

universität freiburg

# Aktionärsdemokratie: Gegenläufige Entwicklungen

Prof. Dr. Jan Lieder, LL.M. (Harvard)

National and Kapodistrian University of Athens

**Symposium zum Wirtschaftsrecht**

Athen, 16. Mai 2025



# Überblick

---

- I. Einleitung
- II. Grundlagen
- III. (Wieder-)Einführung von Mehrstimmrechten
- IV. Say on Climate
- V. Virtuelle Hauptversammlung
- VI. Fazit

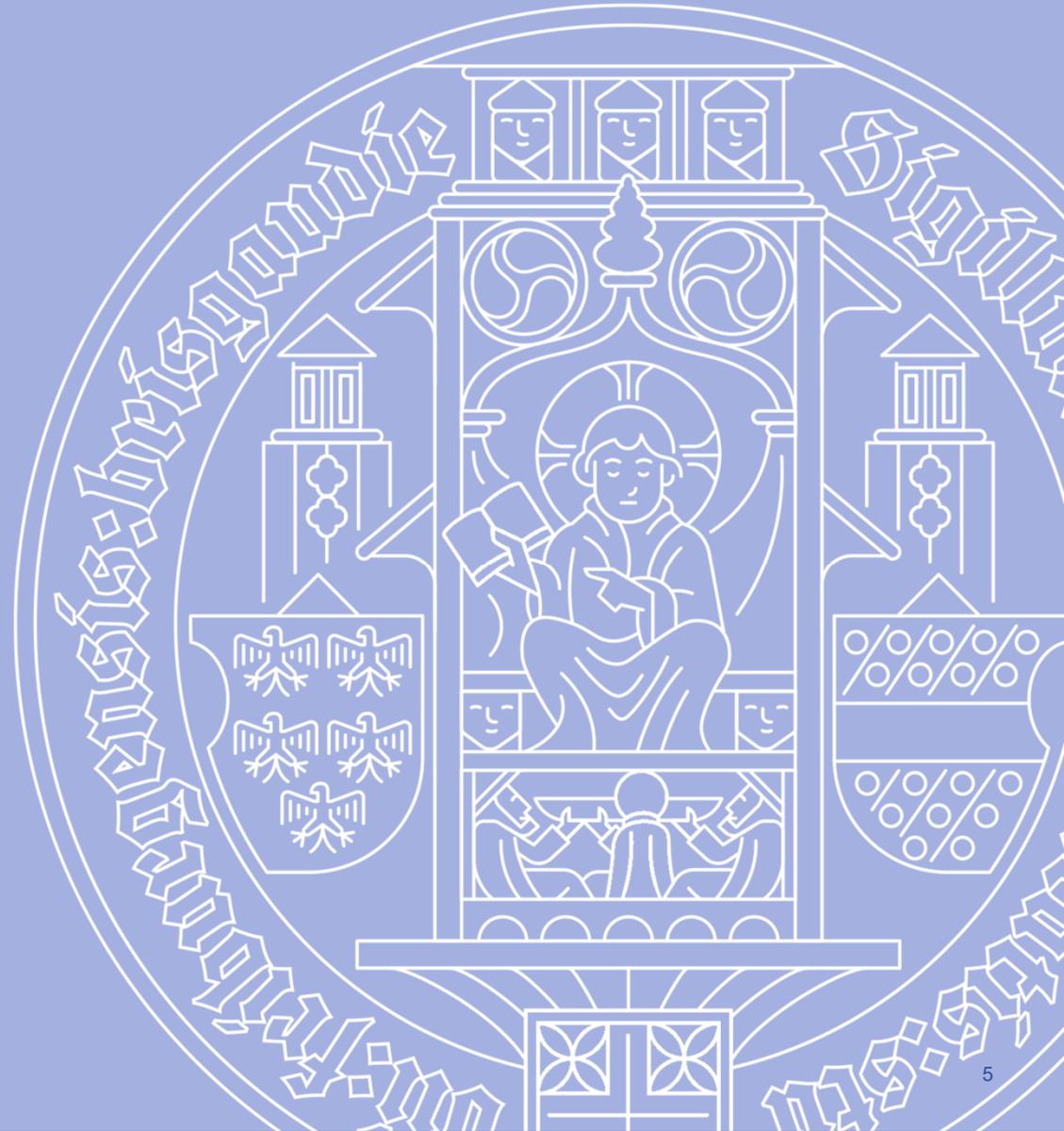
# I. Einleitung



# I. Einleitung

- Über Aktionärsdemokratie wird wieder **verstärkt diskutiert**
- Bislang keine **Definition** und kein tragfähiges **Konzept**
- Zielt darauf ab, staatsrechtliches Demokratieverständnis auf Aktienrecht zu projizieren
- **Aber:** Ideentransfer ist **risikobehaftet**
- **Grundfragen:** Strahlt das Demokratieprinzip auf privatrechtliche Verbände aus?  
Verlangt es nach einer bestimmten verbandsrechtlichen Organisationsstruktur?

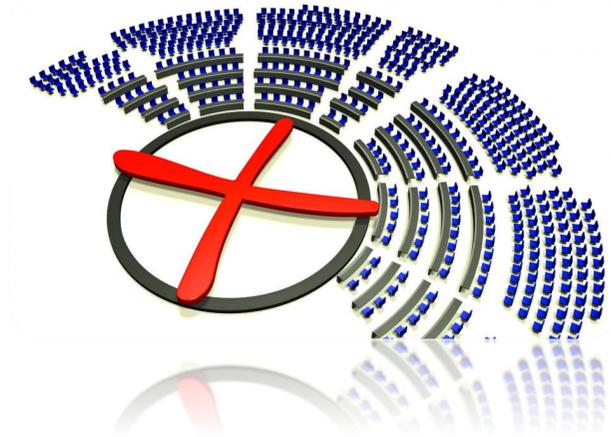
## II. Grundlagen



## II. Grundlagen

### 1. Aktionärsdemokratie de lege lata

- Demokratieprinzip verlangt nach einer **freien und gleichberechtigten Teilhabe** aller Staatsbürger an politischer Willensbildung
- Wahlen und Abstimmungen müssen vom Grundsatz der **gleichen Chance politischer Machtgewinnung** getragen sein, insbesondere gleiches Stimmgewicht: *one citizen – one vote*



