

Die Wiederzulassung von Mehrstimmenrechtsaktien aus rechtsökonomischer Sicht

Stud. iur. Bennet Lasse Stau, Bonn**

I. Einleitung	655
II. Hauptteil	656
1. Anreize von Mehrstimmrechtsaktien	656
2. Risiken von Mehrstimmrechtsaktien	657
3. Umsetzung im Zukunftsfinanzierungsgesetz	658
III. Diskussion	659
1. Markt für Unternehmenskontrolle	660
a) Shareholder Engagement	660
b) Extraktion privater Vorteile	661
c) Gleichbehandlung der Aktionäre	661
2. Agenturkosten	662
3. Entwicklung des Unternehmenswertes.....	662
4. Minderheitenschutz.....	664
a) Zeitliche Verfallsklausel	664
aa) Hintergrund.....	664
bb) Zeitlicher Rahmen.....	664
b) Übertragungsklausel	666
c) Divestitionsklausel	667
d) Inhaltliche Beschränkung	667
e) Personelle Beschränkung	667
5. Einstimmigkeitserfordernis.....	668
6. Begrenzung der Mehrstimmrechtsaktie	668
IV. Beurteilung	669
V. Internationaler Vergleich	672
VI. Ergebnis	673

* Bennet Lasse Stau ist Student des LL.B. „Law and Economics“ sowie der Rechtswissenschaften an der Rheinischen Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn. Der Beitrag ist im Rahmen einer Seminararbeit entstanden. Besonderer Dank gilt Prof. Dr. Alexander Scheuch und Jun.-Prof. Dr. Svenja Hippel für die hervorragende Betreuung.

I. Einleitung

Das deutsche Kapitalmarktrecht folgt seit mehr als zwei Jahrzehnten dem Konzept „One share, one vote“.¹ Gemeint ist damit ein proportionales Stimmrecht,² wonach sich das Stimmrecht nach der Anzahl der gehaltenen Aktien bestimmt (vgl. §§ 12, 134 Abs. 1 S. 1 AktG). Eine solche Übereinstimmung von Stimmrecht und Anteilseigentum galt bisher weitverbreitet als Grundlage einer soliden Unternehmensführung.³ Im aktuellen rechtspolitischen Diskurs steht jedoch eine Abkehr des aktuellen Grundsatzes und die Wiederzulassung von Mehrstimmrechtsaktien.⁴ Das Verbot von Mehrstimmrechtsaktien, welches 1998 durch das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) in § 12 Abs. 2 AktG beschlossen wurde, soll neu bewertet werden.⁵ Ein überproportionales Stimmrecht soll nicht-börsennotierten Gesellschaften einen zusätzlichen Anreiz zum Börsengang verschaffen,⁶ Gründern und Visionären helfen langfristigen Unternehmenserfolg herbeizuführen⁷ und den nationalen Gesetzgeber im Wettbewerb der Rechtsordnungen halten und somit den Börsenstandort Deutschland attraktiv gestalten.⁸ Das überhaupt Handlungsbedarf bezüglich der verhaltenen Einstellung von Unternehmen gegenüber Börsengängen besteht, zeigt ein Vergleich zu anderen Staaten. Im Jahr 2021 konnte Deutschland lediglich zwölf Börsengänge verzeichnen.⁹ Im weltweiten Vergleich registriert Deutschland damit beispielsweise weniger Börsengänge wie die USA mit 416 Börsengängen, Hongkong mit 97 Börsengängen oder Kanada mit 68 Börsengängen.¹⁰ All diese Länder haben bereits in der Vergangenheit Mehrstimmrechtsaktien zugelassen. Die kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) werden gemeinhin als das Rückgrat der deutschen Wirtschaft angesehen.¹¹ Für diese KMU soll die Wiederzulassung eine attraktive Möglichkeit zur Eigenkapitalakquirierung über den Kapitalmarkt eröffnen.¹²

Die weitere Dringlichkeit der Debatte rund um die Wiederzulassung zeigt ein aktuelles Beispiel rund um den chinesischen Konzern Alibaba aus 2014. Das Unternehmen entschied sich bewusst für einen Börsengang an der New York Stock Exchange anstelle Hongkongs. Das entscheidende Kriterium war, dass der Börsenplatz NYSE Mehrstimmrechtsaktien erlaubte, Hongkong zu dem Zeit-

¹ Bundesverband Investment und Asset Management e.V., BVI-Stellungnahme zum Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Richtlinie zu Mehrstimmrechtsstrukturen bei Gesellschaften v. 21.2.2023, S. 1, abrufbar unter https://www.bvi.de/fileadmin/user_upload/230221_BVI-Position_Listing_act_Mehrstimmrechtsstrukturen.pdf (25.6.2024).

