



Rat der  
Europäischen Union

128990/EU XXVII. GP  
Eingelangt am 01/02/23

Brüssel, den 16. Dezember 2022  
(OR. en)

16168/22

---

---

**Interinstitutionelles Dossier:**  
**2022/0406(COD)**

---

---

DRS 66  
COMPET 1050  
ECOFIN 1350  
IA 228  
CODEC 2052

## VORSCHLAG

|                |   |
|----------------|---|
| Absender:      | Frau Martine DEPREZ, Direktorin, im Auftrag der Generalsekretärin der Europäischen Kommission   |
| Eingangsdatum: | 8. Dezember 2022  |
| Empfänger:     | Frau Thérèse BLANCHET, Generalsekretärin des Rates der Europäischen Union   |
| Nr. Komm.dok.: | COM(2022) 761 final   |
| Betr.:         | Vorschlag für eine RICHTLINIE DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES über Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien in Gesellschaften, die eine Zulassung ihrer Anteile zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt beantragen |

Die Delegationen erhalten in der Anlage das Dokument COM(2022) 761 final.

Anl.: COM(2022) 761 final



EUROPÄISCHE  
KOMMISSION

Brüssel, den 7.12.2022  
COM(2022) 761 final

2022/0406 (COD)

Vorschlag für eine

**RICHTLINIE DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES**

**über Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien in Gesellschaften, die eine Zulassung ihrer  
Anteile zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt beantragen**

(Text von Bedeutung für den EWR)

## **BEGRÜNDUNG**

### **1. KONTEXT DES VORSCHLAGS**

#### **• Gründe und Ziele des Vorschlags**

Dieser Vorschlag ist Bestandteil des Maßnahmenpakets zur Börsennotierung, das die öffentlichen Kapitalmärkte für EU-Unternehmen attraktiver machen und kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) den Zugang zu Kapital erleichtern soll. Er steht im Einklang mit dem zentralen Ziel der Kapitalmarktunion, nämlich EU-Unternehmen, insbesondere auch kleineren, in allen Phasen ihrer Entwicklung besseren Zugang zu marktbasierten Finanzierungsquellen zu verschaffen. Beim jährlichen Umsatzerlös und der Schaffung von Arbeitsplätzen sind börsennotierte Unternehmen den anderen oft einen Schritt voraus. Durch einen Börsengang können Unternehmen ihre Anlegerbasis verbreitern, von Bankenfinanzierungen unabhängiger werden, sich leichter zusätzliches Eigenkapital und (über Zweitplatzierungen) Fremdkapital beschaffen, ihr öffentliches Profil schärfen und die Bekanntheit ihrer Marke steigern.

Seit im Jahr 2015 der erste Aktionsplan zur Kapitalmarktunion veröffentlicht wurde, ist es für Unternehmen und insbesondere für KMU leichter und günstiger geworden, an öffentlichen Märkten Kapital aufzunehmen. Im Januar 2018 wurden mit der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID II)<sup>1</sup> die „KMU-Wachstumsmärkte“ als neue Kategorie multilateraler Handelssysteme (MTF) eingeführt, um für KMU einen Anreiz zu setzen, sich über die Kapitalmärkte zu finanzieren.<sup>2</sup> Im Jahr 2019 wurden neue EU-Vorschriften vorgeschlagen, um Bürokratie und Verwaltungsaufwand für die an KMU-Wachstumsmärkten notierten Unternehmen zu verringern und zugleich ein hohes Maß an Anlegerschutz und Marktintegrität zu bewahren.<sup>3</sup> Doch trotz der eingeführten Änderungen sehen die Interessenträger weiterhin regulatorischen Handlungsbedarf, um das Notierungsverfahren zu verschlanken und für Emittenten flexibler zu gestalten. Im neuen Aktionsplan zur Kapitalmarktunion, der im September 2020 angenommen wurde, wurde Folgendes angekündigt: „Um den Zugang kleiner und innovativer Unternehmen zu Finanzmitteln zu fördern und zu diversifizieren, wird sich die Kommission um eine Vereinfachung der Notierungsvorschriften für öffentliche Märkte bemühen.“ Daraufhin setzte die Kommission auf der Grundlage der Verordnung (EU) 2019/2115 eine Sachverständigengruppe für KMU (Technical Expert Stakeholder Group on SMEs – TESG) ein, die die Interessenträger darin bestätigte, dass die Börsennotierung von Unternehmen, insbesondere von KMU, durch weitere Gesetzgebungsmaßnahmen unterstützt werden müsse. In ihrem Abschlussbericht vom Mai 2021 gab die TESG zwölf Empfehlungen ab, wie die Rahmenvorschriften für die

---

<sup>1</sup> Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (Neufassung) (ABl. L 173 vom 12.6.2014, S. 349).

<sup>2</sup> Ein MTF kann als KMU-Wachstumsmarkt gelten, wenn mindestens 50 % der Emittenten, deren Finanzinstrumente über das MTF gehandelt werden, KMU sind. Diese sind laut MiFID II definiert als Unternehmen mit einer durchschnittlichen Marktkapitalisierung von weniger als 200 Mio. EUR (siehe MiFID II Erwägungsgrund 132). Um einen angemessenen Anlegerschutz zu gewährleisten, müssen die Notierungsvorschriften an KMU-Wachstumsmärkten auch bestimmten Qualitätsstandards genügen und insbesondere auch die Vorgabe beinhalten, dass (für den Fall, dass kein Prospekt vorgeschrieben ist) ein angemessenes Zulassungsdokument erstellt werden und eine Finanzberichterstattung erfolgen muss. Der Rahmen für KMU-Wachstumsmärkte wurde entwickelt, um den besonderen Bedürfnissen von KMU stärker Rechnung zu tragen, die neu an die Aktien- und Anleihemärkte gehen.

<sup>3</sup> Verordnung (EU) 2019/2115 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 zur Änderung der Richtlinie 2014/65/EU und der Verordnungen (EU) Nr. 596/2014 und (EU) 2017/1129 zur Förderung der Nutzung von KMU-Wachstumsmärkten (ABl. L 320 vom 11.12.2019, S. 1).

Notierung sowohl an geregelten Märkten als auch an KMU-Wachstumsmärkten geändert werden sollten.<sup>4</sup>

Am 15. September 2021 kündigte Präsidentin von der Leyen in ihrer Absichtserklärung<sup>5</sup> an das Parlament und den Ratsvorsitz einen Legislativvorschlag an, um KMU den Zugang zu Kapital zu erleichtern, der auch in das Arbeitsprogramm der Kommission für 2022<sup>6</sup> aufgenommen wurde.

Ob ein Unternehmen an die Börse geht, ist keine leichte Entscheidung und hängt von zahlreichen Faktoren ab, von denen viele von den Regulierungsbehörden und damit auch durch gesetzgeberische Maßnahmen nicht direkt beeinflusst werden können. Die für die Kosten von Listing-Diensten maßgeblichen Merkmale des Ökosystems, geopolitische Instabilität, der Brexit, COVID-19, die Zentralbankpolitik und die Inflation – all diese Faktoren hatten und werden auch in Zukunft einen Einfluss darauf haben, ob, wann und wo Unternehmen an die Börse gehen und ob sie mit ihrer Notierung in der EU bleiben. Doch auch regulatorische Anforderungen und die damit verbundenen Kosten und Belastungen spielen eine wichtige Rolle bei der Entscheidung eines Unternehmens, an die Börse zu gehen und dort zu bleiben. Das Paket zur Börsennotierung enthält eine Reihe von zielgerichteten Maßnahmen mit folgenden Zielen: i) Verringerung des durch Regulierung verursachten Aufwands, wo dieser als übermäßig angesehen wird (d. h. dort, wo Regulierung aus Sicht der Interessenträger auch auf kosteneffizientere Weise zum Anlegerschutz/zur Marktintegrität beitragen könnte); und ii) Erhöhung der gesellschaftsrechtlichen Flexibilität für die Gründer/kontrollierenden Anteilseigner von Unternehmen bei der Stimmrechtsvergabe nach der Zulassung von Aktien zum Handel.

Der für den Notierungsprozess geltende Rechtsrahmen hat viele Facetten. Die Unternehmen müssen vor, bei und nach dem Börsengang (IPO) regulatorische Anforderungen erfüllen. Dieser Vorschlag konzentriert sich auf die regulatorischen Hemmnisse im Vorlauf zum Börsengang und betrifft die ungleichen Möglichkeiten, die für Unternehmen in der EU bestehen, wenn sie bei einem Börsengang die am besten geeigneten Unternehmensführungsstrukturen wählen wollen. Die vorgeschlagene Richtlinie wird durch zwei weitere Gesetzgebungsvorschläge flankiert: i) einen Vorschlag für eine Verordnung zur Änderung der Prospektverordnung<sup>7</sup>, der Marktmissbrauchsverordnung (MAR)<sup>8</sup> und ii) der Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente (MiFIR)<sup>9</sup> sowie iii) einen Vorschlag für eine Richtlinie zur Aufhebung der Börsennotierungsrichtlinie<sup>10</sup> und zur Änderung der MiFID II.

<sup>4</sup> Final report of the Technical Expert Stakeholder Group (TESG) on SMEs - Empowering EU capital markets - Making listing cool again (europa.eu).

<sup>5</sup> Siehe S. 5: state\_of\_the\_union\_2021\_letter\_of\_intent\_de.pdf (europa.eu).

<sup>6</sup> Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen – Arbeitsprogramm der Kommission 2022: Europa gemeinsam stärker machen (COM(2021) 645) (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021DC0645&from=EN>) (europa.eu).

<sup>7</sup> Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG (ABl. L 168 vom 30.6.2017, S. 12).

<sup>8</sup> Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission (ABl. L 173 vom 12.6.2014, S. 1).

<sup>9</sup> Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012.

<sup>10</sup> Richtlinie 2001/34/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Mai 2001 über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung und über die hinsichtlich dieser Wertpapiere zu veröffentlichenden Informationen (ABl. L 184 vom 6.7.2001, S. 1).

Beide Vorschläge sollen die Offenlegungspflichten für die Primär- und Sekundärmärkte verschlanken und präzisieren und gleichzeitig den Anlegerschutz und die Marktintegrität auf einem angemessenen Niveau halten. Die vorgeschlagene Richtlinie zur Aufhebung der Börsennotierungsrichtlinie und zur Änderung der MiFID II soll auch bewirken, dass mehr Finanzanalysen zu KMU angestellt werden.

Ein Hauptgrund, der Gründer und Familien vor einem Börsengang zurückschrecken lässt, liegt darin, dass sie fürchten, die Kontrolle über ihr Unternehmen zu verlieren. Eine Börsennotierung verwässert die Eigentumsverhältnisse, sodass Gründer und Familien bei wichtigen Investitionen in das Unternehmen und bei betrieblichen Entscheidungen an Einfluss verlieren. Unternehmen und insbesondere KMU dürften sich wahrscheinlich eher für einen Börsengang entscheiden, wenn die Entscheidungsgewalt auch anschließend noch bei den kontrollierenden Anteilseignern verbleiben kann. Diese können das Unternehmen dann weiterhin nach ihren eigenen Vorstellungen strategisch ausrichten und gleichzeitig die Vorteile einer Börsennotierung nutzen und sich so viel Mittel beschaffen, dass es den Börsengang lohnt. Dies gilt insbesondere für kleinere Familienbetriebe, Start-ups und Unternehmen mit langfristigen Projekten, die erhebliche Vorlaufkosten verursachen. All diese Unternehmen können bei Schwankungen der öffentlichen Märkte oder feindlichen Übernahmeversuchen übermäßig gefährdet sein. Genau diese Unternehmen würden auch am meisten von einer Notierung an einem KMU-Wachstumsmarkt profitieren – einer MTF-Kategorie, die eigens für KMU konzipiert ist und weniger strenge Regulierungsanforderungen für KMU beinhaltet. Für kleinere Unternehmen ist eine diversifizierte Finanzierung unter Umständen wichtiger als für größere, da sie in aller Regel risikoreicher und für potenzielle Anleger nicht so sichtbar sind, sich eine Notierung im Ausland nicht leisten können und mitunter dringender expandieren müssen. Da der Zugang zu öffentlichen Märkten für kleinere und schnell wachsende Unternehmen besonders wichtig ist, geht es bei diesem Vorschlag vor allem um die Notierung von Unternehmen an KMU-Wachstumsmärkten.

Eigentumsstrukturen mit Mehrstimmrechtsaktien sind ein wirksamer Weg, wie die Eigentümer eines Unternehmens die Entscheidungsgewalt im Unternehmen halten und sich zugleich über öffentliche Märkte finanzieren können. Diese Eigentumsstrukturen geben einem Anteilseigner (oder einer Gruppe von Anteilseignern) die Möglichkeit, eine Kontrollbeteiligung an einem Unternehmen zu halten, ohne finanziell so viel investieren zu müssen, wie es nötig wäre, wenn alle Anteile mit demselben Stimmrecht ausgestattet wären. Eigentumsstrukturen mit Mehrstimmrechtsaktien beinhalten in aller Regel mindestens zwei unterschiedliche, voneinander getrennte Aktiegattungen, die jeweils mit einer unterschiedlichen Zahl von Stimmrechten verbunden sind.

Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien sind nur eine Möglichkeit, wie die Kontrolle erhöht werden kann, d. h. wie finanzielle Beteiligung und Stimmrechtsanteil voneinander abweichen können, sodass ein Anteilseigner mehr Kontrolle erlangen kann, ohne seinen Kapitalanteil entsprechend zu erhöhen. Nach der 2007 veröffentlichten Studie über das Verhältnis zwischen Eigentum und Kontrolle in den Mitgliedstaaten<sup>11</sup> können zu den verfügbaren Mitteln, mit denen die Kontrolle durch die Hebelung von Stimmrechten ausgebaut/im Unternehmen

---

<sup>11</sup> [https://ecgi.global/sites/default/files/study\\_report\\_en.pdf](https://ecgi.global/sites/default/files/study_report_en.pdf).

gehalten werden kann, unter anderem Treueaktien<sup>12</sup>, stimmrechtslose Aktien<sup>13</sup>, stimmrechtslose Vorzugsaktien<sup>14</sup> und Höchststimmrechte<sup>15</sup> gehören.

Da diese alternativen Eigentumsstrukturen starrer sind, ist der Umfang der Mittel, die beim Börsengang und über Folgeemissionen mobilisiert werden können, aber begrenzt. Hinzu kommt, dass Treueaktien als Möglichkeit, Kontrolle auszubauen, eigens dazu gedacht sind, langfristige Beteiligungen zu fördern, und somit eher zu stabileren, langfristig angelegten Eigentumsverhältnissen führen als dazu, dass die Mittelbeschaffung beim Publikum attraktiver wird. Da Treueaktien für kontrollierende Anteilseigner normalerweise weniger zusätzliche Stimmrechte bedeuten als Mehrstimmrechtsaktien und in der Regel eine gewisse Zeit lang gehalten werden müssen, bis die erweiterten Stimmrechte wirksam werden, sind sie für Gründer und Familienbetriebe weniger attraktiv. Hierfür sprechen auch empirische Belege, die zeigen, dass die Zahl der Börsengänge nicht zugenommen hat, nachdem in einigen Mitgliedstaaten Treueaktien eingeführt wurden. Mehrstimmrechtsaktien hingegen würden es den Gründern ermöglichen, die Kontrolle zu behalten und zugleich einen größeren Teil ihrer Unternehmensanteile zu verkaufen, da wirtschaftliches Eigentum und Stimmrechte nicht mehr so eng zusammenhängen.

Werden in einem Unternehmen Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien eingeführt, haben andere Aktionäre (Investoren) im Vergleich zu ihrer wirtschaftlichen Beteiligung weniger Entscheidungsgewalt. Dieses verminderte Stimmrecht könnte zu gewissen Problemen führen, wenn nicht gegengesteuert wird. Dazu gehören könnten beispielsweise ein „Entrenchment“ der Aktionäre<sup>16</sup>, eine gezielte Kanalisierung des Unternehmensvermögens und ganz allgemein die Entnahme privater Gewinne durch den kontrollierenden Anteilseigner, etwa über Transaktionen mit nahestehenden Unternehmen und Personen. Darüber hinaus kann der Verwässerungseffekt von Mehrstimmrechtsaktien dazu führen, dass kontrollierende Anteilseigner bestimmte Beschlüsse blockieren, einschließlich solcher, die auf Nachhaltigkeitsziele ausgerichtet sind, sodass statt der langfristig nachhaltigen Entwicklung des Unternehmens die Interessen des kontrollierenden Anteilseigners gefördert werden. Allerdings lassen sich diese potenziellen Probleme lösen, indem zum Schutz der Minderheitsaktionäre und der Interessen des Unternehmens Garantien vorgesehen werden, wie z. B. maximale Stimmrechtsanteile, Verfallsklauseln und Beschränkungen für die Ausübung von Mehrstimmrechten in bestimmten Fällen, z. B. bei Nachhaltigkeitsfragen.

Bei Mehrstimmrechtsaktien ist in der EU derzeit eine Fragmentierung zu beobachten, was dazu führt, dass EU-Unternehmen, die sich zum Börsengang entschließen, ungleiche Möglichkeiten haben. In einigen Mitgliedstaaten, wie Schweden oder Dänemark, gibt es

---

<sup>12</sup> Treueaktien sind Aktien, die Aktionären, die die Aktien für einen bestimmten Zeitraum gehalten haben, ein größeres Stimmrecht verleihen. Treueaktionäre haben in aller Regel zwei statt eine Stimme je Aktie, wenn sie diese seit mindestens zwei Jahren halten.

<sup>13</sup> Stimmrechtslose Aktien sind Aktien ohne Stimmrecht, bei denen das Fehlen von Stimmrechten nicht durch besondere Cashflow-Rechte (wie Vorzugsdividendenrechte) ausgeglichen wird.

<sup>14</sup> Stimmrechtslose Vorzugsaktien sind stimmrechtslose Aktien mit besonderen Cashflow-Rechten ausgestattet sind, um das Fehlen von Stimmrechten auszugleichen (z. B. mit einem Vorzugsdividendenrecht, d. h. dem Recht auf eine höhere oder garantierte Dividende).

<sup>15</sup> Höchststimmrechte begrenzen die Stimmrechte der Aktionäre unabhängig davon, wie viele stimmberechtigte Aktien sie halten. Die Stimmrechte können auf einen bestimmten Prozentsatz aller bestehenden Stimmrechte beschränkt sein (z. B. wenn kein Aktionär mehr Stimmrechte als für drei Prozent des eingetragenen Gesellschaftskapitals halten darf) oder auf einen Prozentsatz der in einer Hauptversammlung abgegebenen Stimmen (in allen Mitgliedstaaten).

<sup>16</sup> Von „Entrenchment“ spricht man bei Aktionären dann, wenn die kontrollierenden Anteilseigner eine dauerhafte Kontrolle ausüben und somit zu ihrem eigenen Vorteil entscheiden können, ohne die Interessen des Unternehmens und anderer Aktionäre zu berücksichtigen, und andere Aktionäre diese Entscheidungen nicht wirksam anfechten können.



Mehrstimmrechtsaktien fast schon so lange wie die Kapitalmärkte selbst. In Schweden liegt der Anteil der börsennotierten Unternehmen, die solche Aktienstrukturen aufweisen, seit jeher bei über 40 %; in Finnland und Dänemark sind es bezogen auf die Marktkapitalisierung mehr als die Hälfte aller börsennotierten Unternehmen. Dagegen sind Mehrstimmrechtsaktien in anderen Mitgliedstaaten untersagt. In einigen Ländern beschränkt sich das Verbot auf Publikumsgesellschaften, z. B. in Deutschland und Belgien, in anderen Ländern gilt es für alle Unternehmensformen, z. B. in Österreich und Kroatien.

Die bestehenden Unterschiede in den nationalen Regelungen für Mehrstimmrechtsaktien führen zu Wettbewerbsungleichheit zwischen den Unternehmen in verschiedenen Mitgliedstaaten. Unternehmer und Unternehmen aus Mitgliedstaaten, in denen Mehrstimmrechtsaktien untersagt sind, erleiden gegenüber Unternehmen aus Mitgliedstaaten, in denen Mehrstimmrechtsaktien zulässig sind, einen komparativen Nachteil. Unternehmer und Unternehmen, die Mehrstimmrechtsaktien einführen und die damit verbundene Flexibilität nutzen wollen, stehen vor der Wahl, entweder gar nicht an die Börse oder in einen anderen Mitgliedstaat (bzw. ein Nicht-EU-Land) zu gehen, was ihre Finanzierungsoptionen einschränkt und ihre Kapitalkosten erhöht. Dadurch werden insbesondere KMU und Start-ups in der Frühphase benachteiligt, die nicht die nötigen Mittel haben, um die mit einer Notierung in einem anderen Mitgliedstaat oder einem Nicht-EU-Land verbundenen Kosten zu schultern.

Dieser Vorschlag soll eine Mindestharmonisierung der nationalen Rechtsvorschriften für Mehrstimmrechtsaktien von Unternehmen, die an KMU-Wachstumsmärkten notiert sind, bewirken und den Mitgliedstaaten zugleich genug Flexibilität bei der Umsetzung lassen. Während sich geregelte Märkte generell besser für größere und reifere Unternehmen eignen, wurden die KMU-Wachstumsmärkte vor allem für die Notierung von kleineren Unternehmen konzipiert, wobei die Regulierung der KMU-Wachstumsmärkte den Besonderheiten von KMU Rechnung trägt. Gleichwohl sind nicht alle Unternehmen, deren Papiere an KMU-Wachstumsmärkten notiert sind, KMU. Da die Papiere von Unternehmen, die keine KMU sind, im Allgemeinen liquider sind, eröffnet sich für die KMU-Wachstumsmärkte durch ihre Zulassung die Möglichkeit, höhere Handelsgebühren einzunehmen und so ihr Geschäftsmodell rentabel zu halten. Damit Anleger jedoch Klarheit haben, gelten zurzeit für alle Emittenten auf KMU-Wachstumsmärkten unabhängig von ihrer Größe dieselben Regeln. Diesem Ansatz entsprechend wird mit dem vorliegenden Vorschlag die Möglichkeit eingeführt, für alle Unternehmen, die eine Erstzulassung ihrer Anteile zum Handel auf einem KMU-Wachstumsmarkt anstreben, Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien zuzulassen.

Dieser Vorschlag sieht Garantien zum Schutz der Minderheitsaktionäre und der Unternehmensinteressen vor. So müssen alle Mitgliedstaaten dafür sorgen, dass ein Beschluss, mit dem eine Struktur mit Mehrstimmrechtsaktien eingeführt oder in stimmrechtsrelevanter Weise verändert wird, nur mit qualifizierter Mehrheit der Aktionärshauptversammlung getroffen werden kann. Als weitere Schutzmaßnahme sieht der Vorschlag eine Beschränkung des Stimmgewichts von Mehrstimmrechtsaktien vor, die entweder durch eine entsprechende Gestaltung der Mehrstimmrechtsaktienstruktur oder dadurch erreicht wird, dass die mit diesen Aktien verbundenen Mehrstimmrechte bei bestimmten Beschlüssen nicht ausgeübt werden können. Diese Garantien sollen die Interessen von Minderheitsaktionären und die Interessen des Unternehmens schützen, lassen den kontrollierenden Anteilseignern zugleich aber auch genügend Flexibilität, dass der Anreiz für die Nutzung von Mehrstimmrechtsaktien bestehen bleibt. Darüber hinaus entsprechen diese Garantien weitgehend der heutigen Rechtslage in Mitgliedstaaten mit gut funktionierenden Regelungen für Mehrstimmrechtsaktien. Diese Mitgliedstaaten müssten ihre derzeitigen Rechtssysteme also nur minimal anpassen.

- **Kohärenz mit den bestehenden Vorschriften in diesem Bereich**

Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien sind derzeit ausschließlich auf nationaler Ebene geregelt.

Die vorgeschlagene Richtlinie entspricht den Zielen der bestehenden EU-Rechtsvorschriften, in denen Anforderungen für Publikumsgesellschaften festgelegt sind und die der Koordinierung des nationalen Gesellschaftsrechts dienen. Dazu gehört auch die Gesellschaftsrechtsrichtlinie<sup>17</sup>, die beim Schutz der Aktionäre und Gläubiger ein Mindestmaß an Gleichwertigkeit sicherstellen soll. Sie harmonisiert die nationalen Vorschriften für bestimmte Aspekte des Gesellschaftsrechts, etwa die Gründung von Aktiengesellschaften, die Kapitalanforderungen und die Ausschüttungen an Aktionäre. Der Anwendungsbereich der vorgeschlagenen Richtlinie überschneidet sich nicht mit dem Anwendungsbereich der Gesellschaftsrechtsrichtlinie, da Letztere nicht die Aktienstrukturen der Gesellschaften (insbesondere keine Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien) regelt. Diese sind vielmehr Gegenstand des vorliegenden Vorschlags.

Indem der Vorschlag die Mitgliedstaaten verpflichtet, Bestimmungen zum Schutz der Interessen des Unternehmens und der Minderheitsaktionäre vorzusehen, steht er darüber hinaus auch mit dem politischen Ziel der Richtlinie (EU) 2017/828<sup>18</sup> in Einklang, insbesondere auch mit der Förderung einer langfristigen nachhaltigen Unternehmensentwicklung und dem Schutz der Interessen des Unternehmens und seiner Minderheitsaktionäre bei Transaktionen mit nahestehenden Unternehmen und Personen, auch wenn die beiden Rechtsakte einen unterschiedlichen Anwendungsbereich haben (die Richtlinie betrifft die Aktionärsrechte im Falle von Gesellschaften, die zum Handel auf geregelten Märkten zugelassen sind, der Vorschlag die Aktionärsrechte im Falle von zum Handel auf KMU-Wachstumsmärkten zugelassenen Unternehmen).

Die vorgeschlagene Richtlinie überschneidet sich auch nicht mit dem Anwendungsbereich der Übernahmerichtlinie, die Vorschriften zum Schutz der Aktionärsinteressen bei Übernahmeangeboten für Publikumsgesellschaften enthält. Ein wichtiger Unterschied ist, dass die Übernahmerichtlinie<sup>19</sup> nur für Gesellschaften gilt, deren Papiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, nicht aber für Unternehmen, die zum Handel auf einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen sind und in den Anwendungsbereich des vorliegenden Vorschlags fallen. Allerdings werden mit den Transparenzvorschriften dieses Vorschlags ähnliche Ziele verfolgt wie bei der Übernahmerichtlinie, wobei der Fokus auf der Struktur des Gesellschaftskapitals, der Beteiligungsstruktur und auf den Rechten und Pflichten liegt, die mit den Papieren der Gesellschaft verbunden sind.

