

An das

Bundesministerium der Justiz
z. Hd. Dr. Litsoukov
Mohrenstraße 37
11017 Berlin

sowie das

Bundesministerium der Finanzen
z. Hd. Dr. Henzler / PD Dr. Krolop
Wilhelmstraße 97
10117 Berlin

Geschäftszeichen: VII B 1 - WK 2000/22/10001 :009

Dokument: 2023/0364569

per E-Mail an:

- ZuFinG@bmf.bund.de
- IIIA7@bmj.bund.de

Verbändeanhörung

Stellungnahme zum

Entwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz - ZuFinG)

10. Mai 2023

Impressum

*Initiative Minderheitsaktionäre e.V.
Leipziger Platz 9
10117 Berlin*

info@initiative-minderheitsaktionaeere.org

Vorbemerkung

Mit Schreiben vom 12. April 2023 hat uns das Bundesministerium der Justiz den Entwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsförderungsgesetz - ZuFinG) mit der Bitte um Stellungnahme vorgelegt. Dieser Bitte kommen wir gerne nach. Die Initiative Minderheitsaktionäre konzentriert sich nachfolgend auf die Punkte, die aufzeigen, dass der Entwurf jedenfalls in Teilen noch einer weiteren Überarbeitung bedarf, damit er den Bedürfnissen der Praxis und dem Schutz aller Aktionäre entspricht.

I. Einführung

Die Initiative Minderheitsaktionäre begrüßt ausdrücklich, dass der Gesetzgeber eine umfassende Verbesserung des Rechtsrahmens des deutschen Kapitalmarkts und eine Stärkung der Unternehmensfinanzierung ins Auge fasst. Die steuerlichen Anreize, die etwa durch Reformen in der dry income-Besteuerung bei Mitarbeiterbeteiligungen oder durch die Erhöhung von Freibeträgen für die Kapitalvorsorge getroffen werden, bieten Potential für positive Entwicklungen im Bereich der privaten Altersvorsorge über Aktien. Soweit es der Haushalt zulässt, sollte über eine deutlich stärkere Erhöhung dieser Freibeträge nachgedacht werden. Aus unserer Sicht bestehen gegen die Einführung einer E-Aktie und die Vorschläge für Börsenmantelaktiengesellschaften keine Bedenken. Gleiches gilt für die vorgesehene Klarstellung zum record date. Die Initiative Minderheitsaktionäre begrüßt vielmehr die damit verbundenen Liberalisierungen im Unternehmensrecht ebenso wie die erweiterten Anlagemöglichkeiten in SPACs. Dem internationalisierten Sprachgebrauch folgend sollte aber die Bezeichnung „SPAC“ auch in der Firmierung ausreichen. Der Begriff „Börsenmantel-AG“ wird sich in der Praxis kaum durchsetzen und seine verpflichtende Verwendung im Namen der Gesellschaft könnte eher dazu führen, dass weiterhin nach luxemburgischem Recht gegründete SPACs in Deutschland eine Börsennotierung suchen. Eine solche Verpflichtung stünde auch im Widerspruch zur ansonsten angestrebten Internationalisierung, beispielsweise in der von uns ebenfalls begrüßten Zulässigkeit englischsprachiger Kommunikation mit der BaFin. Andere geplante Änderungen würden hingegen im Falle ihrer Umsetzung deutliche Verschlechterungen des aktuellen Schutzniveaus für Minderheitsaktionäre darstellen. Teilweise hat der Gesetzgeber auch Änderungspotentiale übersehen.

II. Änderungen des WpÜG und der WpÜG-Angebotsverordnung

Die vorgeschlagenen Änderungen des WpÜG und der WpÜG-Angebotsverordnung sind bislang überwiegend formaler Natur. Dabei gab es in der Vergangenheit eine Vielzahl an Vorschlägen, das Übernahmeverfahren zu vereinfachen und gerade auch für Minderheitsaktionäre interessanter zu gestalten.