² Brändel, in: FS Karlheinz Quack, 1991, S. 175 (177).

³ Lee, Berkeley Business Law Journal 2018, 440 (441).

⁴ Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (ZuFinG) 2023, S. 124, abrufbar unter https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/20_Legislaturperiode/2023-04-12-ZuFinG/2-Regierungsentwurf.pdf?__blob=publicationFile&v=1 (25.6.2024).

⁵ Gebhard/Herzog, ZIP 2023, 1161 (1162).

⁶ Kuthe, AG 2023, 28 (29).

⁷ Jordan/Kim/Liu, Journal of Corporate Finance 2016, 304 (305).

⁸ Casper, ZHR 2023, 5 (29).

⁹ Statistisches Bundesamt, Anzahl der Börsengänge in Deutschland von 1990 bis 2023, abrufbar unter <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/152876/umfrage/boersengaenge-in-deutschland-seit-2000/> (22.6.2024).

¹⁰ Ernst & Young, EY Global IPO Trends 2022, 42.

¹¹ Schulz, European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention 2004, 32 (33).

¹² Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (ZuFinG) 2023, S. 124, abrufbar unter https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/20_Legislaturperiode/2023-04-12-ZuFinG/2-Regierungsentwurf.pdf?__blob=publicationFile&v=1 (25.6.2024).

punkt jedoch noch nicht. Auch bei deutschen Unternehmen wie BioNTech und CureVac war die Relevanz der Mehrstimmrechtsaktie ausschlaggebend für einen Börsengang im Ausland.¹³ Längst wurde dementsprechend die Wichtigkeit erkannt, national ansässige Unternehmen mit ihrem Knowhow im eigenen Land zu behalten.¹⁴ Die Debatte rund um die Wiederzulassung ist jedoch nicht nur auf nationaler Ebene von Bedeutung, sondern auch auf EU-Ebene. Dem doppelten Reformwillen folgte im Herbst 2022 der EU Listing Act.¹⁵ Dieser enthält eine Vielzahl an Maßnahmen, um den europäischen Kapitalmarkt zu stärken, unter anderem auch eine Richtlinie bezüglich Mehrstimmrechten. Ziel des EU Listing Acts ist dabei eine Mindestharmonisierung von Mehrstimmrechtsaktien. Somit soll bewusst Gestaltungsspielraum für nationale Gesetzgeber geschaffen werden.¹⁶ Nach der Verabschiedung am 17.11.2023, ist das Zukunftsfinanzierungsgesetz hierzulande am 1.1.2024 in Kraft getreten.

II. Hauptteil

1. Anreize von Mehrstimmrechtsaktien

Mehrstimmrechtsaktien ermöglichen es Aktionären, die häufig Gründer oder Erfinder sind, überproportionale Stimmrechte zu halten, auch wenn ihre Kapitalbeteiligung unterhalb der benötigten Mehrheit liegt.¹⁷ Mark Zuckerberg gehören beispielsweise bei einem Kapitalanteil von ungefähr 14 % mehr als 50 % der Stimmrechte von Facebook.¹⁸ Ein Mehrstimmrecht ermöglicht eine einfachere Kontrolle über das Unternehmen¹⁹ und schafft die Option, sich teilweise vom Marktgeschehen zu isolieren²⁰ und sich vor short-termism, also kurzlebigen, unternehmerischen Handeln,²¹ in Form von aktivistischen Aktionären zu schützen.²² Es ist zu erwähnen, dass sich die Wirkung von Mehrstimmrechtsaktien nur bei solchen Entscheidungen zeigt, bei denen lediglich die Stimmmehrheit und nicht die Kapitalmehrheit ausschlaggebend ist.²³

Als Kernargument der Befürworter für die Einführung von Mehrstimmrechtsaktien wird die Umsetzung der idiosynkratischen Idee angeführt.²⁴ Die idiosynkratische Idee beschreibt die unternehmerische Idee selbst und ebenso den Glauben, diese umzusetzen und überdurchschnittliche Gewinne zu erzielen.²⁵ Die Verfolgung jener Idee kann auch für die restlichen Aktionäre von Vorteil sein, beispielgebend stieg der Wert der Aktie von Google nach Börsengang binnen drei Jahren von erwarteten \$ 85 pro Aktie auf \$ 600. Ähnliche Wertsteigerungen sind auch bei weiteren Unterneh-

¹³ Deutsches Aktieninstitut e.V./RITTERHAUS Rechtsanwälte Partnergesellschaft mbB, CureVac & Co. 2021, S. 8, abrufbar unter https://www.dai.de/fileadmin/user_upload/210714_Studie_Auslandslistings_von_BioNTech_CureVac_Co..pdf (25.6.2024).

¹⁴ Allaire, Le MÉDAC 2016, 1 (3).

