überarbeitet und dabei erheblich liberalisiert. Der neue Corporate Governance Report gibt nun einen ersten umfassenden Einblick in die Umsetzung des neuen Kodex durch die Unternehmenspraxis.¹ Dabei wird wie in den früheren Studien zwischen der *erklärten Akzeptanz* aller (121) Empfehlungen und (7) Anregungen des Kodex und der *tatsächlichen Anwendung* ausgewählter befolgter Regelungen unterschieden. Die Erhebungsergebnisse beruhen auf den Angaben einer Stichprobe von 87 an der Frankfurter Wertpapierbörse notierten Gesellschaften aus allen Segmenten des Prime und des General Standard.

Die durchschnittliche Befolgungsquote aller Soll- und Sollte-Regelungen des DCGK beträgt über sämtliche Unternehmen betrachtet 85,0 Prozent. Sie ist damit gegenüber dem letzten Wert für den DCGK 2017 (87,5 Prozent) leicht gefallen. Wie bei der ersten Kodexgeneration (DCGK 2002-2017) hängt auch beim neuen Kodex die Befolgungsquote erkennbar von der Unternehmensgröße bzw. dem Börsensegment ab.

¹ Siehe v. Werder/Danilov/Schwarz, Corporate Governance Report 2021: Akzeptanz und Anwendung des neuen Kodex, in: Der Betrieb 2021, S. 2097–2110

Sie beträgt bspw. im DAX 95,3 Prozent und im General Standard 63,2 Prozent. Ferner zeigen sich innerhalb der einzelnen Segmente wiederum durchaus nennenswerte Unterschiede der unternehmensindividuellen Kodexakzeptanz. So liegt etwa die niedrigste Befolgungsquote bereits im DAX nur bei 84,8 Prozent aller 128 Kodexregelungen und im General Standard lediglich bei 41,5 Prozent.

Teilt man die Empfehlungen und Anregungen des DCGK auf in die beiden Gruppen der Bestimmungen, die bereits in der Vorversion des Kodex enthalten waren bzw. neu aufgenommen worden sind, so betragen die Befolgungsquoten der alten bzw. neuen Regelungen 90,0 Prozent bzw. 79,9 Prozent. Damit ist zunächst eine deutlich geringere Einhaltung der neuen Bestimmungen zu konstatieren. Nach den Planungen der Unternehmen wird sich die Akzeptanz der alten und neuen Governance-Standards (mit Quoten von 93,5 Prozent bzw. 90,6 Prozent) allerdings annähern. Insgesamt zeigen sich somit – gemessen an den Kennzahlen der durchschnittlichen Befolgung – keine gravierenden Akzeptanzunterschiede zwischen dem bisherigen und dem neuen Regelwerk. Mit diesem Erhebungsergebnis korrespondiert auch der Befund, dass über alle Gesellschaften mit der empfohlenen Offenlegung der Vergleichsgruppe für den horizontalen Vergütungsvergleich (Empf. G.3 Satz 1 Hs. 2 DCGK) nur eine Kodexregelung mehrheitlich abgelehnt wird. Diese Durchschnittsergebnisse dürfen allerdings nicht den Blick dafür verstellen, dass in den Börsensegmenten jenseits von DAX und MDAX eine Reihe von Bestimmungen des DCGK nur von einer Minderheit akzeptiert wird.



Die im Einzelnen sehr facettenreichen Befunde zur *tatsächlichen Anwendung* befolgter Kodexregelungen lassen zum einen gelegentlich sich abzeichnende *best practices* (und manchmal auch nur Muster von *practices*) erkennen. So liegen nach Angaben der Gesellschaften, welche die Kodexempfehlung zur Überge- wichtung langfristig variabler Vergütungsbestandteile (Empf. G.6 DCGK) befolgen und die Zusatzfrage nach ihren Relationen der Vergütungskomponenten beant- worten, die Anteile der kurzfristig bzw. langfristig varia- blen Komponenten an der Gesamtvergütung durch- schnittlich bei 23,1 Prozent (DAX: 24,8 Prozent) bzw. 38,2 Prozent (DAX: 42,8 Prozent). Dabei finden sich sowohl Anteile der kurzfristig (bzw. langfristig) varia- blen Vergütung unter 20 Prozent (bzw. unter 30 Pro- zent) und über 30 Prozent (bzw. 50 Prozent) vergleichs- weise selten. Ferner entscheidet sich mit Blick auf die im Konsultationsverfahren besonders heftig umstrit- tene Form der Gewährung langfristig variabler Vergü- tungskomponenten nur eine Minderheit von 27,7 Pro- zent der antwortenden Unternehmen dafür, dass ein Vorstandsmitglied die ihm gewährten variablen Vergü- tungsbeträge nach Steuern überwiegend in Aktien anlegen soll (siehe Empf. G.10 Satz 1 Alt. 1 DCGK). Die große Mehrheit wählt demnach aktienbasierte For- men (Alt. 2), die im Einzelnen unterschiedlicher Natur sind. Schließlich fällt die vom Kodex empfohlene Ent- scheidung des Aufsichtsrats, ob und inwieweit bei Übernahme konzernfremder Aufsichtsratsmandate durch Vorstandsmitglieder die externe Mandatsvergü- tung auf die Vorstandsvergütung anzurechnen ist (Empf. G.16 DCGK), nur bei einer Minderheit zugun- sten einer Anrechnung aus. Vielmehr verzichtet eine vor allem im DAX (69,2 Prozent) deutliche Mehrheit (gesamt: 59,2 Prozent) auch zukünftig auf eine solche – nicht fernliegende – Kürzung der Vorstandsbezüge.

Zum anderen vermitteln die Erhebungsergebnisse – etwa zur Häufig- keit des Investorendialogs und von Executive Sessions des Über- wachungsorgans – aufschlussreiche Hinweise auf die Regulierungsk- raft des Kodexregimes. Von den antwortenden Unternehmen, die der unveränderten Kodexanregung an den Aufsichtsratsvorsitzenden folgen, in angemessenem Rahmen zu Gesprächen mit Investoren bereit zu sein, haben immerhin knapp die Hälfte (44,7 Prozent) im Vorjahr der Erhebung keine Investorengespräche durchgeführt. Fehl- anzeigen sind ebenfalls bezüglich der nur leicht verschärften Emp- fehlung für den Aufsichtsrat zu verzeichnen, »bei Bedarf« (Tz. 3.6 Abs. 2 DCGK 2017) bzw. »regelmäßig« (Empf. D.7 DCGK 2020) auch ohne den Vorstand zu tagen. Bei sechs der 34 Unternehmen, wel- che diese Soll-Bestimmung befolgen und Angaben zur Sitzungszahl machen, haben solche Executive Sessions in dem betreffenden Vorjahreszeitraum genau ein Mal stattgefunden, bei drei weiteren Unternehmen (darunter zwei DAX-Gesellschaften) gar nicht. Gerade in den zuletzt genannten Fällen werden die betreffenden Unterneh- men allenfalls gerade noch dem Buchstaben, offenkundig aber nicht dem Geist der Kodexregelung gerecht.

Der aktuelle Corporate Governance Report belegt damit einmal mehr den deutlich eingeschränkten Informationswert der reinen erklärten Akzeptanz bei interpretationsoffenen »weichen« Kodexbestimmun- gen, die von keiner Empfehlung zur Publizierung ihrer tatsächlichen Anwendung flankiert werden.² Vor diesem Hintergrund stellt sich erneut die – bereits im Zuge der Einführung des Kodex diskutierte – Frage, ob die bisher rudimentäre Prüfung der bloßen Existenz (§ 285 Nr. 16 HGB) und nicht der Richtigkeit der Entsprechenserklärung (noch) sachgerecht ist.³ Dabei ist nicht nur an das Informations- interesse der aktuellen und potenziellen Kapitalgeber der Unter- nehmung zu denken. Vielmehr haben auch die anderen Stakeholder (z. B. Arbeitnehmer, Kunden und die Gesellschaft als Hüterin der *licence to operate*) aufgrund ihrer Beteiligung am Wertschöpfungs- prozess berechtigten Anspruch auf verlässliche Angaben zum Ord- nungsrahmen einer nachhaltigen Unternehmensführung. Anstelle des bloßen Abhakens inhaltlich unbesehener Entsprechenserklärun- gen scheint daher für erklärtermaßen akzeptierte Empfehlungen künftig eine Prüfung der Modalitäten ihrer praktischen Anwendung angezeigt. Nur so lässt sich die letztlich entscheidende Frage beant- worten, ob die Bestimmungen tatsächlich auch ernsthaft »gelebt« werden. ←

2 Immerhin sind im Zuge der Kodexreform eine nennenswerte Zahl neuer Transparenzempfeh- lungen in den DCGK aufgenommen worden (Zusammenstellung bei Kremer/Bachmann/ Lutter/v. Werder, Kodex-Kommentar, 8. Aufl. 2021, Grds. 22 Rn. 9 ff.).

3 Für eine inhaltliche Prüfung jüngst auch der Vorsitzende der Kodexkommission, siehe Nonnenmacher, Zur Reform der Unternehmenskontrolle, in: Der Konzern 2021, S. 393 (396) m. w. N.

WP/StB Stefan Schöniger ist Partner Deal Advisory – Valuation der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Hamburg. Seine Tätigkeitsschwerpunkte sind gutachtliche Unternehmensbewertungen im Rahmen (gesellschafts-)rechtlicher Strukturmaßnahmen.



Dr. Andreas Tschöpel, CVA/CEFA/CIIA, ist Partner Deal Advisory – Valuation der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Berlin, Mitglied des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW. Seine Tätigkeitsschwerpunkte sind die Konzeptionierung wertorientierter Steuerungssysteme sowie Risiko- und Portfolioanalysen unter Verwendung von Simulationsmodellen in strategischen und objektivierten Unternehmensbewertungen.

Kapitalkostenstudie 2021: Nachhaltigkeit versus Rendite – ESG als Treiber für langfristiges Wachstum?

Autoren: **WP/StB Stefan Schöniger** und **Dr. Andreas Tschöpel**

Die aktuelle Kapitalkostenstudie von KPMG beleuchtet u. a. den Einfluss von Anforderungen aus den Bereichen Environmental, Social und Governance (kurz ESG, zu Deutsch: Umwelt, Soziales und Unternehmensführung) auf Geschäftsmodelle, Planungsrechnungen und langfristige Renditeerwartungen (Kapitalkosten) anhand branchenspezifischer Analysen. Die diesjährige Resonanz zeigte erneut die hohe praktische Relevanz der jährlichen Kapitalkostenstudie. Insgesamt haben 332 Unternehmen (Vorjahr: 309) an der Studie teilgenommen. Unter den teilnehmenden Unternehmen befanden sich 243 aus Deutschland, darunter 83 Prozent der DAX30-Unternehmen.¹

Für die aktuelle Kapitalkostenstudie wurde das Motto »Nachhaltigkeit versus Rendite – ESG als Treiber für langfristiges Wachstum?« gewählt. Diesem Motto folgen auch die begleitenden Schwerpunktthemen:

- Was sind wichtige Änderungen in der ESG-Berichterstattung?
- Wie wirken sich ESG-Anforderungen auf die Bewertungen im Bereich Consumer Markets aus?
- Wie lassen sich im ESG-Umfeld gute Entscheidungen treffen?

Da sich die finanziellen Auswirkungen von Entscheidungen auch sachgerecht in der Rechnungslegung widerspiegeln müssen, hat sich die Erhebung der empirischen Informationen weiterhin am IFRS-Impairment-Test orientiert. Der Impairment-Test und die mit ihm verbundenen Bewertungen sind für alle IFRS-Anwender obligatorisch.

Die Befragung der Unternehmen erfolgte zwischen April und August 2021. Die in der Studie abgebildeten Konzernabschlussstichtage lagen zwischen dem 31.3.2020 und dem 30.6.2021.

¹ Teilnahmequoten werden nach der Zusammensetzung der Indizes zum Zeitpunkt der Umfrage dargestellt. Daher spiegeln die Daten und Diagramme nicht die Erweiterung des DAX von 30 auf 40 und die Reduzierung des MDAX von 60 bis 50 Unternehmen wider.



Kapitalkostenstudie 2021

Im Oktober 2021 wurde die 16. Auflage der Kapitalkostenstudie von KPMG veröffentlicht. Die Studie stellt – wie in den Voraufgaben – aktuelle Entwicklungen bei der Erstellung von Planungsrechnungen und der Ableitung von Kapitalkosten sowie deren Relevanz für Unternehmenswerte und Unternehmenswertentwicklungen dar.