Zu nennen wäre hier unter anderem der europaweit wohl einzigartige Umfang der Veröffentlichungspflicht auch weltweit sämtlicher (auch vom Angebot nicht betroffener) Tochterunternehmen von gemeinsam handelnden Personen und der sie kontrollierenden

Personen. Dabei ist dem Informationsbedürfnis der Aktionäre der Zielgesellschaft bereits damit gedient, wenn sie die tatsächlich gemeinsam handelnden Personen sowie deren jeweils kontrollierende Personen kennen. Der Erkenntniswert über andere Tochtergesellschaften von kontrollierenden Personen ist beschränkt, kann aber ein beträchtliches faktisches Hindernis für die Abgabe eines freiwilligen Erwerbsangebots oder von konkurrierenden Angeboten darstellen. Wir empfehlen eine entsprechende Korrektur in Übereinstimmung mit den europäischen Standards.

Ungewöhnlich erscheint die Beschränkung der Relevanz von Nacherwerben auf außerbörsliche Transaktionen. Andere Rechtsordnungen führen eine solche Differenzierung zu Recht nicht durch. Dies gilt um so mehr, als jedenfalls im deutschen Schrifttum selbst außerbörsliche Transaktionen bis zum Börsenkurs freigestellt werden sollen. Gerade bei marktengen Titeln würden hier Umgehungsmöglichkeiten geschaffen, die dem Sinn und Zweck dieser „best-price-rules“ widersprechen.

III. Mehrstimmrechte

Unsere Kritik an Mehrstimmrechten in börsennotierten Gesellschaften haben wir bereits in unserer Stellungnahme zum Kommissionsentwurf zum EU Listing Act deutlich gemacht.¹ Mehrstimmrechte schädigen die vor über 20 Jahren hart erkämpften Fortschritte in der Corporate Governance in Deutschland. Das one share, one vote-Prinzip sorgt für eine faire Verteilung von Einfluss und Investitionsrisiko und stellt sicher, dass Investoren nur solche Risiken eingehen, die sie selbst zu tragen haben. Die KGaA und Vorzugsaktien ermöglichen bereits jetzt ein Auseinanderfallen von Risiko und gesellschaftsrechtlichem Einfluss und stehen bei Marktteilnehmern zu Recht in der Kritik. Weitere Gestaltungen in diese Richtung zu ermöglichen, wären ein Schritt in die falsche Richtung.

Das langfristige Auseinanderfallen von Stimmkraft und Risikobeteiligung wirkt sich nicht positiv auf das Unternehmensinteresse aus. International zeigt sich, dass betroffene Gesellschaften einen Bewertungsabschlag hinnehmen müssen. Der Hype um Mehrstimmrechte ist an den internationalen Kapitalmärkten bereits vorbei. Der Gesetzgeber kodifiziert hier eine Alternative, für die kein Bedarf besteht. Auch weltweit agierende Stimmrechtsberater wie ISS und Glass Lewis beurteilen Mehrstimmrechte ausweislich ihrer aktuellen Guidelines grundsätzlich kritisch.² Die vielfach mangelnde Bereitschaft von Unternehmen, ein Listing in Deutschland anzustreben, ist nicht etwa in der fehlenden Möglichkeit von Mehrstimmrechten begründet, sondern in den schlechten Finanzierungsbedingungen an deutschen Kapitalmärkten. Hier sollten dringend notwendige Verbesserungen ansetzen. Gerade Mehrstimmrechte sind aber prinzipiell geeignet, Defizite in der Corporate Governance weiter zu fördern und Minderheiten zu unterdrücken.

Positiv ist im Entwurf hervorzuheben, dass die Einführung von Mehrstimmrechten eines einstimmigen Beschlusses bedarf. Es wäre geradezu ein Alptraumszenario gewesen, hätte ein faktisch herrschendes Unternehmen auch mit qualifizierter Mehrheit zu seinen Gunsten

¹ Stellungnahme Initiative Minderheitsaktionäre vom 21.02.23, abrufbar unter https://www.bmj.de/SharedDocs/Gesetzgebungsverfahren/DE/RL_Mehrstimmrechte.html.

² ISS, Continental Europe Proxy Voting Guidelines, 2023, S. 13 f.; Glass Lewis, Continental Europe 2023 Policy Guidelines, S. 58 f.

Mehrstimmrechte einführen können.

Ebenfalls positiv ist zu sehen, dass der Entwurf klare sunset clauses für diese Mehrstimmrechte vorsieht und diese unter anderem bei jeder Übertragung erlöschen. Denn wenn man vielleicht bei der Gründergeneration noch über die Berechtigung einer Kontrolle trotz Kapitalabgabe nachdenken kann, dann gilt dies jedenfalls nicht für den derivativen Erwerber. Hiervon muss aber auch eine bloß wirtschaftliche Übertragung erfasst sein, um Schlupflöcher zu vermeiden.

