

## Die Metamorphose der Volksaktie

Als das Bundesschatzministerium im Frühjahr bekanntgab, daß über 200 000 Käufer *Preußag-Volksaktien* gezeichnet hätten, herrschte allgemeine Befriedigung bei den Anhängern der Privatisierung und der sogenannten Eigentumsstreuung. Nicht nur das Ministerium sprach von einem großen Erfolg, sondern auch die Tages- und Wirtschaftspresse. Beide hatten dabei mindestens zwei Dinge übersehen. Von einem wirklichen Erfolg kann erst dann gesprochen werden, wenn 1. das Experiment, das mit der Teilprivatisierung der Preußag eingeleitet wurde, beendet ist und die an es geknüpften Erwartungen erfüllt hat, und 2., wenn die Preußag-Volksaktie dem entspreche, was den Bundesbürgern anfänglich als Volksaktie angepriesen wurde.

Was das erste betrifft, so dürfte das Experiment noch einige Jahre dauern. Erst wenn aus der jetzigen Teilprivatisierung die angekündigte Vollprivatisierung der Preußag geworden ist und wenn dann noch immer die breite Eigentumsstreuung der Preußag-Aktien besteht und keine Machtkonzentration in den Händen interessierter Wirtschaftsgruppen eingetreten ist, kann von einem Gelingen des Experiments und damit von einem Erfolg gesprochen werden. Was das zweite betrifft, so ist festzustellen, daß die Preußag-Volksaktie keineswegs dem Bild entspricht, das den Bundesbürgern vom Frühjahr 1957 ab, als die CDU ihren damaligen Wahlschlager zu propagieren begann, gezeichnet worden ist.

### *Die rückschreitende Metamorphose*

Die deutsche Volksaktie kann als ein Kind mehrerer Väter und, so merkwürdig es klingt, auch als Kind mehrerer Mütter bezeichnet werden. Die im Frühjahr 1957 auf dem CDU-Parteitag in Hamburg angekündigte Volksaktie hatte als Vater vor allem *Ludwig Erhard*, und ihre Geburt sollte im Schoße des Volkswagenwerkes (VW) erfolgen. Die Volksaktie, die im Frühjahr 1959 von der Mutter Preußag geboren wurde, kann sich hinsichtlich der Vaterschaft vor allem auf Bundesschatzminister *Lindrath* berufen. Die Eigenschaften beider Kindlein weisen aber erhebliche Unterschiede auf; zwischen 1957 und 1959 hat sich eine seltsame Metamorphose vollzogen. Sie ist ein Ausdruck nicht nur für das Umdenken in der CDU, das in diesen beiden Jahren erfolgt ist, sondern auch dafür, daß sich dort die Kräfte durchgesetzt haben, die keine „Sonderaktie“, sondern eine „normale“ Aktie wünschten. Jene Kräfte also, die alle Experimente ablehnten, von denen auf lange Sicht möglicherweise zu befürchten war, daß sie zu einer allmählichen Änderung des jetzigen Aktienrechts und vielleicht sogar des Unternehmensrechts führen könnten.

*Goethe* hat in seiner *Metamorphose der Pflanzen* zwischen einer fortschreitenden, rückschreitenden und zufälligen Metamorphose (Umwandlung, Verwandlung, Veränderung) unterschieden. Wie im Falle der fortschreitenden Metamorphose die Natur vorwärts zu einem großen Zweck hineile, trete sie bei der rückschreitenden um eine oder einige Stufen rückwärts, und wie sie bei der vorwärtsschreitenden etwa die Blume bilde, „so erschlaft sie hier gleichsam und läßt unentschlossen ihr Geschöpf in einem unentschiedenen, weichen, unsern Augen oft gefälligen, aber innerlich unkräftigen und unwirksamen Zustande“. Bei der Metamorphose, die sich bei der Verwandlung des Embryos VW-Volksaktie in das Kindlein Preußag-Volksaktie vollzogen hat, kann man jene Züge der Unentschlossenheit und Unentschiedenheit, die *Goethe* als das Merkmal der rückschreitenden Metamorphose gekennzeichnet hat, wiedererkennen. Prüfen wir diese Metamorphose im einzelnen nach, so ergibt sich folgendes Bild:

*Gelockerte Fesseln*

Die in dem 1957 vorgelegten Gesetzentwurf über das Volkswagenwerk in allen Einzelheiten skizzierte Volksaktie sollte eine Kleinaktie besonderer Art sein. Ihre Besonderheit gegenüber den üblichen (Klein-)Aktien bestand nach dem Gesetzentwurf darin, daß es sich um eine vinkulierte Namensaktie handeln sollte, die bevorzugt Personen mit kleinerem und mittlerem Einkommen sowie der Belegschaft angeboten und von diesen mit einem Sozialbonus erworben werden kann und deren Verkauf zur Vermeidung unerwünschter Kapitalkonzentration an die Zustimmung des Aufsichtsrates gebunden ist und auch erst nach einer längeren Sperrfrist erfolgen sollte. Ein Teil der Fesseln, die der freien Beweglichkeit dieser Aktie damit angelegt waren, ist bei der Preußag-Aktie in Fortfall gekommen. Sie ist nicht mehr „vinkuliert“ (gefesselt) und nicht mehr eine Namensaktie, sondern eine Inhaberaktie. Nach dem Willen ihrer Schöpfer kann sie daher, ohne daß es irgendeiner Erlaubnis bedarf, sofort an jedermann wieder verkauft werden. Davon ist bereits vor der Börseneinführung der Volksaktie Gebrauch gemacht worden. Damit ist auch ohne weiteres die Möglichkeit gegeben, daß bestimmte Interessenten die zum Verkauf an die Börse gelangenden Volksaktien aufkaufen. Zwar sollen sich die Banken dem Bundesschatzministerium gegenüber verpflichtet haben, an Paketkäufen nicht mitzuwirken. Es ist aber nicht recht zu sehen, wie eine solche Zusage durchgeführt und kontrolliert werden kann.

*Der unentschiedene Zustand*

Damit ist auch bereits die Metamorphose berührt, die sich hinsichtlich der Erwerbsmöglichkeiten zwischen 1957 und 1959 vollzogen hat. Die in Aussicht genommene VW-Volksaktie sollte von allen natürlichen Personen und darüber hinaus von Investmentgesellschaften (von diesen nur bis zu einem Drittel des Grundkapitals) gekauft werden können. Die Preußag-Volksaktie hielt den Ausschluß der juristischen Personen zwar beim Ersterwerb der Aktie aufrecht und dehnte ihn auch auf die Investmentgesellschaften aus. Darüber hinaus schloß sie — wohlgermerkt immer nur beim Ersterwerb — auch alle die natürlichen Personen aus, die jährlich mehr als 16 000 DM Einkommen haben. Diese Erwerbsbeschränkungen werden dem gewünschten Charakter der Volksaktie (breite Eigentumsstreuung, Erwerb vor allem durch Arbeitnehmer) auch wesentlich mehr gerecht als die ursprünglich geplante VW-Volksaktie. Dasselbe gilt im Hinblick darauf, daß der Erstkäufer höchstens fünf Preußag-Aktien erwerben konnte, während es möglich sein sollte, von der geplanten VW-Volksaktie bis zu  $\frac{1}{20}$  000 des Grundkapitals zu erwerben.

Der unentschiedene Zustand, in den die Volksaktie im Sinn der Goetheschen Formulierung geraten ist, offenbart sich aber darin, daß diese hinsichtlich der Eigentumsstreuung positiv zu wertenden Fesseln beim Zweiterwerb und jedem weiteren Verkauf der Preußag-Aktien beseitigt worden sind. Nicht nur natürliche Personen, sondern auch juristische Personen jeder Art können die Preußag-Aktien kaufen. Während der VW-Gesetzentwurf den Erwerb der VW-Aktie in jedem Fall — also nicht nur beim Ersterwerb — auf  $\frac{1}{20}$  000 des Grundkapitals begrenzte, ist jetzt keinerlei Erwerbsbeschränkung mehr vorgesehen. Die Gefahr, daß die Preußag-Aktie im Laufe der Zeit in den Portefeuilles bestimmter wirtschaftlicher Mächtigkeitsgruppen landet, ist also ständig gegeben.

