

Transparency International Deutschland e.V.
Alte Schönhauser Str. 44 | 10119 Berlin

Bundesministerium der Finanzen
Referat VIIB1
Wilhelmstraße 97
10117 Berlin

per E-Mail an ZuFinG@bmf.bund.de und IIIA7@bmj.bund.de

Prof. Dr. Heribert Hirte
Vorstandsmitglied
Alte Schönhauser Str. 44
10119 Berlin
Tel.: +49 30 549898-16
E-Mail: office@transparency.de
www.transparency.de

Stellungnahme von Transparency International Deutschland e.V. zum Referentenentwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz - ZuFinG)

Berlin, 10. Mai 2023

Sehr geehrte Damen und Herren,

gerne nehmen wir Ihre Einladung an, zum Zukunftsfinanzierungsgesetz – ZuFinG Stellung zu beziehen. Hierbei wird insbesondere auf die Art. 1, 2, 5, 10 sowie 12 Bezug genommen.

Anbei finden Sie die schriftliche Stellungnahme.

Mit freundlichen Grüßen

Prof. Dr. Heribert Hirte
Vorstandsmitglied

Stellungnahme von Transparency International Deutschland e.V. zum Referentenentwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz - ZuFinG)

Verfasser: Prof. Dr. Heribert Hirte, Vorstandsmitglied von Transparency Deutschland

Berlin, 10. Mai 2023

Messlatte für die Beurteilung des Entwurfs ist die programmatische Beschreibung des Gesetzesziels unter A. („Problem und Ziel“):

„Es ist erforderlich, die Leistungsfähigkeit des deutschen Kapitalmarkts zu stärken und die Attraktivität des deutschen Finanzstandorts als bedeutenden Teil eines starken Finanzplatzes Europa zu erhöhen. Insbesondere Start-ups, Wachstumsunternehmen sowie kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) als Treiber von Innovation soll der Zugang zum Kapitalmarkt und die Aufnahme von Eigenkapital erleichtert werden.“

Und weiter unter B. (Lösung“):

„Die Eigenkapitalgewinnung soll insbesondere einfacher werden durch regulatorische Erleichterungen beim Börsengang, die gesellschaftsrechtliche Erleichterung von Kapitalerhöhungen und die Ermöglichung der Einführung von Mehrstimmrechtsaktien.“

Dass die vorgeschlagenen Änderungen gerade nötig seien,

„um Gesellschaft und Wirtschaft zügig auf den Klimaschutz einstellen und die Energiewende voranzubringen“,

wie es später im Allgemeinen Teil der Begründung heißt (S. 53), erschließt sich nicht – und hätte im Übrigen eine Beschränkung der Maßnahmen auf Investitionen zu eben diesem Zweck erforderlich gemacht, was der Entwurf aber nicht macht.

Art. 1 Änderung des Spruchverfahrensgesetzes

Plakativ als Artikel 1 stehen Vorschläge zur Änderung des Spruchverfahrensgesetzes. Das ist schon deshalb bemerkenswert, weil dieses Gesetz eigentlich – als Teil des Gesellschaftsrechts – im Zuständigkeitsbereich des BMJ (und nicht des BMF, das den RefE vorgelegt hat) ressortiert.

Inhaltlich soll dabei als Verfahren für die Überprüfung des Ausgabekurses junger Aktien bei Ausschluss des Bezugsrechts („Ausgabebetrag“; § 255 Abs. 2 AktG) das Spruchverfahrensgesetz für anwendbar erklärt werden. Das ist ein – im Grundsatz – richtiger Ansatz, den auch der Unterzeichner schon vor vielen Jahren fast wortgleich vorgeschlagen hatte.

Sie sind im Zusammenhang zu sehen mit den durch Art. 12 Nr. 13 vorgeschlagenen Änderungen des Aktiengesetzes von § 255 AktG selbst. Zu Recht lehnt sich der Entwurf dabei an die schon vor einigen Jahren beschlossene Änderung des § 39 Abs. 3 BörsG für Fälle des Delisting an, in der – das ist hervorzuheben – der Börsenkurs nur dann zum maßgeblichen Kriterium für die Berechnung einer Kompensation gemacht wurde, wenn dieser verlässlich ermittelt worden ist bzw. werden kann. Wie auch dort reichen die einschränkenden Vorgaben für die Heranziehung des Börsenkurses aber nicht aus, wenn und solange nicht sichergestellt ist, dass dieser nicht infolge – auch subtiler – Fehlinformationen den Wert des Unternehmens nicht richtig wiedergibt.

Nicht nachvollziehbar ist vor diesem Hintergrund aber insbesondere der vorgeschlagene § 255 Abs. 4 Satz 5 AktG-E (auch wenn er ein Vorbild im angesprochenen § 39 Abs. 3 BörsG hat):

„Satz 3 Nummer 1 und 2 ist nicht anzuwenden, sofern der Verstoß oder die Manipulation keine oder nur unwesentliche Auswirkungen auf den nach Satz 4 errechneten Kurs hatten.“

Denn zunächst schafft er mit dem Ausschluss von Sanktionen, wenn Rechtsverstöße oder Manipulationen „keine oder nur unwesentliche Auswirkungen“ auf den Kurs hatten, einen rechtsfreien Raum – und prämiert solche Rechtsverstöße oder Manipulationen damit gera-

dezu. Die Norm ist – zweitens – kaum justiziabel: Denn was ist „unwesentlich“, wenn andererseits sehr schematische Vorgaben für die Festlegung des Kurses getroffen werden. Vor allem aber steht die Norm insoweit in Widerspruch zum Gesamtkonzept des Gesetzesentwurfs, monetär ausgleichbare Nachteile für vom Bezugsrecht ausgeschlossene (Minderheits-)Aktionäre eben auch nur monetär auszugleichen. Ein solcher Ausgleich ist aber eben auch und gerade bei „nur“ unwesentlichen Auswirkungen möglich, die – das ist ebenfalls hervorzuheben – in der Summe große Werte ausmachen können.