Die Regelung im Referentenentwurf zum zeitbasierten Erlöschen von Mehrstimmrechten sehen wir hingegen kritisch. Ein nach dem Entwurf denkbarer Bestehenszeitraum von zwei Jahrzehnten ist wesentlich zu lang. Mehrstimmrechte sollten maximal für eine Übergangsperiode von fünf Jahren zur Verfügung stehen.³ Für die weiteren Satzungsgestaltungen, die § 134 Abs. 2 Satz 8 AktG-E ermöglicht, bieten sich event sunset clauses an, die öffentliche Übernahmeangebote oder qualifizierte Kontrollerwerbe umfassen.⁴

Nicht zuletzt fehlt es an hinreichenden Schutzmechanismen insbesondere im Bereich der Sonderprüfung. Dieses Instrument ist spezifisch zum Schutz von Minderheitsaktionären gedacht und muss daher unbedingt vor nachteiligen Effekten durch Mehrstimmrechte geschützt werden. Folglich sollten Mehrstimmrechte bei der Abstimmung über die Durchführung einer Sonderprüfung nur einfach zählen.⁵

Eine Ausnahme von der Angebotspflicht gem. § 35 WpÜG infolge des Überschreitens der Kontrollschwelle beim Wegfall von Mehrstimmrechten, wie teilweise gefordert, lehnen wir ab. Andernfalls drohen missbräuchliche Gestaltungen durch gezielten und abgestimmten Beteiligungsaufbau und eine anschließende Aufgabe von Mehrstimmrechten.⁶ Die Möglichkeit einer Befreiung im Einzelfall gem. § 37 WpÜG ist völlig hinreichend.

Auch das Maximalstimmverhältnis von 10:1 erscheint hoch angesetzt. Es würde einem Gesellschafter mit einem Anteil von nicht mehr als 10% erlauben, eine Gesellschaft jedenfalls über 10 Jahre zu kontrollieren. Dieses massive und langfristige Auseinanderfallen von Stimmrecht und Kapitalrisiko lässt eine ineffiziente Verwendung von Ressourcen befürchten.

IV. Recht der Kapitalerhöhung

Die im Gesetzesentwurf geplanten Reformen im Recht der Kapitalerhöhung lehnen wir ab. Sie widersprechen nicht zuletzt den Bedürfnissen der Praxis.

Der Entwurf erlaubt einen vereinfachten Bezugsrechtsausschluss bis zu 20% und verdoppelt damit den bisherigen gesetzlichen Maximalrahmen. Der Entwurf übersieht dabei, dass sich gerade in börsennotierten Gesellschaften seit langem keine Mehrheiten für solche

³ Stellungnahme Initiative Minderheitsaktionäre vom 21.02.23, S. 7.

⁴ Stellungnahme Initiative Minderheitsaktionäre vom 21.02.23, S. 7.

⁵ So selbst der im Übrigen sehr konziliante Handelsrechtsausschuss des Deutschen Anwaltvereins in seiner Stellungnahme zum EU Listing Act, S. 21.

⁶ Stellungnahme Initiative Minderheitsaktionäre vom 21.02.23, S. 8.

umfassenden Bezugsrechtsausschlüsse mehr finden. Gerade die einflussreichen Stimmrechtsberater unterstützen seit langem keine Bezugsrechtsausschlüsse von mehr als 10% mehr. Und erst vor zwei Tagen scheiterte bei einer börsennotierten Frankfurter Aktiengesellschaft der Versuch der Verwaltung, einen umfassenden Bezugsrechtsausschluss durchzusetzen. Mit anderen Worten: Diese Erhöhung mag von einzelnen Vorständen und Aufsichtsräten gewünscht sein – sie geht aber am Bedürfnis der Praxis vorbei. Werden solche Ermächtigungen vor einem IPO verabschiedet, drohen Bewertungsabschläge bis hin zu Platzierungsrisiken.⁷

Die Verlagerung von Bewertungsfragen ins Spruchverfahren und die Bestimmung des Anteilswertes über den Börsenkurs ist abzulehnen.

