



Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e. V.

DVFA e. V. • Mainzer Landstr. 47 a • 60329 Frankfurt

Bundesministerium der Justiz

Frankfurt, 20. Februar 2023

Kapitalgesellschaftsrecht – Mehrstimmrechtsaktien

Kommentierung zum Vorschlag der EU Kommission für eine Richtlinie zur Einführung von Mehrstimmrechtsstrukturen / EU Listing Act [COM (2022) 761 final]

Sehr geehrte Damen und Herren,

grundsätzlich ist die mit dem EU Listing Act verbundene Absicht einer stärker harmonisierten und vereinfachten Kapitalmarktunion begrüßenswert. Insbesondere die Kostenreduktion für Unternehmen zur Notierung an einer Börse innerhalb der EU ist positiv zu bewerten, um so einen besseren und einfacheren Eigenkapitalzugang zu erhalten. Jedoch beinhaltet der aktuelle Vorschlag hinsichtlich der Mehrstimmrechte einen kritischen Punkt, den wir ablehnen und bei dem wir Änderungen vorschlagen, um die grundsätzlichen Ziele des EU Listing Acts nicht zu verfehlen.

Die bis 1998 bestehende Gattung der Mehrstimmrechte wurde mit Einführung des KonTraG nicht nur abgeschafft, sondern ist seitdem gemäß § 12 Abs. 2 AktG verboten. Die vor 25 Jahren angeführten Erwägungsgründe sind auch heute noch gültig. Namentlich manifestiert sich darin der Widerspruch, dass sich der Einfluss der Aktionäre („Stimmrechtsmacht“) grundsätzlich an der Anzahl der gehaltenen (stimmrechtsberechtigten) Aktien orientiert.¹

Mehrstimmrechte belasten außerdem das Verhältnis zwischen Aktionariat und Verwaltung und können ein effektives, sanktionsorientiertes (u. a. durch Entlastungsbeschluss bzw. Wahl)

¹ Siehe hierzu u. a. BT-Drucksache 13/9712, Begründung zum KonTraG: <https://dserver.bundestag.de/btd/13/097/1309712.pdf>

System von „Checks & Balances“ durch die anderen Eigentümer verhindern. Dass Aktien ohne Stimmrecht regelmäßig mit deutlichem Abschlag gehandelt werden, zeigt die Ablehnung vonseiten der Investoren und bestätigt die in Fn. 29 und 33 des Vorschlags zitierte Resonanz verschiedener Kapitalmarktteilnehmer.

Die EU-Kommission hat in zwei Grünbüchern (2010: Greenpaper on Corporate Governance in Financial Institutions und 2011: Greenpaper on Corporate Governance) u. a. die Kurzfristorientierung und Passivität von Investoren als Hintergrund für die ausbleibende Intervention während der Finanzkrise identifiziert. Als Antwort 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 gefördert.

Eine wesentliche Voraussetzung zur Durchsetzung der Aktionärsinteressen ist die Gleichbehandlung aller Eigentümer gemäß dem „One-Share, One-Vote“-Prinzip, das jedem Aktionär eine Stimme linear proportional zum Anteilsbesitz garantiert. Eine Wiedereinführung würde daher nicht nur den damaligen Erwägungsgründen grundsätzlich widersprechen, sondern auch die künftigen Eingriffsmöglichkeiten begrenzen.

Aktuell bestehen im deutschen Aktienrecht bereits anderweitige Möglichkeiten für Aktionäre, ihre Rechte vom Anteilsbesitz zu entkoppeln. Dazu gehört neben der Rechtsform der Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) auch das Instrument der stimmrechtslosen Vorzugsaktie. Letztere sollte ursprünglich mit einer nennenswert höheren Dividende für den Kursabschlag und das fehlende Stimmrecht kompensieren. Mittlerweile sind die Dividendenprämien allerdings deutlich geschrumpft und stellen keinen nennenswerten Ausgleich mehr dar.

Darüber hinaus sind ausweislich des Vorschlags außerdem Loyalty Shares, Voting Rights Ceilings und Non-Voting Share auf europäischer Ebene bereits erlaubte Mittel. Eine grundsätzlich zurückhaltende Position ist aus Investorensicht durch das Auseinanderfallen von Risiko und Kontrolle durch Mehrfachstimmrechte manifestiert. Insbesondere institutionelle Investoren müssen als Treuhänder das Vermögen Dritter anlegen und verwalten.

Für den Fall einer politisch gewollten Einführung von Mehrstimmrechten in Deutschland erachten wir folgende Begrenzungsmaßnahmen als zwingend:

- Betonung von Nr. (10) des Vorschlags bzw. Art. 5 durch: Klare zeitliche und volumenmäßige Begrenzung der Stimmrechte: max. 3 Jahre für 50 % (mind. aber 33 %) der Stimmrechte, danach max. 25 % für weitere 2 Jahre)
- Im Interesse des Anlegerschutzes kein Zugang zum Prime Standard bzw. zu wesentlichen Indizes (z.B. TecDAX, SDAX, MDAX, DAX)
- Keine Übertragung von Mehrstimmrechten bei Ableben und Ausscheiden von Gesellschaftern
- Automatismus für Umwandlung von Mehrstimmrechtsaktien, wenn Anteilsbesitz des Gründers/der Gründer gemessen am Grundkapital individuell oder kumulativ unter gewisse Schwellen fällt (z.B. 10 % individuell/50 % kumulativ)
- Vorbehalt für wesentliche HV-Beschlüsse für Minderheitsaktionäre (insbesondere für wesentliche Nachhaltigkeitsfragen)

Für einen Austausch zu unseren Vorstellungen stehen wir gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

Ingo Speich

Co-Leiter Kommission
Governance & Sustainability
Leiter Fachausschuss
Governance & Stewardship

Hendrik Schmidt

Mitglied Fachausschuss
Governance & Stewardship
Leiter Fachbeirat
DVFA Scorecard for Corporate Governance