¹⁵ Denninger/v. Bülow, AG 2023, 417 (418).

¹⁶ Harnos, AG 2023, 348 (348 f.).

¹⁷ Bebchuk/Kastiel, Georgetown Law Journal 2019, 1453 (1459).

¹⁸ Kuthe, BB 2023, 1603 (1605).

¹⁹ Bebchuk/Kastiel, Georgetown Law Journal 2019, 1453 (1457).

²⁰ Yan, Journal of Corporate Law Studies 2021, 1 (6).

²¹ Habersack, NZG 2023, 1103 (1103).

²² Winden, Columbia Business Law Review 2018, 852 (854).

²³ Hering/Olbrich, Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 2001, 20 (20).

²⁴ Goshen/Hamdani, Yale Law Journal 2016, 560 (577).

²⁵ Goshen/Hamdani, Yale Law Journal 2016, 560 (577 f.).

men zu verzeichnen.²⁶ Diese Aussichten könnten einen Anreiz für Entrepreneurs und familiengeführte Unternehmen bieten, an die Börse zu gehen. So könnte vor allem der deutsche Kapitalmarkt von besonderem Interesse sein, da 64,62 % der Unternehmen hierzulande familiengeführt sind.²⁷ In solchen Unternehmen spielt die Persönlichkeit des Gründers eine dermaßen zentrale Rolle, dass diese auch nach Börsengang beibehalten werden soll. Mit der Einführung von Mehrstimmrechtsaktien könnte diese Vorrangstellung aufrechterhalten werden.²⁸

Mehrstimmrechtsaktien bieten zudem Schutz vor (feindlichen) Übernahmen.²⁹ Erst dieser Schutz setzt den kontrollierenden Aktionären Investitions- und Innovationsanreize³⁰ für langfristige Verbindlichkeiten, beispielsweise Humankapital.³¹ Die angesprochene Isolierung vom Markt würde dabei helfen, die defensive Haltung der Manager zur Vornahme langfristiger Investitionen zu überwinden.³² Demzufolge soll eine konzentrierte Stimmrechtsstruktur Stabilität bringen und das langfristige Potenzial des Unternehmens verbessern.³³ Mehrstimmrechtsaktien wurden, vor allem in älterer Literatur, oftmals mit dem Überfremdungsschutz in Verbindung gebracht.³⁴ Jedoch ist diese Notwendigkeit zum Schutz vor Überfremdung von ausländischen Investoren längst überholt – insbesondere im Hinblick auf die Kapitalverkehrsfreiheit.³⁵

2. Risiken von Mehrstimmrechtsaktien

Mehrstimmrechtsaktien standen allerdings auch immer schon in der Kritik und wurden teils als „unethisch“ und „aktionärsfeindlich“ betitelt.³⁶ Als einer der Hauptkritikpunkte werden Agenturkosten angesprochen. Ganz grundsätzlich versteht man darunter die Gesamtheit der Kosten, die dadurch anfallen, dass der Prinzipal seine Aufgaben nicht selbst ausführen kann und einen Agenten einschalten muss.³⁷ Die Möglichkeit zur Extraktion privater Vorteile stellt eine Unterkategorie dieser Kosten dar.³⁸ Diese treten auf, wenn für den Mehrstimmrechtsaktionär persönliche Anreize bestehen, sich einen wirtschaftlichen Vorteil zu verschaffen. Aufgrund ihrer verhältnismäßig geringen Kapitalbeteiligung sind sie eher dazu willens, die Ressourcen der Gesellschaft für ihre eigenen Zwecke einzusetzen.³⁹ Ein solches Verhalten kollidiert jedoch oft mit der optimalen Nutzung der Ressourcen und den Präferenzen der restlichen Anleger.⁴⁰ Die Entkopplung von Eigentum und Kontrolle lässt

²⁶ *Gurrea-Martínez*, *European Business Organization Law Review* 2021, 475 (480); *Edmonston*, *The New York Times* v. 19.8.2009, abrufbar unter <https://archive.nytimes.com/dealbook.nytimes.com/2009/08/19/google-s-ipo-5-years-later/> (25.6.2024).

²⁷ *Faccio/Lang*, *Journal of Financial Economics* 2002, 365, (379).

²⁸ *Howell*, *Journal of Corporate Finance* 2017, 440 (441).

²⁹ *Casper*, *ZHR* 2023, 5 (24).

³⁰ Centrum für Europäische Politik, *Listing Act – Mehrstimmrechtsaktien cepAnalyse Nr. 7/2023*, S. 7, abrufbar unter https://www.cep.eu/fileadmin/user_upload/cep.eu/Analysen/COM_2022_761_Listing_Act_1/cepAnalyse_Listing_Act_Mehrstimmrechtsaktien_COM_2022_761_Langfassung.pdf (25.6.2024).