Die Verschiebung des Rechtsschutzes vom Anfechtungs- ins Bewertungsrecht über ein Spruchverfahren in § 255 Abs. 2 AktG-E führt letztlich zu einer Verweigerung effektiven Rechtsschutzes für Kleinaktionäre.

Die Gewährung effektiven rechtlichen Gehörs für Aktionäre im Spruchverfahren ist in den letzten Jahren mehr als nur rückläufig. Auch in sich widersprüchliche Planungsannahmen der Gesellschaften werden immer seltener kritisch überprüft und stattdessen auf den angeblichen Prüfungsmaßstab einer bloßen „Vertretbarkeit“ verwiesen. Und selbst grundlegende Verfahrensrechte wie das Recht auf Eintritt in das Strengbeweisverfahren sollen im Spruchverfahren nicht gelten.⁸ Mit anderen Worten: Das Spruchverfahren soll damit die einzige zivile Verfahrensart sein, in der es kein Recht auf Beweis geben soll. Ein effektiver und ernstzunehmender Rechtsschutz ist damit nicht möglich. Auf das Ergebnis eines Spruchverfahrens vertraut heute kein Kleinaktionär mehr.

Um möglichen Missbräuchen des Anfechtungsverfahrens entgegenzutreten, genügt die bestehende Möglichkeit eines Freigabeverfahrens. Aufgrund der dort gesetzlich vorgeschriebenen Interessenabwägung ist ein Obsiegen eines „räuberischen Aktionärs“ ausgeschlossen. Dem rechtschaffenden Aktionär muss hingegen auch die Anfechtungsmöglichkeit wegen einer ungemessenen Bewertung offenbleiben. Ihr Ausschluss würde dem Missbrauch gerade durch faktisch herrschende Mehrheitsgesellschafter mit Blick auf den Zustand der Rechtsprechung in Spruchverfahren Tür und Tor öffnen.

Ebenso abzulehnen ist die verpflichtende Bewertung von börsennotierten Gesellschaften anhand ihres Börsenkurses, wie ihn § 255 Abs. 4 Satz 1 AktG-E vorsieht. **Der Börsenkurs ist grundsätzlich ungeeignet zur Bestimmung des wahren Wertes einer Gesellschaft.** Auch in anderen Jurisdiktionen sind entsprechende Versuche interessierter Kreise zurückgewiesen worden. Der Börsenkurs kann schon deshalb nicht den tatsächlichen Ertragswert widerspiegeln, weil gerade die Akteure mit umfassendem Wissen – die Gesellschaft selbst und ihre Insider – vom Gesetzgeber aus guten Gründen vom alltäglichen Börsenhandel ausgenommen wurden. Verfügt aber kein Akteur über bestimmtes tatsächliches Wissen zu der Gesellschaft, kann sich dies denklogisch auch nicht im Börsenkurs niederschlagen. Vielmehr haben gerade die letzten drei Jahre gezeigt, dass die Börse nach wie vor Ausdruck

⁷ Von der Linden/Schäfer, DB 2023, 1077 (1079).

⁸ So u.a. Dorn, Kölner Kommentar AktG, 4. Auflage (2022), Vor §§ 7 -11 SpruchG, Rn. 23.

spekulativer Über- und Unterbewertungen ist. Auch der vorgesehene Ausgleich durch eine Kompensationsleistung der Gesellschaft, die wiederum Rückgriff auf den eintretenden Aktionär haben soll, überzeugt nicht. Man stelle sich vor, der Großaktionär der Wirecard AG hätte im Januar 2020 sein Aktienpaket in die Commerzbank zum damaligen volumengewichteten Durchschnittskurs eingebracht – die Aktionäre der Commerzbank einschließlich des Bundes hätte dies wohl nicht gefreut. Und der im Entwurf gerühmte Ersatzanspruch der Commerzbank gegen den Einbringenden wäre wirtschaftlich wertlos gewesen. Bezahlt hätten dies einmal mehr die Aktionäre der Zielunternehmens. Solche potentiellen Missbräuche sollten vom Gesetzgeber verhindert und nicht erst noch ermöglicht werden. Gleiches gilt für Fälle künstlich nach unten gedrückte Börsenkurse, die Literatur und Rechtsprechung unter anderem im Fall Rocket Internet beschäftigt.