Neben umfangreichen Analysen nach Branchen und Teilbranchen umfasst sie Auswertungen nach Familien- und Nicht-Familienunternehmen. Detaillierte Ausführungen und Analysen zu Fragestellungen rund um Kapitalkosten, Planungsrechnungen und ESG sowie die gesamte Studie sind online abrufbar. Anhand der interaktiven Auswertungsmöglichkeiten (<https://hub.kpmg.de/kapitalkostenstudie-2021>) können Sie die für Ihr Unternehmen und/oder Ihre Branche relevanten Parameter individuell zusammenstellen und damit Ihre eigene, maßgeschneiderte Auswertung vornehmen.

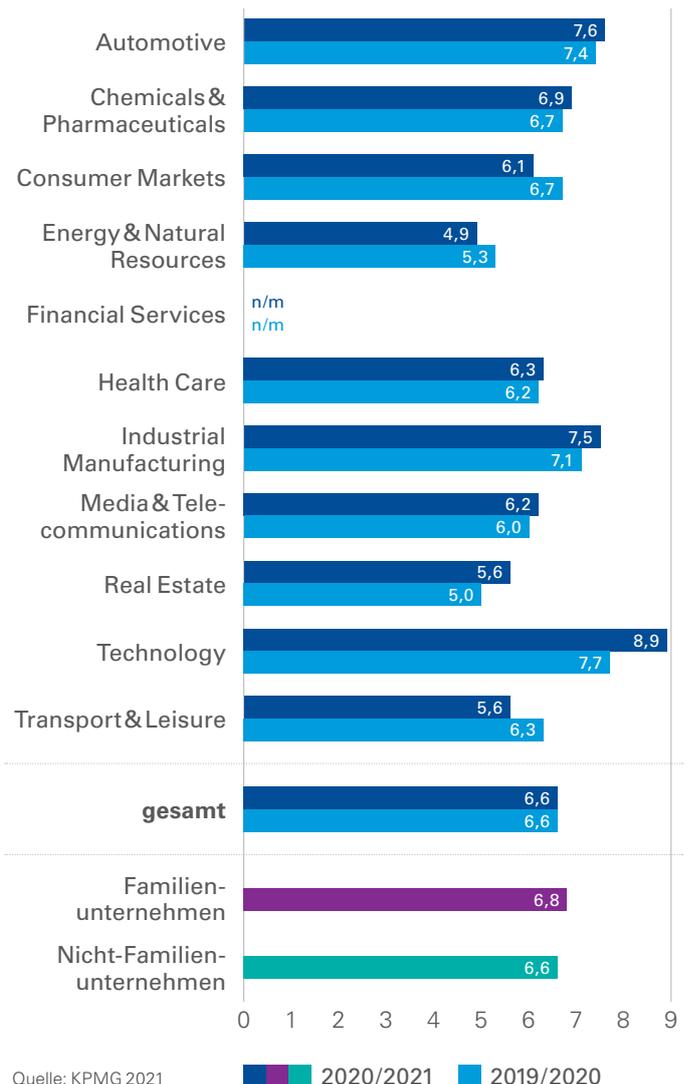
Detailliertere Informationen und Download unter <https://kpmg.de/kapitalkostenstudie>

Ausgewählte Ergebnisse

WACC (Weighted Average Costs of Capital)

Der durchschnittliche WACC ist über alle Branchen hinweg im Vergleich zum Vorjahr auf einem unveränderten Niveau von 6,6 Prozent geblieben. Dies steht im Kontrast zu einer (teilweise sehr) heterogenen Entwicklung in den einzelnen Branchen. Während etwa ein Drittel der Branchen einen Rückgang des WACC meldete, verzeichneten andere Branchen einen, teils deutlichen, Anstieg. Die stärkste Erhöhung im Vergleich zum Vorjahr verzeichnete der Bereich Technology mit 8,9 Prozent (+1,2 Prozentpunkte). Daneben waren in den Branchen, in denen sich politische Vorgaben und technologiegetriebene Veränderungen der Geschäftsmodelle grundlegend auswirken, die höchsten gewichteten Kapitalkosten beobachtbar: 7,6 Prozent im Bereich Automotive, 7,5 Prozent im Bereich Industrial Manufacturing. Den stärksten Rückgang der Kapitalkosten verzeichneten die Bereiche Transport & Leisure (–0,7 Prozentpunkte), Consumer Markets (–0,6 Prozentpunkte) und Energy & Natural Resources (–0,4 Prozentpunkte). →

Durchschnittlich verwendeter WACC (nach Unternehmenssteuern) nach Branchen (Angaben in Prozent)



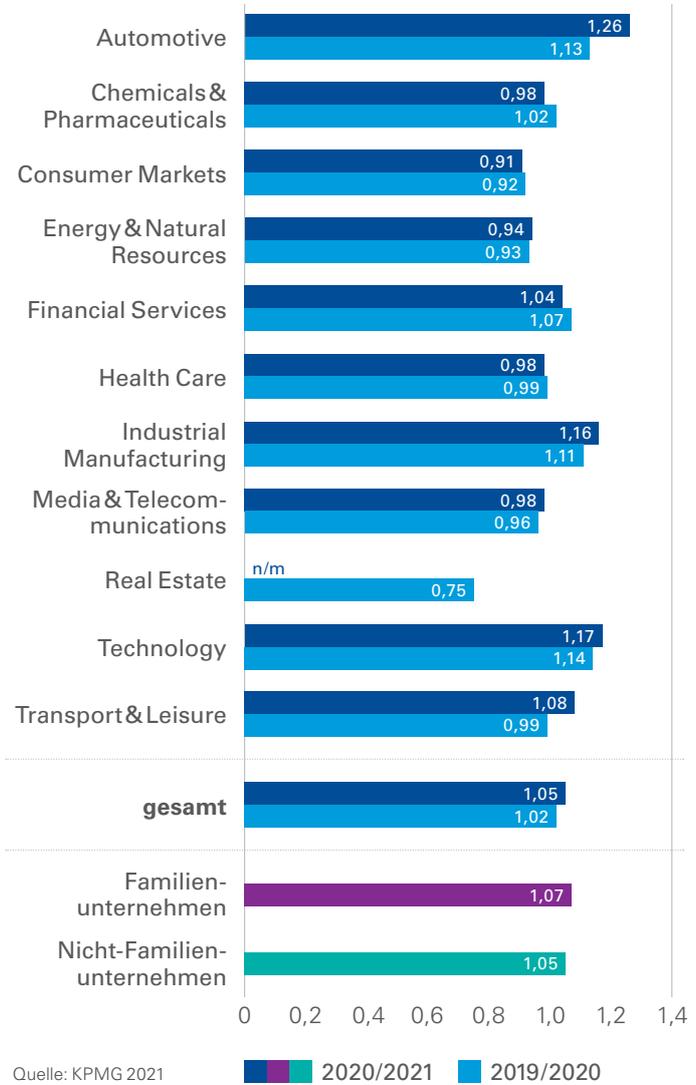
Betafaktoren

Der verschuldete Betafaktor dient als Maß des systematischen Risikos der Eigenkapitalgeber unter Berücksichtigung des Kapitalstrukturrisikos aus der Fremdfinanzierung. Der von den Teilnehmern durchschnittlich verwendete verschuldete Betafaktor hat sich im Vergleich zum Vorjahr leicht erhöht.

Mit Blick auf die einzelnen Branchen zeichnen sich deutliche Unterschiede in der Entwicklung ab. Im Bereich Chemicals&Pharmaceuticals ist der verschuldete Betafaktor um 0,04 gesunken. Deutliche Anstiege waren hingegen in den Bereichen Automotive (+0,13) bzw. Transport & Leisure (+0,09) beobachtbar.

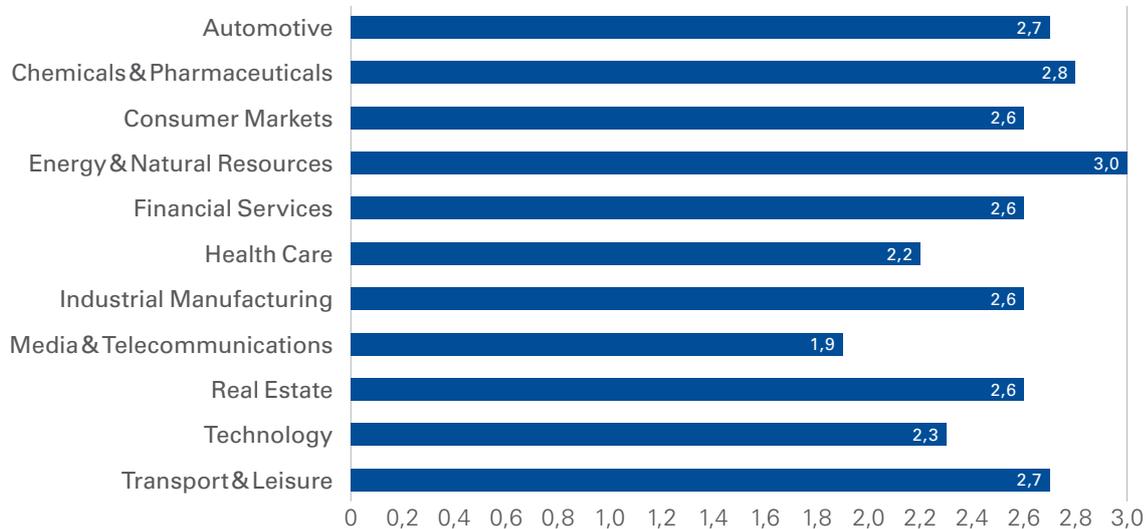
In einem Vergleich der Familien- und Nicht-Familienunternehmen war die Entwicklung homogen. Bei Familienunternehmen wurde eine Erhöhung des verschuldeten Betafaktors von 1,05 in der Vorjahresperiode auf 1,07 im aktuellen Berichtszeitraum verzeichnet. Zudem stieg auch der verschuldete Betafaktor der Nicht-Familienunternehmen von 1,02 in der letzten Periode auf 1,05 in der aktuellen Studie an.

Durchschnittlich verwendete verschuldete Betafaktoren nach Branchen



Relevanz von ESG-Themen nach Branchen

Gesamt (Scoring)



Scoring-Modell:

0 nicht relevant 1 weniger relevant 2 relevant 3 sehr relevant 4 außerordentlich relevant

Quelle: KPMG 2021

Relevanz von ESG-Themen für die Unternehmensentwicklung

In den letzten Jahren haben ESG-getriebene Veränderungen unübersehbar Einzug in zahlreiche Aspekte der Geschäftsaktivitäten von Unternehmen gehalten. ESG hat viele Facetten, die nicht nur ökologische bzw. umweltpolitische Aspekte umfassen, sondern auch von wirtschaftlichen, sozialen und politischen Faktoren beeinflusst werden.

Veränderungen regulatoriver Rahmenbedingungen und von Kundenbedürfnissen einerseits, aber auch neue Ansprüche der Arbeitnehmenden an »ihr« Unternehmen sowie von Investoren andererseits führen teilweise zu disruptiven Veränderungen bislang bestehender Geschäftsmodelle.

Die Mehrheit der teilnehmenden Unternehmen schätzt die Auswirkungen von ESG-Themen auf ihre zukünftige Geschäftsentwicklung als sehr wichtigen Aspekt ein. Die Einschätzung der Relevanz von ESG-Themen ist dabei branchenabhängig. Insbesondere die Bereiche Energy & Natural Resources, Chemicals & Pharmaceuticals, Automotive und Transport & Leisure messen dem Thema Nachhaltigkeit einen hohen Stellenwert bei. Die Studie zeigt, dass für die Mehrheit der teilnehmenden Unternehmen ESG bereits Eingang in den Impairment-Test gefunden hat – sowohl durch die Berücksichtigung von ESG-Auswirkungen auf die Cashflows als auch auf die Kapitalkosten.

Die Auswirkungen von ESG auf die zukünftige Geschäftsentwicklung hängt zudem maßgeblich von den jeweiligen Risiken ab, denen sich Unternehmen ausgesetzt sehen. Regulatorische Risiken werden hierbei als primäre Risikoquelle angesehen. →

Die Transformation zu zukunftsfähigen Geschäftsmodellen und Renditeerwartungen

Insgesamt ist zu beobachten, dass Marktvolatilitäten weiterhin stark zugenommen haben und Gesellschaft und Unternehmen zunehmend vor existenzielle Herausforderungen gestellt werden: Eine globale Pandemie, Ungleichverteilung von Einkommen und Vermögen, Naturkatastrophen, hervorgerufen durch den Klimawandel – dies sind nur einige Schlagworte einer sich dynamisch verändernden Umwelt.