Auf die Regelung sollte hier daher verzichtet, und sie sollte gleichzeitig in § 39 Abs. 3 BörsG gestrichen werden.

Art. 2 Änderung des Bürgerliches Gesetzbuchs

Bei der hier vorgeschlagenen Rückführung der AGB-Kontrolle nach § 310 BGB, für Verträge, die erlaubnispflichtige Finanzgeschäfte zum Gegenstand haben, mag es sein, dass dies internationalen Standards entspricht bzw. hier Deutschland aufgrund der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zu diesem Fragenkreis einen „Wettbewerbsnachteil“ hat. Freilich darf nicht übersehen werden, dass mit der Reduktion der Inhaltskontrolle bei beaufsichtigten Unternehmen die Verantwortung dieser Aufsichtsbehörden steigt. Wie dies – auch personell – geschehen soll, sagt der Entwurf nicht.

Art. 5 Änderung des Wertpapierhandelsgesetzes

Nr. 1 ist im Hinblick auf die Erweiterung der Möglichkeiten zur Informationsweitergabe nachdrücklich zu begrüßen.

Mindestens angesprochen ist, dass „nationale[r] Vorschriften zur Verschwiegenheit“ insoweit ein Problem darstellen können (S. 79). Damit sind aber zugleich die Defizite gerade in diesem Punkt offengelegt.

Art. 10 Änderung des Börsengesetzes

Die vorgeschlagene Einführung einer Börsenmantelaktiengesellschaft – nach vor allem US-amerikanischen Vorbild – kann hier nicht in den Einzelheiten gewürdigt werden. Deshalb sei

zunächst nur allgemein die Gefahr betont, dass durch den Einsatz dieses Vehikels die Rechte von Anlegern und Aktionären verkürzt werden. Das mag auf kurze Sicht den Zufluss von Investitionen erleichtern, kann aber auf lange Sicht die Grundlage für Enttäuschungen bilden.

Art. 12 Änderung des Aktiengesetzes

- a) Die hier vorgeschlagene Einführung der elektronischen Aktie (Nr. 1) ist zu begrüßen, insbesondere auch ihre Beschränkung – aus Gründen der Geldwäscheüberwachung – auf Namensaktien. Dass vergleichbare Regelungen für GmbH-Anteile (immer noch) nicht vorgeschlagen werden, ist bedauerlich.
- b) Versteckt findet sich in Nr. 2 c) die Aufhebung des generellen Verbots von Mehrstimmrechtsaktien, das dann durch eine – zeitlich und umfangmäßig begrenzte – Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien in Nr. 9 b) ersetzt wird.

Dazu heißt es in der Begründung (S. 95):

„Denn auch wenn nach den internationalen Erfahrungen Investoren Aktien mit Mehrstimmrechten keineswegs grundsätzlich ablehnen und Mehrstimmrechtsaktien beim Börsengang nicht grundsätzlich mit einer geringeren Bewertung verbunden werden, schwächt das überproportionale Stimmrecht die Rechte der Aktionäre ohne Mehrstimmrechte und damit die Eigentümerkontrolle.“

Diese – vom BMF selbst vorgetragenen – Überlegungen sprechen eigentlich insgesamt gegen den Vorschlag, und nicht etwa dafür, „internationale Erfahrungen“ nur teilweise zu übernehmen.

- c) In Nr. 10 ist hervorzuheben die deutliche Ausweitung (Verdoppelung!) der quasi kontrollfreien Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts bei Bareinlagen durch Änderung von § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG, die – insbesondere mit den schon angesprochenen vorgeschlagenen Änderungen des Spruchverfahrensgesetzes durch Art. 1 – bedenkliche Ausmaße annimmt.

In diesen Zusammenhang gehören auch die deutlichen Ausweitungen der Grenzwerte für das „bedingte Kapital“ in § 192 AktG (Nr. 11), mit denen – faktisch – die schwer kontrollierbaren Handlungsspielräume der Verwaltung zu Lasten der Anleger und Aktionäre – und damit entgegen dem eigentlich propagierten Gesetzesziel – erweitert werden.

d) Zu Nr. 13 wurde bereits Stellung genommen.

Insgesamt ist der Entwurf in den hier untersuchten Teilen dadurch gekennzeichnet, dass er die Förderung von Investitionen stark dadurch fördern will, dass er die Rechtsstellung von Kapitalgebern schwächt. Das mag auf kurze Sicht Kapitalzuflüsse verbessern, dürfte aber auf lange Sicht zu Enttäuschungen führen. Möglichkeiten, die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts – etwa durch eine bessere Informationskultur – zu stärken, fehlen.

Berlin, 10. Mai 2023

Verfasser: Prof. Dr. Heribert Hirte, Vorstandsmitglied von Transparency Deutschland