

DSW e.V. Postfach 35 01 63 40443 Düsseldorf

An das
Bundesministerium der Justiz
Frau Daniela Pferr
Referatsleiterin
Mohrenstraße 37

10115 Berlin

Düsseldorf, den 21. Februar 2023



**DSW-Stellungnahme zum
Richtlinienentwurf zu Mehrfachstimmrechtsstrukturen bei
Gesellschaften, die eine Zulassung zum Handel ihrer Aktien
an einem KMU-Wachstumsmarkt anstreben**

Sehr verehrte Frau Pferr,

wir bedanken uns sehr für Ihr Schreiben vom 20. Januar 2023, mit dem Sie uns die Gelegenheit geben, zum Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Richtlinie zu Mehrfachstimmrechtsstrukturen bei Gesellschaften, die eine Zulassung zum Handel ihrer Aktien an einem KMU-Wachstumsmarkt anstreben, Stellung zu nehmen.

Dabei werden wir uns in dieser Stellungnahme von dem Richtlinien-Vorschlag der Europäischen Kommission ein wenig lösen und mit Blick auf das anstehende Zukunftsfinanzierungsgesetz konkrete Regelungsvorschläge unterbreiten.

I. Einleitung

Die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (DSW) steht der Wiedereinführung von Mehrfachstimmrechten grundsätzlich skeptisch gegenüber.

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

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
e-Mail:
dsw@dsw-info.de

Präsident:
Ulrich Hocker
Vizepräsidenten:
Daniela Bergdolt
Klaus Nieding
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

Zieht man heute die seinerzeitige Begründung des KonTraG zu Rate, so ist durchaus die Frage zu stellen, ob sich das Umfeld und damit die Basis für das Verbot von Mehrfachstimmrechten 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. Der Grundsatz „One Share – One Vote“ ist die Basis für die Position des Aktionärs als Miteigentümer der Aktiengesellschaft, und die deutsche und europäische Gesetzgebung haben darauf aufbauend die Hauptversammlung in den vergangenen Jahren immer stärker in die Verantwortung einbezogen. 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 über die Ausübung des Stimmrechts möglich.

Im Übrigen widerspricht die Rückorientierung an den 90er Jahren auch dem Trend der vergangenen Jahre, in denen in vielen Fällen, z.B. bei Ahlers und Ceconomy, 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.

Grundsätzlich unterstützt die DSW das hehre Ziel der Europäischen Kommission, mehr 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. den nötigen Impuls gibt, ist zumindest zweifelhaft. Studien zeigen, dass Unternehmen, die Mehrfachstimmrechte abgeschafft haben, einen positiven Effekt auf die Kapitalkosten und einen höheren Marktwert erzielen konnten¹, was den Schluss zulässt, dass Anleger einfachere Kapitalstrukturen vorziehen.

¹ 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.

Zudem kann durch die Einführung von Mehrfachstimmrechten das Principal-Agent-Problem und die daraus resultierenden Interessenkonflikte verschärft werden, deren Begrenzung einer der wesentlichen Eckpfeiler der Corporate Governance-Bestrebungen ist.

Wirklich messbare und positive Ergebnisse können daher nur erreicht werden, wenn man auf dem Weg zu einem attraktiven Kapitalmarkt nicht zugleich die Anleger vergisst oder diese aber in ihren Rechten so einschränkt, dass es für sie nicht mehr attraktiv ist, ihr Kapital zur Verfügung zu stellen.

Letzteres ist ein Aspekt, der uns als DSW auch bei anderen Gesetzgebungsvorhaben in den vergangenen Jahren sehr umtreibt. So sehr es zu begrüßen wäre, wenn mehr Unternehmen den Weg an die Börse finden und auch dort verbleiben, so wenig darf dies auf dem Rücken der Aktionäre oder der Aktionärsrechte vollzogen werden. Auch abseits der Frage, ob Mehrfachstimmrechte den richtigen Weg weisen, gilt es insofern mehr an die Anleger zu denken und deren Position in die verschiedenen Maßnahmen des Zukunftsfinanzierungsgesetzes und darüber hinaus einzuweben.

Die Europäische Kommission führt in der Begründung und Einleitung ihres Vorschlages für die hier einschlägige Richtlinie an, dass zu beobachten ist, dass Unternehmen den heimischen Markt verlassen und andere Rechtssysteme suchen, um danach an die Börse zu gehen. Konkret wird exemplarisch eine Sitzverlegung in die Niederlande erwähnt, um dort das Governance-System zu nutzen.

Erwähnt werden sollte in diesem Zusammenhang aber auch, dass andere Unternehmen diesen Weg eben 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. Entscheidend ist daher, nicht nur das Angebot auf der Emittentenseite bei der Entscheidung über die Einführung von Mehrfachstimmrechten zu berücksichtigen, sondern auch die Nachfrage auf der Investorensseite.

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.