Zudem haben auch ESG-getriebene Veränderungen – wie erhöhte soziale Standards in der gesamten Lieferkette – unübersehbar Einzug in zahlreiche Aspekte der Geschäftsaktivitäten von Unternehmen gehalten. Für viele Unternehmen stellt sich die Herausforderung, ihre bestehenden Geschäftsmodelle hinsichtlich der ESG-spezifischen Anforderungen zu überprüfen und ggf. anzupassen.

Externer Veränderungsdruck hat seit jeher dazu geführt, bestehende Märkte und Geschäftsmodelle durch innovative Ansätze permanent weiterzuentwickeln. Die Herausforderung liegt somit auch weiterhin in der sachgerechten Auswahl der richtigen Unternehmensstrategie aus einem Bündel möglicher Handlungsoptionen, mit denen das einzelne Unternehmen eine mögliche Anpassung bestehender Geschäftsmodelle in Richtung Zukunftsfähigkeit und der hiermit verbundenen ESG-Konformität erwartet. Auch zukünftig werden konkurrierende Handlungsoptionen anhand ihres Performance- und Risikobeitrags zum Unternehmenswert beurteilt werden. Szenario- und Simulationsanalysen sowie marktetablierte Entscheidungsansätze können helfen, die Performance- und Risikobeiträge unterschiedlicher strategischer Handlungsoptionen zu quantifizieren und somit vergleichbar zu machen. Dieser Anpassungsprozess wird voraussichtlich einen Einfluss auf die kurz- bis mittelfristigen Renditeerwartungen der Unternehmen haben. Einmal mehr wird die mittelfristige Zukunft nahezu aller Unternehmen von zusätzlicher Unsicherheit geprägt sein. Ob bzw. wie sich zudem der Gesamtmarkt durch ESG verändern wird, bleibt zunächst abzuwarten.

Weitere Ergebnisse im Überblick

Planungshorizont: Die Umfrage zeigte eine Tendenz zu längeren Planungszeiträumen. Dieser Trend könnte vor allem dem Umstand der Covid-19-Pandemie geschuldet sein. Aber auch die Umsetzung und Einführung neuer innovativer Technologien sowie die Abbildung von Nachhaltigkeitsanforderungen könnten zu einer Verlängerung der Planungszeiträume geführt haben.

Wachstumserwartungen: Die aktuellen Herausforderungen sowie deren Chancen und Risiken wirken sich sehr unterschiedlich auf die Wachstumserwartungen von Umsatz und EBIT (Ergebnis vor Zinsen und Steuern) in den einzelnen Branchen aus. Der anhaltende Digitalisierungstrend verhilft dem Technologiesektor auch in diesem Jahr zu einem deutlichen Anstieg der Wachstumserwartungen bezogen auf Umsatz und EBIT. Die Wachstumserwartungen im Health Care-Sektor sind infolge der sich für Unternehmen dieser Branche ergebenden Folgen aus der Covid-19-Pandemie gestiegen. Insgesamt ist das durchschnittlich erwartete Umsatzwachstum über alle Branchen hinweg um 0,4 Prozentpunkte gestiegen, wohingegen das prognostizierte EBIT-Wachstum einen leichten Negativtrend aufweist.

Planungsunsicherheit: Planungsunsicherheiten auf makroökonomischer Ebene wachsen weiter. Im Vergleich zur letztjährigen Studie wird in diesem Jahr insbesondere den regulatorischen Anforderungen und den Währungsschwankungen eine hohe Bedeutung beigemessen.

WACC: Die durchschnittlich gewichteten Kapitalkosten (WACC, Weighted Average Costs of Capital) lagen über alle Branchen hinweg mit 6,6 Prozent auf dem Niveau des Vorjahres. Mit 8,9 Prozent weist der Bereich Technology den höchsten WACC auf. Die niedrigsten Kapitalkosten waren mit 4,9 bzw. 5,6 Prozent in den Bereichen Energy & Natural Resources bzw. Real Estate und Transport & Leisure zu beobachten.

Basiszinssatz: Mit einem Basiszinssatz von 0,2 Prozent hat sich der fallende Trend der letzten Jahre fortgesetzt. Ein Ländervergleich zeigt eine homogene Entwicklung: In Deutschland und Österreich sank der risikofreie Zinssatz von 0,4 Prozent im Jahr 2019/2020 auf 0,1 Prozent im Jahr 2020/2021. Der angesetzte Basiszinssatz in der Schweiz ging um 0,3 Prozentpunkte auf 0,9 Prozent zurück. Mit Blick auf die jüngste Entwicklung des Basiszinssatzes in der Eurozone sank dieser Ende September 2021 weiter auf 0,1 Prozent.

Marktrisikoprämie: Gegenläufig zum verminderten Basiszinssatz stieg die durchschnittlich angesetzte Marktrisikoprämie in Deutschland auf 7,3 Prozent, in Österreich auf 8,0 Prozent und in der Schweiz auf 6,1 Prozent – somit hat sich in allen drei Ländern der ansteigende Trend fortgesetzt. Mehr als 60 Prozent der Studienteilnehmer aus Deutschland haben eine Marktrisikoprämie von mehr als 7,25 Prozent verwendet.

Betafaktoren: In den Bereichen Automotive (1,10) und Technology (1,04) waren die höchsten unverschuldeten Betafaktoren zu beobachten. Der niedrigste Wert ergab sich im Beobachtungszeitraum im Bereich Energy & Natural Resources (0,70), gefolgt von den Bereichen Transport & Leisure (0,74) sowie Consumer Markets (0,79).

Fremdkapitalkosten: Nach einem Abwärtstrend in den letzten Jahren sanken die Fremdkapitalkosten auch in diesem Jahr von 2,3 Prozent im Vorjahr auf 2,1 Prozent. Damit lag der implizite durchschnittliche Credit Spread – definiert als die Differenz zwischen Fremdkapitalkosten und risikolosem Basiszinssatz – für Deutschland bei 2,0 Prozent.

Impairment-Test: In den letzten drei Jahren ist die Anzahl der Unternehmen, die eine Wertberichtigung des Goodwills oder von Vermögenswerten erfasst haben, deutlich zurückgegangen. Im jüngsten Zeitraum ist wieder ein Anstieg zu verzeichnen, der u. a. auch durch die Folgen der Covid-19-Pandemie verursacht wurde.

Triggering Event: Ein außerplanmäßiger Werthaltigkeitstest (basierend auf einem sog. Triggering Event) wurde in diesem Jahr von fast der Hälfte der Teilnehmer durchgeführt (im letzten Jahr nur von etwa einem Drittel der teilnehmenden Unternehmen). Als Hauptursache für ein Triggering Event wurden schlechtere langfristige Erwartungen sowie Auftragsrückgänge angeführt.

Monitoring: Der überwiegende Teil der Teilnehmer befindet ein wertorientiertes Monitoring der Investitionsentscheidung weiterhin für wichtig und beobachtet dabei insbesondere eine Veränderung der Performance (Planung), jedoch weniger eine des Risikos (Renditeerwartungen/Kapitalkosten), auch wenn das Monitoring des Risikos in diesem Jahr stark zugenommen hat.

Nachhaltigkeit: Die Mehrheit der Umfrageteilnehmer hält die Auswirkungen von ESG-Themen auf ihre zukünftige Geschäftsentwicklung für sehr relevant. Daher haben die ESG-Auswirkungen auch Eingang in den Impairment-Test gefunden – sowohl durch die Berücksichtigung von ESG-Auswirkungen auf die Cashflows als auch auf die Kapitalkosten. Zudem zeigt die Studie, dass die Einschätzung über die Bedeutung von ESG-Themen für zukünftige Geschäftsentwicklungen sehr branchenabhängig ist. Insbesondere der Bereich Energy & Natural Resources weist den ESG-Themen eine größere Bedeutung zu. Im Allgemeinen ist festzustellen, dass ressourcenintensive Industrien und solche, in denen Umweltaspekte eine Schlüsselrolle spielen, den ESG-bezogenen Herausforderungen eine im Branchenvergleich größere Bedeutung beimessen. ←



Auch Prüfungsausschuss betroffen – öffentliche Konsultation der EU-Kommission zur Stärkung der Qualität der Finanzberichterstattung

Autorin: **Dr. Astrid Gundel**

Die EU-Kommission hat Mitte November 2021 eine öffentliche Konsultation zur Stärkung der Qualität der Finanzberichterstattung gestartet. Hierdurch erhofft sie sich größere Klarheit zur Reformbedürftigkeit des europäischen Rechtsrahmens in Bezug auf

- die rechnungslegungsbezogene Corporate Governance,
- die Abschlussprüfung sowie
- die staatliche Überwachung der Abschlussprüfung und der Rechnungslegung.¹

Die Umfrage betrifft lediglich den Rechtsrahmen für Unternehmen von öffentlichem Interesse². Nicht Gegenstand der Konsultation sind Rechnungslegungsstandards wie die IFRS.

1 Die europäischen Regelungen hierzu finden sich vor allem in der EU-Abschlussprüferrichtlinie (Richtlinie 2006/43/EG in der durch die Richtlinie 2014/56/EU geänderten Fassung), der EU-Abschlussprüferverordnung (Verordnung (EU) Nr. 537/2014) sowie der Transparenzrichtlinie (Richtlinie 2004/109/EC).

2 D. h. kapitalmarktorientierte Unternehmen, CRR-Institute und Versicherungen

Ihre Fragen hat die EU-Kommission in fünf Abschnitte untergliedert. Während sich im ersten Abschnitt Fragen zum genannten Rechtsrahmen in seiner Gesamtheit finden, widmen sich die folgenden vier Abschnitte den Themen rechnungslegungsbezogene Corporate Governance, Abschlussprüfung, staatliche Aufsicht über Abschlussprüfer sowie Enforcement-Verfahren.

Europäischer Rechtsrahmen – Audit Quality Indicators sinnvoll?

Die EU-Kommission möchte insbesondere erfahren, in welchen Bereichen – Corporate Governance, Abschlussprüfung oder staatliche Überwachung von Rechnungslegung und Abschlussprüfung – die Konsultationsteilnehmer vor allem Reformbedarf sehen, um die Qualität der Finanzberichterstattung weiter zu verbessern. Besonders interessant für Aufsichtsräte und deren Prüfungsausschüsse dürfte dabei die Frage sein, inwieweit – neben Indikatoren für die Qualität der Rechnungslegung und für die Effektivität staatlicher Überwachung – Qualitätsindikatoren für die Abschlussprüfung für sinnvoll erachtet werden.³

Rechnungslegungsbezogene Corporate Governance – Prüfungsausschuss im Fokus

Ein Schwerpunkt der Fragen zur rechnungslegungsbezogenen Corporate Governance liegt auf der Reformbedürftigkeit der Bestimmungen zum Prüfungsausschuss. Zur Diskussion gestellt werden u. a. die derzeitigen Regelungen zu dessen Aufgaben und Besetzung, eine Erweiterung seiner Aufgaben in Bezug auf die Überwachung des rechnungslegungsbezogenen internen Kontrollsystems sowie eine Stärkung seiner Rolle gegenüber Externen – wie dem Abschlussprüfer und Aktionären. Weitere Fragen befassen sich mit der Verantwortlichkeit der Unternehmensorgane für die Finanzberichterstattung, den unternehmerischen Kontrollsystemen in Bezug auf die Rechnungslegung sowie einer möglichen Stärkung der Rolle der Aktionäre in Bezug auf die Finanzberichterstattung.

³ Vgl. zu den Audit Quality Indicators ACI, Der Navigator: Audit Quality Insights für den Aufsichtsrat – Impulse zum Dialog mit dem Abschlussprüfer für die Beurteilung der Prüfungsqualität

Abschlussprüfung

Im Bereich der Abschlussprüfung haben die Fragen der Kommission insbesondere die Unabhängigkeit des Abschlussprüfers, seine Berichterstattung, sein internes Qualitätssicherungssystem sowie Joint Audits zum Gegenstand. So möchte die EU-Kommission bspw. wissen, ob die Regelungen zur Pflichtrotation des Abschlussprüfers europaweit stärker harmonisiert und die Erbringung von Nichtprüfungsleistungen durch den Abschlussprüfer weiter eingeschränkt werden sollten.

