

DSW e.V. Postfach 35 01 63 40443 Düsseldorf

An das

Bundesministerium der Finanzen  
Frau Dr. Friederike Lange  
Frau Dr. Ulrike Schmitz

sowie zugleich

Bundesministerium der Justiz  
Herrn Axel Vogel

**per E-Mail übermittelt**

Düsseldorf, den 10. Mai 2023



**DSW-Stellungnahme zu dem Referentenentwurf eines  
Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssicheren Investitionen  
(Zukunftsfinanzierungsgesetz – ZuFinG)**

Sehr verehrte Frau Dr. Lange,  
sehr verehrte Frau Dr. Schmitz,  
sehr geehrter Herr Vogel,

wir bedanken uns für Ihr Schreiben vom 12. April 2023, mit dem Sie uns die Gelegenheit eröffnen, zu dem Referentenentwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssicheren Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz – ZuFinG) Stellung zu nehmen.

Sehr gerne nehmen wir diese Gelegenheit wahr und werden uns dabei im Wesentlichen auf die Aspekte und Fragestellungen des Gesetzentwurfes beschränken, die unseres Erachtens von besonderer Wichtigkeit sind und in der Anwendung für alle Kapitalmarktteilnehmer und hier insbesondere für die freien Aktionäre eine hohe Relevanz haben.

**I. Einleitung**

Die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (DSW) unterstützt grundsätzlich die Intention und damit die Ziele, die mit dem Zukunftsfinanzierungsgesetz erreicht werden sollen. So müssen wir leider feststellen, dass insbesondere in Deutschland, aber auch in der gesamten EU die Nutzung des Kapitalmarktes zur Finanzierung insbesondere junger Unternehmen im internationalen Vergleich deutlich zurückfällt.

**Postanschrift:**  
Postfach 35 01 63  
40443 Düsseldorf

**Besucheranschrift:**  
Peter-Müller-Straße 14  
40468 Düsseldorf  
Telefon 0211/6697-02  
Telefax 0211/6697-60  
Internet:  
[www.dsw-info.de](http://www.dsw-info.de)  
e-Mail:  
[dsw@dsw-info.de](mailto:dsw@dsw-info.de)

Präsident:  
Ulrich Hocker  
Vizepräsidenten:  
Daniela Bergdolt  
Klaus Niding  
Geschäftsführung:  
Marc Tüngler  
Jella S. Benner-Heinacher  
Thomas Hechtfisher  
Christiane Hölz

Steuer-Nr.: 105/5888/0541

Bankverbindung:  
Postbank Essen  
DE6836010043006884430  
BIC PBNKDEDD

Dachverband der  
deutschen Investmentclubs

Mitglied der  
europäischen Vereinigung  
Euroshareholders /  
Better Finance, Brüssel

Insofern unterstützt die DSW jegliche Maßnahme, die unter Berücksichtigung der Interessen aller am Kapitalmarkt beteiligten Gruppen dieses Ziel ohne Benachteiligung erreichen lassen.

Dieser Interessenausgleich bzw. die Vermeidung von Nachteilen einzelner Marktteilnehmer wird bei den vorgestellten Regulierungsvorschlägen jedoch leider nicht gewahrt.

Dies liegt vor allem an der Regelung bei den Mehrstimmrechten wie auch der Ausweitung des Bezugsrechtsausschlusses bei Barkapitalerhöhungen von 10 auf 20 Prozent.

Bevor wir jedoch auf die einzelnen Regelungsvorschläge eingehen, möchten wir vorab grundsätzlich unterstreichen, dass wir auf die vorgeschlagenen Regelungen des Zukunftsfinanzierungsgesetzes grundsätzlich anders schauen würden, wären die Regelungen in ihrem Anwendungsbereich strikt auf junge, wachstumsorientierte Unternehmen beschränkt.

Auch wäre eine differenzierte Regulierung bei börsennotierten und nicht-börsennotierten Gesellschaften, wie es das Aktiengesetz an verschiedenen Stellen bereits kennt, ein Weg gewesen, um einen besseren Ausgleich der unterschiedlichen Interessen der Kapitalmarktteilnehmer zu finden. So gilt es insbesondere im börsennotierten Umfeld und damit bei Publikumsgesellschaften, das Schutzniveau der Minderheitsaktionäre nicht nur zu respektieren, sondern besonders zu schützen und eher auszubauen als abzuschichten.