Zu guter Letzt steht die vorgeschlagene Richtlinie auch im Einklang mit den Bestimmungen der MiFID II zu KMU-Wachstumsmärkten.

- **Kohärenz mit der Politik der Union in anderen Bereichen**

Der Vorschlag steht gänzlich im Einklang mit dem zentralen Ziel der Kapitalmarktunion, nämlich den Finanzierungszugang für die Unternehmen und insbesondere für KMU in der EU zu verbessern. Er entspricht einer Reihe legislativer und nichtlegislativer Maßnahmen der

---

<sup>17</sup> Richtlinie (EU) 2017/1132 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über bestimmte Aspekte des Gesellschaftsrechts (kodifizierter Text) (ABl. L 169 vom 30.6.2017, S. 46).

<sup>18</sup> Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre (ABl. L 132 vom 20.5.2017, S. 1).

<sup>19</sup> Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote (ABl. L 142 vom 30.4.2004, S. 12).



Kommission im Rahmen des Aktionsplans zur Kapitalmarktunion von 2015<sup>20</sup>, der Halbzeitüberprüfung des Aktionsplans zur Kapitalmarktunion von 2017<sup>21</sup> und des Aktionsplans 2020 zur Kapitalmarktunion von 2020.

Um das Beschäftigungs- und Wirtschaftswachstum in der EU zu fördern, wurde die Erleichterung des Finanzierungszugangs für Unternehmen und insbesondere KMU von Beginn an zum zentralen Ziel der Kapitalmarktunion erklärt. Seit der Aktionsplan zur Kapitalmarktunion 2015 veröffentlicht wurde, sind mehrere gezielte Maßnahmen ergriffen worden, um für KMU in allen Entwicklungsstufen angemessene Finanzierungsquellen zu erschließen. Im Rahmen der im Juni 2017 veröffentlichten Halbzeitüberprüfung des Aktionsplans zur Kapitalmarktunion beschloss die Kommission, die Ziele noch höher zu stecken und das Augenmerk stärker auf den Zugang von KMU zu öffentlichen Märkten zu legen. Im Mai 2018 veröffentlichte die Kommission einen Vorschlag zur Förderung der Nutzung von KMU-Wachstumsmärkten<sup>22</sup> mit dem Ziel, Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten von Verwaltungsaufwand und hohen Befolgungskosten zu entlasten und zugleich ein hohes Maß an Marktintegrität und Anlegerschutz zu gewährleisten, die Liquidität börsennotierter KMU-Aktien zu verbessern, um diese Märkte für Anleger, Emittenten und Intermediäre attraktiver zu machen, und die Registrierung von multilateralen Handelssystemen als KMU-Wachstumsmarkt zu erleichtern. Der Vorschlag zur Förderung der Nutzung von KMU-Wachstumsmärkten wurde im November 2019 angenommen.

Darüber hinaus veröffentlichte die Kommission in Reaktion auf die COVID-19-Krise das Maßnahmenpaket für die Erholung der Kapitalmärkte, das gezielte Änderungen an der Kapitalmarkt- und Bankenregulierung umfasste, die allesamt dem Ziel dienten, den Kapitalmärkten die Unterstützung der Unternehmen bei der Erholung von der COVID-19-Krise zu erleichtern. Die vorgeschlagenen Änderungen der Kapitalmarktvorschriften zielten insbesondere darauf ab, den Verwaltungsaufwand und die Komplexität für Wertpapierfirmen und Emittenten zu verringern.

Dieser Vorschlag knüpft an den Aktionsplan zur Kapitalmarktunion von 2020 und dessen Ziel an, den Finanzierungszugang für EU-Unternehmen zu verbessern (Maßnahme 2 „Leichterer Zugang zu öffentlichen Märkten“). Im Mittelpunkt des Vorschlags stehen Entlastungen bei regulatorischen Anforderungen, die Unternehmen davon abhalten können, an die Börse zu gehen oder dort zu bleiben. Andere Gründe, die Emittenten vor einem Börsengang zurückschrecken lassen könnten, wie eine schmale Anlegerbasis und eine steuerliche Begünstigung von Fremdkapital gegenüber Eigenkapital, sind Gegenstand anderer laufender und künftiger Initiativen zur Kapitalmarktunion, die die in diesem Vorschlag enthaltenen Änderungen ergänzen und im Zusammenhang mit der vorliegenden Initiative gesehen werden sollten. Diese Initiativen betreffen beispielsweise i) die Schaffung eines zentralen europäischen Zugangsportals (European Single Access Point, ESAP)<sup>23</sup>, mit dem der Mangel

---

<sup>20</sup> Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen: Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion (COM(2015) 468 final).

<sup>21</sup> Mitteilung der Kommission über die Halbzeitbilanz des Aktionsplans zur Kapitalmarktunion (SWD(2017) 224 final und SWD(2017) 225 final vom 8. Juni 2017) [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf)

<sup>22</sup> Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 596/2014 und (EU) 2017/1129 zur Förderung der Nutzung von KMU-Wachstumsmärkten (COM(2018) 331 final).

<sup>23</sup> Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Einrichtung eines zentralen europäischen Zugangsportals für den zentralisierten Zugriff auf öffentlich verfügbare, für Finanzdienstleistungen, Kapitalmärkte und Nachhaltigkeit relevante Informationen (COM/2021/723 final).

an zugänglichen und vergleichbaren Daten für Anleger angegangen und dadurch die Sichtbarkeit der Unternehmen für Anleger erhöht werden soll, ii) die Zentralisierung von EU-Handelsinformationen in einem konsolidierten Datenticker<sup>24</sup>, der den Handel an öffentlichen Märkten effizienter und die Preise transparenter machen soll, und iii) die Einführung eines Freibetrags zur Reduzierung der steuerlichen Begünstigung von Fremd- gegenüber Eigenkapitalfinanzierungen (DEBRA)<sup>25</sup>, um die Eigenkapitalfinanzierung für Unternehmen attraktiver (und kostengünstiger) zu machen.

Darüber hinaus wird die Kommission die Anlegerbasis für börsennotiertes Eigenkapital durch eine Reihe von Initiativen weiter stärken. Der EU-Fonds für Börsengänge kleiner und mittlerer Unternehmen (SME IPO) wird als Ankerinvestor auftreten, um mehr private Mittel in das öffentlich gehandelte Beteiligungskapital von KMU zu lenken, und zu diesem Zweck Partnerschaften mit institutionellen Anlegern eingehen und in Fonds investieren, die auf KMU-Emittenten spezialisiert sind. Durch die Überarbeitung von CRR und Solvabilität II soll die Anlegerbasis verbreitert werden, indem es Banken und Versicherungen erleichtert wird, in öffentlich gehandeltes (langfristiges) Eigenkapital zu investieren.

Der vorliegende Vorschlag steht auch im Einklang mit der 2022 vorgestellten neuen Europäischen Innovationsagenda<sup>26</sup>, denn er würde die Kapitalmärkte für Gründer attraktiver machen, ohne dass diese im Falle eines Börsengangs die Kontrolle abgeben müssten.

Der Vorschlag trägt den Daten Rechnung, auf deren Grundlage die Plattform „Fit for Future“ ihre Stellungnahme zur Erleichterung des Kapitalzugangs für KMU und insbesondere zur Vereinfachung der Verfahren für die Zulassung von KMU-Papieren zum Handel und anderer Notierungsanforderungen abgegeben hat.

Da dieser Vorschlag mehr KMU die Möglichkeit geben wird, sich durch einen Gang an die KMU-Wachstumsmärkte mehr und diversifizierteres Kapital zu beschaffen und dabei die am besten geeignete Unternehmensführungsstruktur zu wählen, entspricht er auch dem Ziel des KMU-Entlastungspakets, das Präsidentin von der Leyen in ihrer Rede zur Lage der Union im September 2022 angekündigt hat.

Zu guter Letzt sehen die im Vorschlag enthaltenen Schutzbestimmungen auch vor, dass die Unternehmensinteressen vor Entscheidungen geschützt werden, die die Menschenrechte, den Klimaschutz und die Umwelt gefährden oder beeinträchtigen könnten. Der Vorschlag steht daher im Einklang mit dem politischen Ziel der Kommission, ein nachhaltiges und verantwortungsvolles unternehmerisches Verhalten zu fördern, und somit auch mit dem Vorschlag der Kommission für eine Richtlinie über die Sorgfaltspflichten von Unternehmen im Hinblick auf Nachhaltigkeit<sup>27</sup>, der darauf abzielt, Menschenrechts- und Umweltbelange in der Unternehmensführung zu verankern.

---

<sup>24</sup> Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 in Bezug auf die Erhöhung der Marktdatentransparenz, die Beseitigung von Hindernissen für die Entstehung eines konsolidierten Datentickers, die Optimierung der Handelspflichten und das Verbot der Entgegennahme von Zahlungen für die Weiterleitung von Kundenaufträgen (COM/2021/727 final).

<sup>25</sup> Vorschlag für eine Richtlinie des Rates zur Festlegung von Vorschriften für einen Freibetrag zur Reduzierung der steuerlichen Begünstigung von Fremd- gegenüber Eigenkapitalfinanzierungen und für die Begrenzung der Abzugsfähigkeit von Zinsen für Körperschaftsteuerzwecke (COM/2022/216 final).

<sup>26</sup> Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen – Eine neue Europäische Innovationsagenda (COM(2022) 332 final).

<sup>27</sup> Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über die Sorgfaltspflichten von Unternehmen im Hinblick auf Nachhaltigkeit und zur Änderung der Richtlinie (EU) 2019/1937 (COM(2022) 71 final).

## **2. RECHTSGRUNDLAGE, SUBSIDIARITÄT UND VERHÄLTNISMÄßIGKEIT**

### **• Rechtsgrundlage**

Der Vorschlag beruht auf den Artikeln 114 und 50 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV).

Nach Artikel 114 kann die EU Maßnahmen zur Angleichung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Mitgliedstaaten, welche die Errichtung und das Funktionieren des Binnenmarktes zum Gegenstand haben, erlassen. Der Rückgriff auf Artikel 114 ist möglich, wenn Unterschiede zwischen den nationalen Vorschriften die Grundfreiheiten beeinträchtigen oder Wettbewerbsverzerrungen verursachen und sich somit unmittelbar auf das Funktionieren des Binnenmarkts auswirken. Mit der vorgeschlagenen Richtlinie sollen Hindernisse beseitigt werden, die der Ausübung der Grundfreiheiten, etwa dem freien Kapitalverkehr und der Niederlassungsfreiheit, entgegenstehen. Diese Hindernisse sind auf Unterschiede im nationalen Gesellschaftsrecht in der EU zurückzuführen, da einige Mitgliedstaaten ihren Unternehmen die Möglichkeit vorenthalten, über Mehrstimmrechtsaktienstrukturen Mittel an den öffentlichen Märkten aufzunehmen. Dies schränkt den Zugang von Unternehmen zu Kapital ein und steht der Schaffung eines Binnenmarkts für Kapital in der EU im Wege.

In Artikel 50 Absatz 1 AEUV und insbesondere Artikel 50 Absatz 2 Buchstabe g wird der Union die Befugnis erteilt, zur Verwirklichung der Niederlassungsfreiheit für eine bestimmte Tätigkeit insbesondere „soweit erforderlich, die Schutzbestimmungen [zu koordinieren], die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften im Sinne des Artikels 54 Absatz 2 im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten“. Mit der vorgeschlagenen Richtlinie sollen Koordinierungsmaßnahmen zum Schutz der Interessen der Anteilseigner von Unternehmen und anderer Interessenträger eingeführt werden, um auf diese Weise Unterschiede zwischen den nationalen Vorschriften und Hindernisse für die Niederlassungsfreiheit abzubauen.

### **• Subsidiarität (bei nicht ausschließlicher Zuständigkeit)**

Nach Artikel 4 AEUV sind EU-Maßnahmen zur Vollendung des Binnenmarkts im Hinblick auf das Subsidiaritätsprinzip gemäß Artikel 5 Absatz 3 des Vertrags über die Europäische Union (EUV) zu bewerten. Entsprechend dem Subsidiaritätsprinzip sollten Maßnahmen auf EU-Ebene nur dann ergriffen werden, wenn die Ziele der vorgeschlagenen Maßnahme von den Mitgliedstaaten allein nicht in ausreichendem Maße erreicht werden können und somit ein Handeln auf EU-Ebene erfordern. Werden auf EU-Ebene keine Maßnahmen in Sachen Mehrstimmrechtsaktien ergriffen, ist es unwahrscheinlich, dass Mitgliedstaaten, in denen solche Eigentumsstrukturen derzeit nicht zugelassen sind, ihre Vorschriften in naher Zukunft einseitig und ohne externe Anreize ändern. Zurückzuführen ist dies vor allem auf historische Gründe, Ablehnung aufseiten der Interessenträger in den betreffenden Ländern sowie darauf, dass eine Änderung des Gesellschaftsrechts, das sich über Jahrhunderte hinweg entwickelt hat, oft schwierig ist. Verzögert sich die Einführung von Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien in der gesamten EU, besteht indes die Gefahr, dass kleineren Unternehmen in Mitgliedstaaten, in denen Mehrstimmrechtsaktien nicht zugelassen sind, Finanzierungsmöglichkeiten vorenthalten bleiben. Und selbst wenn Mitgliedstaaten beschließen, Maßnahmen zu ergreifen, könnte es signifikante Unterschiede zwischen den jeweiligen Ansätzen geben, was möglicherweise eine noch größere Fragmentierung zur Folge hätte.