## II. Grundlagen

### 1. Aktionärsdemokratie de lege lata

- Parallele: **Freie Stimmrechtsausübung** durch Aktionäre
- **Grundsatz gleicher Mitwirkungsrechte**: *one share – one vote*
  - Aber: kapitalbezogene Gleichheit (vgl. §§ 12 I, 133 I, 134 I AktG),
  - Mehrheitsaktionär kann durchregieren
  - Zulässigkeit von Höchststimmrechten (§ 134 I 2 AktG) und
  - Vorzugsaktien (§§ 139, 140 AktG)

## II. Grundlagen

### 1. Aktionärsdemokratie de lege lata

- Demokratieprinzip umfasst Gebot zum **Schutz von Minderheiten** und Recht auf verfassungsmäßige Ausübung der **Opposition**
- Sicherung der Freiheit von Minderheiten, reale Machtwechselchance durch wiederkehrende Wahlen



## II. Grundlagen

### 1. Aktionärsdemokratie de lege lata

#### – Aktienrechtliche Minderheits- und Oppositionsrechte

- Gegenantragsrecht (§ 126 II AktG); Einberufung der Hauptversammlung (§ 122 I, II AktG)
- Beschränkte Amtsperioden von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern (§§ 84 I 1, 102 AktG)
- Begrenzung der Mehrheitsmacht durch Treuepflicht und Gleichbehandlungsgebot (§ 53a AktG)
- Beschlussmängelklagen nach §§ 241 ff. AktG, aber: Freigabeverfahren nach § 246a AktG
  