³¹ *DeAngelo/DeAngelo*, *Journal of Financial Economics* 1985, 33 (36).

³² *Yan*, *Journal of Corporate Law Studies* 2021, 1 (7).

³³ *Lehn/Netter/Poulson*, *Journal of Financial Economics* 1990, 557 (563 f.).

³⁴ *Lutter/Schneider*, *ZGR* 1975, 182 (189).

³⁵ *Denninger*, *DB* 2022, 2329 (2330).

³⁶ *Howell*, *Journal of Corporate Finance* 2017, 440 (441).

³⁷ *Casper*, *ZHR* 2023, 5 (26).

³⁸ *Sharfman*, *Villanova Law Review* 2018, 1 (18).

³⁹ *Howell*, *Journal of Corporate Finance* 2017, 440 (443).

⁴⁰ *Bebchuk/Kastiel*, *Virginia Law Review* 2017, 585 (602).

ebenso asymmetrische Informationen und daraus resultierende Überwachungskosten entstehen.⁴¹ Vielerlei wird daher vertreten, dass die Agenturkosten⁴² und asymmetrischen Informationen unter einer Mehrstimmrechtsstruktur höher ausfallen.⁴³ Die angesprochene Isolierung vom Markt wird teils auch kritisch betrachtet. Sie könnte einerseits dazu führen, dass wertsteigernde Unternehmensübernahmen verhindert werden⁴⁴ und andererseits dazu, dass Mehrstimmrechtsaktionäre nicht das gleiche Maß an Aufwand in die Geschäftsführung investieren.⁴⁵ Ebenso besteht die Gefahr der Verschönerung. Gemeint ist damit, dass sich die kontrollierenden Aktionäre gegen den objektiven Unternehmenswert steigernde Maßnahmen wehren.⁴⁶ Zudem haben (institutionelle) Anleger geringere Anreize, in Unternehmen mit Mehrstimmrechtsstrukturen zu investieren. Für neue Investoren besteht das Dilemma, dass diese zwar einerseits an dem Erfolg der Unternehmen teilhaben möchten, andererseits keine Mitwirkungsrechte verlieren wollen.⁴⁷ Dies gilt vor allem für Kapitalverwaltungsgesellschaften, welche selber Gläubiger zufriedenstellen müssen.⁴⁸ Demzufolge bewerten sie Mehrstimmrechtsstrukturen niedriger und ihre Investments fallen geringer aus.⁴⁹ Es müsste folglich ein gewisser Grad an Minderheitenschutz vorliegen, um jene Unternehmensstruktur attraktiver zu gestalten.⁵⁰

Die Verwendung von Mehrstimmrechtsaktien könnte außerdem ein moralisches Risiko erzeugen.⁵¹ Da Inhaber von Mehrstimmrechten lediglich einen geringen Prozentsatz des Aktienkapitals besitzen, tragen sie auch nur einen geringen Anteil der möglichen Verluste und Risiken.⁵² Daraus wird geschlussfolgert, dass nur diejenigen, die (aufgrund hohen Investments) ein großes Interesse am Erfolgsausgang haben, optimale Entscheidungen treffen.⁵³ Somit besteht die Gefahr, dass Mehrstimmrechtsaktionäre nicht die richtigen Anreize besitzen, um möglichst wertsteigernde, optimale Entscheidungen zu treffen.⁵⁴ Diesen Erkenntnissen folgend wird vertreten, dass die „One share, one vote“-Regelung die logische Konsequenz daraus sei.⁵⁵

3. Umsetzung im Zukunftsfinanzierungsgesetz

Das Zukunftsfinanzierungsgesetz ist die Ausarbeitung des deutschen Gesetzgebers, dem unions-

⁴¹ Daske, *Vorzugsaktien in Deutschland*, 2018, S. 308–310.

⁴² Amoako-Adu/Baulkaran/Smith, *Journal of Corporate Finance* 2011, 1580 (1587).

⁴³ Lim, *Review of Quantitative Finance and Accounting* 2016, 763 (764).

⁴⁴ Holmen/Nivorozhkin, *Applied Financial Economics* 2007, 785 (787).

⁴⁵ Gurrea-Martínez, *European Business Organization Law Review* 2021, 475 (482).

⁴⁶ Centrum für Europäische Politik, *Listing Act – Mehrstimmrechtsaktien cepAnalyse Nr. 7/2023*, S. 7, abrufbar unter https://www.cep.eu/fileadmin/user_upload/cep.eu/Analysen/COM_2022_761_Listing_Act_1/cepAnalyse_Listing_Act_Mehrstimmrechtsaktien_COM_2022_761_Langfassung.pdf (25.6.2024).

⁴⁷ Yan, *Legal Studies* 2022, 335 (347).