- **Verhältnismäßigkeit**

Ziel der vorgeschlagenen Richtlinie ist es, zum ordnungsgemäßen Funktionieren des Binnenmarkts beizutragen und Hindernisse für die Wahrnehmung von Grundfreiheiten wie den freien Kapitalverkehr und die Niederlassungsfreiheit, zu beseitigen. Diese Hindernisse sind durch Unterschiede im nationalen Gesellschaftsrecht in Bezug auf Eigentumsstrukturen und insbesondere die Möglichkeit eines Unternehmens, eine Struktur mit Mehrstimmrechtsaktien einzuführen, entstanden. Zur Erreichung dieses Ziels werden lediglich Anforderungen an eine Mindestharmonisierung vorgeschlagen, die ausschließlich den wesentlichen Rechtsgrundsatz der Zulassung von Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien betreffen und durch einen Mindestschutz für die Interessen der Minderheitsaktionäre und die Interessen des Unternehmens ergänzt werden. Zudem beschränkt sich der Anwendungsbereich auf KMU-Wachstumsmärkte, insbesondere auf KMU, die von einer solchen Maßnahme am meisten profitieren würden.

Die vorgeschlagene Richtlinie räumt den Mitgliedstaaten hinreichend Flexibilität ein, um die Bestimmungen des Vorschlags in die nationalen Rechtsvorschriften zu integrieren. Zu diesem Zweck werden die Vorschriften durch zusätzliche Maßnahmen flankiert, einschließlich durch Maßnahmen zum Schutz von Anteilseignern und Unternehmensinteressen – vorausgesetzt, diese laufen den Zielen der Richtlinie nicht zuwider. Darüber hinaus ist vorgesehen, Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien auch in Situationen zuzulassen, die nicht in den Anwendungsbereich des Vorschlags fallen. Entsprechend dem in Artikel 5 EUV genannten Subsidiaritätsprinzip geht die vorgeschlagene Richtlinie daher nicht über das für die Erreichung dieser Ziele erforderliche Maß hinaus.

- **Wahl des Instruments**

Die Integration des EU-Binnenmarkts im Bereich des Gesellschaftsrechts, insbesondere der Eigentumsstrukturen, lässt sich am besten erreichen, indem die Rechtsvorschriften angeglichen und im Wege einer Richtlinie harmonisiert werden. Mit dem Rückgriff auf eine Richtlinie wird den unterschiedlichen Rechtskulturen und Gesellschaftsrechtssystemen der Mitgliedstaaten Rechnung getragen und für einen hinreichend flexiblen Umsetzungsprozess gesorgt, damit gemeinsame Mindeststandards auf eine mit den verschiedenen Systemen vereinbare Weise umgesetzt werden können.

Eine Empfehlung wäre nicht geeignet, um die angestrebte Angleichung in diesem Politikbereich zu erreichen, in dem große Unterschiede zwischen den verbindlichen Rechtsvorschriften der Mitgliedstaaten festgestellt wurden. Eine Verordnung zur Angleichung der Vorschriften würde den Mitgliedstaaten nicht genügend Flexibilität bieten, um den lokalen Gegebenheiten Rechnung zu tragen und dafür zu sorgen, dass die EU-Vorschriften und das breitere nationale Gesellschaftsrecht weiterhin miteinander in Einklang stehen.

### **3. ERGEBNISSE DER EX-POST-BEWERTUNG, DER KONSULTATION DER INTERESSENTRÄGER UND DER FOLGENABSCHÄTZUNG**

- **Ex-post-Bewertung/Eignungsprüfungen bestehender Rechtsvorschriften**

Entfällt.

- **Konsultation der Interessenträger**

In den vergangenen Jahren hat die Kommission in ihren kontinuierlichen Bewertungen den Schwerpunkt auf den Zugang von Unternehmen, insbesondere von KMU, zu öffentlichen Märkten gelegt. Fragen im Zusammenhang mit dem Verwaltungsaufwand für Unternehmen beim Zugang zu öffentlichen Märkten wurden im Rahmen des Hochrangigen Forums zur



Kapitalmarktunion (High Level Forum on capital markets union – CMU HLF), der Sachverständigengruppe der Kommission für KMU (Technical Expert Stakeholder Group on SMEs – TESSG) und des Aktionsplans zur Kapitalmarktunion 2020 behandelt. Zudem trug die Kommission den im Rahmen der Oxera-Studie<sup>28</sup> durchgeführten umfassenden Untersuchungen Rechnung. Um weitere Erkenntnisse zu diesen Aspekten zu gewinnen, wurden im November 2021 eine Sondierung sowie eine öffentliche und eine gezielte Konsultation zum Rechtsakt zur Börsennotierung eingeleitet. Die Konsultationen erstreckten sich über 14 Wochen (vom 19. November 2021 bis zum 25. Februar 2022).

Die Kommission organisierte darüber hinaus im April 2022 zwei Fachsitzungen/Workshops mit Interessenträgern aus der Industrie, um die in Betracht gezogenen politischen Optionen weiterzuentwickeln.

Am 15. Oktober 2021, 17. Mai 2022 und 30. Mai 2022 legte die Kommission zudem der Expertengruppe des Europäischen Wertpapierausschusses die Ziele des Vorschlags dar.

Ferner fand am 17. Mai 2022 eine Sitzung mit den Koordinatoren des Ausschusses für Wirtschaft und Währung (ECON) des Europäischen Parlaments statt, um die Ziele des Vorschlags zu erläutern.

Schließlich wurde am 12. September 2022 ein Treffen mit der Gruppe der Gesellschaftsrechtsexperten organisiert.

### ***Öffentliche und gezielte Konsultationen***

In den öffentlichen und gezielten Konsultationen betonten die Befragten, dass einer der Hauptgründe, weshalb sich sehr viele wachstumsstarke Hightech-Emittenten für eine Börsennotierung in Nicht-EU-Ländern (wie den USA oder dem Vereinigten Königreich) entscheiden, in der Flexibilität zu sehen sei, die diese Länder Emittenten mit Blick auf Mehrstimmrechtsaktien gewähren.<sup>29</sup> Einige Befragte<sup>30</sup> führten an, eine Reihe von EU-Unternehmen habe kürzlich ihren satzungsmäßigen Sitz aus Ländern, in denen die Möglichkeiten für die Ausgabe von Mehrstimmrechtsaktien begrenzt sind (z. B. Italien, Deutschland und Spanien), in die Niederlande verlegt, wo Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien zulässig sind und in diesem Bereich ein flexibler Ansatz verfolgt wird.<sup>31</sup> Schließlich hielten 64 % der Befragten es für sinnvoll, im EU-Recht festzulegen, dass es Emittenten in der gesamten EU erlaubt sein sollte, auf der Grundlage einer Struktur mit Mehrstimmrechtsaktien an einem EU-Handelsplatz zu notieren.

Die Mehrheit der Konsultationsteilnehmer (83 %)<sup>32</sup> war der Ansicht, die Nutzung von Mehrstimmrechtsaktien habe – in den Ländern, in denen dies zulässig ist – mehr Unternehmen dazu veranlasst, eine Notierung an öffentlichen Märkten anzustreben. In der Frage, wie sich Mehrstimmrechtsaktien auf die Attraktivität eines Unternehmens für die Anleger auswirken, vertraten die meisten Befragten (überwiegend Emittenten und Börsen) die

---

<sup>28</sup> Oxera Consulting LPP, Primary and secondary equity markets in EU, Abschlussbericht, November 2020, Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf

<sup>29</sup> Zu den Interessenträgern, die diese Auffassung unterstützen, gehören Investmentbanken, Wertpapiermarktverbände, Vertreterinnen und Vertreter von Finanzministerien sowie Private-Equity-Verbände.

<sup>30</sup> Dies wurde von zwei Interessenträgern aus den Niederlanden erwähnt.

<sup>31</sup> Bisher gibt es einige Unternehmen, die sich aufgrund der attraktiven Regelungen für Mehrstimmrechtsaktien für eine Börsennotierung in den Niederlanden entschieden haben. Gleichwohl liegen keine Daten vor, die diese Feststellungen erhärten.

<sup>32</sup> D. h. 34 von 41 Befragten.



Auffassung, solche Strukturen hätten entweder positive oder neutrale Auswirkungen.<sup>33</sup> Nach Ansicht dieser Befragten wird das Interesse der Anleger durch Mehrstimmrechtsaktien nicht gedämpft, sofern bestimmte Schutzmaßnahmen bestehen. Zudem hoben sie die Bedeutung von Transparenz hervor, wenn es darum geht, sicherzustellen, dass Anleger fundierte Anlageentscheidungen treffen können.

Diejenigen Befragten, die der Ansicht waren, die Attraktivität der öffentlichen Märkte würde durch solche Strukturen in Mitleidenschaft gezogen (darunter zwei nationale Behörden und einige Anlegerverbände), äußerten Bedenken, dass der Grundsatz „one share – one vote“ wegfallen könnte. Ein Befragter wies insbesondere darauf hin, dass Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien die in den Unternehmensführungsregelungen festgelegten Rechenschaftsmechanismen aushöhlen könnten (etwa die Regelung, dass Mitglieder der Geschäftsleitung von den Anteilseignern gewählt werden) und einen „Entrenchment-Effekt“ haben könnten. Doch selbst unter den Befragten, die die Auswirkungen leicht negativ oder negativ einschätzten, wiesen einige darauf hin, dass Mehrstimmrechtsaktien in bestimmten Situationen vorteilhaft seien (insbesondere für wachstumsstarke, innovative, gründergeführte Unternehmen, die eine Notierung anstreben). Sie merkten an, dass bei allen vorgeschlagenen Änderungen ein angemessenes Gleichgewicht hergestellt werden müsse. Dieses Gleichgewicht sollte für einen angemessenen Schutz der Unternehmensführungsregeln sorgen, z. B. indem eingeschränkt wird, welche Entscheidungen mit zusätzlichen Stimmrechten getroffen werden können, und es sollte gründergeführten Unternehmen ermöglichen, Mittel an öffentlichen Märkten aufzunehmen und die langfristige Vision des Gründers für das Unternehmen zu wahren.

Die Befragten betonten daher, jegliche Flexibilität bei Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien solle so gehandhabt werden, dass die Unternehmensführungsregeln gewahrt bleiben (möglicherweise durch Verfallsklauseln, Bestimmungen über die Nichtübertragbarkeit, automatische Kündigung/Umwandlung bei Ausscheiden usw.).

### ***Empfehlungen der Sachverständigengruppen***

Das CMU HLF empfahl, dass Unternehmen beim Börsengang die Wahl haben sollten, sich für eine Struktur mit Mehrstimmrechtsaktien zu entscheiden. Die Sachverständigengruppe stellte fest, dass solche Strukturen Unternehmen dabei helfen könnten, eine Übernahme durch größere Unternehmen zu vermeiden, Anreize für Eigentümer setzen, das Wachstum aufrechtzuerhalten, dazu beitragen, langfristige Perspektiven für das Unternehmen zu schaffen und gleichzeitig sicherstellen, dass die Börsennotierung weiterhin eine attraktive Finanzierungsmöglichkeit darstellt. Nach Auffassung der Gruppe muss dabei allerdings dem Umstand Rechnung getragen werden, dass solche Strukturen für andere Anteilseigner ein Hemmnis bei der Wahrnehmung ihrer Verwaltungs- und Unternehmensführungsaufgaben darstellen können.

Die TESG unterstützte diese Empfehlung uneingeschränkt und brachte vor, dass die Entscheidung darüber, ob eine Verfallsklausel oder eine maximale gewichtete Stimmquote vorzusehen seien, bei den Emittenten liegen sollte.

### ***Sitzungen mit Interessenträgern***

Die beiden von der Kommission veranstalteten Fachveranstaltungen mit Interessenträgern lieferten keinen signifikanten Input zum Thema Mehrstimmrechtsaktien. Einige

---

<sup>33</sup> 22 % (9 Befragte) bewerteten die Auswirkungen als positiv oder leicht positiv, 29 % (12 Befragte) stuften die Auswirkungen als neutral ein, und nach Auffassung von 36 % der Befragten (15 Befragte, in erster Linie Anleger und zuständige nationale Behörden) sind die Auswirkungen negativ oder leicht negativ.

Interessenträger (Börsen) sprachen sich klar für eine EU-Harmonisierung aus, da dadurch eine Börsennotierung attraktiver würde. Andere Interessenträger (Anleger) hielten eine solche Harmonisierung hingegen nicht für erforderlich, wiesen jedoch auf die Bedeutung angemessener Schutzmaßnahmen hin, falls ein entsprechender Ansatz in Erwägung gezogen würde.

***Treffen mit der Expertengruppe des Europäischen Wertpapierausschusses*** Die Kommission stellte das mögliche weitere Vorgehen in Bezug auf den Rechtsakt zur Börsennotierung im Rahmen des Projekts der Kapitalmarktunion vor. Die an den Beratungen teilnehmenden Delegationen unterstützten weitgehend das Ziel der Kommission, die öffentlichen Märkte in der EU attraktiver zu machen und gleichzeitig Anlegerschutz und Marktintegrität zu gewährleisten. Insbesondere zeigten sich 13 Mitgliedstaaten, die sich zu Wort meldeten, offen für eine Mindestharmonisierung der Bestimmungen über Mehrstimmrechtsaktien im EU-Recht.