Dabei ist für uns weniger relevant und kein schlagendes Argument, dass in einem funktionierenden Kapitalmarkt möglicherweise die notwendigen Mehrheiten für die Einführung von Mehrstimmrechten oder aber auch dem Bezugsrechtsausschluss bis 20 Prozent nicht erreicht werden, da z. B. nationale und auch internationale Stimmrechtsberater oder Kapitalsammelstellen derartige Beschlüsse nicht mittragen werden.

Denn es steht zu befürchten, dass gerade bei Unternehmen mit einem dominanten Großaktionär derartige Beschlüsse die notwendige Mehrheit erlangen und damit über die Dominanz des Großaktionärs hinaus nochmals eine Reduzierung der Minderheitenrechte ermöglicht wird. Dies gilt es gerade zu verhindern.

Insofern hätten wir uns eine klare Trennung zwischen dem weniger schützenswerten Bereich der nicht-börsennotierten Gesellschaften und dem aus unserer Perspektive höchst schützenswerten Interesse der freien Aktionäre börsennotierter Gesellschaften nicht nur gewünscht, sondern sehen wir dies als grundsätzliche Maxime für alle Regulierungsvorschläge.

Nachfolgend möchten wir zu den einzelnen, aus unserer Sicht für die freien Aktionäre besonders kritischen Aspekten des Referentenentwurfes eines Zukunftsfinanzierungsgesetzes konkret Stellung beziehen.

## **II. Wiedereinführung von Mehrstimmrechten**

Die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (DSW) steht der Wiedereinführung von Mehrstimmrechten grundsätzlich und zudem in der nunmehr im Referentenentwurf enthaltenen Ausprägung sehr kritisch gegenüber.

Bereits im Rahmen der Aktienrechtsreform 1965 wurde die Nutzung von Mehrstimmrechten kritisch gesehen und folglich eingeschränkt. Mit dem KonTraG wurde 1998 das Ende der Mehrstimmrechte besiegelt. Die DSW hat dies seinerzeit sehr unterstützt.

Legt man heute die seinerzeitige Begründung des KonTraG zugrunde, so ist durchaus die Frage zu stellen, ob sich das Umfeld und damit die Basis für das Verbot von Mehrstimmrechten heute tatsächlich so viel anders darstellt.

1998 wurde die Erwartung des Kapitalmarktes so definiert, dass

**„die Einräumung von Einfluss ohne korrespondierendes Anteilseigentum die Eigentümerkontrolle schwächt“.**

An dieser Wertung hat sich unserer Ansicht nach bis heute nichts geändert.

Im Gegenteil: Der Grundsatz „One Share – One Vote“ ist die Basis für die Position des Aktionärs als Miteigentümer der Aktiengesellschaft. Die deutsche und europäische Gesetzgebung haben darauf aufbauend die Hauptversammlung in den vergangenen Jahren immer stärker in die Verantwortung einbezogen und den Einfluss der Aktionäre bewusst erweitert.

Exemplarisch und besonders aktuell hierfür ist z.B. die Abstimmung über das Vergütungssystem und auch den Vergütungsbericht zu nennen. Überträgt man jedoch der Hauptversammlung immer mehr Verantwortung, so gilt es zugleich, regulatorisch zu ermöglichen, dass die Hauptversammlung dieser Verantwortung auch gerecht werden kann. Dies ist speziell und am effektivsten über die Ausübung des Stimmrechts möglich.

Im Übrigen widerspricht die Rückorientierung an den 90iger Jahren auch dem Trend der vergangenen Jahre, in denen in vielen Fällen die stimmrechtslosen Vorzugsaktien abgeschafft bzw. in Stammaktien umgewandelt wurden. Dies hat deutlich gemacht, dass die Unternehmen den Grundsatz „One Share – One Vote“ sehr gut verstanden haben.

Ein Rückfall in alte Zeiten sollte folglich nur in einem sehr eingeschränkten und damit klar abgesteckten Rahmen als echte Ausnahme möglich sein.

Wie bereits in den Vorbemerkungen dargestellt, unterstützt die DSW das hehre Ziel der Bundesregierung, insbesondere mehr junge Unternehmen dazu zu bewegen, den Kapitalmarkt zur Finanzierung zu nutzen. Verschiedene Untersuchungen der vergangenen Jahre haben aber deutlich gemacht, dass zwei wesentliche Elemente für einen erfolgreichen und gut funktionierenden Kapitalmarkt nötig sind:

Zunächst sind für die jungen Wachstumsunternehmen Anreize z.B. steuerlicher Art zu schaffen, die den IPO attraktiv machen. Zum anderen müssen aber auch Anreize für den Anleger geschaffen werden, um dort zu investieren. Dies sind die Erfahrungen aus dem amerikanischen und britischen Kapitalmarkt.