- **Aber:** Bindung der Minderheit an Treuepflicht; Möglichkeit eines Squeeze-outs (§§ 327a ff. AktG)

## II. Grundlagen

### 1. Aktionärsdemokratie de lege lata

- **Gewaltenteilung** (Art. 20 II 2 GG) als Teilgewährleistung des **Rechtsstaatsprinzips**
- System der *checks and balances*
  - Legislative: Bundestag, Bundesrat
  - Exekutive: Bundesregierung
  - Judikative: Rechtsprechung



## II. Grundlagen

### 1. Aktionärsdemokratie de lege lata

- **Aktiengesellschaft:** System der *checks and balances*
  - Vorstand als Exekutivorgan
  - Hauptversammlung als Willensbildungsorgan
  - Aufsichtsrat als Überwachungsorgan
- Kompetenzverteilung ist satzungsfest (§ 23 V AktG)
- Zwischen Organen der AG besteht System der Gleichordnung

## II. Grundlagen

### 1. Aktionärsdemokratie de lege lata

- Grundsatz der **Volkssouveränität** (Art. 20 II GG):  
Volk ist Träger der Staatsgewalt und alleinige Quelle ihrer Legitimation, die durch Wahlen und Abstimmungen ausgeübt wird
- **Personelle Rückbindung** an Wahlentscheidungen des Volkes; **sachlich-inhaltliche Bindung** an das (Parlaments-)Gesetz



## II. Grundlagen

### 1. Aktionärsdemokratie de lege lata

- **Aktienrechtliche Organisationsverfassung** enthält Elemente direkter und repräsentativer Demokratie
  - Unmittelbare Entscheidung über grundlegende Strukturmaßnahmen (§ 119 I AktG)
  - Hauptversammlung wählt Anteilseignervertreter in den Aufsichtsrat (§§ 101 I, 119 I Nr. 1 AktG), der Vorstandsmitglieder bestellt (§ 84 I 1 AktG)
- **Aber:** Unternehmensmitbestimmung durch Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat
- Begr. RegE AktG 1965: „Ein Unternehmen ist kein Staat im Kleinen“

## II. Grundlagen

### 2. Aktionärsdemokratie als Verfassungsgebot

- Demokratieprinzip entfaltet **keine Ausstrahlungswirkung** auf aktienrechtliche Organisationsverfassung
- Demokratieprinzip bezieht sich ausschließlich auf **staatliche Sphäre** und sichert die gesellschaftliche Freiheit
- Argumentum e contrario **Art. 21 I 3 GG**: Demokratische Grundsätze gelten (nur) für politische Parteien



## II. Grundlagen

### 3. Aktionärsdemokratie de lege ferenda

- **Rechtspolitische Fragestellung:** Sollte Konzept der Aktionärsdemokratie im Rahmen der Reform des Aktienrechts gestärkt werden?
  - **Aktionsplan** der EU-Kommission zur Modernisierung des Gesellschaftsrechts (2003) meinte, „dass mittel- und langfristig vieles dafür spricht, in der EU auf eine echte Aktionärsdemokratie hinzuarbeiten“
  - **European Model Company Act (2017)** betont Aktionärsdemokratie als übergeordnetes Ziel der Corporate Governance

## II. Grundlagen

### 3. Aktionärsdemokratie de lege ferenda

- **Ziele des Konzepts**
  - **Entscheidungsrechte** und **Überwachungsmöglichkeiten** der Aktionäre **stärken** und
  - eine **aktivere Mitwirkung** der Aktionäre ermöglichen
- **Bisherige Umsetzung**
  - Implementierung in Form der beiden Aktionärsrechterichtlinien (2007, 2017); umgesetzt in deutsches Recht durch **ARUG I** (2009) und **ARUG II** (2019): zB Say on Pay, Related Party Transactions