#### ***Treffen mit den ECON-Koordinatoren im Europäischen Parlament***

Die Koordinatoren der MdEP, die an den Gesprächen teilnahmen, begrüßten die von der Kommission vorgeschlagene Vorgehensweise für den Rechtsakt zur Börsennotierung und erkannten das im Zusammenhang mit den öffentlichen Märkten in der EU bestehende Problem an. Sie betonten, die Kommission müsse einen ausgewogenen Ansatz finden, damit alle Unternehmen, insbesondere KMU, Zugang zu öffentlichen Märkten für Finanzierungen haben und gleichzeitig ein angemessener Anlegerschutz gewährleistet ist.

#### ***Treffen mit der Gruppe der Gesellschaftsrechtsexperten***

Bei einer Sitzung der Gruppe der Gesellschaftsrechtsexperten fand ein Meinungsaustausch über die nationalen Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien in einigen Mitgliedstaaten statt. Mehrere Mitgliedstaaten meldeten sich zu Wort, um ihre Antworten auf die Umfrage der Kommission (Juli-August 2022) näher zu begründen.

#### **• Einholung und Nutzung von Expertenwissen**

Die Kommission hat eine erhebliche Menge an Daten direkt bei Wertpapierbörsen, Emittenten und KMU-Verbänden eingeholt. Darüber hinaus brachte die TESG (die von Oktober 2020 bis Mai 2021 bestand) einige Belege sowie Beiträge des Marktes bei. Die Kommission gab zudem im November 2020 eine Studie über *Primär- und Sekundäreigenkapitalmärkte in der EU* bei Oxera in Auftrag, die einen ausgesprochen detaillierten und datengestützten Überblick über den Markt<sup>34</sup> lieferte.

Zuvor hatte die Kommission eine Studie zum Verhältnis zwischen Eigentum und Kontrolle bei in der EU börsennotierten Unternehmen in Auftrag gegeben, deren Ergebnisse im *Bericht über den Grundsatz der Verhältnismäßigkeit in der EU* (veröffentlicht 2007) dargelegt wurden.<sup>35</sup> Die Schlussfolgerungen dieses Berichts wurden kürzlich in einer weiteren Studie

---

<sup>34</sup> In der Studie zu Primär- und Sekundäreigenkapitalmärkten in der EU wurde den Regulierungsbehörden empfohlen, die für kontrollverstärkende Mechanismen (z. B. Mehrstimmrechtsaktien) bestehenden Beschränkungen zu lockern, um Unternehmen zu einer Börsennotierung zu ermutigen, ohne dass Eigentümer im Falle eines Börsengangs Kontrolle über ihre Unternehmen abgeben müssen.

<sup>35</sup> In der Studie zur Frage des Verhältnisses zwischen Eigentum und Kontrolle in den Mitgliedstaaten wurde festgestellt, dass sich kein EU-Staat innerhalb der untersuchten Stichprobe für den Grundsatz „one share – one vote“ entschieden hat. Selbst in Mitgliedstaaten, in denen der Grundsatz „one share – one vote“ bis zu einem gewissen Grad förmlich übernommen worden war, waren verschiedene kontrollverstärkende Mechanismen zugelassen, z. B. Höchststimmrechte oder stimmrechtslose Vorzugsaktien. Die Schlussfolgerungen wurden in einer Studie über den Schutz von Minderheitsaktionären aus dem Jahr 2018 bestätigt. Diese Studie enthält einen Abschnitt über die

über den Schutz von Minderheitsaktionären bestätigt, die von der Kommission in Auftrag gegeben und 2018 veröffentlicht worden war.

Auf der Grundlage umfangreicher qualitativer und quantitativer Erkenntnisse aus den gezielten öffentlichen Konsultationen zum „Rechtsakt zur Börsennotierung: attraktivere öffentliche Kapitalmärkte für EU-Unternehmen und leichter Kapitalzugang für KMU“ wurde eine Folgenabschätzung vorgenommen.

Weitere Quellen waren u. a. umfangreiche wissenschaftliche Literatur und Forschung, insbesondere zu Ländern, in denen Mehrstimmrechtsaktien bereits zugelassen sind oder in denen kürzlich Rechtsvorschriften für deren Zulassung angenommen wurden. Darüber hinaus lieferten verschiedene Industrieverbände umfassende zusätzliche Beiträge.

- **Folgenabschätzung**

Diesem Vorschlag ist eine Folgenabschätzung beigelegt, die am 10. Juni 2022 dem Ausschuss für Regulierungskontrolle vorgelegt wurde. Am 8. Juli 2022 wurde die Folgenabschätzung vom Ausschuss mit Vorbehalten gebilligt.

Der Ausschuss forderte eine Änderung des Entwurfs der Folgenabschätzung, da Folgendes präzisiert werden sollte: i) die Verknüpfungen, die zwischen der Initiative für den Rechtsakt zur Börsennotierung und anderen verbundenen Kapitalmarktinitiativen bestehen und inwieweit diese miteinander kohärent sind, ii) die Risiken und Grenzen der Analyse sowie die Anerkennung unbeabsichtigter Folgen und iii) die unterschiedliche Sicht der verschiedenen Kategorien von Interessenträgern auf die Problemstellung, die Optionen und deren Auswirkungen. Die vom Ausschuss formulierten Kommentare wurden berücksichtigt und in die endgültige Fassung der Folgenabschätzung aufgenommen.

In der Folgenabschätzung werden mehrere politische Optionen analysiert, mit denen erreicht werden soll, dass Notierungen an EU-Kapitalmärkten durch gestraffte, klare und flexiblere regulatorische Verpflichtungen attraktiver werden, damit die Kosten sinken, die Unternehmen jeglicher Größe bei der Kapitalbeschaffung an öffentlichen Märkten entstehen.

In der Folgenabschätzung werden drei Faktoren beschrieben, die für Schwierigkeiten in den drei Phasen eines Börsengangs – vor dem Börsengang, während des Börsengangs und nach dem Börsengang – relevant sind. Für die vorgeschlagene Richtlinie ist der relevante Faktor in den ungleichen Möglichkeiten zu sehen, die für Unternehmen in der EU bei einem Börsengang mit Blick auf die Unternehmensführungsstrukturen bestehen und die auf unterschiedliche nationale Vorschriften über Mehrstimmrechtsaktien zurückzuführen sind.

Die in den Optionen dargelegten regulatorischen Änderungen allein würden nicht ausreichen, um alle Herausforderungen zu bewältigen, die an den öffentlichen Märkten in der EU bestehen. Zusammen mit anderen Maßnahmen, die als Teil eines umfassenderen Plans zur Verbesserung des Zugangs von Unternehmen zu öffentlichen Kapitalmärkten betrachtet werden, sollen die Änderungen jedoch dazu beitragen, den derzeitigen negativen Trend an den öffentlichen Märkten in der EU umzukehren. Werden keine regulatorischen Verbesserungen vorgenommen, müssten sich die öffentlichen Märkte in der EU weiterhin auf einen suboptimalen Rechtsrahmen für die Börsennotierung stützen, wodurch sie wiederum an Attraktivität einbüßen würden. Infolgedessen würden den EU-Emittenten, Anlegern und der EU-Wirtschaft insgesamt wirtschaftliche Kosten entstehen. Im Basisszenario sind daher keine Änderungen des Rechtsrahmens für die Vorschriften für Unternehmen vorgesehen, die eine Börsennotierung anstreben oder bereits notiert sind.

---

Anwendung des Grundsatzes „one share – one vote“ in den Mitgliedstaaten, wonach der Grundsatz in den nationalen Rechtsrahmen der Mitgliedstaaten nicht als wesentlich angesehen wird.

Was die Phase im Vorlauf eines Börsengangs angeht, sieht die bevorzugte politische Option eine Mindestharmonisierung der nationalen Rechtsvorschriften über Mehrstimmrechtsaktien vor, wobei den Mitgliedstaaten Spielraum bei der Ausgestaltung eingeräumt wird. Bei dieser Option müssten Mitgliedstaaten, in denen Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien aktuell untersagt sind, ihre Rechtsvorschriften ändern, um solche Strukturen zuzulassen. Für Mitgliedstaaten, die derzeit über ein einschlägiges flexibles und gut funktionierendes System verfügen, wäre die Option mit keinerlei zusätzlichen weitreichenden Einschränkungen verbunden.

Mit der Option würden wirksam Anreize zur Börsennotierung für Unternehmen in Mitgliedstaaten geschaffen, in denen Mehrstimmrechtsaktien derzeit nicht zugelassen sind. Die bevorzugte Option würde sicherstellen, dass Unternehmen in allen Mitgliedstaaten mit Mehrstimmrechtsaktienstrukturen zum Handel zugelassen werden können. Auf diese Weise würden die in der Regel mit einem Börsengang einhergehenden Kontrolleinbußen für Gründer und Unternehmenseigentümer gemindert. Dies wiederum könnte Unternehmen, die andernfalls keine Börsennotierung in Betracht ziehen würden, neue Finanzierungsmöglichkeiten eröffnen. Zudem könnten Unternehmen, die derzeit im Ausland notieren müssen, um die dort mögliche Flexibilität zu nutzen, in erheblichem Maße Kosten einsparen. Nach dem Börsengang würde durch Mehrstimmrechtsaktien außerdem vermieden, dass Gründer kurzfristigem Marktdruck ausgesetzt sind, und ihnen würde ermöglicht, sich auf ihre langfristige Vision für das Unternehmen zu konzentrieren.

Bei der bevorzugten Option könnten die Mitgliedstaaten die Schutzmaßnahmen und Bedingungen für Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien flexibel festlegen. Allerdings müssten sie sicherstellen, dass auf EU-Ebene geltende wesentliche Grundsätze und Mindestschutzmaßnahmen eingehalten werden. So müsste etwa dafür gesorgt werden, dass ein angemessenes Gleichgewicht zwischen den Interessen der Gründer und dem Schutz von Minderheitsinvestoren besteht und die Interessen des Unternehmens geschützt werden. Mit dieser Option würde der Anlegerschutz gewährleistet, da die Mitgliedstaaten verpflichtet wären, bei der Einführung solcher Strukturen in ihren nationalen Systemen die Interessen der Anleger und des Unternehmens zu berücksichtigen. Darüber hinaus würden die Schutzmaßnahmen und Bedingungen auf die besonderen Merkmale der lokalen Märkte zugeschnitten, und die Märkte, an denen Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien bereits zugelassen sind, würden ihre Flexibilität wahren.

Eine andere Option (bei der es sich nicht um die bevorzugte Option handelt) sieht eine maximale Harmonisierung bei Mehrstimmrechtsaktien vor, indem detaillierte Vorschriften eingeführt werden, die u. a. Schutzmaßnahmen für Minderheitsinvestoren und für das Unternehmen umfassen, z. B. Klauseln zur Beschränkung der Ausübung von Stimmrechten, Verfallsklauseln und Klauseln zur Begrenzung der Anzahl der mit einer einzigen Aktie verbundenen Stimmrechte, die alle darauf abzielen würden, Minderheitsinvestoren und das Unternehmen vor unangemessenen Auswirkungen dieser Strukturen zu schützen. Darüber hinaus könnte bei dieser Option im EU-Recht auch vorgesehen werden, wer Mehrstimmrechtsaktien halten darf, bei welchen Entscheidungen die zusätzlichen Stimmrechte berücksichtigt werden und unter welchen Bedingungen (und ob) sie auf einen Dritten übertragen werden können. Diese Option wäre recht präskriptiv, da alle Mitgliedstaaten verpflichtet wären, denselben starren Rahmen anzuwenden, einschließlich derselben Schutzmaßnahmen, sodass den Mitgliedstaaten, die bereits über ein gut funktionierendes System verfügen, keine Flexibilität mehr ermöglicht würde.

Folglich wäre die bevorzugte Option nicht nur wirksam, sondern gleichzeitig auch kosteneffizienter für die Interessenträger, insbesondere die Emittenten: Mitgliedstaaten, in denen es bereits Regelungen für Mehrstimmrechtsaktien gibt, müssten ihre Vorschriften nicht



ändern, und die Unternehmen in diesen Mitgliedstaaten müssten sich nicht an eine neue Regelung anpassen und zusätzliche Kosten schultern. Eine deutlich präskriptivere Alternative (bei der es sich nicht um die bevorzugte Option handelt) dürfte sowohl für die Mitgliedstaaten als auch für die Emittenten in der gesamten EU mit wesentlich höheren (Anpassungs-)Kosten verbunden sein. Wenngleich die Interessen der Anleger und der Unternehmen insgesamt möglicherweise auf EU-Ebene mit der alternativen Option besser gewahrt würden, könnte diese Option für einige Mitgliedstaaten, in denen die geltenden (flexiblen) Bestimmungen zu Mehrstimmrechtsaktien keine negativen Auswirkungen auf die Anleger zu haben scheinen, nicht geeignet sein.

Der Vorschlag dürfte direkte wirtschaftliche Auswirkungen haben, da er EU-Unternehmen einen besseren Zugang zu alternativen Finanzierungsquellen ermöglicht. Für Emittenten in Mitgliedstaaten, in denen Mehrstimmrechtsaktien nicht zugelassen sind, dürften dadurch mehr Anreize für eine Börsennotierung an den öffentlichen Märkten gesetzt werden. Zusammen mit anderen Verbesserungsmaßnahmen könnte dadurch die Zahl der öffentlichen Emissionen in der EU insgesamt steigen und somit generell zum Wachstum der EU-Kapitalmärkte beigetragen werden.