Ob die Einführung von Mehrstimmrechten hierfür erforderlich ist bzw. Wachstumsunternehmen den nötigen Impuls gibt, ist zumindest zweifelhaft. Eine hierfür sprechende Evidenz ist der DSW nicht bekannt, im Gegenteil:

Nach Untersuchungen der EU Kommission und der europäischen Börsen sind vielmehr die Zulassungs- und Zulassungsfolgekosten die größten Hindernisse. Diese Kosten sind seit den 90iger Jahren von rd. 50 TEUR/Jahr auf heute 900 TEUR/Jahr gestiegen, vor allem wegen der gestiegenen regulatorischen Anforderungen. Hier wäre anzusetzen.

Studien zeigen außerdem, dass Unternehmen, die Mehrstimmrechte abgeschafft haben, einen positiven Effekt auf die Kapitalkosten und einen höheren Marktwert erzielen konnten<sup>1</sup>, was den Schluss zulässt, dass Anleger einfachere Kapitalstrukturen vorziehen.

Zudem können durch die Einführung von Mehrstimmrechten das Principal-Agent-Problem und die daraus resultierenden Interessenkonflikte nochmals deutlich verschärft werden, deren Begrenzung einer der wesentlichen Eckpfeiler der Corporate Governance-Bestrebungen seit 20 Jahren ist.

Wirklich messbare und positive Ergebnisse können nur erreicht werden, wenn man auf dem Weg zu einem attraktiven Kapitalmarkt die bestehenden Hindernisse abbaut, ohne dabei die Anleger zu vergessen oder diese aber in ihren Rechten so einzuschränken, dass es für sie nicht mehr attraktiv ist, ihr Kapital zur Verfügung zu stellen.

---

<sup>1</sup> B. Villalonga, R. Amit, Benefits and Costs of Control-Enhancing Mechanisms in U.S. Family Firms, ECGI Finance Working Paper, 2006, S. 27 ff. sowie A. Pajuste, Determinants and Consequences of the Unification of Dual-Class Shares, in European Central Bank Working Paper Series, No. 465, 2005, S. 10 ff.

Immer wieder wird angeführt, dass Unternehmen den heimischen Markt verlassen und andere Rechtssysteme suchen, um dort an die Börse zu gehen. Exemplarisch wird verschiedentlich eine Sitzverlegung in die Niederlande angeführt, um dort das vermeintlich „bessere“ Governance-System zu nutzen.

Erwähnt werden sollte in diesem Zusammenhang aber auch, dass andere Unternehmen diesen Weg gerade nicht gehen. So z.B. die BioNTech SE, die bewusst im Rahmen der deutschen Governance den Börsengang nicht in Deutschland, dafür aber in den USA gesucht hat. Ausschlaggebend für den Börsengang in den USA waren weder die deutsche Governance noch das deutsche Aktienrecht, sondern schlichtweg die Tatsache, dass in den USA mehr Investoren und damit mehr Kapital und zugleich auch mehr Expertise und Research-Knowhow für derartige Unternehmen existiert.

Der Grund, warum immer weniger Unternehmen den Kapitalmarkt als Finanzierungsquelle in Deutschland suchen, ist also nur auf den ersten Blick das deutsche Aktienrecht oder unser Governance-System.

Entscheidend ist daher, nicht nur das Angebot auf der Emittenten-seite bei der Entscheidung über die Einführung von Mehrstimmrechten zu berücksichtigen, sondern auch die Nachfrage auf der Investorenseite.

Insofern gilt es dafür zu sorgen, dass z.B. über die Schaffung von Steueranreizen für Wachstumsunternehmen auf der einen Seite und für die Anleger auf der anderen Seite ausreichend Finanzmittel an den Kapitalmärkten angelegt werden. Und exakt hier bedarf es weiterer, nachhaltiger und eben auch regulatorischer Maßnahmen, auf die wir später noch konkreter eingehen werden.

Die DSW wertet vor dem Hintergrund der voranstehenden Zeilen die Wiedereinführung von Mehrstimmrechten insgesamt kritisch. Will man mehr Kapital und damit Investoren in Europa an den Kapitalmärkten sehen, sollte man eher für mehr Anlegerrechte und damit mehr Mitsprache der Investoren sorgen und nicht für weniger.