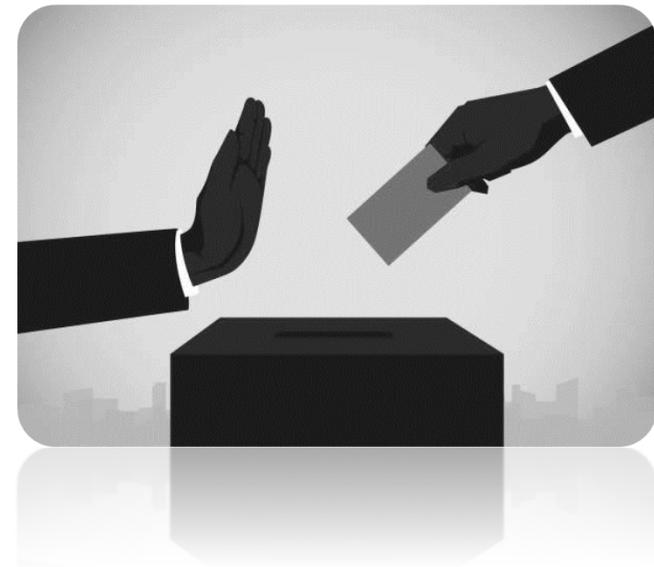
### III. (Wieder-)Einführung von Mehrstimmrechten



## III. (Wieder-)Einführung von Mehrstimmrechten

### 1. Grundlagen

- **Mehrstimmrechterichtlinie** (Multiple Voting Rights Directive) vom 23.10.2024 (ABl. 2024 L 2810)
- **Zukunftsfinanzierungsgesetzes** vom 11.12.2023 (BGBl. 2023 I Nr. 354): Mehrstimmrechtsaktien nach § 135a AktG



## III. (Wieder-)Einführung von Mehrstimmrechten

### 1. Grundlagen

- **Mehrstimmrechtsaktien** gewähren über Anteil am Grundkapital hinausgehende Stimmrechte
- **Bewegte Geschichte:** ADHGB 1861: zulässig aufgrund Satzungsfreiheit; AktG 1937: Schaffung nur mit ministerieller Genehmigung; AktG 1965: Verschärfung; KonTraG 1998: vollständiges Verbot
- **Ziel der (Wieder-)Einführung**
  - Deutschland als Standort für **Start-up-Unternehmen** stärken
  - Start-ups sollen Kapital aufnehmen können, ohne dass Gründer Verwässerung ihrer Beteiligung hinnehmen müssen

## III. (Wieder-)Einführung von Mehrstimmrechten

### 2. Wesentlicher Regelungsinhalt

#### – Allgemeine Regelungen

- Einführung bedarf **Satzungsgrundlage**
- Mehrstimmrechte können nur in Form von **Namensaktien** gewährt werden
- Höchstes Mehrstimmverhältnis beträgt **10:1**

#### – Spezielle Regelungen

- Bei börsennotierten AG **erlöschen** Mehrstimmrechte mit Übertragung der Aktie
- **Erlöschung** 10 Jahre nach Börsengang mit einmaliger Verlängerungsoption

## III. (Wieder-)Einführung von Mehrstimmrechten

### 2. Wesentlicher Regelungsinhalt

- **Kritik** des DGB zum RefE: „Die mit den Mehrstimmrechtsaktien verbundene Abkehr vom Grundsatz ‚one share one vote‘ schwächt (...) die Rechte von Kleinanleger\*innen und entlarvt das Schlagwort der Aktionärsdemokratie endgültig als Illusion.“



