

BVI¹-Stellungnahme zum Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Richtlinie zu Mehrstimmrechtsstrukturen bei Gesellschaften, die eine Zulassung zum Handel ihrer Aktien an einem KMU-Wachstumsmarkt anstreben (KOM-Nummer: COM(2022) 761 final)

Wir danken Ihnen für die Gelegenheit, zum Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Richtlinie über Mehrstimmrechtsstrukturen bei Gesellschaften, die eine Zulassung zum Handel ihrer Aktien an einem KMU-Wachstumsmarkt anstreben (Richtlinie-E über Mehrstimmrechte), Stellung nehmen zu dürfen.

Die deutsche Fondswirtschaft begrüßt die mit dem EU Listing Act verbundene Intention, die europäische Kapitalmarktunion weiterzuentwickeln. Wir befürworten daher grundsätzlich Maßnahmen, die geeignet sind, den deutschen bzw. den europäischen Kapitalmarkt attraktiver zu gestalten. Die Einführung von Mehrstimmrechtsstrukturen bzw. -aktien für börsennotierte bzw. zu notierende Aktiengesellschaften gehört aus unserer Perspektive jedoch nicht dazu. Deshalb lehnen wir diese Vorschläge ab, auch wenn Mehrstimmrechtsstrukturen auf Start-Ups und Wachstumsunternehmen beschränkt sein sollen.

Dies gilt auf nationaler Ebene für das bereits in Planung befindliche Vorhaben im Rahmen eines sog. Zukunftsfinanzierungsgesetzes. Dies gilt aber auch für die nun vorgelegten Vorschläge der Europäischen Kommission für eine Mindestharmonisierung von Mehrstimmrechtsstrukturen auf europäischer Ebene. In keinem Fall sollte der deutsche Gesetzgeber aber mit einer nationalen Lösung den erst anstehenden Diskussionen auf europäischer Ebene vorgeifen.

Die Pflicht auf EU-Ebene zur (Wieder-)Einführung von Mehrstimmrechtsstrukturen bzw. -aktien in Deutschland würde einen Paradigmenwechsel bedeuten und mit dem hierzulande bewährten „one share, one vote“-Prinzip brechen, das seit vielen Jahrzehnten und aus guten Gründen fest verankerter Bestandteil des deutschen Aktienrechts ist. In Deutschland sind Mehrstimmrechtsaktien bereits seit 1937 grundsätzlich unzulässig. Nur mit besonderer ministerieller Genehmigung durfte von derartigen Gestaltungen Gebrauch gemacht werden. 1998 hat sie der Gesetzgeber mit dem Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) endgültig abgeschafft und in § 12 Abs. 2 AktG für verboten erklärt.

Die seinerzeit angeführten Erwägungsgründe zur Abschaffung von Mehrstimmrechtsaktien in Deutschland haben indes auch heute noch unverändert Bestand. Die Einräumung eines Stimmrechtseinflusses, der nicht dem Kapital- und Risikoeinsatz bzw. der Zahl der gehaltenen Aktien entspricht, erfüllt in keinem Fall die Erwartungshaltung von Investoren, denn sie verhindert eine effektive und sanktionsorientierte Eigentümerkontrolle (z.B. durch Entlastungsbeschlüsse bzw. Wahlen) und stellt (bei aktiven Fonds) letztendlich ein Investitionshindernis dar.

¹ Der BVI vertritt die Interessen der deutschen Fondsbranche auf nationaler und internationaler Ebene. Er setzt sich gegenüber Politik und Regulatoren für eine sinnvolle Regulierung des Fondsgeschäfts und für faire Wettbewerbsbedingungen ein. Als Treuhänder handeln Fondsgesellschaften ausschließlich im Interesse des Anlegers und unterliegen strengen gesetzlichen Vorgaben. Fonds bringen das Kapitalangebot von Anlegern mit der Kapitalnachfrage von Staaten und Unternehmen zusammen und erfüllen so eine wichtige volkswirtschaftliche Funktion. Die 114 Mitgliedsunternehmen des BVI verwalten rund 4 Billionen Euro Anlagekapital für Privatanleger, Versicherungen, Altersvorsorgeeinrichtungen, Banken, Kirchen und Stiftungen. Deutschland ist mit einem Anteil von 28 Prozent der größte Fondsmarkt in der EU.



Dass Aktien ohne Stimmrecht in der Praxis regelmäßig mit einem Abschlag gehandelt werden, bestätigt dabei ganz deutlich die Ablehnung vonseiten der Investoren und unterstreicht die in dem Richtlinie-E über Mehrstimmrechte zitierte Resonanz diverser Kapitalmarktteilnehmer (vgl. Fn. 29 und 33).

Fondsanbieter passiver Produkte (ETF) müssten zudem in Kauf nehmen, dass sie aufgrund einer etwaigen Indexgebundenheit u.U. gezwungen sein werden, Aktien von Unternehmen mit Mehrstimmrechtsstrukturen zu erwerben, obwohl diese unter Corporate Governance-Kriterien nicht investierbar sind.