Die DSW will den verstärkten Bemühungen der Bundesregierung zur Steigerung der Attraktivität des deutschen Kapitalmarktes aber nicht im Wege stehen und kann sich daher vorstellen, dass allein, um vermeidliche Nachteile für Deutschland und einen verstärkten Wettbewerb um Wachstumsunternehmen in Europa zu vermeiden, in einem sehr klar abgesteckten Rahmen die Einführung von Mehrstimmrechtsaktien 1. im Ausnahmefall, 2. mit klaren und effektiven Verfallsklauseln versehen und 3. zeitlich befristet möglich gemacht werden. Hier setzt auch der Referentenentwurf an, allerdings in einem unseres Erachtens merklich zu weiten Umfang bei den vorgesehenen Saveguards.

Konkret sieht die DSW bei den folgenden Regelungen des Referentenentwurfs dringenden Nachbesserungsbedarf für geboten an:

### **1. Anwendung allein auf Wachstumsunternehmen**

Wir sind der Überzeugung, dass Mehrstimmrechte ausschließlich für Wachstumsunternehmen erlaubt werden sollten.

Zugleich sollte eine Aufnahme solcher Wachstumsunternehmen in die Qualitäts-Indices z.B. der Deutschen Börse ausgeschlossen sein, bis das Mehrstimmrecht wieder abgeschafft wird oder auf sonstige Weise erlischt. Eine darüber hinausgehende Regelung, die in der Folge bedeuten könnte, dass ein Unternehmen mit Mehrstimmrechten in die Auswahl-Indices aufgenommen wird, wäre ein fatales Signal und ein Rückschritt für den Finanzmarkt Deutschland und sollte daher unbedingt vermieden werden.

### **2. Verfall bei Übertragung der Anteile**

Neben der bewussten Beschränkung von Mehrstimmrechten auf Unternehmen in der Wachstumsphase ist zudem wichtig, dass vorgesehen wird, dass Mehrstimmrechte dann verfallen bzw. erlöschen, wenn die Aktie bzw. das damit verknüpfte Mehrstimmrecht übertragen wird.

Hier findet sich im Referentenentwurf eine gute Lösung, die wir mittragen können, die aber zugleich für das Vertrauen der Anleger auch existenziell ist.

Würde man eine Übertragbarkeit der Mehrstimmrechte ermöglichen bzw. würden diese eben gerade bei einer Übertragung nicht verfallen, wäre dies mit dem Grundgedanken der Gesetzesinitiative nicht in Einklang zu bringen.

So soll den Gründern bzw. den Initiatoren einer Geschäftsidee und damit einem Start-up-Unternehmen oder Wachstumsunternehmen ein Vorbehalt oder eine Hürde genommen werden, den Kapitalmarkt für sich und zur Kapitalschaffung zu nutzen. Wäre die Übertragung von Mehrstimmrechten an Dritte – selbst, wenn es sich dabei um Familienmitglieder handelt – möglich, würden Personen bevorzugt, die gerade nicht im Fokus dieser Gesetzesinitiative stehen.

Dies gilt nochmals ganz besonders, wenn ein Gang an die Börse bereits umgesetzt worden ist und damit das eigentliche Ziel dieser Gesetzesinitiative bereits erreicht wurde.

### **3. Zeitliche Begrenzung**

Um dem Kapitalmarkt und damit allen Marktteilnehmern klar zu signalisieren, dass Mehrstimmrechte ausschließlich als Anreiz für die Alt-eigentümer dienen, sollten Mehrstimmrechte nur für einen überschaubaren und klar begrenzten Zeitraum möglich sein. Dieser sollte sich auf maximal 3 bis 5 Jahre belaufen. In diesem Zeitraum kann eine Etablierung am Kapitalmarkt erfolgen.

Möchte eine Gesellschaft längerfristig mit unterschiedlichen Stimmrechtsklassen arbeiten wollen, so steht dieser der Weg über die stimmrechtslose Vorzugsaktie offen, den man aber meiden will, da dieser Weg augenscheinlich Nachteile, zum Beispiel durch Bewertungsabschläge, verspricht. Hier wird also durch die Betroffenen auf die Wertung des Kapitalmarktes Rücksicht genommen und in der Umsetzung Rechnung getragen. Warum dies bei Mehrstimmrechten nicht der Fall sein soll, erklärt sich uns nicht.

Daher muss das Mehrstimmrecht von Beginn an auf einen konkreten Zeitraum regulatorisch beschränkt sein, damit das Unternehmen perspektivisch die Chance hat, in einen Qualitäts- bzw. Normal-Modus zu wechseln.

Eine zeitliche Beschränkung adressiert zugleich das Interesse der freien Aktionäre, in ein Unternehmen zu investieren, indem man zunächst eine Verschiebung der Stimmmacht hin zu den ursprünglichen Eigentümern und weg von den freien Aktionären akzeptiert, diese Akzeptanz aber damit verbunden ist und darauf fußt, dass man zugleich sehr genau weiß, dass dieser Zustand endlich ist.