Staatliche Aufsicht über Abschlussprüfer – Ausdehnung der Aufsicht auf Prüfungsausschüsse?

In Deutschland sind die Wirtschaftsprüferkammer und die Abschlussprüferaufsichtsstelle für die hoheitliche Aufsicht über Abschlussprüfer zuständig. Für Aufsichtsräte und deren Prüfungsausschüsse dürfte die Frage der EU-Kommission nach einer Ausdehnung der staatlichen Aufsicht auch auf Prüfungsausschüsse von besonderem Interesse sein.

Enforcement-Verfahren

Infolge des Finanzmarktintegritätsstärkungsgesetzes (FISG) wird im kommenden Jahr das Enforcement-Verfahren in die alleinige Zuständigkeit der BaFin überführt werden. Die Fragen der EU-Kommission zum Enforcement-Verfahren betreffen Themen, die in Deutschland teilweise auch schon im Rahmen des Gesetzgebungsprozesses zum FISG diskutiert wurden, wie z. B. die Reformbedürftigkeit der Regelungen zum Informationsaustausch zwischen Behörden, die Ermittlungsbefugnisse und die grenzüberschreitende Zusammenarbeit der Behörden. ←

Die Teilnahme an der Konsultation ist bis zum 4.2.2022 möglich unter https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13128-Corporate-reporting-improving-its-quality-and-enforcement/public-consultation_en



Dr. Dirk Rabenhorst ist Partner im Department of Professional Practice, Berlin, der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft.

Zweites Führungspositionen-Gesetz: erhöhte Anforderungen

Autor: Dr. Dirk Rabenhorst

Bereits mit dem im Jahr 2015 in Kraft getretenen Gesetz für die gleichberechtigte Teilhabe von Frauen und Männern an Führungspositionen in der Privatwirtschaft und im öffentlichen Dienst («Erstes Führungspositionen-Gesetz») hat der Gesetzgeber das Ziel verfolgt, den Anteil von Frauen in Führungspositionen zu erhöhen. Nunmehr hat der Gesetzgeber ausweislich der Regierungsbegründung zum Gesetz zur Ergänzung und Änderung der Regelungen für die gleichberechtigte Teilhabe von Frauen und Männern an Führungspositionen in der Privatwirtschaft und im öffentlichen Dienst (Zweites Führungspositionen-Gesetz – FüPoG II) die Notwendigkeit gesehen, die Wirksamkeit der Maßnahmen zu verbessern.

Bedeutung gewinnen die neuen Anforderungen auch dadurch, dass unvollständige oder falsche Informationen nicht nur gesetzlich vorgesehene Sanktionen nach sich ziehen können, sondern auch wegen ihrer Bedeutung für die Corporate Governance einen schwerwiegenden Verstoß der gesetzlichen Vertreter darstellen können, über den der Abschlussprüfer nach § 321 Abs. 1 S. 3 HGB im Prüfungsbericht zu berichten hat.

Nachfolgend werden die wesentlichen, sich aus dem FüPoG II ergebenden Neuerungen im Bereich der Privatwirtschaft (ohne Berücksichtigung von Besonderheiten im Fall von Mehrheitsbeteiligungen des Bundes) vorgestellt.

Mindest-Geschlechterquote im Vorstand

Nachdem durch das Erste FüPoG bereits eine Quote für die Besetzung von Aufsichtsräten von börsennotierten und zugleich paritätisch mitbestimmten Unternehmen festgelegt wurde, wird nunmehr für diesen Kreis von Unternehmen eine Mindest-Geschlechterquote für den Vorstand vorgeschrieben. Sofern der Vorstand aus mehr als drei Personen besteht, muss der Vorstand mindestens einen Mann und eine Frau umfassen.¹

Die Verpflichtung greift bei Vorstandsbestellungen, die seit dem 1.8.2021 vorgenommen werden, sodass in bestehende Vorstandsmandate nicht eingegriffen wird. In der Erklärung zur Unternehmensführung ist anzugeben, ob die Gesellschaft im Bezugszeitraum die Vorgabe eingehalten hat, oder es ist die Nichteinhaltung zu begründen.² Aufgrund der Wichtigkeit von Neubestellungen, die gegen die gesetzliche Vorgabe verstoßen,³ kann es sich hierbei nur um Fälle in einem Übergangszeitraum handeln, in dem keine (wirksamen) Neubestellungen erfolgen.

¹ Vgl. § 76 Abs. 3a S. 1 AktG

² Vgl. § 289f Abs. 2 Nr. 5a HGB

³ Vgl. § 76 Abs. 3a S. 2 AktG

Begründung von Zielgrößen von null

Börsennotierte *oder* paritätisch mitbestimmte Unternehmen sind bereits durch das Erste FÜPoG verpflichtet, flexible Geschlechterquoten für

- den Aufsichtsrat,
- den Vorstand sowie
- die beiden Führungsebenen unterhalb des Vorstands festzulegen

und über die Erreichung zu berichten bzw. bei Nichterreichung der Ziele zusätzlich Angaben zu den Gründen zu machen. Diese Berichtspflichten werden durch das FÜPoG II dahingehend erweitert, dass zusätzlich im Fall von Zielgrößen von null (die weiterhin zulässig sind) eine klare und verständliche Begründung gefordert wird, die ausführlich die Erwägungen darzulegen hat, die der Entscheidung zugrunde liegen.⁴

Bei börsennotierten Aktiengesellschaften sind diese Angaben in die Erklärung zur Unternehmensführung aufzunehmen.⁵ Andere Kapitalgesellschaften, die nicht zur Erstellung einer eigenständigen Erklärung zur Unternehmensführung verpflichtet sind, haben stattdessen in den Lagebericht eine Erklärung zur Unternehmensführung als gesonderten Abschnitt aufzunehmen, die die entsprechenden Angaben enthält.⁶ Sollte eine Befreiung von der Aufstellung eines Lageberichts gegeben sein und auch keine freiwillige Aufstellung erfolgen, haben die betroffenen Unternehmen eine entsprechende Erklärung auf der Internetseite der Gesellschaft zu veröffentlichen.⁷

Die Berichtspflichten sind bereits für Geschäftsjahre zu beachten, die nach dem 31.12.2020 beginnen, sodass diese bei kalendergleichen Geschäftsjahren erstmals zum 31.12.2021 einschlägig sind.

Sanktionierung von Verstößen gegen Berichtspflichten im Zusammenhang mit der Festlegung von Zielgrößen

Mit der Vorgabe zusätzlicher Angabepflichten wurden gleichzeitig neue Sanktionen für den Fall der Verletzung dieser Berichtspflichten festgelegt.⁸ Unvollständige oder fehlerhafte Angaben stellen eine Ordnungswidrigkeit dar, die mit einem Bußgeld belegt ist. Adressaten der Sanktionsvorschriften sind sowohl die Mitglieder des vertretungsberechtigten Organs als auch der Vorstand der Kapitalgesellschaft.

Handlungsbedarf

Mit dem FÜPoG II unterstreicht der Gesetzgeber, dass es ihm mit dem angestrebten Kulturwandel im Hinblick auf Diversität und Gleichstellung von Frauen in Führungspositionen ernst ist. Dabei wird nicht nur eine erhöhte Transparenz eingefordert, sondern auch konkrete Vorgaben für die Vorstandsbesetzung börsennotierter Aktiengesellschaften werden gemacht.

Neben der Erfüllung etwaiger zusätzlicher Angabepflichten bereits zum 31.12.2021 ist es damit für die betroffenen börsennotierten Aktiengesellschaften von zentraler Bedeutung, für anstehende Vorstandsbesetzungen die Voraussetzungen zu schaffen, dass Frauen unternehmensintern für Führungspositionen aufgebaut und gefördert werden. ←



4 Vgl. § 111 Abs. 5 S. 3 und 4 AktG, § 76 Abs. 3 S. 3 und 4 AktG, § 36 S. 3 und 4 GmbHG, § 52 Abs. 2 S. 4 und 5 GmbHG

5 Vgl. § 289f Abs. 2 Nr. 4, 5 und 5a HGB

6 Vgl. § 289f Abs. 4 S. 1 HGB

7 Vgl. § 289 Abs. 4. S. 3 HGB

8 Vgl. § 334 Abs. 1 S. 1 Nr. 3, 3a und 4 i. V. m. S. 2 und 3 HGB



Wie viele Mitglieder muss der Pflichtprüfungsausschuss nach dem FISG haben?

Autorin: **Dr. Astrid Gundel**

Ab dem 1.1.2022 sind Aufsichtsräte in Unternehmen von öffentlichem Interesse¹ verpflichtet, einen Prüfungsausschuss zu bilden. In der Praxis stellt sich insbesondere für Aufsichtsräte, die bislang keinen Prüfungsausschuss eingerichtet haben, die Frage, mit wie vielen Personen der Prüfungsausschuss besetzt sein muss.

¹ D.h. kapitalmarktorientierte Unternehmen, CRR-Institute und Versicherungen

Das Gesetz enthält keine ausdrücklichen Bestimmungen zur erforderlichen Anzahl der Prüfungsausschussmitglieder. In der juristischen Literatur gehen die Meinungen über die Fragen auseinander, inwieweit für Ausschüsse eine Mindestanzahl an Mitgliedern erforderlich ist und ob Aufsichtsrat und Prüfungsausschuss personenidentisch sein können.

Mindestanzahl von drei Mitgliedern?

Beschließende Ausschüsse² müssen mindestens aus drei Mitgliedern bestehen.³ Ob auch Ausschüsse, denen Aufgaben des Aufsichtsrats nur zur vorbereitenden Erledigung übertragen wurden, mit mehr als zwei Mitgliedern besetzt sein müssen, ist in der juristischen Literatur umstritten; die herrschende Meinung verneint dies.⁴

Für den Pflichtprüfungsausschuss nach dem FISG deutet die gesetzliche Neuregelung für den Prüfungsausschuss⁵, wonach ein dreiköpfiger Aufsichtsrat gleichzeitig auch Prüfungsausschuss ist, allerdings darauf hin, dass der Gesetzgeber davon ausgeht, dass der Prüfungsausschuss – auch wenn er nur vorbereitend tätig wird – mindestens aus drei Personen bestehen muss. Darüber hinaus ist zu beachten, dass Ausschüsse – unabhängig davon, ob Aufgaben zur vorbereitenden oder abschließenden Erledigung übertragen wurden – so besetzt sein müssen, dass sie ihre Aufgaben ordnungsgemäß erfüllen können. Die erforderliche Anzahl ist im Einzelfall daher abhängig von den Kenntnissen, Erfahrungen und Fähigkeiten der Ausschussmitglieder, der Arbeitsfähigkeit des Ausschusses, der Vermeidung von Interessenkonflikten bei einzelnen Ausschussmitgliedern und dem Umfang der übertragenen Aufgaben.⁶ Auch schon aufgrund der Vielzahl der Aufgaben, die der Prüfungsausschuss nach dem Gesetz bewältigen muss, dürfte seine Besetzung mit drei Mitgliedern daher als absolute Untergrenze angesehen werden. Beim Prüfungsausschuss ist zusätzlich noch zu berücksichtigen, dass er in seiner Gesamtheit mit dem Sektor der Gesellschaft

vertraut sein muss,⁷ was – je nach eingebrachten Kenntnissen und Erfahrungen der einzelnen Mitglieder – ebenfalls Einfluss auf seine erforderliche Größe haben kann.⁸

Abhängig von den Umständen des Einzelfalls kann es deshalb aus den genannten Gründen erforderlich sein, Prüfungsausschüsse auch mit mehr als drei Personen zu besetzen. In der Literatur wird eine Besetzung mit drei bis sechs Personen als angemessen angegeben.⁹

Personenidentität von Aufsichtsrat und Prüfungsausschüssen

Bislang ist es in der juristischen Literatur umstritten, ob die Anzahl der Ausschussmitglieder zwingend unter derjenigen von Ausschüssen liegen muss:

- Nach einer Auffassung existiert keine Höchstzahl für Ausschussmitglieder,¹⁰ sodass Aufsichtsrat und Prüfungsausschuss personenidentisch sein könnten.
- Nach anderer Ansicht darf sich die Anzahl der Ausschussmitglieder nicht derart an die Anzahl der Aufsichtsratsmitglieder annähern, dass der Ausschuss das Plenum nicht mehr wirksam entlasten kann.¹¹