Nach der Untersuchung der Umweltauswirkungen, einschließlich der Prüfung der Vermeidung erheblicher Beeinträchtigungen sowie der Prüfung der Klimaverträglichkeit, dürfte sich der vorliegende Vorschlag indirekt positiv auf die Umwelt auswirken, da Unternehmen, die Mittel an öffentlichen Märkten erhalten, möglicherweise in Entwicklung und Innovation im Bereich neuer umweltfreundlicher Technologien investieren. Durch die Einführung der spezifischen Schutzmaßnahmen sollte sichergestellt sein, dass Entscheidungen, die die Menschenrechte, das Klima und die Umwelt gefährden können, geringstmögliche Auswirkungen auf die Unternehmen haben. Der vorliegende Vorschlag wäre außerdem der Entwicklung offenerer und wettbewerbsfähigerer Kapitalmärkte förderlich und würde insbesondere schneller wachsenden Unternehmen in innovativen und forschungsintensiven Sektoren zugutekommen, bei denen tendenziell ein höherer Kapitalbedarf besteht. Ein besserer Zugang zu Finanzmitteln ermöglicht solchen Unternehmen rascher zu wachsen, und es können mehr Finanzmittel für FuE-Programme bereitgestellt werden, die zu den Zielen des europäischen Grünen Deals beitragen.

Der Vorschlag könnte indirekt positive gesellschaftliche Auswirkungen haben, sofern mit der bevorzugten Option das Ziel erreicht wird, dass Unternehmen leichter Zugang zu öffentlichen Märkten erhalten und dann von einem stärker diversifizierten und größeren Pool von Finanzierungsquellen profitieren können, um soziale Innovationen voranzutreiben und mehr Arbeitsplätze zu schaffen. Da die Initiative insbesondere auf KMU abzielt (mit einigen direkt auf KMU ausgerichteten Maßnahmen), dürften die (indirekten) Auswirkungen auf die Beschäftigung besonders relevant sein. Heute bieten KMU in der EU Arbeitsplätze für rund 100 Millionen Menschen, erwirtschaften mehr als die Hälfte des BIP der EU und spielen eine Schlüsselrolle bei der Wertschöpfung in allen Wirtschaftszweigen.<sup>36</sup> Vor allem aber liegt der Anteil der KMU an allen Unternehmen in der EU bei 99,8 %.<sup>37</sup> Dank eines besser auf KMU abgestimmten, breiteren Zugangs zu Finanzmitteln werden diese Unternehmen nun schneller wachsen können, was sich positiv auf die Beschäftigung in der gesamten EU auswirken wird. Infolgedessen wird erwartet, dass sich die Maßnahmen, die Teil eines umfassenderen Pakets zur Erleichterung des Zugangs von KMU zu Kapitalmarktfinanzierungen sind, positiv auf den EU-Arbeitsmarkt auswirken und den wirtschaftlichen Zusammenhalt stärken werden.

---

<sup>36</sup> Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen: Eine KMU-Strategie für ein nachhaltiges und digitales Europa (COM(2020) 103 final, S. 1).

<sup>37</sup> Eurostat, 2018 Key Figures (europa.eu).



Dieser Vorschlag dürfte sich indirekt positiv auf die Digitalisierung auswirken, indem umfassendere und stärker diversifizierte Finanzierungsquellen für kapitalintensive Projekte und Unternehmen erschlossen werden, einschließlich für solche, die sich auf Digitalisierung und Innovation konzentrieren.

In der Folgenabschätzung wird der Schluss gezogen, dass das vorgeschlagene Maßnahmenpaket zum übergeordneten Ziel der Kapitalmarktunion beitragen wird, Unternehmen den Zugang zu den Kapitalmärkten zu erleichtern. Das Maßnahmenpaket wird Unternehmen unterstützen, die an EU-Handelsplätzen notiert sind, indem sich ihr Verwaltungsaufwand verringert und ihnen eine verbesserte Liquidität ermöglicht wird. In der Folgenabschätzung wird jedoch auch betont, dass die in dieser Initiative enthaltenen Regulierungsmaßnahmen für sich genommen nicht zwangsläufig zu mehr Börsengängen in der EU führen werden, da diese von vielen verschiedenen Faktoren abhängig sind.

- **Effizienz der Rechtsetzung und Vereinfachung**

Wenngleich die Initiative voraussichtlich gewisse Anpassungskosten verursacht, dürften im Sinne des One-in-one-out-Grundsatzes keine Auswirkungen auf die Verwaltungskosten entstehen. Auf die Unternehmen könnten minimale direkte Anpassungskosten zukommen, wenn sichergestellt wird, dass eine Notierung im Einklang mit den neuen Vorschriften und insbesondere mit den bestehenden Anlegerschutzbestimmungen steht.

- **Grundrechte**

Dieser Vorschlag steht im Einklang mit den Grundrechten sowie den in der Charta der Grundrechte der Europäischen Union festgelegten Freiheiten. Für diese Initiative relevant sind der freie Personen- und Dienstleistungsverkehr und die Niederlassungsfreiheit, die durch den Vertrag über die Europäische Union und den Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union geschützte Grundrechte und Grundfreiheiten sind.

Der Vorschlag berührt das Recht auf Privatsphäre und den Schutz personenbezogener Daten bestimmter Anteilseigner und Personen, die Stimmrechte im Unternehmen ausüben, sowie der Wertpapierinhaber mit besonderen Kontrollrechten. Die Bestimmung, nach der die Offenlegung der Identität der einschlägigen Anteilseigner und Personen erforderlich ist, zielt darauf ab, das Anlegervertrauen zu stärken und fundierte Anlageentscheidungen zu erleichtern, wodurch sowohl der Anlegerschutz als auch die Markteffizienz verbessert werden. Da jedes Mitglied der breiten Öffentlichkeit Anleger sein kann, sollten diese Informationen öffentlich zugänglich sein. Die Bestimmung beschränkt sich auf das Maß, das erforderlich ist, um die Interessen der Anleger zu schützen, damit fundierte Entscheidungen getroffen werden und das Anlegervertrauen gewährleistet ist. Darüber hinaus bezieht sich die in dem Vorschlag vorgesehene Offenlegung personenbezogener Daten lediglich auf Anteilseigner und Personen, die über signifikante Entscheidungsbefugnisse verfügen oder anderweitig Kontrollrechte in der Gesellschaft ausüben könnten. Ohne eine solche Offenlegung wären die Anleger nicht in der Lage, fundierte Anlageentscheidungen zu treffen.

#### **4. AUSWIRKUNGEN AUF DEN HAUSHALT**

Es ist nicht zu erwarten, dass sich diese Initiative nennenswert auf den EU-Haushalt auswirkt.

## 5. WEITERE ANGABEN

### • **Durchführungspläne sowie Monitoring-, Bewertungs- und Berichterstattungsmodalitäten**

Fünf Jahre nach Umsetzung der Maßnahme ist gemäß den Leitlinien der Kommission für bessere Rechtsetzung eine Bewertung vorgesehen. Im Rahmen dieser Bewertung soll u. a. geprüft werden, wie wirksam und effizient die verfolgten Ziele mithilfe der Richtlinie erreicht wurden und ob neue Maßnahmen oder Änderungen erforderlich sind. Die Mitgliedstaaten legen der Kommission die für diese Bewertung notwendigen Informationen vor.

### • **Ausführliche Erläuterung einzelner Bestimmungen des Vorschlags**

In Artikel 1 wird der Gegenstand der Richtlinie festgelegt. Bestimmt wird dort insbesondere, dass die Richtlinie nur für die Einführung von Mehrstimmrechtsaktienstrukturen durch Unternehmen gilt, die erstmals eine Zulassung dieser Aktien zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt beantragen wollen.

Artikel 2 enthält die Begriffsbestimmungen der Richtlinie, darunter „Gesellschaft“, „Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien“, „Mehrstimmrechtsaktien“ und „KMU-Wachstumsmarkt“.

In Artikel 3 wird klargestellt, dass die Richtlinie nur eine Mindestharmonisierung bewirkt, die Mitgliedstaaten also nationale Bestimmungen erlassen oder beibehalten können, die es den Unternehmen ermöglichen, sich auch in nicht von der Richtlinie abgedeckten Fällen für Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien zu entscheiden.

Artikel 4 verpflichtet die Mitgliedstaaten sicherzustellen, dass Unternehmen bei Beantragung einer Erstzulassung ihrer Anteile zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien einführen dürfen. Darüber hinaus wird durch diesen Artikel gewährleistet, dass die Mitgliedstaaten den Unternehmen die Möglichkeit geben, auch vor Beantragung der Zulassung ihrer Anteile zum Handel eine Struktur mit Mehrstimmrechtsaktien einzuführen. In derartigen Fällen können die Mitgliedstaaten bestimmen, dass die mit Mehrstimmrechtsaktien verbundenen erweiterten Stimmrechte erst nach der Zulassung zum Handel ausgeübt werden können.

Artikel 5 verpflichtet die Mitgliedstaaten, die faire und gleiche Behandlung der Aktionäre zu gewährleisten und durch Einführung angemessener Schutzmaßnahmen einen ausreichenden Schutz der Unternehmensinteressen und der Aktionäre, deren Anteile nicht mit Mehrfachstimmrechten verbunden sind, sicherzustellen. Zu diesem Zweck sieht Artikel 5 ein Mindestmaß an Harmonisierung für diese Schutzmaßnahmen vor und verpflichtet die Mitgliedstaaten, bestimmte dort aufgeführte Maßnahmen in ihre Rechtsvorschriften aufzunehmen. Auch werden in Artikel 5 zusätzliche Schutzmaßnahmen aufgeführt, die die Mitgliedstaaten zu diesem Zweck in Betracht ziehen können.

Artikel 6 enthält die Offenlegungspflichten für Unternehmen, die eine Struktur mit Mehrstimmrechtsaktien eingeführt haben. Diese müssen sowohl zum Zeitpunkt der Zulassung der Aktien zum Handel als auch danach in jährlichen Abständen erfüllt werden. Im Rahmen dieser Pflichten sind Angaben zur Struktur des Gesellschaftskapitals, zu den Charakteristika der Mehrstimmrechtsaktien sowie zu sonstigen kontrollverstärkenden Mechanismen im Unternehmen zu machen.

Artikel 7 enthält eine Bestimmung zur Überprüfung der Richtlinie.

Artikel 8 enthält Bestimmungen zur Umsetzung der Richtlinie.

Artikel 9 legt das Datum des Inkrafttretens der Richtlinie fest.

Artikel 10 gibt an, an wen sich die Richtlinie richtet.

Vorschlag für eine

## **RICHTLINIE DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES**

### **über Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien in Gesellschaften, die eine Zulassung ihrer Anteile zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt beantragen**

(Text von Bedeutung für den EWR)

DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT UND DER RAT DER EUROPÄISCHEN UNION —

gestützt auf den Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union, insbesondere auf Artikel 50 Absatz 1, Artikel 50 Absatz 2 Buchstabe g und Artikel 114,

auf Vorschlag der Europäischen Kommission,

nach Zuleitung des Entwurfs des Gesetzgebungsakts an die nationalen Parlamente,

nach Stellungnahme des Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschusses,<sup>38</sup>

gemäß dem ordentlichen Gesetzgebungsverfahren,

in Erwägung nachstehender Gründe:

- (1) Um die Attraktivität von KMU-Wachstumsmärkten zu erhöhen und die Bedingungen für Gesellschaften, die eine Zulassung zum Handel im Binnenmarkt beantragen, vergleichbarer zu machen, müssen regulierungsbedingte Hindernisse für den Zugang zu solchen Märkten angegangen werden. Die Gesellschaften sollten die ihrer Entwicklungsphase am besten entsprechenden Governance-Strukturen wählen und zu diesem Zweck unter anderem den kontrollierenden Anteilseignern die Möglichkeit geben können, die Kontrolle über die Gesellschaft auch nach der Zulassung zum Handel an KMU-Wachstumsmärkten zu behalten; zugleich sollten sie die mit dem Handel an diesen Märkten verbundenen Vorteile nutzen können, solange die Rechte der Minderheitsaktionäre dabei gewahrt bleiben.
- (2) Angst davor, die Kontrolle über die Gesellschaft zu verlieren, ist einer der Hauptgründe für kontrollierende Anteilseigner, nicht an KMU-Wachstumsmärkten aktiv zu werden. Für kontrollierende Anteilseigner bedeutet die Zulassung zum Handel in der Regel eine Verwässerung der Eigentumsverhältnisse, wodurch ihr Einfluss auf wichtige Investitions- und Betriebsentscheidungen im Unternehmen abnimmt. Insbesondere für Start-ups und Gesellschaften mit langfristigen Projekten und erheblichen Vorlaufkosten kann es wichtig sein, die Kontrolle über die Gesellschaft zu behalten, damit Visionen weiterverfolgt werden können, ohne allzu großen Marktschwankungen ausgesetzt zu sein.
- (3) Eigentumsstrukturen mit Mehrstimmrechtsaktien sind für kontrollierende Anteilseigner ein wirksamer Weg, die Entscheidungsgewalt im Unternehmen zu halten und sich zugleich über öffentliche Märkte zu finanzieren. Sie sind eine Form von kontrollverstärkendem Mechanismus, der mindestens zwei verschiedene

<sup>38</sup> ABl. C [...] vom [...], S. [...].