Die im Referentenentwurf gefundene Fristenregelung von 10 + 10 und somit maximal 20 Jahren erscheint uns jedoch definitiv zu umfangreich. Dies gilt erneut umso mehr vor dem Hintergrund, dass der Referentenentwurf eine Begrenzung der Mehrstimmrechte nur auf Wachstumsunternehmen gerade nicht vorsieht. Auch kann die Begründung, dass allein auf eine Kapitalmehrheit abgestellt werden soll, sodass die Mehrstimmrechte selbst bei der Entscheidung über eine Verlängerung nicht zum Tragen kommen, nicht überzeugen. Gerade in Unternehmen mit Großaktionären steht zu befürchten, dass derartige Beschlüsse die notwendige Mehrheit erlangen und die Rechte der freien Aktionäre auf einen sehr langen, unangemessenen Zeitraum beschränkt werden können.

### **4. Einführung von Mehrstimmrechten nur vor dem IPO**

Eigentlich eine Selbstverständlichkeit, möchten wir dennoch unterstreichen, dass die gesamte Konstruktion der Mehrstimmrechte damit begründet wird, dass es den Unternehmen und vor allem den Eigentümern leichter gemacht werden soll, den Kapitalmarkt als Finanzierungsquelle zu nutzen.

Die Perpetuierung der ursprünglichen Machtstruktur über den Börsengang hinaus trägt aber schon im Kern in sich, dass Mehrstimmrechte nur vor einem Börsengang kreiert, umgesetzt und genutzt werden können. Eine Ein- oder Fortführung von Mehrstimmrechten nach dem Börsengang sollte unseres Erachtens daher immer ausgeschlossen sein.

## **5. Beschränkung bei Mehrstimmrechten bei ausgewählten ESG-relevanten Tagesordnungspunkten**

In dem Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Richtlinie zu Mehrstimmrechtsstrukturen bei Gesellschaften, die eine Zulassung zum Handel ihrer Aktien an einem KMU-Wachstumsmarkt anstreben, war ausdrücklich enthalten, dass für ESG-relevante Tagesordnungspunkte Ausnahmen entwickelt und auf nationaler Ebene eingeführt werden können, die trotz des Bestehens von Mehrstimmrechten eine umfängliche Kontrolle aller Aktionäre möglich machen sollen.

Dieser Ansatz ist für uns deshalb von außerordentlicher Bedeutung, da mit der Einführung von Mehrstimmrechten ein Ungleichgewicht zu Lasten der freien Aktionäre und zugunsten der Gründer oder Initiatoren herbeigeführt wird, das unmittelbar in die Corporate Governance und damit auch in die Kontrolle und die Kontrollsysteme der Unternehmen eingreift. Gerade die Stärkung der Kontrolle, der „Checks and Balances“ der vergangenen Jahre war regelmäßig eine Reaktion des Gesetzgebers auf Fehlverhalten oder Missstände in Unternehmensführungen.

Schaut man auf die Gesetzesinitiativen in Deutschland und auch der EU der letzten 20 Jahre, wirkt die Einführung von Mehrstimmrechten daher stark anachronistisch.

So wird durch die Einführung von Mehrstimmrechten die Kontrolle der Aktionäre und insbesondere der freien Aktionäre merklich eingeschränkt. Gerade diese Kontrolle aller Aktionäre wurde und wird nach dem Niedergang des Neuen Marktes und Fällen wie Wirecard von allen Marktteilnehmern aber als wesentlich und essenziell angesehen.

Mit der Einführung von Mehrstimmrechten in der vorgesehenen Art und Weise wird die Kontrolle der Verwaltung zu einem „Closed Job“ einzelner Aktionäre oder Aktionärsgruppen. Aktionäre hätten bei vielen Beschlussvorschlägen, bei denen es auf die Stimmenmehrheit ankommt, selbst bei einem großen Streubesitz keine Möglichkeit, Kontrolle walten zu lassen oder die Weichen im Interesse des Unternehmens zu stellen und Missstände zu unterbinden.

Sämtliche Marktteilnehmer werten eine nachhaltige und schlagkräftige Kontrolle durch die Aktionäre als wesentlich für eine gute Corporate Governance. Daher sollte den Eigentümern gerade bei kontrollrelevanten Tagesordnungspunkten nicht die Möglichkeit der Einflussnahme genommen werden.