Für den dreiköpfigen Aufsichtsrat hat das FISG ausdrücklich klargestellt, dass der Aufsichtsrat gleichzeitig Prüfungsausschuss ist. Für größere Aufsichtsräte könnte der Sinn und Zweck der verpflichtenden Bildung von Prüfungsausschüssen allerdings dafür sprechen, dass die Anzahl der Ausschussmitglieder unter derjenigen des Plenums liegen muss: Durch die Pflicht zur Bildung von Prüfungsausschüssen will der Gesetzgeber die »Wirksamkeit und Effizienz der Arbeit des Aufsichtsrats« steigern.¹² Ein Effizienzgewinn dürfte jedoch in der Regel nur dann möglich sein, wenn Aufsichtsrat und Ausschuss nicht personenidentisch sind. ←

2 D.h. Ausschüsse, denen Aufgaben des Aufsichtsrats zur abschließenden Erledigung übertragen wurden

3 Vgl. § 108 Abs. 2 S. 3 AktG zur Beschlussfähigkeit und im Übrigen näher Lutter/Krieger/Verse, in: Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, 7. Auflage 2020, Rn. 768

4 Vgl. Hopt/Roth, in: Großkommentar Aufsichtsrat, 2019, § 107 AktG, Rn. 344 m. w. N.; a. A.: Mutter, in: Semler/v. Schenck, Der Aufsichtsrat, 2015, § 107 AktG, Rn. 296; Semler, in: Semler/v. Schenck, Arbeitshandbuch für Aufsichtsratsmitglieder, 3. Auflage 2013, § 4, Rn. 121

5 § 107 Abs. 4 S. 2 AktG

6 Vgl. auch Carl, in: Goette/Arnold, Handbuch AR, 2021, § 3, Rn. 209; Gittermann, in: Semler/v. Schenck/Wilsing, Arbeitshandbuch für Aufsichtsratsmitglieder, 5. Auflage 2021, § 5, Rn. 40

7 Vgl. § 100 Abs. 5, 2. Hs. i.V.m. § 107 Abs. 4 S. 3 AktG

8 Vgl. näher zur Frage, wie viele Mitglieder des Prüfungsausschusses über Sektorvertrautheit verfügen müssen: Habersack, in: MüKo, 5. Auflage 2019, § 100 AktG, Rn. 73; Simons/Kalbfleisch, in: AG 2020, S. 526 (530 f.); a. A. (ein Mitglied mit Sektorvertrautheit grundsätzlich ausreichend): Schilha, in: ZIP 2016, S. 1316 (1322 f.)

9 Vgl. Hasselbach/Seibel, in: AG 2012, S. 114 (117); Lutter/Krieger/Verse, in: Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, 7. Auflage 2020, Rn. 768

10 Vgl. Hopt/Roth, in: Der Aufsichtsrat: Aktienrecht und Corporate Governance, 2019, § 107 AktG, Rn. 343

11 Vgl. Hasselbach/Seibel, in: AG 2012, S. 114 (117); in diesem Sinn auch: Habersack, in: MüKo AktG, 5. Auflage 2019, § 107 AktG, Rn. 136

12 Vgl. RegE FISG vom 24.2.2021, BT-Drucks. 19/26966, S. 64, 116



Licht in den Steuerdschungel bringen – Die Vorschläge zur **brasilianischen Steuerreform** und die deutsche Perspektive

Autoren: **Martin Baltes** und **Sebastian Hoffmann**

Der österreichische Schriftsteller Stefan Zweig beschrieb Brasilien in seinem gleichnamigen Buch als das »Land der Zukunft« und man mag Zweig aufgrund der unbändigen Lebensfreude und Zuversicht der Brasilianer, der Kreativität und des Reichtums an Ressourcen hier gerne zustimmen. Ein Punkt, welcher nicht zukunftsfähig, sondern dringend reformbedürftig ist, ist das brasilianische Steuersystem.



Unter Experten zählt Brasiliens Steuersystem zu den komplexesten Steuersystemen der Welt. Dabei ist das Land aber nicht herausragend effizient in Bezug auf das Steueraufkommen. Nach Berechnungen des IWF liegt dies mit durchschnittlich 21 Prozent des Bruttoinlandsprodukts zwar über dem durchschnittlichen Aufkommen der anderen lateinamerikanischen Länder (ca. 19,5 Prozent), aber deutlich unterhalb des OECD-Durchschnitts von 25 Prozent. Gleichzeitig überlastet der Fiskus die Unternehmen mit Compliance-Aufgaben. Jährlich wenden brasilianische Unternehmen rund 1.500 Stunden für Steuererklärungen etc. auf. Dies ist Lichtjahre von anderen lateinamerikanischen und insbesondere OECD-Ländern entfernt.

Martin Baltes ist Tax Partner der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft und berät schwerpunktmäßig deutsche Unternehmen im Bereich des internationalen Konzernsteuerrechts. Seit 2020 verantwortet er die Country Practice Brasilien; zuvor leitete er – von 2018 bis 2020 – den Steuerbereich des German Desk von KPMG Assesores Ltda. in São Paulo (Brasilien).



Sebastian Hoffmann ist entsandter Senior Manager und Leiter des Steuerbereiches des German Desk bei der KPMG Assesores Ltda. in São Paulo (Brasilien). Er betreut deutsche Unternehmensgruppen bei steuerlichen Fragen in Brasilien und bringt seine Verrechnungspreiskennnisse bei der Gestaltung grenzüberschreitender Geschäftsbeziehungen bei multinationalen brasilianischen Gruppen in den Global Transfer Pricing Services (GTPS) ein.



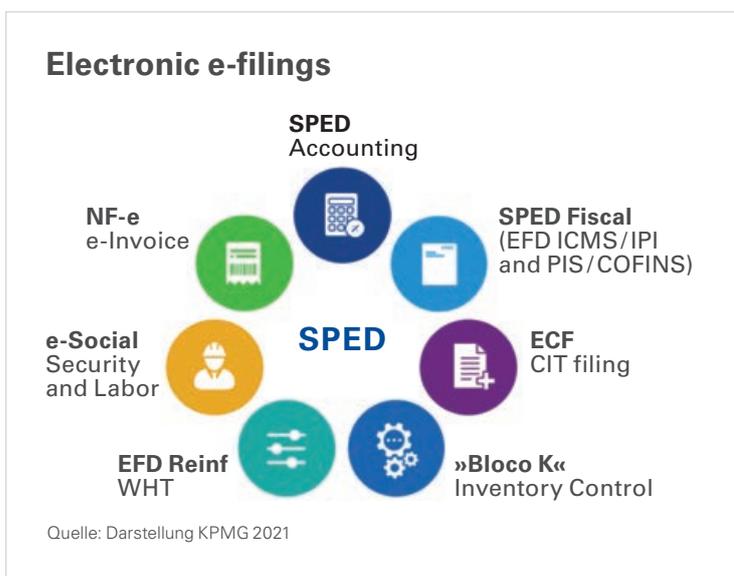
Der Steuerdschungel – nahezu undurchdringlich

Der Löwenanteil der zeitlichen Ressourcen entfällt hierbei auf indirekte Steuern, die sowohl auf Bundesebene als auch auf regionaler und kommunaler Ebene erhoben werden. Zu Letzteren gehören z. B. die Warenumlaufsteuer (ICMS – Imposto sobre Operações relativas à Circulação de Mercadorias e Prestação de Serviços de Transporte interestadual e intermunicipal e de Comunicação) und die Dienstleistungssteuer (ISS – Imposto sobre Serviços de qualquer Natureza).

Indirekte Steuern auf verschiedenen Regierungsebenen, die weitgehend an der Herkunft (und nicht am Bestimmungsort) anknüpfen, haben über die Jahre zu einer Verzerrung der Allokationseffizienz geführt. Dies geht insbesondere zulasten des Exports industrieller Produkte, der Investitionen in Produktionsmittel sowie in Technologie und verhindert den Aufbau formeller Beschäftigung. Es ist daher nicht verwunderlich, dass Brasiliens Steuersystem von Ökonomen als ein Haupthindernis für das notwendige Wirtschaftswachstum identifiziert wurde. Erhebliche Zuteilungen von Besteuerungskompetenzen an Bundesstaaten und Gemeinden hat ein weiteres, nahezu unüberwindbares Problem geschaffen. Zwischen Bundesstaaten herrscht ein Steuerwettbewerb (oft martialisch als »Steuerkrieg« bezeichnet), welcher sowohl Reformen erschwert als auch zu Ineffizienzen bei Investitionen und der Generierung von Steuereinnahmen führt.

Supercomputer für die Datenflut

Die fortgeschrittene Digitalisierung Brasiliens hat vor längerer Zeit bereits Einzug in das Steuersystem gehalten. Neben dem sehr stark digitalisierten Zollverfahren gibt es eine Vielzahl elektronischer Systeme, von denen die meisten Brasilianer vermutlich nur mit der NF-e, der Nota Fiscal Eletrônica, also einer digitalen Rechnung Bekanntschaft gemacht haben. Anders als die Rechnung in Deutschland wird diese jedoch, je nachdem, ob es sich um Waren oder Dienstleistungen handelt, über ein System der Bundesländer bzw. der Kommunen generiert. Um das enorme Datenvolumen zu erfassen und zu verarbeiten, hat sich die Receita Federal eine Art »Supercomputer« zugelegt. Dass der Computer »T-Rex« heißt, ist mit Blick auf das aggressive Auftreten der Steuerbehörden vermutlich kein Zufall... →



Ambitionierte Reformpläne

Ein großes Versprechen der Regierung Bolsonaro war eine umfassende Reform des Steuersystems – mit dem Ziel einer deutlichen Komplexitätsreduktion. Hierzu existiert aktuell eine Reihe von unterschiedlichen Vorschlägen. Die Vorschläge unterscheiden sich hierbei insbesondere in ihrer Ambition der Reduzierung bzw. des Zusammenfassens von Steuerarten:

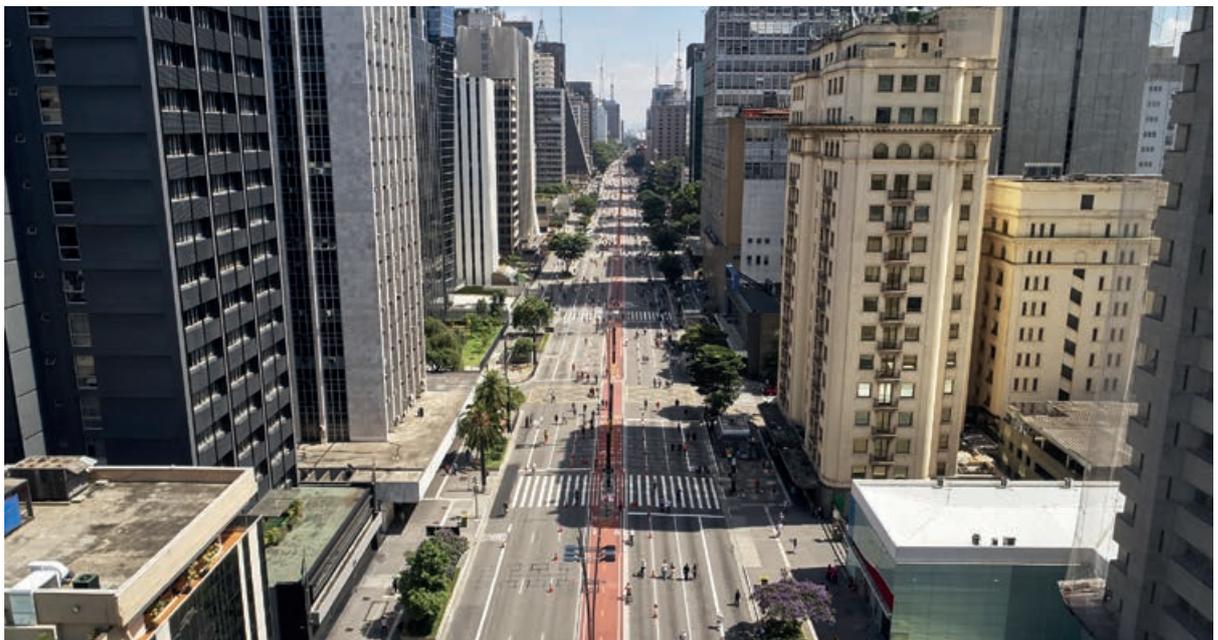
- Zusammenführen von neun indirekten Steuern in einer einheitlichen Verkehrssteuer – der sog. IBS (»Imposto sobre Bens e Serviços«), ein Ansatz mit starken Ähnlichkeiten zum europäischen Umsatzsteuersystem
- Ersetzung der Sozialbeiträge (PIS/COFINS) durch eine Mehrwertsteuer mit einem einheitlichen Tarif (CBS »Contribuição Social sobre Operações com Bens e Serviços«), Besonderheit hier wäre, dass diese auch auf die Einfuhr von Waren und Dienstleistungen, Lizenzgebühren und Transaktionen mit immateriellen Vermögenswerten erhoben werden soll. Dieser Vorschlag lässt die von Ländern und Kommunen erhobenen Steuern unberührt.