⁴⁸ Bundesverband *Investment und Asset Management e.V.*, *BVI-Stellungnahme zum Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Richtlinie zu Mehrstimmrechtsstrukturen bei Gesellschaften v. 21.2.2023*, S. 2, abrufbar unter https://www.bvi.de/fileadmin/user_upload/230221_BVI-Position_Listing_act_Mehrstimmrechtsstrukturen.pdf (25.6.2024).

⁴⁹ Kim/Matos/Xu, *Multi-Class Shares Around the World: The Role of Institutional Investors*, S. 5, abrufbar unter http://web.nbs.ntu.edu.sg/general/NTUFinanceConference2019/downloadpapers/paperfolder/FC2019D1_MultiClassShares.pdf: 2018 (25.6.2024).

⁵⁰ Yalden, *Queen's Law University* 2022, 1 (10).

⁵¹ Casper, *ZHR* 2023, 5 (25 f.).

⁵² Gurrea-Martínez, *European Business Organization Law Review* 2021, 475 (483).

⁵³ Hayden, *Michigan Law Review* 2003, 213 (247).

⁵⁴ Gurrea-Martínez, *European Business Organization Law Review* 2021, 475 (483).

⁵⁵ Lee, *Berkeley Business Law Journal* 2018, 440 (442).

rechtlichen Listing Act nachzukommen. Um zu verstehen, wie sich der deutsche Gesetzgeber dies vorstellt, sollte eine Unterscheidung zwischen nicht-börsennotierten und börsennotierten Gesellschaften vorgenommen werden.⁵⁶ Jedoch gibt es Regelungen, welche für alle Aktiengesellschaften gelten sollen, unabhängig davon, ob sie die Ressourcen des Kapitalmarktes in Anspruch nehmen oder nicht.⁵⁷ In § 135a Abs. 1 AktG-E lassen sich allgemein festgelegte Grundsätze wiederfinden. § 135a Abs. 1 S. 1 AktG-E sagt, dass lediglich Namensaktien mit Mehrstimmrechtsaktien ausgestattet werden können. Zudem soll gem. § 135a Abs. 1 S. 2 AktG-E eine Mehrstimmrechtsaktie höchstens das Zehnfache des Stimmrechts einer Stammaktie nach § 134 Abs. 1 S. 1 AktG betragen. Damit soll kein starres festgeschriebenes Stimmverhältnis gemeint sein, sondern eine obere Grenze. Es soll bewusst die Möglichkeit bestehen, mehrere Gattungen mit unterschiedlichen Stimmverhältnissen einzuführen.⁵⁸ Letztlich bedarf der Beschluss zur Vergabe von Mehrstimmrechtsaktien gem. § 135a Abs. 1 S. 3 AktG-E der Zustimmung aller Aktionäre. Der Regierungsentwurf gibt neben der Stimmrechtsbeschränkung keine weiteren Schutzmechanismen für nicht-börsennotierte Gesellschaften an. Somit lässt sich schlussfolgern, dass es sich bei nicht-börsennotierten Gesellschaften um ein aktienbezogenes Mehrstimmrecht handelt.⁵⁹

Für börsennotierte Gesellschaften gibt der Entwurf einen genaueren rechtlichen Rahmen vor. In § 135a Abs. 2 S. 2 AktG-E findet sich eine zeitbasierte Verfallsklausel wieder. Gemäß dieser sollen Mehrstimmrechtsaktien automatisch nach Ablauf von zehn Jahren nach Börsengang erlöschen. Die Bestandsdauer könnte, gegeben einer 75 % Kapitalmehrheit, um weitere zehn Jahre verlängert werden (§ 135a Abs. 2 S. 3 AktG-E). Wichtig zu erwähnen ist allerdings, dass diese Verlängerung erst ein Jahr vor Ablauf der aktuellen 10-Jahres Periode durchgeführt werden kann. In § 135a Abs. 2 S. 1 AktG-E findet sich eine übertragungsbasierte Klausel wieder. Demnach sollen Mehrstimmrechtsaktien im Falle der Übertragung erlöschen. Der Begriff der Übertragung wird hierbei weit ausgelegt. Es werden sowohl die rechtsgeschäftlichen Verfügungen, als auch die Fälle der Rechtsnachfolge (beispielsweise Generalsukzession nach § 1922 BGB) miteinbezogen.⁶⁰ Somit kann man bei börsennotierten Gesellschaften von einem aktionärsbezogenen Mehrstimmrecht sprechen.⁶¹ Schlussendlich soll über § 135a Abs. 3 AktG-E weiterer Gestaltungsraum geschaffen werden. Über die Satzung können weitere Regelungen eingebaut werden.⁶²

III. Diskussion

Die grundsätzliche Debatte und die Ausarbeitung des deutschen Gesetzgebers laden zu einer breit

⁵⁶ Herzog/Gebhard, ZIP 2022, 1893 (1898).