Aktiengattungen mit einer unterschiedlichen Anzahl von Stimmrechten umfasst. Bei solchen Strukturen ist mindestens eine der Aktiengattungen mit weniger Stimmen verknüpft als eine (oder mehrere) andere Gattung(en) stimmberechtigter Aktien. Die mit der höchsten Anzahl an Stimmen verknüpfte Aktie ist eine Mehrstimmrechtsaktie.

- (4) Neben Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien gibt es andere kontrollverstärkende Mechanismen, die eine Hebelung der Stimmrechte ermöglichen. Hierzu können stimmrechtslose Aktien, stimmrechtslose Vorzugsaktien und Höchststimmrechte zählen. Diese alternativen kontrollverstärkenden Mechanismen sind von ihrer Anlage her jedoch starrer und können den Kapitalbetrag, den eine Gesellschaft mit der Zulassung zum Handel an KMU-Wachstumsmärkten aufnehmen kann, aufgrund der geringeren Entkopplung von wirtschaftlichen Rechten und Stimmrechten verringern.
- (5) Treueaktien wie Mehrstimmrechtsaktien sind für den Anteilseigner mit höheren Stimmrechten verbunden. Bei Treueaktien kann der Anteilseigner zusätzliche Stimmrechte erhalten, wenn er die Aktie für den festgelegten Zeitraum hält und bestimmte Bedingungen erfüllt. Treueaktien sind kontrollverstärkende Mechanismen, die eher darauf ausgelegt sind, stabile Eigentumsverhältnisse und das langfristige Halten der Aktien durch die Aktionäre zu fördern als die Attraktivität der öffentlichen Mittelaufnahme zu erhöhen. Treueaktien in den Geltungsbereich dieser Richtlinie aufzunehmen, erscheint daher nicht angemessen.
- (6) Die nationalen Bestimmungen zu Mehrstimmrechtsaktien sind von Mitgliedstaat zu Mitgliedstaat sehr unterschiedlich. Während einige Mitgliedstaaten Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien erlauben, werden sie von anderen untersagt. In einigen Mitgliedstaaten ist das Verbot von Mehrstimmrechtsaktien auf Publikumsgesellschaften beschränkt, in anderen gilt es für Gesellschaften jeder Art. Diese unterschiedlichen nationalen Regelungen behindern den freien Kapitalverkehr im Binnenmarkt. Darüber hinaus führen sie dazu, dass die Gesellschaften nicht in allen Mitgliedstaaten die gleichen Wettbewerbsbedingungen vorfinden. Gesellschaften aus einem Mitgliedstaat, in dem Mehrstimmrechtsaktien untersagt sind, müssen in einen anderen Mitgliedstaat oder sogar in ein Drittland ausweichen, wenn sie für diese Aktien eine Zulassung zum Handel beantragen wollen, was für sie mit höheren Kosten verbunden ist. Dieser höheren Kosten wegen könnten sich Gesellschaften in einigen Fällen gegen die öffentliche Aufnahme von Mitteln entscheiden, was ihre Finanzierungsmöglichkeiten einschränken könnte. Solche Erwägungen spielen insbesondere bei KMU und Start-ups, die nicht über die zur Deckung dieser Kosten erforderlichen Mittel verfügen, eine Rolle.
- (7) Die Mitgliedstaaten sollten den Gesellschaften Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien ermöglichen, damit diese die Zulassung zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt beantragen können, ohne dass die kontrollierenden Anteilseigner auf Kontrolle verzichten müssten. Eine Zulassung zum Handel an geregelten Märkten ist für größere und reifere Gesellschaften passend, während KMU-Wachstumsmärkte im Allgemeinen besser für KMU geeignet sind. KMU-Wachstumsmärkte wurden ursprünglich speziell für KMU konzipiert, weswegen die rechtlichen Anforderungen an diesen Handelsplätzen den Besonderheiten von KMU Rechnung tragen. Doch sind nicht alle Gesellschaften, deren Papiere an KMU-Wachstumsmärkten notiert sind, auch KMU. Nach der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des



Rates<sup>39</sup> muss es sich bei mindestens 50 % der Emittenten der zum Handel an KMU-Wachstumsmärkten zugelassenen Finanzinstrumente um KMU handeln. Aufgrund der generell höheren Liquidität der Papiere von Gesellschaften, die keine KMU sind, eröffnet sich für die KMU-Wachstumsmärkte durch deren Zulassung die Möglichkeit, höhere Handelsgebühren einzunehmen und so ihr Geschäftsmodell rentabel zu halten. Damit für die Anleger Klarheit herrscht, unterliegen zurzeit jedoch alle Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten unabhängig von ihrer Größe denselben Regeln. Das Recht auf Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien sollte deshalb für alle Gesellschaften eingeführt werden, die eine Erstzulassung ihrer Anteile zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt beantragen.

- (8) Die Mitgliedstaaten sollten nationale Bestimmungen erlassen oder beibehalten dürfen, die es den Gesellschaften ermöglichen, sich auch für andere Zwecke als die Erstzulassung ihrer Anteile zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt für solche Strukturen zu entscheiden. Hierzu gehört die Erlaubnis für Gesellschaften, Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien einzuführen, wenn ihre Papiere bereits zum Handel zugelassen sind oder die Zulassung zu einem nicht als KMU-Wachstumsmarkt registrierten multilateralen Handelssystem oder zu einem geregelten Markt beantragt wird, oder die Sicherstellung, dass Personengesellschaften Strukturen mit Mehrstimmrechtsanteilen auch dann einführen können, wenn keine Zulassung zum Handel beantragt werden soll. Dies kann auch Fälle umfassen, in denen Gesellschaften von einem KMU-Wachstumsmarkt zu einem geregelten Markt wechseln und dabei an Mehrstimmrechtsaktien festhalten.
- (9) Gesellschaften können Mehrstimmrechtsaktien auch durch Ausgabe neuer Aktien oder eine andere Art von Unternehmenstransaktion einführen, wie die Umwandlung bereits ausgegebener Aktien. Gesellschaften, die im Einklang mit dem nationalen Recht Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien einführen wollen, sollten flexibel die hierfür geeignetste Art von Unternehmenstransaktion wählen können. Auch den Zeitpunkt der Einführung solcher Strukturen sollten die Gesellschaften flexibel wählen können, vorausgesetzt diese Strukturen werden eingeführt, um eine Erstzulassung von Anteilen zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt zu beantragen. Die Mitgliedstaaten sollten Gesellschaften nicht daran hindern, vor der Zulassung zum Handel Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien einzuführen. Allerdings sollten die Mitgliedstaaten bestimmen können, dass die erweiterten Stimmrechte, d. h. die zusätzlichen Stimmrechte, die Mehrstimmrechtsaktien im Vergleich zu anderen Aktiengattungen bieten, nur ausgeübt werden dürfen, wenn die Anteile in einem oder mehreren Mitgliedstaaten zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen sind. In diesem Fall sollten Mehrstimmrechtsaktien bis zur Zulassung zum Handel die gleichen Stimmrechte gewähren wie die anderen Aktiengattungen der Gesellschaft. Dies würde sicherstellen, dass durch Mehrstimmrechtsaktien speziell die Erstzulassung zum Handel an KMU-Wachstumsmärkten gefördert wird.
- (10) Da die nicht beherrschenden Anteilseigner gemessen an ihrem Anteil nur verminderte Stimmrechte in der Gesellschaft besitzen, können Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien den kontrollierenden Anteilseignern dieser Gesellschaft dauerhafte Kontrolle verschaffen und damit zum sogenannten „Entrenchment-Effekt“ führen. Dies könnte das Risiko erhöhen, dass die kontrollierenden Anteilseigner aus dieser Kontrolle private Vorteile ziehen. Um diesem Risiko entgegenzuwirken, sollten

---

<sup>39</sup> Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (ABl. L 173 vom 12.6.2014, S. 349).

Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien nur eingeführt werden dürfen, wenn sie von Maßnahmen zum Schutz der Minderheitsaktionäre begleitet sind.

- (11) Mitgliedstaaten, die Mehrstimmrechtsaktien erlauben, sehen Maßnahmen zum Schutz der Minderheitsaktionäre und der Gesellschaftsinteressen vor. Aufgrund von nationalen Besonderheiten und Unterschieden beim Gesellschaftsrecht weichen die bestehenden Schutzmaßnahmen jedoch von Mitgliedstaat zu Mitgliedstaat voneinander ab. Angesichts der Ziele des Binnenmarkts, wie sie insbesondere in Artikel 50 Absatz 2 Buchstabe g des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union niedergelegt sind, sollten die Mitgliedstaaten in ihren nationalen Rechtsvorschriften über Mehrstimmrechtsaktienstrukturen in Bezug auf den Schutz der Interessen der Minderheitsaktionäre und der Gesellschaft ein koordiniertes Vorgehen sicherstellen. Dies schließt den Schutz vor Entscheidungen ein, die die Menschenrechte, den Klimaschutz und die Umwelt gefährden oder beeinträchtigen könnten. Im Rahmen dieses koordinierten Ansatzes sollten alle Mitgliedstaaten dafür sorgen, dass jeder Beschluss, mit dem eine Struktur mit Mehrstimmrechtsaktien eingeführt oder in stimmrechtsrelevanter Weise verändert wird, bei der Aktionärshauptversammlung nur mit qualifizierter Mehrheit gefasst werden kann. Darüber hinaus sollten die Mitgliedstaaten eine Beschränkung des Stimmgewichts von Mehrstimmrechtsaktien vorsehen, die entweder durch eine entsprechende Gestaltung der Mehrstimmrechtsaktienstruktur oder dadurch erreicht wird, dass die mit diesen Aktien verbundenen Mehrstimmrechte bei bestimmten Beschlüssen nicht ausgeübt werden dürfen. Die Beschränkung der Stimmrechtsausübung kann durch die Vorschrift erreicht werden, dass für einen Beschluss mit qualifizierter Mehrheit sowohl die qualifizierte Mehrheit der auf der Aktionärshauptversammlung abgegebenen Stimmen als auch die qualifizierte Mehrheit des in der Aktionärshauptversammlung vertretenen Gesellschaftskapitals erforderlich ist.
- (12) Um einen angemessenen Schutz der Interessen der Minderheitsaktionäre und der Gesellschaft zu gewährleisten, sollten die Mitgliedstaaten erforderlichenfalls zusätzliche Schutzmaßnahmen einführen können. Ob zusätzliche Schutzmaßnahmen angezeigt sind, sollten die Mitgliedstaaten mit Blick darauf überprüfen, ob sie einen wirksamen Schutz der Interessen der Minderheitsaktionäre und der Gesellschaft gewährleisten; zugleich sollten sie sicherstellen, dass solche Schutzmaßnahmen dem Zweck von Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien, d. h. der Möglichkeit der kontrollierenden Anteilseigner, auf wichtige Entscheidungen wie die Ernennung von Mitgliedern der Geschäftsleitung, Einfluss zu nehmen, nicht zuwiderlaufen.
- (13) Die Offenlegung präziser, umfassender und zeitnaher Informationen über Emittenten stärkt das Vertrauen der Anleger und ermöglicht fundierte Anlageentscheidungen. Fundierte Anlageentscheidung verbessern den Anlegerschutz und erhöhen die Markteffizienz. Die Mitgliedstaaten sollten Gesellschaften mit Mehrstimmrechtsaktien deshalb vorschreiben, sowohl zum Zeitpunkt der Zulassung der Papiere zum Handel als auch regelmäßig im Jahresfinanzbericht detaillierte Angaben zu ihrer Aktienstruktur und ihrem System der Unternehmensführung zu veröffentlichen. Aus diesen Angaben sollte hervorgehen, ob es etwaige Beschränkungen für das Halten der Papiere gibt, wozu auch zählt, ob eine Übertragung der Papiere der Zustimmung der Gesellschaft oder anderer Wertpapierinhaber bedarf. Aufschluss geben sollten die Angaben auch über etwaige Stimmrechtsbeschränkungen, wie Begrenzungen der Stimmrechte auf einen bestimmten Anteil oder eine bestimmte Stimmenzahl, zeitliche Beschränkungen für die Ausübung der Stimmrechte oder Systeme, bei denen die mit den Papieren verbundenen finanziellen Rechte von der Wertpapierinhaberschaft

getrennt sind. Um sowohl den Anlegern als auch dem breiten Publikum Transparenz im Hinblick darauf zu verschaffen, wie die Eigentumsverhältnisse letztlich sind und wer de facto Einfluss auf die Gesellschaft ausübt, sollten solche Unternehmen außerdem die Identität der Inhaber der Mehrstimmrechtsaktien, der natürlichen Personen, die zur Ausübung der Stimmrechte in deren Namen berechtigt sind, und der Personen mit besonderen Kontrollrechten offenlegen. Dies würde Anlegern fundierte Entscheidungen ermöglichen und dadurch ihr Vertrauen in gut funktionierende Kapitalmärkte stärken.