Bedauerlicherweise sind bei der Konsolidierung der indirekten Steuern momentan auf politischer Ebene nur geringe Fortschritte zu beobachten und es zeichnet sich ab, dass in der jetzigen Legislaturperiode wohl nur noch wenig passieren wird.

Körperschaftssteuer – Angleichung an den internationalen Durchschnittssteuersatz mit Tücken

Konkreter ist die Situation bei der Körperschaftssteuer. Der Reformvorschlag hat im September das Unterhaus passiert und liegt jetzt dem Senat vor. Wird er umgesetzt, so gelten die neuen Regelungen grundsätzlich ab dem 1.1.2022. Auch in Brasilien folgt man dem globalen Trend bei den Körperschaftssteuersätzen. Der Gesetzesvorschlag sieht eine Senkung des Körperschaftssteuersatzes von 34 auf 26 Prozent vor. Damit würde sich Brasilien stark dem OECD-Durchschnittssatz von 23,5 Prozent annähern. Gute Nachrichten also? Leider steckt der Teufel beim Gesetzesvorschlag im Detail und auf den zweiten Blick sieht es insbesondere für ausländische Investoren nach Belastung statt nach Entlastung aus.

Bis dato wird in Brasilien keine Steuer auf Dividendenzahlungen erhoben. Der Reformvorschlag sieht eine Besteuerung an der Quelle von 15 Prozent vor. Als besonderes »Schmankerl« stellt sich hier die Berücksichtigung von vor 2022 erwirtschafteten, aber in bzw. erst nach 2022 ausgeschütteten Gewinnen dar. Dieser Vorschlag ist noch sehr streitbefangen und lässt viele Experten aufgrund der verbundenen Rückwirkung an der Verfassungsmäßigkeit des Unterfangens zweifeln. Für ausländische Investoren würde dies zu einer beträchtlichen Mehrbelastung führen.





Verrechnungspreise – sichere Häfen und OECD?

In den vergangenen Jahren hat sich Brasilien aktiv bemüht, OECD-Mitglied zu werden. Nach Auffassung des brasilianischen Finanzministers Paulo Guedes erfüllt Brasilien bereits zwei Drittel der hierfür notwendigen Voraussetzungen. Beim Steuersystem und insbesondere bei den Verrechnungspreisen ist noch viel Arbeit zu leisten. Aufgrund der Wichtigkeit von Verrechnungspreisen für die globalisierte Wirtschaft hat sich der Themenbereich schnell zu einem Schwerpunkt bei den Diskussionen zwischen Regierung und OECD entwickelt.

Brasilien verfügt über ein vermeintlich überschaubares Netzwerk von Doppelbesteuerungsabkommen, von welchem Deutschland seit 2006 kein Teil mehr ist, und welches eine Reduktion der Quellensteuerbelastung auf Dividenden in der Regel nur auf maximal 10 Prozent ermöglicht. Da die Dividenden in den meisten Empfängerstaaten von der Besteuerung ausgenommen sind, dürften sich die Quellensteuern mangels Anrechnungsmöglichkeiten bei den Investoren als Kosten materialisieren.

Ebenfalls abschaffen möchte man die Verzinsung des Eigenkapitals, die »Juros sobre Capital Proprio« (abgekürzt JCP). Diese Form der Gewinnausschüttung wird in Brasilien steuerlich als Zinszahlung an die Anteilseigner des Unternehmens behandelt, welche steuerlich abzugsfähig ist. Zwar fällt auch auf diese Zinszahlung 15 Prozent Quellensteuer an, im Gegensatz zu Dividenden besteht jedoch in Deutschland zumindest die Möglichkeit, diese anzurechnen. Viele deutsche Unternehmen, die eine direkte Beteiligung an einer brasilianischen Gesellschaft halten, nutzen das Instrument der JCP, um gewerbesteuerliche Vorteile in Anspruch zu nehmen.

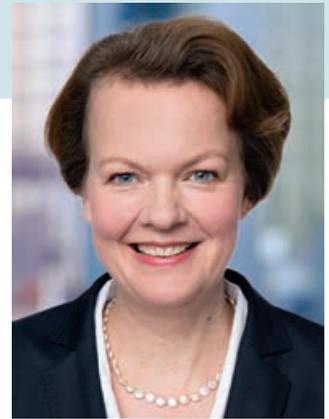
In den vergangenen Wochen ist es ruhig um die Reform geworden. Einflussreiche Senatoren haben vermelden lassen, dass sie sich beim derzeitigen Stand des Gesetzesvorschlags eine Abstimmung im Jahr 2021 schwerlich vorstellen können. In einer Kolumne in der auflagenstarken Tageszeitung »Folha de São Paulo« wurde die Reform gar schon totgesagt, da ihr in diesem Jahr die Zeit davonlaufe und das nächste Jahr vom Präsidentschaftswahlkampf geprägt sein wird. Vorschnelle Totsagungen sind in Brasilien jedoch äußerst gefährlich, da das Land für seine notorisch instabilen politischen Koalitionen bekannt ist und die Regierung unter enormem Druck steht, das vorgezogene Wahlgeschenk (»Auxilio Brasil« oder »Brasilienhilfe«) zu finanzieren. Bis zum 31.12. ist folglich noch vieles möglich.

Im Rahmen einer gemeinsamen Arbeitsgruppe der Receita Federal und der OECD-Verrechnungspreisexperten wurden die Unterschiede und Gemeinsamkeiten des brasilianischen Ansatzes und der OECD-Verrechnungspreisleitlinien herausgearbeitet. Die Unterschiede sind massiv und insbesondere das (nahezu vollständige) Fehlen des Grundkonzepts der Verrechnungspreise, des sog. Fremdvergleichsgrundsatzes, erfordert eine deutliche Veränderung des brasilianischen Ansatzes, um eine Konvergenz mit den OECD-Leitlinien zu gewährleisten.

Eine Umfrage der Receita Federal unter Stakeholdern lässt einen ersten Eindruck eines möglichen, zukünftigen Verrechnungspreissystems zu. Die Diskussionen drehen sich sehr stark um »Safe Harbour-Regime« sowie (sektorspezifische) Vorabverständigungsverfahren für Verrechnungspreise. Es ist also davon auszugehen, dass Brasilien die relative Rechts- und Planungssicherheit des jetzigen Systems auch in die OECD »retten« möchte. Ob sich die angedachten Safe Harbour-Regelungen hierbei auf spezifische Transaktionen oder Branchen beziehen werden, ist dabei unklar. Die Diskussionen rund um Pillar 1 und den sog. Amount B, der derzeit Gegenstand des BEPS 2.0-Programms der OECD ist, zeigen jedoch, dass »sichere Häfen« für Verrechnungspreise global salonfähig geworden sind. Allerdings ist nicht zu verkennen, dass das Regime der Verrechnungspreise auch aufgrund der OECD-BEPS-Initiativen insgesamt an Komplexität gewonnen hat. Es ist unwahrscheinlich, dass diese Komplexität durch Safe Harbour-Regelungen allein ausreichend adressiert werden kann.

Wenn wir es mit Stefan Zweig halten, dann ist Brasilien das Land der Zukunft. Mag dieser Eindruck durch das massive Politikversagen der Regierung Bolsonaro im Laufe der Coronapandemie und oft rückwärtsgewandte Politikprojekte überschattet worden sein, so zeigt sich das Land in vielen Bereichen agil und vital. Bei den Steuern fehlen diese Eigenschaften (noch). Hoffnung liegt auf der nächsten Regierung, wie auch immer diese aussieht, den Mut zu haben und tiefgreifende Reformen anzugehen. ←

Prof. Dr. Hanne Böckem ist seit 2009 Partnerin im Department of Professional Practice, der Grundsatzabteilung von KPMG Deutschland. Zuvor betreute sie bei der Abschlussprüfung Unternehmen nahezu aller Größen und Branchen mit einem besonderen Schwerpunkt auf börsennotierte Gesellschaften.



Enforcement von Rechnungslegungsnormen in Deutschland: die Prüfungsschwerpunkte 2022

Autorin: **Prof. Dr. Hanne Böckem**

Hintergrund

Kernelement der präventiven Enforcement-Maßnahmen in Europa ist die Veröffentlichung der Prüfungsschwerpunkte für die bevorstehende Abschlussaison: Den Unternehmensvertretern und insbesondere ihren Aufsichtsorganen werden so Fokusbereiche zur intensiveren Würdigung empfohlen, um die sachgerechte Rechtsanwendung zu sichern und damit Risiken aus einem künftigen Enforcement-Verfahren zu reduzieren.

Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (*European Securities and Markets Authority, ESMA*) veröffentlicht die europäischen Prüfungsschwerpunkte (*European Common Enforcement Priorities*) traditionell Ende Oktober: Sie gelten in der Europäischen Union und damit gleichermaßen für den deutschen Kapitalmarkt. Am 29.11.2021 folgte die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) mit einem zusätzlichen nationalen Prüfungsschwerpunkt: ein Novum, übernimmt doch die BaFin formal erst ab dem 1.1.2022 die Bilanzkontrolle. Das bisherige zweistufige System wird dann auf Basis der Anforderungen des Finanzmarktintegritätsstärkungsgesetzes (FISG) auf ein einstufiges Enforcement unter der Ägide der BaFin übergeleitet.

ESMA	IFRS-Abschluss	Nichtfinanzielle Berichterstattung	Alternative Leistungsindikatoren ¹
Themengebiet	Abschnitt 1	Abschnitt 2	Abschnitt 3
Einfluss von Covid-19	✓	✓	✓
Klimabezogene Sachverhalte	✓	✓	
Expected credit losses	✓		
Angaben nach der EU-Taxonomie		✓	

ESMA-Prüfungsschwerpunkte 2022

Die ESMA untergliedert die europäischen Prüfungsschwerpunkte in drei Abschnitte, die sich jeweils auf die betroffenen Berichtsformate, hier den IFRS-Abschluss, die nichtfinanzielle Berichterstattung sowie alternative Leistungsindikatoren, beziehen.

Die Themen des Abschnitts 1 sind im deutschen Kontext relevant, da die BaFin die Finanzinformationen der IFRS-Abschlüsse, die verbale Darstellung im Anhang sowie – erwartungsgemäß und neben der Abschlussdurchsicht – die Lageberichterstattung kritisch hinterfragen wird. Demgegenüber adressieren die Prüfungsschwerpunkte des Abschnitts 2 Berichtspflichten in der nichtfinanziellen Erklärung (§ 289b HGB). In Deutschland ist die nichtfinanzielle Erklärung explizit nicht Gegenstand des Enforcement (§ 342b (2) HGB). Darstellungen in der nichtfinanziellen Berichterstattung – gerade zu Covid-19-Effekten sowie den klimabezogenen Sachverhalten – werden jedoch erwartungsgemäß herangezogen, um die Darstellung im Abschluss und Lagebericht zu plausibilisieren und im Fall von Inkonsistenzen kritisch zu hinterfragen.

Nachfolgend sollen die Prüfungsschwerpunkte themenbezogen dargestellt werden.

Einfluss von Covid-19

Die Auswirkungen der aktuellen Covid-19-Pandemie treffen Unternehmen aller Sektoren und Branchen. Die Volatilität des Geschehens führt zu Unsicherheit hinsichtlich der Darstellung der Geschäftstätigkeit, der finanziellen Leistungsfähigkeit, der Finanzlage und der Cashflows der berichtenden Unternehmen, die im IFRS-Abschluss transparent gemacht werden muss, wenn wesentliche Unsicherheiten im Zusammenhang mit Ereignissen oder Bedingungen bestehen, die erhebliche Zweifel an der Fortführungsfähigkeit des Unternehmens aufwerfen können (IAS 1.25).