⁵⁷ Hammen, Working Paper No. 170/2023, 1 (12).

⁵⁸ Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (ZuFinG) 2023, S. 128, abrufbar unter https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/20_Legislaturperiode/2023-04-12-ZuFinG/2-Regierungsentwurf.pdf?__blob=publicationFile&v=1 (25.6.2024).

⁵⁹ Gebhard/Herzog, ZIP 2023, 1161 (1164).

⁶⁰ Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (ZuFinG) 2023, S. 130 f., abrufbar unter https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/20_Legislaturperiode/2023-04-12-ZuFinG/2-Regierungsentwurf.pdf?__blob=publicationFile&v=1 (25.6.2024).

⁶¹ Gebhard/Herzog, ZIP 2023, 1161 (1166).

⁶² Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (ZuFinG) 2023, S. 132, abrufbar unter https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/20_Legislaturperiode/2023-04-12-ZuFinG/2-Regierungsentwurf.pdf?__blob=publicationFile&v=1 (25.6.2024).

gefächerten Diskussion ein. Besonders im Fokus stehen hier der Markt für Unternehmenskontrolle und die Auswirkung von Mehrstimmrechten auf den Unternehmenswert sowie die Kosten einer solchen Stimmstruktur.

1. Markt für Unternehmenskontrolle

Der Markt für Unternehmenskontrolle zeigt den fundamentalen Interessenskonflikt von Mehrstimmrechtsaktien. Eine solche Stimmrechtsstruktur entkoppelt ökonomisches Interesse von der Stimmkraft.⁶³ Dies führt unter anderem zu einer geschwächten Position der Anleger und schwächt die disziplinierende Funktion des Marktes für Unternehmenskontrolle.⁶⁴ Mehrstimmrechte erschweren die Erlangung des kontrollierenden Einflusses für außenstehende Aktionäre.⁶⁵ Die Daseinsberechtigung der Verschanzung wird zwar oft damit begründet, ein geeignetes Mittel zur Kontrollerhaltung und Verfolgung der idiosynkratischen Idee darzustellen. Dieser Rechtfertigung wird jedoch entgegengehalten, dass sie lediglich einen Versuch, den Anlegern eine unrealistische Vorstellung vorzutäuschen, um so der Rechenschaftspflicht zu entgehen, darstellt.⁶⁶ Dass Mehrstimmrechte zu einer stärkeren Verschanzung führen, kann auch am Beispiel der längeren Amtsdauer der CEOs gezeigt werden.⁶⁷ Der Verschanzungseffekt wird in der Literatur jedoch punktuell auch positiv bewertet. Die Machtposition der kontrollierenden Aktionäre könnte tatsächlich zu höheren Übernahmen führen. Dies ist damit zu erklären, dass es für Aktionäre in einem durch Streubesitz verwalteten Unternehmen schwierig sei, als Einheit zu fungieren. Eine solche Kooperationsunfähigkeit würde Verhandlungsschwierigkeiten und schließlich eine geringere Übernahme (bezogen auf den Wert) verursachen. Bei einer konzentrierten Stimmstruktur könnten die kontrollierenden Aktionäre dank höheren Einflusses bessere Übernahmen vereinbaren.⁶⁸

a) Shareholder Engagement

Die Verschanzung hat auch negative Auswirkungen auf das Aktionärsengagement.⁶⁹ Im Grundsatz sollte kein Aktionär von der Mitbestimmung ausgeschlossen sein.⁷⁰ Kritiker verweisen bei der Diskussion rund um die Eigentümerkontrolle auf die Existenz von Vorzugsaktien und dem KGaA Konstrukt und wollen damit klarstellen, dass eine Schwächung der Eigentümerkontrolle im deutschen Recht ohnehin gegeben sei.⁷¹ Ein solcher Verweis stellt allerdings lediglich ein Scheinargument dar.⁷² Die Entkopplung von Kapitalbeteiligung und Stimmrecht sorgt darüber hinaus für eine Abgliederung von der Fähigkeit und dem Anreiz zur Überwachung. Aktionäre, welche Mehrstimmrechtsaktien halten, sind zwar fähig, zu überwachen, haben allerdings keine finanziellen Anreize, da sie schließlich ein geringeres Risiko tragen. Gegenteilig haben Aktionäre, welche reguläre Stimmrechtsaktien halten, zwar möglicherweise die richtigen Anreize, aufgrund ihrer proportional schwächeren Stimm-

⁶³ Yan, *Legal Studies* 2022, 335 (345).

⁶⁴ Taylor/Whittred, *Journal of Corporate Finance* 1998, 107 (108).

⁶⁵ Denninger, *DB* 2022, 2329 (2332).