## III. (Wieder-)Einführung von Mehrstimmrechten

### 3. Rechtspolitische Bewertung

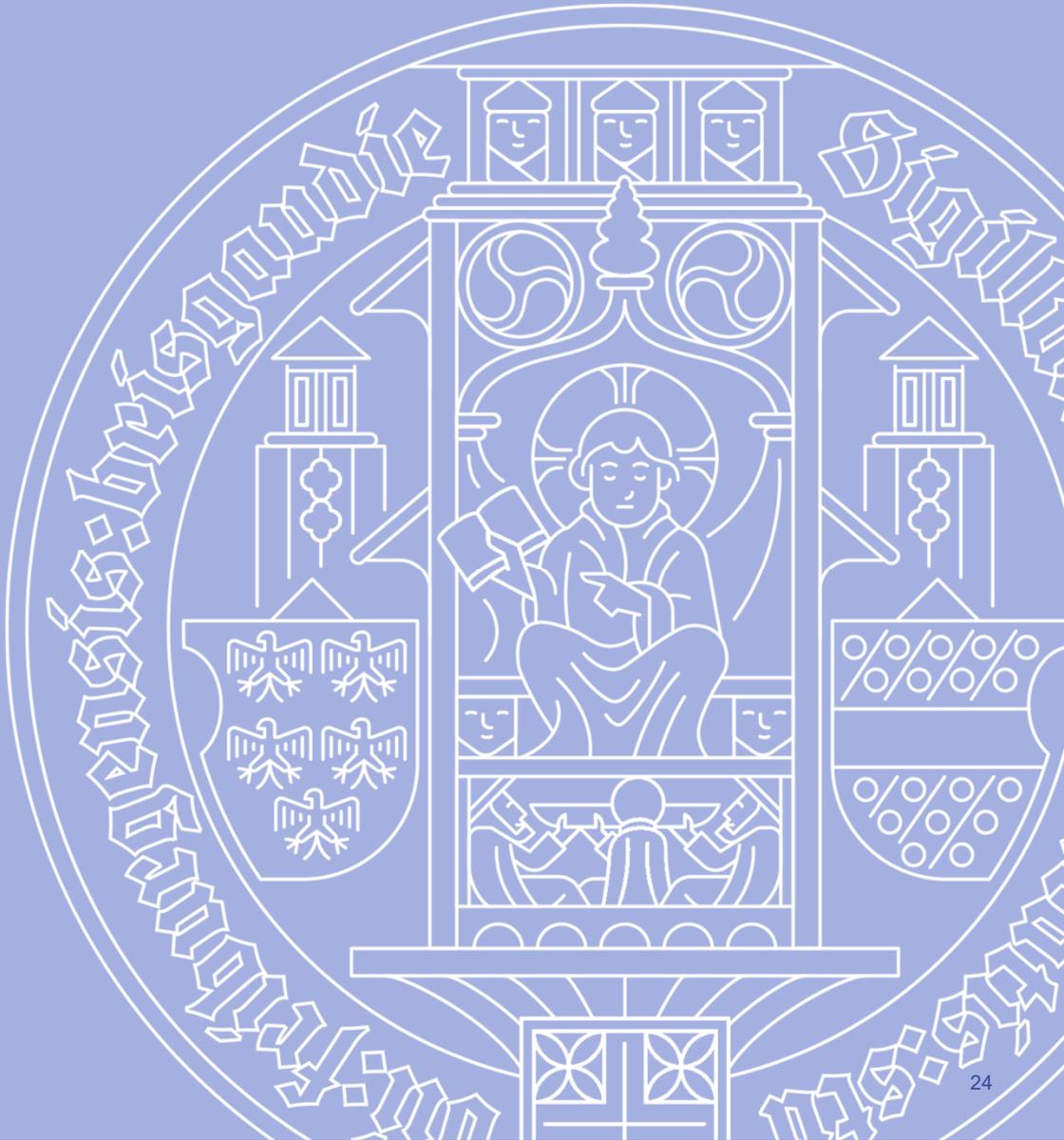
- Mehrstimmrechten **bei börsennotierten AG** sind abzulehnen
  - **Grundproblem:** Entkoppelung der Entscheidungsmacht des Mehrstimmaktionärs vom finanziellen Risiko
  - Gesteigerte Stimmrechtsmacht erhöht **Gefahr für Machtmissbrauch** und opportunistisches Verhalten
  - Übrige Aktionäre haben **weniger Anreiz zur Kontrolle des Managements**
  - **Höhere Agency-Kosten** für Überwachung des Managements
  - Erschwerte Übernahme von Unternehmen und Beeinträchtigung des **Marktes für Unternehmenskontrolle**