Der Börsenkurs spiegelt nicht den wahren inneren Wert einer Unternehmensbeteiligung wider, sondern ist von externen Faktoren, Marktstimmungen, Herdeneffekten und vielen weiteren Verzerrungen geprägt. Der Entwurf sollte entsprechend korrigiert werden.

V. Zur „Börsenmantel-AG“

Es ist grundsätzlich zu begrüßen, dass der Gesetzgeber auch in Deutschland den gesellschaftsrechtlichen Raum für sogenannte SPACs schafft. Die Initiative Minderheitsaktionäre begrüßt es, dass die Zieltransaktion der Zustimmung der Hauptversammlung bedürfen soll. Damit können Missbräuche, die bei anderen Vehikeln in der Vergangenheit jedenfalls nahegelegen haben, ausgeschlossen werden. Der sprachliche Lapsus in § 46 Abs. 3 Satz 1 BörsG-E („drei Viertel [] des anwesenden Grundkapitals“) ist auf die übliche Formulierung eines bei der Beschlussfassung vertretenen Kapitals zu korrigieren. Jedenfalls ist nicht ersichtlich, dass der Reformgesetzgeber hier systemwidrig Enthaltungen als Nein-Stimmen werten wollte. Zu begrüßen ist, dass opponierenden Gesellschaftern wie ein Austrittsrecht gegen Rückzahlung der geleisteten Einlage einschließlich Agio – was bei einem SPAC vor der Zieltransaktion dem wahren Wert der Gesellschaft entspricht – zu gewähren ist. Hier vermittelt das nationale Recht einen zumindest nicht niedrigeren Grad an Rechtsschutz als vergleichbare Rechtsordnungen, was die Wahl des deutschen Rechts im Wettbewerb der Rechtsordnungen jedenfalls nicht negativ beeinflusst. Allerdings sollten die Ablehnung des Beschlusses und die Erklärung eines Widerspruchs zur Niederschrift nur dann wirksame Voraussetzungen eines Andienungsrechts sein, wenn die Gesellschaft auf diese Voraussetzungen hinreichend hingewiesen hat.

Dem internationalisierten Sprachgebrauch folgend sollte aber die Bezeichnung „SPAC“ in der Firmierung auch der Börsenmantel-AG ausreichen. Der Begriff „Börsenmantel-AG“ wird sich in der Praxis kaum durchsetzen.

VI. Zusammenfassung

Das Zukunftsfinanzierungsgesetz setzt an vielen Stellen richtige Akzente, etwa bei der Schaffung steuerlicher Anreize oder bei Mitarbeiterbeteiligungen in Start-Ups. Viele der Deregulierungsmaßnahmen unterstützt die Initiative Minderheitsaktionäre ausdrücklich oder regt – wie bei den Freibeträgen – sogar einen weiteren Ausbau an. Die Wiedereinführung von Mehrstimmrechten sehen wir hingegen kritisch, da die Gefahren für Minderheitsaktionäre

überwiegen und kein praktisches Bedürfnis für einen solchen Schritt erkennbar ist. Ebenso eröffnen die geplanten Neuerungen im Recht der Kapitalerhöhung Raum für Rechtsmissbrauch durch Mehrheitsaktionäre und Verwaltungen. Sie bergen substantielle Gefahren für den Schutz von Minderheitsaktionären und sind geeignet, das Vertrauen in den Kapitalmarkt Deutschland weiter zu schwächen.

Die Initiative Minderheitsaktionäre

Die Initiative Minderheitsaktionäre e.V. wurde 2016 von unabhängigen Anlegern gegründet. Von ihrem Sitz in der Hauptstadt Berlin aus betreibt die Initiative eine Kommunikationsplattform für Informationen rund um die sozialpolitische Funktion der Aktienanlage. Wir wirken auf die Verbesserung der Aktionärsrechte in der Rechts- und Wirtschaftspolitik hin, insbesondere dort, wo Minderheitsrechte über Jahre abgebaut worden sind. Wir möchten einen Dialog mit dem Gesetzgeber, der Justiz, den juristischen Fakultäten, den Medien sowie mit anderen interessierten Zielgruppen darüber führen, wie die Rechte der Anleger wieder gestärkt werden können.

Initiative Minderheitsaktionäre e.V.
Leipziger Platz 9
10117 Berlin
Tel: 030 – 4502 5560
Email: info@initiative-minderheitsaktionaere.org

Vertreten durch:
Robert Peres