⁶⁶ Echambadi, *New York University Journal of Law and Business* 2017, 503 (516).

⁶⁷ Daske, *Vorzugsaktien in Deutschland*, 2018, S. 310.

⁶⁸ Howell, *Journal of Corporate Finance* 2017, 440 (443).

⁶⁹ Yan, *Legal Studies* 2022, 335 (350).

⁷⁰ Terbrack/Wermeckes, *DZWir* 1998, 186 (186).

⁷¹ Mock, in: Hirte/Mülbert/Roth, *Großkommentar AktG*, Bd. 1, 5. Aufl. 2016, § 12 Rn. 41.

⁷² Denninger, *DB* 2022, 2329 (2333).

kraft allerdings nicht die Möglichkeit, dementsprechende Veränderung herbeizuführen.⁷³

b) Extraktion privater Vorteile

Die geschwächte Position der restlichen Anleger offenbart ein anderes Problem für den Markt für Unternehmenskontrolle. Durch die Entkopplung steigt die Gefahr, dass der kontrollierende Anleger nicht im besten Interesse des Unternehmens handelt, sondern zunehmend an der Steigerung seiner eigenen Vorteile interessiert ist.⁷⁴ Darüber hinaus wurde festgestellt, dass je kleiner die Kapitalbeteiligung ist, desto verzerrter die Anreize für sorgfältige Kontrolle⁷⁵ und höher der Anreiz zur Vornahme von opportunistischen Handlungen seitens der Mehrstimmrechtsaktionäre.⁷⁶ Dieser Zusammenhang lässt sich zudem empirisch in beispielhaften Modellierungen nachvollziehen.⁷⁷

Da Mehrstimmrechtsaktien eine Möglichkeit darstellen, die Kontrolle bei einer konzentrierten Aktionärsgruppe zu halten,⁷⁸ würde dies nicht nur den Charakter einer Aktiengesellschaft schwächen – da die Einflussnahme eben genau an das investierte Kapital gebunden sein soll –, sondern auch das Konzept der Aktionärsdemokratie beeinträchtigen.⁷⁹

c) Gleichbehandlung der Aktionäre

Ein oftmals angesprochener Punkt, welche Befürworter der „One share, one vote“-Regelung ansprechen, ist jene Aktionärsdemokratie. Mit Mehrstimmrechtsaktien könne diese Demokratie nicht gewahrt werden.⁸⁰ Häufig wird auf den Demokratiegedanken in der Politik verwiesen. Jedoch ist es problematisch, die Unternehmensorganisation mit der politischen Demokratie gleichzusetzen.⁸¹ Innerhalb der „One share, one vote“-Regelung sind gerade nicht alle Aktionäre gleichzusetzen. Entscheidend ist der investierte Kapitalanteil des Aktionärs.⁸² Neben der Aktionärsdemokratie spielt auch die Aktionärshomogenität eine Rolle. Darunter zu verstehen ist eine kontrollierende Mehrheit mit homogenen Interessen, welche ihre Entscheidungen auf eigene Rechnung trifft.⁸³ In der Praxis stößt diese Theorie jedoch auf viel Kritik, da oftmals Aktionäre unterschiedliche Ziele haben und dementsprechend einige sogar mit den Interessen anderer Aktionäre konkurrieren.⁸⁴

Im Kern soll der Markt für Unternehmenskontrolle das Management eines jeweiligen Unternehmens überwachen und disziplinierend wirken, falls ein Unternehmen hinter den (wirtschaftlichen) Erwartungen zurückbleibt.⁸⁵ Mit der Einführung von Mehrstimmrechtsaktien kann dem nicht im erforderlichen Maß nachgegangen werden.⁸⁶

⁷³ Yan, *Legal Studies* 2022, 335 (345).

⁷⁴ Gilson, *The Harvard Law Review Association* 2006, 1641 (1651).

⁷⁵ Beckmann, *Das aktienrechtliche Mehrstimmrecht*, 2023, S. 184.

⁷⁶ Gilson, *The Harvard Law Review Association* 2006, 1641 (1651).

⁷⁷ Bebchuk/Kastiel, *Georgetown Law Journal* 2019, 1453 (1467).

⁷⁸ Denninger, *DB* 2022, 2329 (2333).

⁷⁹ Denninger, *DB* 2022, 2329 (2332).

⁸⁰ Khachatryan, *European Business Organization Law Review* 2007, 335 (337).

⁸¹ Strine, *The Business Lawyer* 2010, 1 (3 f.).

⁸² Noack, in: Fleischer u.a., *50 Jahre Aktiengesetz*, 2016, S. 163 (165).

⁸³ Casper, *ZHR* 2023, 5 (25).

⁸⁴ Hayden/Bodie, *Cardozo Law Review* 2008, 445 (477).