Das für die Öffentlichkeit so stark in den Vordergrund geschobene Bemühen, eine breite Aktienstreuung und einen Kauf durch solche Schichten zu erreichen, die bisher noch keine Aktien in Besitz hatten, ist also zwar in einer „unseren Augen oft gefälligen“ Weise begonnen, aber nicht konsequent zu Ende geführt worden. Denn zur Erreichung dieses Zieles kommt es eben nicht nur darauf an, wer die Aktien zum ersten Male erwirbt, sondern wo sie für die Dauer bleiben. Hätte die Bundesregierung die breite Eigentumsstreuung auch für die Zukunft sichern wollen, so wäre es notwendig gewesen,

den Besitz des einzelnen Aktionärs an Preußag-Volksaktien auf einen bestimmten geringen Teil des Grundkapitals zu beschränken und vor allem zu bestimmen, daß in jedem Fall nur Personen mit einem Jahreseinkommen bis zu 16 000 DM die Aktien erwerben dürfen. Allenfalls hätte in begrenztem Umfang vom Zweiterwerb ab auch der Kauf durch Investmentgesellschaften zugelassen werden können. Diese Wege sind bewußt nicht beschritten worden. Insofern war die Metamorphose der Volksaktie eine rück-schreitende.

#### *Stimmrechtsfessel und Stimmrechtsfreiheit*

Im VW-Gesetzentwurf war nicht nur der Aktienbesitz, sondern auch das Stimmrecht auf  $\frac{1}{20}$  000 des Grundkapitals begrenzt worden. Daneben war eine komplizierte Regelung hinsichtlich des Stimmrechts bei der Vertretung von Aktionären getroffen worden. Danach hatten die Investmentgesellschaften, die bis zu  $\frac{1}{3}$  des Grundkapitals Aktien in ihrem Besitz haben dürfen, nur je Gesellschaft ein Stimmrecht von  $\frac{1}{100}$  des Aktienkapitals. Die Banken, die nach dem VW-Gesetzentwurf selbst keine Aktien besitzen dürfen, können aber insgesamt ein Stimmrecht bis zu  $\frac{1}{3}$  des Aktienkapitals ausüben. Ferner sollten Bevollmächtigte (Wirtschaftsprüfer, Rechtsanwälte usw.) das Vertretungsrecht erhalten und jeder dieser Bevollmächtigten es bis zu  $\frac{1}{500}$  des Aktienkapitals ausüben dürfen. Zwar reichen diese komplizierten Höchststimmrechtsbegrenzungen allein nicht aus, um eine unerwünschte Machtkonzentration in den Händen weniger Großinteressenten auf die Dauer zu verhindern, wie ich an anderer Stelle<sup>1)</sup> eingehend nachgewiesen habe. Immerhin lag ihnen das Bemühen zugrunde, diese Machtkonzentration zu erschweren. Dieser Gedanke ist nun weitgehend verlorengegangen.

Bei der Metamorphose, die bei der Umwandlung der VW- in die Preußag-Volksaktie erfolgte, sind nämlich diese komplizierten Höchststimmrechtsvorschriften zwar vereinfacht worden, indem nunmehr jeder Aktionär, gleichgültig, ob es sich um eine natürliche oder juristische Person handelt, auch wenn er mehr Aktien im Besitz haben sollte, nur Stimmrecht bis zu  $\frac{1}{1000}$  des Grundkapitals von 105 Mill. DM ausüben kann. Das führt aber einmal zu dem paradoxen Ergebnis, daß der Aktionär, der für 105 000 DM Aktien in Händen hätte, ebensoviel Stimmrecht hat wie der Bund, vertreten durch die VEBA, in deren Händen sich noch für über 23 Mill. DM Aktienkapital befindet. Zweitens ist eine Begrenzung des Bankenstimmrechts, wie es im VW-Gesetzentwurf enthalten war, fortgefallen, so daß die Depotstimmen der Banken uneingeschränkt zur Geltung kommen können. Wie bekannt, hat dies dazu geführt, daß die Banken bei der ersten Hauptversammlung der teilprivatisierten Preußag über 90 vH der anwesenden Stimmen vertraten.