Namentlich wären das Tagesordnungspunkte, die unmittelbar auf die Corporate Governance, die Kontrolle und die langfristige Ausrichtung der Unternehmen wirken:

- Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat gemäß § 120 AktG
- Bestellung des Abschlussprüfers gemäß § 119 AktG
- Bestellung von Sonderprüfern gemäß § 142 AktG
- Geltendmachung von Ersatzansprüchen gemäß § 147 AktG

Ausdrücklich möchten wir in diesem Zusammenhang auch das erst jüngst eingerichtete

- Votum der Hauptversammlung über das Vergütungssystem für Vorstand und Aufsichtsrat sowie
- das Votum über den Vergütungsbericht gemäß § 120 a AktG

benennen.

Sämtliche genannten Voten der Aktionäre würden durch die Einführung von Mehrstimmrechten merklich an Kontrollniveau und -dichte verlieren.

Würde man bei diesen Tagesordnungspunkten jedoch nicht auf die Stimmenmehrheit, sondern vielmehr auf die Kapitalmehrheit abstellen, könnte die grundsätzliche und richtige Intention des nationalen und auch europäischen Normsetzers erfüllt werden, dass Aktionäre ihre Verantwortung als Eigentümer umfänglich und tatsächlich wahrnehmen können.

Durch die Einführung von Mehrstimmrechten wird in den sensiblen Bereichen, wie wir sie vorab aufgeführt haben, eine sachgerechte Kontrolle nach Maßgabe des aktuellen Referentenentwurfs nicht mehr gegeben sein können. Dies werten wir als höchst bedenklich und widerspricht zahlreichen Gesetzesinitiativen der letzten zwei Jahrzehnte.

### **III. Erweiterter Bezugsrechtsausschluss bei Barkapitalerhöhungen auf bis zu 20 Prozent**

Mit der Ausweitung der 10-prozentigen Barkapitalerhöhung auf dann 20 Prozent sollen insbesondere Wachstumsunternehmen befähigt werden, ausreichend und schnell Kapital aufnehmen zu können. Die Begründung im Referentenentwurf, die auf die Abläufe in der frühen Wachstumsphase der Unternehmungen abstellt, können wir insofern nachvollziehen.

Allerdings unterscheidet die vorgeschlagene Regelung auch hier erneut nicht nach dem Reifegrad der Unternehmen, sondern greift in das Regelwerk aller Aktiengesellschaften ein. Dies ist weder angezeigt noch nachvollziehbar.

Sicher kann man davon ausgehen, dass bei Unternehmen mit einem normalen bis starken Streubesitz entsprechende Genehmigungen nicht erteilt werden. Auf der anderen Seite darf man jedoch nicht vergessen, dass sich Unternehmen vor einem Börsengang mit den entsprechenden Ermächtigungen „ausstatten“ werden und damit für bis zu 5 Jahre im gelisteten und öffentlichen Bereich entsprechende Ermächtigungen in der Satzung bestehen.

Sowohl bei den Mehrstimmrechten als auch bei 20-prozentigen Barkapitalerhöhungen kann man insofern auf die Marktkontrolle und dessen Funktionsfähigkeit abstellen. Tut man dies, so könnte man unterstellen, dass entsprechende Tools am Markt sanktioniert werden und eine Bewertung derartiger Aktien schlechter ausfällt als von Unternehmen, die derartige Tools nicht vorsehen bzw. nicht nutzen.

Auch hier gilt jedoch zu beachten, dass der Gesetzgeber nicht als Steigbügelhalter für schlechtere Bewertungen oder eine Verkürzung des Anlegerschutzes herhalten sollte. Auch das Argument, dass andere Jurisdiktionen entsprechende Möglichkeiten vorhalten, kann nicht wirklich durchschlagen.

Besonders bedenklich werten wir, dass bei Barkapitalerhöhungen zukünftig eine Anfechtungsklage nicht mehr einschlägig sein soll, sondern die Anleger auf ein Spruchverfahren verwiesen werden.

Dabei schauen wir zugleich und insbesondere auf die von der Industrie immer wieder entfachte Diskussion über eine Reform des Beschlussmängelrechts.

Ein alleiniger Verweis auf Schadensersatz, ohne aber die Rechtmäßigkeit und die Umsetzbarkeit des eigentlichen Beschlusses in Frage zu stellen, ist für uns mit einer besonderen Brisanz verbunden.

Damit entzieht man den Aktionären (erneut) ein wesentliches Werkzeug zur Kontrolle und Durchsetzung der Eigentümerinteressen und damit der Interessen der Risikoträger, ohne dass dies in irgendeiner Weise angezeigt wäre oder aber es einen Grund gibt, dies über Wachstumsunternehmen im nicht-börsennotierten Bereich hinaus möglich zu machen.