## III. (Wieder-)Einführung von Mehrstimmrechten

### 3. Rechtspolitische Bewertung

- Bei **nichtbörsennotierten AG** ist Zulassung von Mehrstimmrechten **sinnvoll**
  - Nichtbörsennotierte AG haben regelmäßig **personalistische Struktur**
  - Mehrstimmrechte sind auch bei anderen Verbandsformen zulässig: GmbH, KGaA, eG, OHG, KG, GbR
  - Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts und Anlegerschutz sind bei nichtbörsennotierter AG ohne Belang
  - Nichtbörsennotierte AG und SE werden **für Start-ups und KMU attraktiver**
- **Abwägung der Vor- und Nachteile** geht bei nichtbörsennotierten AG zugunsten der Zulassung von Mehrstimmrechtsaktien aus

# IV. Say on Climate



## IV. Say on Climate

### 1. Grundlagen

- Frage: Sollten **Aktionäre** im Rahmen der Hauptversammlung **über die Klimapolitik** des Unternehmens **mitentscheiden** können?
- Debatte steht im Zusammenhang mit zunehmender Indienstnahme von Unternehmen zur Verwirklichung von ordnungs- und gesellschaftspolitischen Zielsetzungen (**transformatives Verbandsrecht**)



## IV. Say on Climate

### 1. Grundlagen

- **Ausgangspunkt:** Klimafragen fallen als Leitungs- und Geschäftsführungsangelegenheiten nach § 76 I AktG in den **Kompetenzbereich des Vorstands**
- **Institutionelle Investoren** erhöhen Druck, Klima- und Nachhaltigkeitsbelange im Rahmen der Unternehmensstrategie stärker zu berücksichtigen
- **Beispiel:** Ergänzungsverlangen des Church of England Pension Funds gegen VW AG, das auf die Offenlegung von Klimalobbyaktivitäten des Unternehmens gerichtet war

## IV. Say on Climate

### 2. Initiativrechte de lege lata

#### – Vorstand

- **Vorlageoption** nach § 119 II AktG: keine Pflicht; aber für Vorstand **unattraktiv**, weil er an die Entscheidung der Hauptversammlung gebunden ist
- Einholung **unverbindlicher Stellungnahmen** analog § 119 II AktG ist zulässig (hM; str.), aber **unüblich**, weil sie mit Rechtsunsicherheiten verbunden ist

#### – Aktionäre

- **Ergänzungsverlangen** nach § 122 II AktG scheidet aus, da Klimafragen in die Zuständigkeit des Vorstandes und nicht der Hauptversammlung fallen
- Ergänzungsverlangen kann sich auch **nicht analog** § 122 II AktG auf **reine Konsultationsbeschlüsse** oder Meinungsäußerungen beziehen

## IV. Say on Climate

### 3. Überlegungen de lege ferenda

- **Forderung** der hM im Schrifttum **nach Einführung** eines konsultativen Say on Climate ist **abzulehnen**
  - **Aktienrechtliches Kompetenzgefüge** droht aus den Fugen zu geraten
  - Zwar sind **Konsultationsbeschlüsse** unverbindlich, aber empirische Studien zu US *shareholder proposals* belegen **faktischen Einfluss** auf innergesellschaftliche Willensbildung
  - **Öffentlichkeitswirkung** hat mittelbare Steuerungswirkung auf inhaltliche Unternehmensstrategie
  - Say on Climate ist faktisch ein **Say on Strategy** und beeinträchtigt Leitungsautonomie
  - Hauptversammlung fehlt **Informationsverarbeitungskapazität** und **Expertise**