Die Macht innerhalb der Preußag liegt also nicht bei den über 200 000 Volksaktionären, sondern bei den Banken. Zwar hat sich der Bund noch 4 Aufsichtsratssitze vorbehalten, so daß, falls die Vertreter des Bundes und die 7 Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat an einem Strang ziehen würden, ein Übergewicht gegenüber den 10 anderen Vertretern der Anteilseigner möglich wäre. Diese Vorschrift ist aber ebenso wie die über die Höchststimmrechtsbegrenzung lediglich in der Satzung enthalten. Sobald einmal die Preußag, wie angekündigt, voll privatisiert ist, läßt sich auch diese Satzungsbestimmung ändern, so daß einer möglichen Machtkonzentration damit die Tür weit geöffnet wäre.

#### *Vom Sozialbonus zum Sozialkurs*

Eine weitere Metamorphose ist bei den Vergünstigungen festzustellen, mit denen die Volksaktie nach dem Willen ihrer Schöpfer ausgestattet werden soll. Im VW-Gesetzentwurf war vorgesehen, daß die Volksaktie zwar von jeder natürlichen Person gekauft werden kann, daß aber diejenigen, die nur ein Jahreseinkommen bis 15 000 DM haben,

1) Kurt Hirche: Die Volksaktie, Bund-Verlag, Köln, S. 68 ff. Siehe hierzu auch Kurt Hirche: Die Komödie der Privatisierung, Bund-Verlag, Köln, S. 111 S.

einen Preisnachlaß (Sozialbonus) erhalten sollten. Dieser Bonus sollte bei den Aktienkäufern, deren steuerpflichtiges Jahreseinkommen 9000 DM nicht übersteigt, 20 vH, bei denen, die zwischen 9000 und 15 000 DM Jahreseinkommen haben, 10 vH des Kaufpreises betragen. Daneben war zwar nicht ausdrücklich im Gesetzentwurf verankert, aber in den Reden der Volksaktienfreunde deutlich in Aussicht gestellt, daß der Sozialbonus durch einen günstigen Einführungskurs ergänzt werden sollte.

Dieser Sozialbonus ist bei der Preußag-Volksaktie fallengelassen worden. An seine Stelle ist der „Sozialkurs“ getreten. Auch er stellt selbstverständlich einen Vermögensvorteil dar, denn er wurde im Falle der Preußag nach den wiederholten amtlichen Erklärungen so gewählt, daß er an der untersten Grenze eines Bewertungsspielraumes blieb und daher mit großer Sicherheit einen Kursgewinn in Aussicht stellte. Wie hoch dieser Kursgewinn bei einer Veräußerung des Papiers ist, kann vorher nicht genau gesagt werden und hängt von den Kursschwankungen an der Börse und davon ab, zu welchem Zeitpunkt der Volksaktionär sein Papier veräußert. Demgegenüber war der Sozialbonus ein vorher ausrechenbarer fester Betrag.

Während der Sozialbonus Personen mit einem Jahreseinkommen bis 15 000 DM zugute kommen sollte, ist der Ersterwerb der Preußag-Volksaktie und damit der Sozialkurs Personen mit einem Jahreseinkommen bis 16 000 DM gestattet worden. Eine amtliche Erläuterung, warum die Einkommensgrenze gegenüber der VW-Aktie um 1000 DM erhöht wurde, ob diese Erhöhung rein zufällig war oder sozusagen einen Inflationsschlag bedeutet, ist uns nicht bekanntgeworden.

Wie schon oben erwähnt, fallen aber beim Zweiterwerb und bei allen späteren Käufen der Preußag-Volksaktie alle Einkommensgrenzen und Erwerbsbeschränkungen fort. Bei der VW-Aktie hätte der Käufer das Papier mindestens 3 Jahre behalten müssen, weil er bei einem früheren Verkauf den Sozialbonus wieder hätte zurückzahlen müssen. Der Käufer der Preußag-Volksaktie unterliegt einer solchen Bindung nicht. Um so größer ist für ihn der Anreiz, den sicheren Kursgewinn durch Verkauf der Aktie möglichst bald mitzunehmen. Als einzige Bremse gegen diese Verlockung ist das Sparprämiengesetz vorgesehen. Wer die Aktie 5 Jahre behält, bekommt dann eine Prämie von 20 vH gutgeschrieben, für jedes Jahr also 4 vH. In der Tat sind von den Zeichnern der Preußag-Aktie rund ein Drittel diese Verpflichtung eingegangen und betrachten sie damit als Daueranlage. Es muß angenommen werden, daß es sich bei diesen Volksaktionären, die ihre Aktien mindestens 5 Jahre behalten wollen, hauptsächlich um Bezieher höherer Einkommen handelt, die ein langfristiges steuerbegünstigtes Sparen gewohnt sind, also nicht um solche, die eigentlich als breit gestreute Eigentümer gewonnen werden sollten.

