

# LISTING ACT

## MEHRSTIMMRECHTSAKTIE

Vorschlag COM(2022) 761 vom 7. Dezember 2022 für eine **Richtlinie über Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien in Gesellschaften, die eine Zulassung ihrer Anteile zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt beantragen**

cepAnalyse Nr. 7/2023

**KURZFASSUNG** [[zur Langfassung](#)]

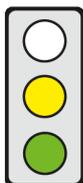
### Hintergrund | Ziel | Betroffene

**Hintergrund:** Laut Kommission scheuen viele kleine Familienbetriebe, Start-ups, Gründer und Unternehmen mit langfristigen Projekten den Gang an die Börse, weil sie sich etwa vor einem Verlust der Kontrolle über zentrale Betriebs- und Investitionsentscheidungen fürchten. Die Kommission will den Unternehmen diese Furcht nehmen und – im Rahmen des im Dezember 2022 vorgelegten Listing Act – die Mitgliedstaaten zur Einführung von Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien verpflichten.

**Ziel:** Die Kommission will die Anreize für kleine Familienbetriebe, Start-ups, Gründer und Unternehmen mit langfristigen Projekten stärken, einen Börsengang in Erwägung zu ziehen.

**Betroffene:** Insbesondere kleine Familienbetriebe, Start-ups, Gründer, Anteilseigner, KMU-Wachstumsmärkte.

### Kurzbewertung



#### Pro

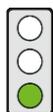
- ▶ Dass alle Mitgliedstaaten Gesellschaften die Nutzung von Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien erlauben müssen, ist aus ordnungspolitischer Sicht unproblematisch. Solche Strukturen können zudem die Attraktivität der EU-Kapitalmärkte im globalen Wettbewerb stärken.
- ▶ Schutzvorkehrungen, die ein Auslaufen der Mehrstimmrechtsaktien bei Ableben, der Geschäftsunfähigkeit oder dem Ausscheiden des Inhabers dieser Aktien vorsehen, sind begründet.
- ▶ Die Transparenzvorgaben sind sachgerecht. Sie dienen der Wahrung des Anlegervertrauens und sind für die erfolgreiche Etablierung von Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien essenziell.

#### Contra

- ▶ Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien sollten nicht nur auf KMU-Wachstumsmärkten, sondern auch auf geregelten Märkten und börsenähnlichen multilateralen Handelsplätzen (MTF) möglich sein.
- ▶ Schutzvorkehrungen zur Begrenzung des Stimmgewichts sind letztlich entbehrlich. Investoren können Gesellschaften über Bewertungsabschläge ohne Weiteres effektiv disziplinieren, wenn ihnen das zugestandene Stimmgewicht als zu hoch erscheint.
- ▶ Der Gesetzgeber sollte keine fixen Zeitspannen für das Auslaufen von Mehrstimmrechtsaktienstrukturen festlegen. Es ist wenig realistisch, dass er „korrekte“ und über alle Gesellschaften hinweg „geeignete“ Zeitspanne festlegen könnte.

### Ermöglichung von Mehrstimmrechtsaktienstrukturen [Langfassung C.1.1]

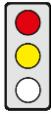
**Kommissionsvorschlag:** Gesellschaften – in Deutschland: Aktiengesellschaften – dürfen Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien einführen. Etwaige Verbote solcher Strukturen in den Mitgliedstaaten müssen aufgehoben werden.



**cep-Bewertung:** Dass alle Mitgliedstaaten künftig Mehrstimmrechtsaktienstrukturen ermöglichen müssen, ist aus ordnungspolitischer Sicht unproblematisch. Da die Kommission den Gesellschaften die Freiheit der Wahl der Aktienstruktur lässt und die Anleger über die gewählte Struktur und dessen Folgen informiert werden müssen, ist die Herausbildung eines effizienten Marktergebnis weiterhin möglich. Mehrstimmrechtsaktienstrukturen können zudem die Attraktivität der EU-Kapitalmärkte stärken.

## Beschränkung auf KMU-Wachstumsmärkte [Langfassung C.1.4]

**Kommissionsvorschlag:** Die Ermöglichung der Einführung von Mehrstimmrechtsaktien ist auf Gesellschaften beschränkt, die diese Aktien zum Handel an einem auf KMU spezialisierten Handelsplatz („KMU-Wachstumsmarkt“) zulassen wollen.



**cep-Bewertung:** Die regulatorische Fokussierung auf KMU-Wachstumsmärkte sollte überdacht werden. Denn sie leistet Fehlanreize Vorschub. Sie könnte Gesellschaften dazu ermuntern – gegeben ein Mitgliedstaat behält die Beschränkung auf KMU-Wachstumsmärkte bei – von einer Notierung an einem geregelten Markt oder einem MTF Abstand zu nehmen. Damit benachteiligt sie zudem letztgenannte Handelsplätze zwangsläufig und ohne Not im Wettbewerb um lukrative Notierungen.