II. Mehrfachstimmrechte

Die DSW wertet vor dem Hintergrund der voranstehenden Zeilen die Wiedereinführung von Mehrfachstimmrechten 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 diesen verstärkten Bemühungen zur Steigerung der Attraktivität des deutschen Kapitalmarktes aber nicht im Wege stehen und könnte sich daher vorstellen, dass allein, um Nachteile für Deutschland und einen verstärkten Wettbewerb um Wachstumsunternehmen in Europa zu vermeiden, in einem sehr klar abgesteckten Rahmen die Einführung von Mehrfachstimmrechtsaktien im Ausnahmefall und zeitlich befristet möglich gemacht werden.

III. Voraussetzung zur Einführung von Mehrfachstimmrechten

Sofern folgende Voraussetzungen kumulativ vorliegen, können wir uns Mehrfachstimmrechte auch im deutschen System vorstellen:

1. Ausschließlich für Wachstumsmärkte

Wie in der EU-Richtlinie vorgeschlagen, sind auch wir der Überzeugung, dass Mehrfachstimmrechte ausschließlich für spezielle Wachstumsmärkte bzw. -segmente erlaubt werden dürfen. Allerdings sollte klar sein, dass eine Aufnahme solcher Wachstumsunternehmen in die Qualitätsindices z.B. der Deutschen Börse ausgeschlossen ist, bis das Mehrfachstimmrecht wieder abgeschafft wird. Eine darüber hinaus gehende Regelung, die z. B. bedeuten könnte, dass ein Unternehmen mit Mehrfachstimmrechten in die Auswahl-Indices aufgenommen wird, wäre ein fatales Signal für den Finanzmarkt Deutschland und sollte daher unbedingt vermieden werden.

2. Verfallsklausel

Neben der Beschränkung von Mehrfachstimmrechten auf in Wachstumssegmenten gelisteten Unternehmen ist zudem wichtig, dass vorgesehen wird, dass Mehrfachstimmrechte dann verfallen bzw. erlöschen, wenn die Aktie bzw. das damit verknüpfte Mehrfachstimmrecht übertragen wird. Folgt man dem Ansatz der EU-Kommission, so sollen Mehrfachstimmrechte Eigentümer dazu bewegen, den Kapitalmarkt für sich zu nutzen. Wird nach dem Gang an die Börse die Aktie veräußert und damit die Eigentümerstruktur verändert, sollte folglich auch das Privileg des Mehrfachstimmrechtes fallen. Daher sollte eine Übertragung von Aktien durch die Alteigentümer immer zu einem Untergang des Mehrfachstimmrechtes führen.

3. Zeitliche Begrenzung

Um dem Kapitalmarkt und damit allen Marktteilnehmern klar zu signalisieren, dass Mehrfachstimmrechte ausschließlich als Anreiz für die Alteigentümer dienen, sollten Mehrfachstimmrechte nur für einen überschaubaren und klar begrenzten Zeitraum von maximal drei bis fünf Jahren als Übergangsfrist möglich sein.

Sollte eine Gesellschaft längerfristig mit unterschiedlichen Stimmrechtsklassen arbeiten wollen, so steht dieser der Weg über die stimmrechtslose Vorzugsaktie offen.

Daher sollte das Mehrfachstimmrecht von Beginn an auf einen konkreten Zeitraum regulatorisch beschränkt sein, damit das Unternehmen perspektivisch die Chance hat, in einen Qualitäts-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, dass man zugleich sehr genau weiß, dass dieser Zustand endlich ist.

4. Stimmmehrheit vs. Kapitalmehrheit

Dringend zu beachten ist, dass mit der Wiedereinführung von Mehrfachstimmrechten nicht zugleich unser System, welches zwischen Stimmmehrheiten und Kapitalmehrheiten unterscheidet, grundsätzlich zum Nachteil einzelner Marktteilnehmer verändert wird.

Hier sollten infolge der möglichen Einführung von Mehrfachstimmrechten keine weiteren Anpassungen erfolgen, um nicht Verschiebungen in unserem austarierten System zum Nachteil einzelner Marktteilnehmer herbeizuführen.

5. Einführung von Mehrfachstimmrechten nur vor dem Börsengang

Eigentlich eine Selbstverständlichkeit, möchten wir dennoch unterstreichen, dass die gesamte Konstruktion der Mehrfachstimmrechte damit begründet wird, dass es den Unternehmen und vor allen 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 Mehrfachstimmrechte nur vor einem Börsengang kreiert, umgesetzt und genutzt werden können. Eine Einführung von Mehrfachstimmrechten nach einem Börsengang sollte immer ausgeschlossen sein - auch im Freiverkehr.

Abschließend möchten wir nochmals unterstreichen, dass die Einführung von Mehrfachstimmrechten ausschließlich im Interesse der Alteigentümer erfolgt. Die Idee, dass durch die Einführung von Mehrfachstimmrechten mehr Unternehmen und insbesondere mehr junge Unternehmen den Kapitalmarkt suchen und finden, könnte zumindest mittelbar im Interesse der Anleger liegen, da die Auswahl an Anlageobjekten damit insgesamt steigt.

Allerdings wird durch die Einführung von Mehrfachstimmrechten zugleich der Investment-Case für die Anleger weniger attraktiv, so dass nur im Ausnahmefall, im zeitlich beschränkten Rahmen, die Einführung von Mehrfachstimmrechten akzeptabel erscheint.

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.

Wir verbleiben
mit freundlichen Grüßen aus Düsseldorf