Die ESMA betont zudem, dass Emittenten Informationen über die Beurteilungen, Schätzungen und Annahmen offenlegen sollen, die aufgrund der jüngsten Änderungen ihrer wirtschaftlichen und finanziellen Situation aktualisiert wurden. Dies gilt insbesondere für Schätzungen im Zusammenhang mit Wertminderungen oder Zuschreibungen bei nichtfinanziellen Vermögenswerten nach IAS 36 sowie dem

Ansatz von aktiven latenten Steuern aus nicht genutzten steuerlichen Verlustvorträgen nach IAS 12. Weiterhin erinnert die ESMA daran, dass Emittenten in ihren Abschlüssen Art und Umfang aller bedeutenden öffentlichen Unterstützungsmaßnahmen, wie bspw. Darlehen, Steuererleichterungen, Ausgleichsregelungen usw., beschreiben sollen. Bei wesentlichen Reverse Factoring-Transaktionen (Supply Chain Financing) erwartet die ESMA transparente Angaben, insbesondere zu den bilanziellen Auswirkungen und der Darstellung in der Kapitalflussrechnung.

Parallel dazu mahnt die ESMA eine transparente Darstellung in der nichtfinanziellen Berichterstattung zu den Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf nachhaltigkeitsbezogene Ziele und auf nichtfinanzielle Leistungsindikatoren an. Weiterhin ermuntert die ESMA die betroffenen Emittenten, Erwartungen zu strukturellen Veränderungen ihrer Geschäftstätigkeit darzustellen.

Schließlich hebt die ESMA hervor, dass sie besondere Sorgfalt bei der Beurteilung der Auswirkungen von Covid-19 auf alternative Leistungskennzahlen (*Alternative Performance Measures*, APMs) erwartet. Sie betont den erwartungsgemäß langfristigen Charakter der Covid-19-Auswirkungen und stellt sich gegen eine etwaige Bereinigung der Effekte aus den Leistungskennzahlen unter der (nicht sachgerechten) Annahme, diese seien außergewöhnlich und ggf. nur vorübergehend oder gar einmalig. Die ESMA geht davon aus, dass in der Regel eine verbesserte narrative Darstellung sachgerechter als eine Anpassung der APMs sein wird. Wer vor dem Hintergrund erwägt, seine APMs anzupassen, sollte insofern Vorsicht walten lassen.

Klimabezogene Sachverhalte

Ganz ähnlich wie die Covid-19-Auswirkungen betreffen klimabezogene Sachverhalte eine Vielzahl von Bestandteilen der Berichtselemente der Unternehmensberichterstattung, die an dieser Stelle nicht vollständig dargestellt werden können.² →

² Eine umfassende Darstellung der klimabedingten Auswirkungen auf die Unternehmensberichterstattung finden Sie in dem [KPMG Resource centre on the financial reporting impacts of climate change](#).

¹ Sog. *Alternative Performance Measures* (APMs)

Die ESMA hebt in der Erläuterung des Prüfungsschwerpunkts Angabepflichten nach IAS 1.122-124 zu wesentlichen Ermessensentscheidungen und Schätzungsunsicherheiten – auch in Bezug auf Klimarisiken – hervor. Die ESMA erwartet diesbezüglich Konsistenz zwischen den im IFRS-Abschluss angegebenen Informationen und den nichtfinanziellen Informationen über klimabezogene Sachverhalte und gibt Empfehlungen für die nichtfinanzielle Berichterstattung zu Klimaaspekten im Rahmen der Beschreibung der verfolgten Konzepte zu den Umweltbelangen.

Erwartete Kreditverluste bei Kreditinstituten

Obgleich der Prüfungsschwerpunkt formal im Hinblick auf die Forderungsbestände von Kreditinstituten formuliert wurde, sind die Empfehlungen auch für Unternehmen anderer Sektoren mit entsprechenden Forderungsbeständen im Anwendungsbereich des IFRS 9 relevant.

Die ESMA betont ihre Erwartungshaltung bezüglich detaillierter und ergänzender Angaben zum Risikovorsorgeprozess. Insbesondere erfordern manuelle Anpassungen (pauschaliert berechneter Risikovorsorge) und die Beurteilung eines signifikanten Anstiegs des Ausfallrisikos eine ausführliche Beschreibung im Anhang. Die ESMA empfiehlt weiterhin Angaben zu zukunftsbezogenen Informationen und Transparenz hinsichtlich der Veränderungen der Risikovorsorge, Risikoexposition und Sicherheiten herzustellen. Dies schließt auch die Berücksichtigung von Covid-19- und Klimarisiken mit ein.

Angaben im Zusammenhang mit Artikel 8 der EU-Taxonomie-VO

Art. 8 Abs. 1 der EU-Taxonomie-Verordnung erfordert, dass Unternehmen in ihrer nichtfinanziellen Erklärung darstellen müssen, wie und in welchem Umfang die Geschäftstätigkeit mit ökologisch nachhaltigen Wirtschaftsaktivitäten verbunden ist. Für Industrieunternehmen bestehen nach Art. 8 Abs. 2 der EU-Taxonomie-Verordnung folgende Angabepflichten:

1. Der Anteil der Umsatzerlöse, der mit Produkten oder Dienstleistungen erzielt wird, die mit ökologisch nachhaltigen Wirtschaftsaktivitäten in Zusammenhang stehen; und
2. der Anteil der Investitionsausgaben (CapEx) sowie der Anteil der Betriebsausgaben (OpEx) im Zusammenhang mit Vermögensgegenständen oder Prozessen, die mit ökologisch nachhaltigen Wirtschaftsaktivitäten in Zusammenhang stehen.

Zum Erstanwendungszeitpunkt sind zwar Erleichterungen, etwa im Hinblick auf eine aktuell (noch) gebotene Aggregation, vorgesehen. Dennoch müssen aussagekräftige qualitative Erläuterungen aufgenommen werden, bei denen auch auf einzelne Wirtschaftsaktivitäten einzugehen ist.

Die praktische Umsetzung der Angabepflichten ist mit erheblichem Ermessen, auch vor dem Hintergrund von Auslegungsunsicherheiten der rechtlichen Anforderungen, behaftet. Zugleich erfordert insbe-

sondere die Identifikation der ökologisch nachhaltigen Wirtschaftstätigkeiten zum Großteil ganz neue Prozesse der Informationserhebung und -aggregation in den betroffenen Unternehmen.

Nationaler Prüfungsschwerpunkt: Reverse Factoring

Die BaFin hat am 29.11.2021 einen eigenständigen nationalen Prüfungsschwerpunkt zu bestimmten Lieferkettenfinanzierungen, sog. Reverse Factoring-Gestaltungen, veröffentlicht. Beim Reverse Factoring vereinbaren ein Lieferant und sein Kunde den Verkauf bestehender und/oder künftiger Forderungen des Lieferanten an ein Finanzinstitut. Im Unterschied zum klassischen Factoring werden Reverse Factoring-Transaktionen vom Kunden oder dem Finanzinstitut initiiert und damit gerade nicht vom Lieferanten, der im klassischen Factoring seine eigenen Forderungen an den Faktor veräußert.

Im Hinblick auf die sachgerechte Erfassung im IFRS-Abschluss stehen insbesondere der Ausweis der bei den Kunden verbleibenden Verpflichtungen, die Darstellung der resultierenden Zahlungsströme in der Kapitalflussrechnung sowie die diesbezügliche Berichterstattung in Anhang und Lagebericht im Fokus.

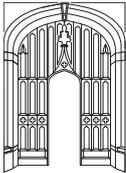
Einzelfallprüfungen durch die BaFin: Existenz von Zahlungsmitteln und sonstigen Vermögenswerten

Als unmittelbare Konsequenz aus dem Fall Wirecard soll zudem in begründeten Einzelfällen geprüft werden, ob angegebene Zahlungsmittel und Vermögenswerte tatsächlich vorhanden sind. Die BaFin weist ferner darauf hin, dass sie verstärkt auf nachvollziehbare und nachprüfbar Buchführungsunterlagen achten wird.

Ausblick

Laut Pressemitteilung bereitet sich die BaFin ab 2022 auf die Kontrolle der Bilanzen von 531 deutschen Unternehmen des Regulierten Markts vor. Im September hatte die BaFin zu diesem Zweck bereits die Gruppe »Bilanzkontrolle« eingerichtet, die rund 60 Beschäftigte umfassen wird.

Mit Spannung darf erwartet werden, wie sich der Enforcement-Prozess in dem neuen institutionellen Setting gegenüber der bisherigen Vorgehensweise der Deutschen Prüfstelle für Rechnungslegung weiterentwickelt. ←



Audit Committee Institute e.V.

FIRST HAND INFORMATION FÜR AUFSICHTSRÄTE UND FÜHRUNGSKRÄFTE

Face to face
oder
virtuell

Fortbildungsprogramm **für Aufsichtsräte**

Das Audit Committee Institute e.V. bietet Ihnen über die KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft und KPMG Law Rechtsanwalts-gesellschaft mbH maßgeschneiderte Fortbildung zu zahlreichen aktuellen und aufsichtsratsrelevanten Themen. Wählen Sie die für Sie interes-santen Bereiche und stimmen Sie mit uns Ihr individuelles Fortbildungs-programm ab. Sprechen Sie uns gerne auch auf Themen an, die nicht im Programm aufgeführt sind. Neben Einzelcoachings und Veranstaltungen für Gruppen führen wir unsere Fortbildungen auf Wunsch auch gerne virtuell durch.

Unser aktuell neuestes Modul:

Finanzexperte im Bereich Abschlussprüfung

Die zahlreichen weiteren Fortbildungsthemen sind auf unserer Website abrufbar. Das Audit Committee Institute e.V. freut sich über Ihre Anfragen und Fortbildungswünsche.



E-MAIL aci@kpmg.de TELEFON +49 69 9587-3040 [@aci_de](https://twitter.com/aci_de)
www.audit-committee-institute.de

Gefördert durch





Das neue Restrukturierungsrecht

David Kluth/Phillip-Boie Harder/Florian Harig/
Daniel Kunz

Baden-Baden 2021

Das Anfang des Jahres in Kraft getretene Gesetz zur Fortentwicklung des Sanierungs- und Insolvenzrechts (SanInsFoG) hat enorme Auswirkungen auf die Sanierungs- und Insolvenzpraxis. Kernbestandteil des SanInsFoG ist das Gesetz über den Stabilisierungs- und Restrukturierungsrahmen (StaRUG). Der Gesetzgeber hat mit ihm einen – neben der Insolvenzordnung – präventiven Restrukturierungsrahmen geschaffen, wodurch die außergerichtliche Restrukturierung als eigenständiges Rechtsgebiet geschaffen wurde.

Dieses Handbuch stellt die wesentlichen Bestimmungen des StaRUG sowie die maßgeblichen Änderungen der Insolvenzordnung vor. Darüber hinaus zeigt es auch die Auswirkungen der Neuerungen auf die Praxis auf. Die Praxisfolgen werden dabei für die verschiedenen Stakeholder eines Unternehmens dargestellt, das sich in der Krise befindet. Für Aufsichtsräte dürften – krisenunabhängig – insbesondere die Ausführungen zu Krisenfrüherkennung und -management relevant sein.

Bei den Autoren handelt es sich um Rechtsanwälte mit Praxiserfahrungen im Bereich der Eigenverwaltung und der Insolvenzverwaltung. ←



Reform des Aufsichtsratsrechts

Peter Hommelhoff/Karl-Ludwig Kley/Dirk A. Verse
(Hrsg.)

Berlin 2021

Trotz der über die letzten Jahre stetig gestiegenen Anforderungen an Aufsichtsräte wurden die gesetzlichen Bestimmungen zum Aufsichtsrat nur punktuell reformiert. Zu einigen wesentlichen Fragen der Aufsichtsrats Tätigkeit fehlen daher derzeit konkrete gesetzliche Regelungen, wie etwa zur Beratungsaufgabe des Aufsichtsrats.

Vor diesem Hintergrund wurde von Wissenschaftlern, Anwälten sowie Aufsichts- und Vorstandsmitgliedern der »Arbeitskreis Recht des Aufsichtsrats« ins Leben gerufen, mit dem Ziel, Eckpunkte für eine Modernisierung des Rechts des Aufsichtsrats zu erarbeiten. Dieses gebundene Sonderheft der Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht stellt diese Eckpunkte vor. Zudem findet sich im zweiten Teil des Hefts ein Abdruck der Referate, die den Vorschlägen zugrunde liegen und die auf einem Symposium im Dezember 2020 gehalten und debattiert wurden.