Die Versuchung für die übrigen zwei Drittel der neuen Volksaktionäre, die diese Bindung nicht eingegangen sind, ihr frisch gebackenes Eigentum angesichts der Kursprünge, denen die Preußag-Aktie in den vergangenen Monaten ausgesetzt war<sup>2)</sup>, zu einem günstigen Zeitpunkt zu veräußern, ist zweifellos recht groß. In welchem Umfang die Volksaktionäre dieser Versuchung erliegen und in welchem Tempo sie ihre Aktien veräußern werden, nachdem Anfang Oktober nun auch die Börseneinführung erfolgte, ist schwer zu schätzen. Auf jeden Fall muß aber auf lange Sicht ständig die Gefahr beachtet werden, daß die Aktien schließlich dort landen, wo sie nicht landen sollten, nämlich in den Händen besonders interessierter wirtschaftlicher Machtgruppen. Selbst wenn sich diese Befürchtung, die das Bundesschatzministerium nicht zu widerlegen vermag, in der nächsten Zeit noch nicht bewahrheiten sollte, darf doch aber nicht übersehen werden, daß praktisch jetzt schon eine Machtkonzentration eingetreten ist. Ohne selbst eine Aktie zu besitzen, üben die Banken, und unter diesen insbesondere die Großbanken, die tatsächliche Herrschaft in der Preußag aus. Vorerst mögen sie dabei noch den Anregungen

2) Die zu 145 ausgegebenen Aktien stiegen im Freiverkehr bald sprunghaft schnell an, erreichten Mitte August mit 251 ihren Höchststand und wurden bei Börseneinführung mit 205—210 bewertet.

## DIE METAMORPHOSE DER VOLKSAKTIE

des Bundesschatzministeriums folgen. Das kann anders werden, sobald die angekündigte Vollprivatisierung erfolgt ist. Man wird sich dann anstrengen müssen, um einem Anhänger der breiten Eigentumsstreuung begreiflich zu machen, daß diese Überführung der Preußag aus der Macht des Staates in die tatsächliche Verfügungsmacht weniger Banken das angestrebte Idealbild der Privatisierung darstellt.

Fassen wir zusammen, so ergibt sich eine Metamorphose, die „ihr Geschöpf in einem unentschiedenen, weichen, unsern Augen oft gefälligen, aber innerlich unkräftigen und unwirksamen Zustand“ läßt. Wer, wie die Schöpfer der Preußag-Volksaktie behaupten, wirklich eine breite Eigentumsstreuung, insbesondere in Arbeitnehmerschichten, erreichen, ihre Beibehaltung sichern und eine künftige Machtkonzentration verhindern will, muß eine klare Entscheidung treffen. Er kommt nicht darum herum, gewisse Erwerbs- und Stimmrechtsbeschränkungen vorzuschreiben, ausreichende Sozialvergünstigungen (Sozialbonus oder Sozialkurs oder beides) zu gewähren und generell zu bestimmen, daß in jedem Fall derartige Aktien nur von Personen bis zu einem bestimmten Jahreseinkommen gekauft werden können. Dieser Weg war, wenn auch auf eine praktisch undurchführbare und schwerfällige Weise, im VW-Gesetzentwurf wenigstens angesteuert worden. Bei der Metamorphose zur Preußag-Volksaktie wurde er wieder verlassen.

Es hat den Anschein, als ob diese Mängel und diese gegenüber den angestrebten Zielen weiche Gestalt der Preußag-Volksaktie auch Kreisen der CDU nicht gefällt. Sobald die Beratungen des VW-Gesetzentwurfes neu aufgenommen werden, wird sich zeigen, in welcher Weise Lehren aus der geschilderten bisherigen Metamorphose der Volksaktie gezogen und bei einer künftigen Ausgabe von Volksaktien berücksichtigt werden.