# V. Virtuelle Hauptversammlung



## V. Virtuelle Hauptversammlung

### 1. Ausgangsbefund

- **COVMG (2020)** hat Sonderrecht für virtuelle Hauptversammlung geschaffen, dass Mitte **2022** ins **AktG** überführt worden ist
- **Rechtstatsachen:** 2020 bis 2022 wählten 90% der AG das virtuelle Format; 2024 waren es etwa 30% aller AG, 75% der DAX40-Unternehmen



# V. Virtuelle Hauptversammlung

## 1. Ausgangsbefund

- **Ziele des virtuellen Formats**
  - **Rationale Apathie** der Kleinaktionäre überwinden
  - Im Sinne einer modernen Aktionärsdemokratie Teilnahme der Aktionäre erleichtern und **Partizipation fördern**
- **Kritische Kommentare:** „Die Unternehmen missachten die Aktionärsdemokratie“ (SZ); „Virtuell für immer? Jetzt steht die Aktionärsdemokratie auf dem Spiel“ (Welt); „Rückschlag für die Aktionärsdemokratie“ (FAZ); „Virtuelle Hauptversammlungen sind beliebt – bloß bei Aktionären nicht“ (WiWo)

## V. Virtuelle Hauptversammlung

### 2. Wesentlicher Regelungsinhalt

- Einführung bedarf **Satzungsgrundlage** (opt-in)
- Nachträgliche Einführung bedarf einer **satzungsändernden Mehrheit**
- Ermächtigung gilt für **maximal fünf Jahre** und muss danach erneuert werden
- Unterschiedliche Ausgestaltung des Vorfelds der Hauptversammlung: **Vorabfragemöglichkeit**, die aber für Vorstand **wenig attraktiv** ist
- Durchführung mittels **Bild- und Tonübertragung** in Echtzeit
- Ausübung **aller versammlungsgebundenen Aktionärsrechte** durch elektronische Kommunikationsmittel

## V. Virtuelle Hauptversammlung

### 3. Rechtspolitische Bewertung

- Bisher **fehlt** es an gesichertem **empirischem Material** zur Aktionärspräsenz
- Jedenfalls bietet virtuelle Hauptversammlung erhebliche **Chancen zur Stärkung der Aktionärsdemokratie**
  - Klares Bekenntnis zur **Gleichwertigkeit** von Präsenz- und virtueller Hauptversammlung sowie Zulassung der virtuellen Hauptversammlung für alle Beschlussgegenstände
  - **Senkung** der mit Teilnahme verbundenen **sozioökonomischen Hürden**
  - **Ökonomische Vorteile aufseiten der AG**: IT-Ausstattung ist weniger kostspielig als Saalmiete und Organisation vor Ort, Reisen für Organmitglieder, Sicherheitskonzept, Verpflegung
  - **Ökologische Vorteile** durch geringeren CO<sub>2</sub>-Ausstoß

# VI. Fazit



## VI. Fazit

- Idee der **Aktionärsdemokratie** ist als Topos und Argumentationsfigur **vitaler denn je**
- Verfassungsrechtliches Demokratieverständnis lässt sich zwar nicht auf das Aktienrecht überführen
- **Materiell verstandenes Konzept der Aktionärsdemokratie** lässt sich allerdings für Weiterentwicklung der aktienrechtlichen Organisationsverfassung fruchtbar machen
- **Angemessene Stärkung** der Entscheidungsrechte kann dazu beitragen, Prinzipal-Agent-Konflikt aufzulösen und Unternehmenskontrolle zu verbessern
  - Einführung der virtuellen Hauptversammlung ist daher zu begrüßen
- Mehr an Aktionärsdemokratie darf indes nicht die **austarierte Machtbalance der AG** aus dem Gleichgewicht bringen
  - Wiedereinführung von Mehrstimmrechten nur bei nichtbörsennotierten AG; kein Say on Climate

universität freiburg

**Herzlichen Dank für  
Ihre Aufmerksamkeit!**