- (14) Da die Ziele dieser Richtlinie, nämlich die Ausweitung der Finanzierungsmöglichkeiten von Unternehmen und die Erhöhung der Attraktivität von KMU-Wachstumsmärkten, von den Mitgliedstaaten nicht ausreichend und schnell genug verwirklicht werden können, sondern vielmehr wegen des Umfangs und der Wirkungen der Maßnahmen auf Unionsebene wirksamer und zügiger zu verwirklichen sind, kann die Union im Einklang mit dem in Artikel 5 des Vertrags über die Europäische Union verankerten Subsidiaritätsprinzip tätig werden. Entsprechend dem in demselben Artikel genannten Grundsatz der Verhältnismäßigkeit geht diese Richtlinie nicht über das für die Verwirklichung dieser Ziele erforderliche Maß hinaus.
- (15) Um Marktentwicklungen und Entwicklungen in anderen Bereichen des Unionsrechts oder den Erfahrungen der Mitgliedstaaten mit der Umsetzung dieser Richtlinie Rechnung zu tragen, sollte die Kommission sie fünf Jahre nach dem Umsetzungstermin überprüfen.
- (16) Gemäß der Gemeinsamen Politischen Erklärung vom 28. September 2011 der Mitgliedstaaten und der Kommission zu erläuternden Dokumenten<sup>40</sup> haben sich die Mitgliedstaaten verpflichtet, in begründeten Fällen zusätzlich zur Mitteilung ihrer Umsetzungsmaßnahmen ein oder mehrere Dokumente zu übermitteln, in denen der Zusammenhang zwischen den Bestandteilen einer Richtlinie und den entsprechenden Teilen nationaler Umsetzungsinstrumente erläutert wird. Bei dieser Richtlinie hält der Gesetzgeber die Übermittlung derartiger Dokumente für gerechtfertigt.
- (17) Der Europäische Datenschutzbeauftragte wurde gemäß Artikel 42 Absatz 1 der Verordnung (EU) 2018/1725 des Europäischen Parlaments und des Rates<sup>41</sup> angehört und hat am [XX XX 2022/2023] eine Stellungnahme abgegeben<sup>42</sup> —

HABEN FOLGENDE RICHTLINIE ERLASSEN:

### *Artikel 1*

#### **Gegenstand**

Diese Richtlinie legt gemeinsame Vorschriften für Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien in Gesellschaften fest, die in einem oder mehreren Mitgliedstaaten die Zulassung ihrer Aktien zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt beantragen und deren Aktien nicht bereits zum Handel an einem Handelsplatz zugelassen sind.

---

<sup>40</sup> ABl. C 369 vom 17.12.2011, S. 14.

<sup>41</sup> Verordnung (EU) 2018/1725 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Oktober 2018 zum Schutz natürlicher Personen bei der Verarbeitung personenbezogener Daten durch die Organe, Einrichtungen und sonstigen Stellen der Union, zum freien Datenverkehr und zur Aufhebung der Verordnung (EG) Nr. 45/2001 und des Beschlusses Nr. 1247/2002/EG (Text von Bedeutung für den EWR) (ABl. L 295 vom 21.11.2018, S. 39).

<sup>42</sup> [Amt für Veröffentlichungen: Bitte Fußnote einfügen, sobald verfügbar].

## Artikel 2

### Begriffsbestimmungen

Für die Zwecke dieser Richtlinie bezeichnet der Ausdruck

- a) „Gesellschaft“ eine juristische Person einer der in Anhang I der Richtlinie (EU) 2017/1132 genannten Rechtsformen;
- b) „Mehrstimmrechtsaktien“ Aktien, die zu einer bestimmten und gesonderten Gattung gehören und mit höheren Stimmrechten verbunden sind als andere Aktiengattungen, die für Beschlüsse der Aktionärshauptversammlung Stimmrechte verleihen;
- c) „Struktur mit Mehrstimmrechtsaktien“ die Aktienstruktur einer Gesellschaft, die mindestens eine Gattung von Mehrstimmrechtsaktien umfasst;
- d) „Handelsplatz“ einen Handelsplatz im Sinne von Artikel 4 Absatz 1 Nummer 24 der Richtlinie 2014/65/EU;
- e) „KMU-Wachstumsmarkt“ einen KMU-Wachstumsmarkt im Sinne von Artikel 4 Absatz 1 Nummer 12 der Richtlinie 2014/65/EU;
- f) „gewichtete Stimmquote“ das Verhältnis der mit Mehrstimmrechtsaktien verbundenen Stimmen zu den Stimmen bei den Aktien mit den geringsten Stimmrechten.

## Artikel 3

### Erlass oder Beibehaltung nationaler Bestimmungen über Mehrstimmrechtsaktien

Die Mitgliedstaaten dürfen nationale Bestimmungen, die es Gesellschaften gestatten, auch in nicht von der Richtlinie abgedeckten Fällen Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien einzuführen, erlassen oder beibehalten.

## Artikel 4

### Einführung von Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien

- (1) Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass Gesellschaften, deren Aktien nicht zum Handel an einem Handelsplatz zugelassen sind, für die Zulassung ihrer Aktien zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt in einem oder mehreren Mitgliedstaaten Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien einführen dürfen. Die Mitgliedstaaten dürfen die Zulassung von Aktien einer Gesellschaft zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt nicht mit der Begründung unterbinden, dass die Gesellschaft eine Struktur mit Mehrstimmrechtsaktien eingeführt hat.
- (2) Das in Absatz 1 genannte Recht beinhaltet, dass Gesellschaften vor Beantragung der Zulassung ihrer Aktien zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien einführen dürfen.
- (3) Die Mitgliedstaaten können die Ausübung der mit Mehrstimmrechtsaktien verbundenen erweiterten Stimmrechte an die Bedingung knüpfen, dass die Aktien in einem oder mehreren Mitgliedstaaten zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen sind.

**Schutzmaßnahmen für eine faire und diskriminierungsfreie Behandlung der Anteilseigner einer Gesellschaft**

- (1) Die Mitgliedstaaten treffen angemessene Schutzmaßnahmen, um eine faire und diskriminierungsfreie Behandlung der Anteilseigner sowie einen angemessenen Schutz der Interessen von Anteilseignern, die keine Mehrstimmrechtsaktien halten, und der Gesellschaft zu gewährleisten. Zu diesem Zweck unternehmen die Mitgliedstaaten alles Folgende:
- a) sie sorgen dafür, dass der Beschluss einer Gesellschaft zur Einführung einer Struktur mit Mehrstimmrechtsaktien und jeder nachfolgende stimmrechtsrelevante Beschluss zur Änderung einer solchen Struktur nach den Vorgaben des nationalen Rechts auf der Aktionärshauptversammlung dieser Gesellschaft mit qualifizierter Mehrheit gefasst wird.  
  
Gibt es mehrere Aktiengattungen, wird für die Zwecke dieses Buchstabens bei solchen Beschlüssen für jede Gattung von Anteilseigner, dessen Rechte betroffen sind, eine gesonderte Abstimmung durchgeführt;
  - b) sie begrenzen die Auswirkungen des Stimmgewichts von Mehrstimmrechtsaktien auf die Stimmrechtsausübung anderer Anteilseigner, insbesondere bei Aktionärshauptversammlungen, und nutzen zu diesem Zweck eine der folgenden Möglichkeiten:
    - i) Einführung einer maximalen gewichteten Stimmquote und einer Vorgabe für den maximalen prozentualen Anteil des ausgegebenen Aktienkapitals der Gesellschaft, der durch den Gesamtbetrag der Mehrstimmrechtsaktien repräsentiert werden kann;
    - ii) Beschränkung der Ausübung der mit Mehrstimmrechtsaktien verbundenen erweiterten Stimmrechte bei Beschlüssen, die auf der Aktionärshauptversammlung mit qualifizierter Mehrheit gefasst werden müssen.
- (2) Die Mitgliedstaaten können weitere Schutzmaßnahmen vorsehen, um zu gewährleisten, dass die Anteilseigner und die Interessen der Gesellschaft angemessen geschützt sind. Solche Schutzmaßnahmen können insbesondere Folgendes umfassen:
- a) eine Bestimmung, um zu verhindern, dass die mit Mehrstimmrechtsaktien verbundenen erweiterten Stimmrechte auf Dritte übertragen werden oder nach Ableben, Verlust der Geschäftsfähigkeit oder Ausscheiden des ursprünglichen Inhabers der Mehrstimmrechtsaktien weiterbestehen (übertragungsbasierte Verfallsklausel);
  - b) eine Bestimmung, um zu verhindern, dass die mit Mehrstimmrechtsaktien verbundenen erweiterten Stimmrechte nach einem vorab bestimmten Zeitraum weiterbestehen (zeitbasierte Verfallsklausel);
  - c) eine Bestimmung, um zu verhindern, dass die mit Mehrstimmrechtsaktien verbundenen erweiterten Stimmrechte nach Eintreten eines bestimmten Ereignisses weiterbestehen (ereignisbasierte Verfallsklausel);
  - d) eine Anforderung, um sicherzustellen, dass die erweiterten Stimmrechte nicht zur Blockierung von Entscheidungen der Aktionärshauptversammlung genutzt werden können, mit denen nachteilige Auswirkungen der Tätigkeiten der



Gesellschaft auf Menschenrechte und Umwelt verhindert, verringert oder abgestellt werden sollen.

## Artikel 6

### Transparenz

- (1) Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass Gesellschaften, die über Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien verfügen und deren Aktien an einem KMU-Wachstumsmarkt gehandelt werden oder gehandelt werden sollen, in dem [in Artikel 15a] der Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates<sup>43</sup> genannten [EU-Wachstums-Emissionsdokument] oder in dem in Artikel 33 Absatz 3 Buchstabe c der Richtlinie (EU) 2014/65/EU genannten Zulassungsdokument sowie in dem in Artikel 78 Absatz 2 Buchstabe g der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission<sup>44</sup> genannten Jahresfinanzbericht der Gesellschaft detaillierte Angaben zu nachstehend genannten Aspekten machen:
  - a) Struktur ihres Kapitals einschließlich der Wertpapiere, die nicht zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt eines Mitgliedstaats zugelassen sind, wobei die verschiedenen Aktiengattungen und die mit den einzelnen Aktiengattungen verbundenen Rechte und Pflichten zu nennen sind und anzugeben ist, welchen Anteil am Gesamtkapital und an den Gesamtstimmrechten diese Gattung prozentual ausmacht;
  - b) jede etwaige Beschränkung für die Übertragung von Wertpapieren, einschließlich aller etwaigen Vereinbarungen zwischen Anteilseignern, die der Gesellschaft bekannt sind und die Beschränkungen für die Übertragung von Wertpapieren nach sich ziehen könnten;
  - c) Identität der Inhaber aller Wertpapiere mit besonderen Kontrollrechten und Beschreibung dieser Rechte;
  - d) jede etwaige Stimmrechtsbeschränkung, einschließlich aller etwaigen Vereinbarungen zwischen Anteilseignern, die der Gesellschaft bekannt sind und die Stimmrechtsbeschränkungen nach sich ziehen könnten;
  - e) Identität der Inhaber von Mehrstimmrechtsaktien sowie gegebenenfalls der natürlichen oder juristischen Person, die zur Ausübung von Stimmrechten in deren Namen berechtigt ist.
- (2) Handelt es sich bei den Mehrstimmrechtsaktieninhabern, den Personen, die zur Ausübung von Stimmrechten in deren Namen berechtigt sind, oder den Inhabern von Wertpapieren mit besonderen Kontrollrechten um natürliche Personen, muss zur Offenlegung ihrer Identität nur der Name angegeben werden.

<sup>43</sup> Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG (ABl. L 168 vom 30.6.2017, S. 12).

<sup>44</sup> Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission vom 25. April 2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie (ABl. L 87 vom 31.3.2017, S. 1).

## *Artikel 7*

### **Überprüfung**

Die Kommission übermittelt dem Europäischen Parlament und dem Rat bis zum [fünf Jahre nach Inkrafttreten der Richtlinie] einen Bericht über die Umsetzung und die Auswirkungen dieser Richtlinie. Zu diesem Zweck legen die Mitgliedstaaten der Kommission bis zum [vier Jahre nach Inkrafttreten der Richtlinie] insbesondere folgende Angaben vor:

- a) die Anzahl der mit Mehrstimmrechtsaktien zum Handel zugelassenen Gesellschaften;
- b) die Branche, in der die unter Buchstabe a genannten Gesellschaften tätig sind, und deren Kapitalisierung zum Zeitpunkt der Emission;
- c) die Maßnahmen, die die unter Buchstabe a genannten Gesellschaften in Bezug auf Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien zum Schutz der Anleger anwenden.

## *Artikel 8*

### **Umsetzung**

- (1) Die Mitgliedstaaten setzen die Rechts- und Verwaltungsvorschriften in Kraft, die erforderlich sind, um dieser Richtlinie spätestens zwei Jahre nach ihrem Inkrafttreten nachzukommen. Sie setzen die Kommission unverzüglich davon in Kenntnis. Bei Erlass dieser Vorschriften nehmen die Mitgliedstaaten in den Vorschriften selbst oder durch einen Hinweis bei der amtlichen Veröffentlichung auf die vorliegende Richtlinie Bezug. Die Mitgliedstaaten regeln die Einzelheiten dieser Bezugnahme.
- (2) Die Mitgliedstaaten teilen der Kommission den Wortlaut der wichtigsten nationalen Rechtsvorschriften mit, die sie auf dem unter diese Richtlinie fallenden Gebiet erlassen.

## *Artikel 9*

### **Inkrafttreten**

Diese Richtlinie tritt am zwanzigsten Tag nach ihrer Veröffentlichung im *Amtsblatt der Europäischen Union* in Kraft.

## *Artikel 10*

### **Adressaten**

Diese Richtlinie ist an die Mitgliedstaaten gerichtet.

Geschehen zu Brüssel am [...]

*Im Namen des Europäischen Parlaments*  
*Die Präsidentin*  
[...]

*Im Namen des Rates*  
*Der Präsident /// Die Präsidentin*  
[...]