Die Mitglieder des Arbeitskreises hoffen, dass ihre Vorschläge vom Gesetzgeber aufgegriffen werden. Auch um für künftige Reformdebatten gut gerüstet zu sein, dürfte die Lektüre insbesondere für Aufsichtsräte, Vorstände und ihre Berater von Interesse sein. ←



SE-Recht

Mathias Habersack/Florian Drinhausen (Hrsg.)

München 2021

Dieser in dritter Auflage erscheinende Kommentar erläutert ausführlich die einzelnen Bestimmungen der Verordnung über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE-VO) und die dazugehörigen Vorschriften des SE-Ausführungsgesetzes sowie die Regelungen des SE-Beteiligungsgesetzes und des Gesetzes über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer bei einer grenzüberschreitenden Verschmelzung. Außerdem werden die relevanten Vorschriften zur grenzüberschreitenden Verschmelzung erörtert. Am Ende des Werks wird zudem das Steuerrecht der SE beleuchtet.

Die Neuauflage berücksichtigt die jüngeren Reformen des deutschen Aktien- und Insolvenzrechts, wie das ARUG II, das FÜPoG II, das FISG, die aktuelle Covid-19-Gesetzgebung und das StaRUG. Ebenso haben neuere Rechtsprechung und Literatur ihren Eingang in das Werk gefunden.

Der Kommentar wendet sich sowohl an die Wissenschaft als auch an die Praxis, was sich auch in dem aus Praktikern und Wissenschaftlern zusammengesetzten Bearbeiterteam widerspiegelt. Die prägnanten Ausführungen mit umfassenden vertiefenden Hinweisen auf Literatur und Rechtsprechung ermöglichen es Rat-suchenden, zügig und zuverlässig Antworten auf rechtliche Fragestellungen rund um die Europäische Gesellschaft zu finden. ←



Handbuch Nachhaltige Finanzwirtschaft

Dirk Heithecker (Hrsg.)

Heidelberg 2021

Die nachhaltige Finanzwirtschaft spielt eine wesentliche Rolle bei der Transformation hin zu einer nachhaltigen Gesamtwirtschaft. Kreditinstitute und Vermögensverwalter müssen sowohl als Begleiter als auch als Treiber dieses Wandels agieren und die daraus resultierenden unterschiedlichen Risiken steuern. Dieser Sammelband erörtert Hintergründe der Transformation und zeigt praxisorientierte Konzepte und Herangehensweisen für ihre Bewältigung auf.

Das Werk gliedert sich in insgesamt sechs Kapitel, von denen sich die ersten beiden auf die aufsichtsrechtlichen Vorgaben und eine ganzheitliche Sichtweise auf Kreditinstitute und Vermögensverwalter konzentrieren. Die folgenden Kapitel behandeln detaillierter spezielle Themen im Bankenwesen und gliedern sich in

- Auswirkungen der Nachhaltigkeit auf die Unternehmenssteuerung in Banken,
- Nachhaltigkeit in der Risikosteuerung,
- Assets und Asset-Management unter dem Aspekt der Nachhaltigkeit sowie
- Berichterstattung und Prüfungshandlungen im Umfeld der Nachhaltigkeit.

Mehr als 50 renommierte Experten – zum Großteil aus der Praxis – haben an dem Werk mitgewirkt. Besonders Vorständen und Aufsichtsräten in Banken kann die Lektüre empfohlen werden. ←

Primärrechtlich begründete Mängel im CSRD-Vorschlag und deren Beseitigung

Peter Hommelhoff

in: BB 2021, S. 2437–2447

Im April 2021 hat die EU ihren Vorschlag für eine Überarbeitung der CSR-Berichterstattung vorgelegt. Insbesondere für kleine und mittelgroße kapitalmarkt-orientierte Unternehmen stellt die Ausweitung der Pflichten zur Nachhaltigkeitsberichterstattung eine große Belastung dar. Dieser Beitrag untersucht die Vereinbarkeit des EU-Richtlinienvorschlags mit den europarechtlich verankerten Geboten der Verhältnismäßigkeit und Wesentlichkeit. ←

Kommunikation als Governance-Instrument in der börsennotierten Aktiengesellschaft

Katja Langenbucher

in: ZHR 2021, S. 414–454

Dieser Beitrag befasst sich mit der Kommunikation zwischen der Aktiengesellschaft und ihren (potenziellen) Aktionären. Nach Auffassung der Autorin sollte der aktuelle Fokus des Aktien- und Kapitalmarktrechts – der auf der einseitigen Information der Aktionäre durch die Gesellschaft liegt – auf die wechselseitige Kommunikation ausgeweitet werden. Im Beitrag werden daher Entwicklungsmöglichkeiten für die Rechtsfortbildung aufgezeigt, und zwar für die Bereiche (a) freundliche Kommunikation mit privilegierten Aktionären, (b) Kommunikation mit interventionistisch agierenden Aktivisten und Leerverkäufern und (c) Breitenkommunikation mit den Streubesitzaktionären. ←

Haftung für die Verletzung von Pflichten nach dem neuen Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz

Walter G. Paefgen

in: ZIP 2021, S. 2006–2016

Das 2021 in Kraft getretene Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz enthält keine eigene Haftungsnorm für die Verletzung der im Gesetz aufgeführten Sorgfaltspflichten. Dieser Beitrag erörtert, unter welchen Voraussetzungen Unternehmen und ihre Organe dennoch haften können. ←

Unionsrechtskonforme Besetzungskonstellationen im Related Party Transactions-Aufsichtsratsausschuss

Maximilian van der Beck

in: NZG 2021, S. 1386–1392

Gemäß § 111b Abs. 1 i.V.m. § 107 Abs. 3 S. 4 bis 6 AktG kann die erforderliche Zustimmung des Aufsichtsrats zu Geschäften mit nahestehenden Personen auch auf einen Ausschuss übertragen werden. Bei dem Ausschuss kann es sich um einen ständigen oder ad hoc eingerichteten speziellen Related Party Transactions-Ausschuss handeln; möglich ist aber auch die Delegation an einen schon bestehenden Ausschuss, der die Anforderungen des § 107 Abs. 3 S. 4 bis 6 AktG erfüllt. Dieser Beitrag setzt sich mit den Anforderungen des § 107 Abs. 3 S. 4 bis 6 AktG auseinander und analysiert, ob die deutsche Umsetzung den europäischen Vorgaben genügt. ←

Familienbanken im Visier der BaFin – Teil I

Lars Klöhn

in: WM 2021, S. 1969–1979

In ihrem neuen Merkblatt zu den Geschäftsleitern gemäß KWG, ZAG und KAGB vertritt die BaFin die Auffassung, dass ein Interessenkonflikt auch dann vorliegen kann, wenn ein Geschäftsleiter oder ein Mitglied des Verwaltungs- und Aufsichtsorgans mit einer Person, die über eine bedeutende Beteiligung an dem Institut verfügt, in einem Angehörigenverhältnis steht. Dieser Beitrag zeigt auf, welche Schwierigkeiten diese Neuerung für familiengeführte Banken und Banken im Familienbesitz mit sich bringt. Anschließend untersucht er die Vereinbarkeit der Neuerung mit dem KWG. ←

Fakultative Aufsichtsgremien

Jan Lieder/Marcus Becker/

Thomas Hoffmann

in: GmbHR 2021, S. 621–636

Dieser Beitrag stellt – unter der Ankündigung von Folgebeiträgen – erste Ergebnisse einer empirischen Studie zu fakultativen GmbH-Aufsichtsräten vor. ←

EFRAG als europäischer Standardsetzer in der Nachhaltigkeitsberichterstattung?

Georg Schneider/Daniel Fabisch

in: Der Konzern 2021, S. 419–424

Die European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG) soll in Zukunft für die EU-Kommission Standards zur Nachhaltigkeitsberichterstattung entwickeln. Dieser Beitrag beleuchtet die daraus folgende mögliche Neuorganisation der EFRAG. ←

Integration von ESG-Aspekten in die Unternehmenssteuerung und -berichterstattung

Arbeitskreis Externe Unternehmensrechnung (AKEU) und Arbeitskreis Integrated Reporting und Sustainable Management (AKIR) der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V.

in: BB 2021, S. 2153–2158

Die von der EU-Kommission geplante erweiterte Nachhaltigkeitsberichterstattung wird nicht nur das Rechnungswesen der betroffenen Unternehmen, sondern dessen gesamte Corporate Governance betreffen. Dieser Beitrag beschreibt wissenschaftliche Erkenntnisse und praktische Erfahrungen zur Integration von ESG-Aspekten in die Unternehmenssteuerung und -berichterstattung. Des Weiteren befasst sich der Artikel mit der Relevanz von ESG-Themen für den Kapitalmarkt und den Abschlussprüfer. ←

Wurde § 161 AktG unbemerkt verfassungswidrig?

Stefan Mutter

in: AG 2021, S. R297–298

Die Diskussion um die Verfassungsmäßigkeit des § 161 AktG, wonach Vorstände und Aufsichtsräte börsennotierter Unternehmen über die Beachtung der Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex informieren müssen, könnte nach Auffassung des Autors neu belebt werden, da sich die Rahmenbedingungen insoweit geändert haben, dass nur für DAX-Unternehmen nach dem Regelwerk der Deutschen Börse die Empfehlungen für den Prüfungsausschuss zwingend zu beachten sind. ←

IMPRESSUM

Herausgeber: Audit Committee Institute e.V. (ACI)

Leitung: Angelika Huber-Straßer (V. i. S. d. P.)

Redaktion: Christina Gasser, Dr. Astrid Gundel,
Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Peter Hommelhoff, Christian Tobias Pfaff,
Maria Solbrig, Prof. Dr. Christoph Teichmann

An dieser Ausgabe
haben mitgewirkt: Dr. Vera-Carina Elter, Maximilian Grittern, Dr. Jochen Haußer,
Dr. Martin Ribbrock

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: 10.12.2021

Bildnachweise/Illustrationen: S. 1 ©kostins/iStock.com; S. 2/3 ©Ratstuben/iStock.com; S. 4/5 ©Steffz/photocase.de;
S. 6 © ChrisGorgio/iStock.com; S. 8 ©AlexSecret/iStock.com; S. 11 ©katjen/
shutterstock.com; S. 14 ©peterschreiber.media/shutterstock.com; S. 16 ©PeopleImages/
iStock.com; S. 18 ©Tupungato/shutterstock.com, matejmo/iStock.com;
S. 20 ©Drs Producoes/iStock.com; S. 22 ©white snow/shutterstock.com;
S. 24 ©Cecilie_Arcurs/iStock.com; S. 27 ©olechkaart/stock.adobe.com; S. 30 ©koya79/
iStock.com; S. 32 ©creisinger/iStock.com; S. 36 ©Sunshine Seeds/shutterstock.com;
S. 39 ©Drazen Zigic/shutterstock.com; S. 42 ©.marqs/photocase.de; S. 44 ©koto_feja/
iStock.com; S. 48 ©Vertyr/shutterstock.com; S. 50 ©phive2015/iStock.com;
S. 52 ©fran_kie/stock.adobe.com; S. 54 ©furtaev/iStock.com; S. 56 ©Thanaphol Intaja/
iStock.com; S. 64 ©hoffi99/photocase.de; S. 67 ©vm/iStock.com; S. 68 ©peshkov/
iStock.com; S. 70 ©Jose Luis Stephens/stock.adobe.com; S. 71/72 ©.marqs/photocase.de;
S. 72 ©Cifotart/stock.adobe.com; S. 73 ©luoman/iStock.com; S. 74 ©kadirakaba/iStock.com;
S. 77 ©kallejpp/photocase.de; S. 83 ©Jchambers/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.

© 2021 Audit Committee Institute e.V., assoziiert mit der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, einer Aktiengesellschaft nach deutschem Recht und ein Mitglied der globalen KPMG-Organisation unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Limited, einer Private English Company Limited by Guarantee, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten.

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.



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

IV/2021

Audit Committee Institute

First Hand Information für Aufsichtsräte und Führungskräfte

Das Audit Committee Institute (ACI) versteht sich als freies Forum und Partner für Aufsichtsräte und Führungskräfte. Ziel ist es, die Meinungsbildung zur Corporate Governance zwischen Politik, Wissenschaft und Praxis zu unterstützen.

E-MAIL aci@kpmg.de TELEFON +49 69 9587-3040  [@aci_de](https://twitter.com/aci_de) www.audit-committee-institute.de