Die Verweise der EU-Kommission, dass Mehrstimmrechtsaktien in einigen EU-Staaten (z.B. Skandinavien) bereits gängige Praxis seien, sind aus Perspektive der deutschen Fondswirtschaft letztlich kein durchschlagendes Argument für eine Einführung in Deutschland. Gerade für Kapitalverwaltungsgesellschaften, die als institutionelle Investoren das Vermögen Dritter anlegen, sind hinreichende Mitwirkungsmöglichkeiten in den Portfoliounternehmen notwendig, um ihren treuhänderischen Pflichten sachgerecht nachkommen zu können. Die Praxis bei Portfoliounternehmen mit Mehrstimmrechtsstrukturen anderer EU-Staaten offenbart dabei vielfach die zahlreichen Probleme für Investoren, wenn Mitwirkungsmöglichkeiten eingeschränkt werden oder vollständig entfallen.

Die Einführung von Mehrstimmrechtsaktien auf EU-Ebene widerspräche im Übrigen auch sämtlichen politischen Bemühungen, die gerade darauf abzielen, das Shareholder-Engagement von Investoren in Europa z.B. im Interesse der Finanzmarktstabilität oder der gesamtwirtschaftlichen Transformation hin zur Nachhaltigkeit zu intensivieren.

Die EU-Kommission hat in zwei Grünbüchern (2010: Grünbuch Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik und 2011: Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen) u.a. die Kurzfristorientierung und Passivität von Investoren als Hintergrund für die ausbleibende Intervention während der Finanzkrise identifiziert. Als Reaktion hierauf wurden mit den Aktionärsrechterichtlinien I und II (SRD I und SRD II) die Positionen der Eigentümer gestärkt und mit einer vereinfachten, auch grenzübergreifenden Ausübung der Stimmrechte ein stärkeres Engagement zwischen Investoren und Unternehmen gefordert.

Die EU-Kommission hat darüber hinaus erkannt, dass die Finanzmärkte bzw. eine gesteigerte Mitwirkung und der (Stimmrechts-)Einfluss von Investoren eine Schlüsselrolle spielen, um die nachhaltige Transformation der Wirtschaft mittels Sustainable Finance entscheidend zu beschleunigen.

Die Einführung von Mehrstimmrechtsaktien würde diesen wichtigen Initiativen indes entgegenstehen, denn eine wesentliche Voraussetzung zur Durchsetzung der Aktionärs- bzw. weitergehender und übergeordneter Interessen ist die Gleichbehandlung der Eigentümer gemäß dem „one share, one vote“-Prinzip, das jedem Aktionär eine Stimme im entsprechenden Verhältnis zu seinem Anteilsbesitz garantiert.

Die (Wieder-)Einführung von Mehrstimmrechtsaktien widerspricht somit nicht nur den damaligen Erwägungsgründen des KonTraG bzw. einer notwendigen und effektiven Eigentümerkontrolle bei börsennotierten Aktiengesellschaften, sondern würde auch die künftigen Eingriffs- und Kontrollmöglichkeiten bzw. Transformationskräfte von Investoren z.B. beim Thema Nachhaltigkeit begrenzen.

Im Übrigen bestehen im deutschen Recht schon heute Möglichkeiten einer stärkeren Einflussnahme des Mehrheits- / Gründungsaktionariats etwa über die Rechtsform der Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) oder auch das Instrument der stimmrechtslosen Vorzugsaktie, so dass es der Einführung von Mehrstimmrechtsaktien in Deutschland auch im internationalen Vergleich nicht bedarf.



Im nationalen Kontext würde die Einschränkung von Aktionärsrechten über Mehrstimmrechtsaktien, ebenso wie die zuletzt geführten Diskussionen um virtuelle Hauptversammlungen oder um die Aufweichung des Beschlussmängelrechts, auch die politischen Bemühungen konterkarieren, die Aktienanlage in Deutschland aus Sicht der Investoren insgesamt attraktiver zu machen und auszubauen (z.B. Stichwort „Aktienrente“).

Im Ergebnis berücksichtigen die Vorschläge der Europäischen Kommission aber auch die Eckpunkte des geplanten Zukunftsfinanzierungsgesetzes bei der Diskussion um die Steigerung der Attraktivität von Kapitalmärkten nur unzureichend, dass die Investoren als Kapitalgeber und Risikoträger wesentlicher Bestandteil der Kapitalmärkte sind, deren Erwartungen und Verpflichtungen es zuvorderst zu genügen gilt. Die Attraktivität des deutschen Kapitalmarkts ist dabei für Investoren gerade durch das „one share, one vote“-Prinzip gekennzeichnet, welches unbedingt zu erhalten ist.

Letztlich mangelt es auch an nachvollziehbarer Evidenz, dass die Einführung von Mehrstimmrechtsaktien Börsengänge von KMU in Deutschland tatsächlich begünstigen könnten.