## Begrenzung des Stimmgewichts der Mehrheitsaktionäre [Langfassung C.1.2]

**Kommissionsvorschlag:** Die Mitgliedstaaten müssen dafür sorgen, dass die Auswirkungen des erweiterten Stimmgewichts von Mehrstimmrechtsaktien begrenzt wird. Dies können sie über die Festlegung eines maximalen Anteil des ausgegebenen Aktienkapitals sowie einer maximalen gewichteten Stimmquote, oder über eine Beschränkung der Stimmrechte der Mehrheitsanteilseigner bei bestimmten Beschlüssen der Aktionärshauptversammlung tun.



**cep-Bewertung:** Gesetzgeberische Schutzvorkehrungen zur Begrenzung des Stimmgewichts sind regelmäßig entbehrlich. Hier ist es an den Marktakteuren, auszubalancieren, welche Entscheidungsmacht der jeweiligen Marktseite zugestanden wird. So können Investoren Gesellschaften etwa über Bewertungsabschläge ohne Weiteres effektiv disziplinieren, wenn ihnen das zugestandene Stimmgewicht als zu hoch erscheint.

## Ereignisbezogenes Auslaufen der Mehrstimmrechtsaktien [Langfassung C.1.2]

**Kommissionsvorschlag:** Die Mitgliedstaaten können Vorschriften zur Verhinderung des Fortbestands der erweiterten Stimmrechte nach dem Ableben, der Geschäftsunfähigkeit oder dem Ausscheiden des Inhabers von Mehrstimmrechtsaktien einführen.



**cep-Bewertung:** Schutzvorkehrungen, die ein Auslaufen der Mehrstimmrechtsaktien bei Ableben, der Geschäftsunfähigkeit oder dem Ausscheiden des Inhabers von Mehrstimmrechtsaktien vorsehen, sind sachlogisch und nachvollziehbar. Denn treten diese Ereignisse ein, entfällt auch automatisch der Grund für die ursprüngliche Gewährung der Mehrstimmrechte. Der Gesetzgeber sollte an diesen Klauseln daher festhalten.

## Zeitbasiertes Auslaufen der Mehrstimmrechtsaktien [Langfassung C.1.2]

**Kommissionsvorschlag:** Die Mitgliedstaaten können Vorschriften zur Verhinderung des Fortbestands der erweiterten Stimmrechte nach einem bestimmten Zeitraum einführen.



**cep-Bewertung:** Zwar zeigen Studien, dass das (automatische) Auslaufen der Mehrstimmrechte nach einem gewissen Zeitraum häufig effektiv ist. Es ist jedoch nicht Aufgabe des Gesetzgebers hier eine fixe Zeitspanne festzulegen. Es ist wenig realistisch, dass der Gesetzgeber „korrekte“ und über alle Gesellschaften hinweg „geeignete“ Zeitspanne festlegen kann. Er würde sich damit ein Wissen anmaßen, das er nicht hat und auch nicht haben kann. Er sollte daher auf die Festlegung zeitbasierter Auslaufklauseln verzichten.

## Beschlüsse zu Menschenrechts- und Umweltaspekten [Langfassung C.1.2]

**Kommissionsvorschlag:** Die Mitgliedstaaten können Vorschriften zur Verhinderung der Ausnutzung der erweiterten Stimmrechte zur Blockade von Beschlüssen der Aktionärshauptversammlung, mit denen nachteilige Auswirkungen auf die Menschenrechte und die Umwelt verhindert, verringert oder beseitigt werden sollen, einführen.



**cep-Bewertung:** Die optionale Schutzvorkehrung, wonach erweiterte Stimmrechte nicht zur Blockade von umwelt- und menschenrechtsbezogenen Entscheidungen genutzt werden dürfen, ist abzulehnen. Mit ihr würden politische Anliegen, die über direkte Instrumente zu adressieren sind, ungebührlich mit gesellschaftsrechtlichen Fragestellungen vermischt. Auch sind Rechtsunsicherheiten zu erwarten, da regelmäßig fraglich sein dürfte, welche Beschlüsse im Einzelfall davon betroffen wären. Die Gesetzgeber sollten die Klausel daher streichen.

## Transparenz über Mehrstimmrechtsaktienstrukturen [Langfassung C.1.3]

**Kommissionsvorschlag:** Gesellschaften mit Mehrstimmrechtsaktien müssen im „EU-Wachstumsemmissionsdokument“ oder im Zulassungsdokument sowie im Jahresfinanzbericht der Gesellschaft über die Nutzung der Aktienstruktur informieren.



**cep-Bewertung:** Die Vorgaben zur Transparenz über die Nutzung von Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien sind sachgerecht. Sie sind für die erfolgreiche Etablierung von Mehrstimmrechtsaktien essenziell. Denn erst die Offenlegung von Informationen über die Ausgestaltung der eingesetzten Struktur versetzt die Anleger in die Position, wohlüberlegt darüber entscheiden zu können, ob sie die damit einhergehenden etwaigen zusätzlichen Risiken tragen können und wollen. Sie sind damit ein zentraler Schlüssel zur Wahrung des Anlegervertrauens.