Verweist man die Bestands- und damit die Altaktionäre allein auf einen möglichen Schadensersatz, wirkt dies unmittelbar auf die Eigentümerposition und damit auf die Eigentumsrechte.

Der oftmals angeführte Hinweis, die Bestandsaktionäre könnten durch einen Kauf über die Börse ihren ursprünglichen Anteil am Unternehmen wiederherstellen, greift dabei deutlich zu kurz. Zudem nötigt dieser Hinweis die Bestandsaktionäre zugleich, neues Geld in die Hand nehmen zu müssen.

So wird schon heute - unabhängig von der Interessenlage des Vorstandes oder des Aufsichtsrates - die Nutzung einer bezugsrechts-

freien Barkapitalerhöhung von den Aktionären höchst sensibel eingeschätzt und oftmals abgelehnt oder nur im höchst überschaubaren Rahmen genehmigt. Dies lässt sich auch an den Abstimmungsempfehlungen der einschlägigen Stimmrechtsberater oder aber der zahlreichen Fondsgesellschaften, die ihre Stimmen auf den Hauptversammlungen ausüben, erkennen.

Eine 20-prozentige Barkapitalerhöhung verändert auch das Aktionariat in einer solch intensiven Art und Weise, dass die Bestandsaktionäre nicht allein auf den Weg des Schadenersatzes beschränkt sein dürfen.

Die durch eine 20-prozentige Barkapitalerhöhung herbeigeführten Veränderungen sind durch den Verweis auf das Spruchverfahren irreversibel und es werden Fakten geschaffen, die durch eine Schadenersatzzahlung nicht mehr verändert oder abgemildert werden können.

Die große Gefahr ist darin zu sehen, dass sich Vorstände und Aufsichtsräte neue, dann zugleich dominante Aktionäre selbst aussuchen und damit ihre ganz eigenen Interessen verstärkt durchsetzen und zugleich die der Bestandsaktionäre in ihrem Wirkungskreis merklich verwässern.

Auch dies stellt erneut das gesamte Corporate Governance-Gefüge auf den Kopf und die Bestandseigentümer hinten an, obwohl sie das gesamte Risiko tragen.

Betonen möchten wir an dieser Stelle, dass wir die voranstehend dargestellte Problematik insbesondere bei börsennotierten Gesellschaften und damit bei Emittenten, die von einem breiten Publikum gehalten werden, sehen. Auch hier wäre insofern eine Unterscheidung zwischen nicht-gelisteten und gelisteten und damit börsennotierten Gesellschaften höchst sinnvoll.

Schaut man in die Begründung des Zukunftsfinanzierungsgesetzes, so wird insbesondere die Schnelligkeit und die Notwendigkeit der zügigen Umsetzung einer Barkapitalerhöhung als Argument für die Neuregelung angeführt. Dies wird ausschließlich für Unternehmen im nicht-gelisteten Bereich und damit in einer frühen Wachstumsphase gelten. Selbstverständlich finden sich auch im gelisteten Bereich viele Wachstumsunternehmen wieder. Die Ad-hoc-Barkapitalerhöhung ist dort aber nicht einschlägig und auch nicht vermittelbar.

Im Ergebnis wird der Anlegerschutz bereits durch die Möglichkeit einer 20-prozentigen Verwässerung merklich beeinträchtigt bzw. verkürzt und zugleich die Möglichkeit des Korrektivs und des Anlegerschutzes zusätzlich eingeschränkt.

Da eine derartige Verwässerung zu Lasten der Bestandsaktionäre deutlich einschneidend wirkt, darf man ihnen zugleich nicht auch noch in Ergänzung und in einem zweiten Schritt das Anfechtungsrecht

nehmen. Hier werden die Aktionäre also nicht nur einmal, sondern zugleich ein zweites Mal durch die Wegnahme der Anfechtungsmöglichkeit in ihren Rechten unangemessen beschränkt.

Dies ist aus Sicht der DSW nicht akzeptabel und sollte daher dringend angepasst werden.

Die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (DSW) sieht daher die Einführung einer bezugsrechtsfreien Barkapitalerhöhung in Höhe von bis 20 Prozent – wenn überhaupt – ausschließlich für den Bereich der nicht-börsennotierten Gesellschaften als denkbar an.

#### **IV. Anreize für Investoren**

Was in dem Eckpunktepapier angekündigt wurde, aber im Referentenentwurf vollends ausgespart wird, ist die Anlegerseite und damit die Anreizwirkung für Investoren, die gewünschten Investitionen in junge Unternehmen auch tatsächlich und nachhaltig vorzunehmen.

Damit ist das Gesetz aus Anlegergesichtspunkten höchst einseitig, da kein Ausgleich geschaffen wird. Im Gegenteil: Durch die Einführung von Mehrstimmrechten und der Möglichkeit von 20-prozentigen Barkapitalerhöhungen werden Anleger abgeschreckt, in solche Unternehmen zu investieren.

Eine positive Anreizwirkung und eine Stärkung des Shareholder-Engagement könnte sicherlich die Einführung der Möglichkeit der Zahlung einer Bonusdividende für die Anleger darstellen, die ihr Stimmrecht auf der Hauptversammlung ausüben (lassen). Dies würde auch der Intention des europäischen Gesetzgebers entsprechen, der gerade auf mehr Verantwortung durch die Aktionäre setzt, ohne dem „One share – one vote“ Grundsatz entgegenzuwirken.

Ungeachtet dessen ist es aber zwingend notwendig, dass entsprechende Anreize und das auch in steuerlicher Hinsicht auf der Investorenseite gesetzt werden.

Die Stärkung der zweiten und dritten Säule der Altersvorsorge gewinnt aufgrund der demografischen Entwicklung immer mehr an Bedeutung und sollte weiter gefördert werden. Die Erhöhung des Sparerfreibetrages um lediglich 199 Euro (was netto rund 49 Euro ausmacht) ist sicherlich nicht der Impuls, der hier notwendig und ergiebig ist, um Spareinlagen in Eigenkapital umzuwandeln.

Der Weg, den die Bundesregierung beim Thema Mitarbeiterbeteiligungen geht und eine Erhöhung der Beträge auf rund 5.000 Euro vorsieht, sollte auch die Blaupause für die Sparerfreibeträge sein. Auch hier ist es notwendig, diese auf 5.000 Euro zu erhöhen, um die entsprechenden Anreize zu setzen.

Neben der deutlichen Erhöhung des Sparerfreibetrages sollte es zudem möglich sein, ungenutzte Freibeträge auf neue Rechnung vorzutragen und über die Jahre zu kumulieren. Dies ist deswegen von großer Bedeutung, da es gilt, die langfristige Anlage in Wertpapiere zu fördern. Stellt man bei dem Freibetrag allein auf die jeweilige Jahres-scheibe ab, wird genau diese Langfristigkeit der Kapitalanlage konterkariert.

Wir möchten diese Stellungnahme nicht mit unserer positiven Wertung der Aktienrente und der Notwendigkeit, eine solche kurzfristig in Deutschland einzuführen, überfrachten. Parallel und solange eine Aktienrente in Deutschland nicht umgesetzt wird, sollte aber eine Lösung für die dritte Säule der Altersvorsorge und damit für die private, eigenverantwortliche Vorsorge in Form eines Rentenplans ähnlich der in den USA vorherrschenden 401K-Pläne eingeführt werden.

Über ein solches Vehikel können deutliche steuerliche Anreize gesetzt und damit die Ziele des Zukunftsfinanzierungsgesetzes aufgrund der dadurch freigesetzten Mittel erreicht werden. Zugleich würde die Lebensqualität und finanzielle Ausstattung der Bürgerinnen und Bürger im Rentenalter merklich verbessert werden.

Insgesamt sind wir davon überzeugt, dass wir es hierzulande ohne derartige Anreize nicht schaffen werden, die Spareinlagen der Bürgerinnen und Bürger freizusetzen und für den Aufbau und das Wachstum von Unternehmen in Form von Eigenkapital zur Verfügung zu stellen.

Angekündigt wurde im Eckpunktepapier unter anderem auch eine Beendigung der verfassungswidrigen, eingeschränkten Verlustverrechnung bei Termingeschäften und Totalverlusten bei Aktien sowie Anleihen und Forderungen.

Es ist uns ein Rätsel, warum die Bundesregierung hier sehenden Auges die Verfassungswidrigkeit dieser Regelungen ignoriert und nicht eine uneingeschränkte Verlustverrechnung über alle Anlagegattungen und Verluste hinweg möglich macht, wie es im Eckpunktepapier noch ausdrücklich angeführt wurde.

Wir würden uns freuen, wenn Sie unsere voranstehenden Gedanken in die Erörterungen in Ihrem Hause einbeziehen, und stehen Ihnen für einen weiteren Austausch zu diesem Thema gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen



Marc Tüngler



Christiane Hölz