⁸⁵ Howell, *Journal of Corporate Finance* 2017, 440 (443).

⁸⁶ Wen, *University of Pennsylvania Law Review* 2014, 1495 (1497).

2. Agenturkosten

Die bereits angesprochenen Agenturkosten stellen einen der größten Kritikpunkte von Mehrstimmrechtsaktien dar. Besonders zu beachten sind die Monitoring Kosten.⁸⁷ Darunter fallen alle Überwachungskosten zwischen Agent und Prinzipal.⁸⁸ Sie entstehen durch die Separation von Stimmrecht und Kapitalbeteiligung und führen zu einer Prinzipal-Agenten Problematik. Der Konflikt besteht darin, dass der Agent eigenmaximierend handelt und nicht zum besten Nutzen des Prinzipals.⁸⁹ Eine Untersuchung der Beratungsfirma Oxera in Zusammenarbeit mit der EU-Kommission ergab, dass Mehrstimmrechte einer kostentreibenden Fragmentierung der Anteile entgegenwirken würden. Agenturkosten seien somit überschaubarer.⁹⁰ Dieser Beobachtung steht jedoch augenscheinliche Kritik gegenüber. Es gilt festzuhalten, dass eine Mehrstimmrechtsstruktur nicht zu einer Defragmentierung der Kapitalbeteiligung, sondern zu einer Konzentration führt. Auch die These, dass Mehrstimmrechtsaktien Agenturkosten verringern würden, wird beanstandet. Der mangelnde Gleichlauf der Interessen von Eigentümern und restlichen Aktionären begründet ja überhaupt erst den Konflikt. Eine Zuweisung von überproportionalen Stimmrechten an Aktionäre würde den Konflikt nur noch verstärken, die Kontrolle erschweren und folglich Agenturkosten steigen lassen.⁹¹ Dass Mehrstimmrechte die Agenturkosten steigen lassen, wird so weitestgehend auch in der Literatur vertreten.⁹² Es erscheint daneben wichtig, zwischen jungen und ausgereiften Unternehmen zu unterscheiden.⁹³ Für junge Unternehmen ist anzunehmen, dass die Kosten geringer ausfallen, da die Mehrstimmrechtsaktionäre zu dieser Zeit noch ein stärkeres Interesse an der Maximierung des Unternehmenswertes haben – auch weil ihre Auszahlung davon abhängt.

Die gesamte Debatte rund um Agenturkosten lässt sich nochmals aus einer anderen Perspektive beleuchten, indem man auf die Existenz der uninformierten und schwach motivierten Investoren hinweist. Diese Gruppe zeige rationale Apathie, welche zu einer Free-rider-Problematik führt, indem sie sich am liebsten nicht selbst einbringen und aktiv tätig werden wollen, sondern eher auf die Entscheidungen der motivierten Aktionäre berufen. Ferner erscheine es unwahrscheinlich, dass sich die von der Gruppe getroffenen Entscheidungen wertsteigernd auf die Unternehmensentwicklung auswirken werden.⁹⁴ In einem solchen Falle könnte eine Wiederzulassung von Mehrstimmrechtsaktien Agenturkosten und Interessenskonflikte reduzieren, indem die Aktionäre gegenüber den informierten Anlegern, welche ihr Stimmrecht wertschätzen und nicht free-riden, rechenschaftspflichtiger werden.⁹⁵

3. Entwicklung des Unternehmenswertes

Die empirischen Ergebnisse bezüglich der Entwicklung des Unternehmenswertes unter eine Mehrstimmrechtsstruktur sind uneindeutig.⁹⁶

⁸⁷ Jensen/Meckling, *Journal of Financial Economics* 1976, 305 (308).

⁸⁸ Inci, *Shareholder Engagement*, 2018, S. 28.

⁸⁹ Howell, *Journal of Corporate Finance* 2017, 440 (443).

⁹⁰ Oxera Consulting LLP, *Primary and secondary equity markets in the EU 2020*, 1 (119 f.).

⁹¹ Denninger, *DB* 2022, 2329 (2333).

⁹² Bebchuk/Kastiel, *Virginia Law Review* 2017, 585 (608).

⁹³ Kim/Michaely, *ECGI Finance Working Paper No. 590/2019*, 1 (1).

⁹⁴ Lund, *Stanford Law Review* 2019, 687 (696).

⁹⁵ Lund, *Stanford Law Review* 2019, 687 (697 f.).

⁹⁶ Daske, *Vorzugsaktien in Deutschland*, 2018, S. 312.

Teils stellen Untersuchungen fest, dass eine Mehrstimmrechtsstruktur einen negativen Einfluss auf den Unternehmenswert hat.⁹⁷ Eine Gleichstellung von Kapitalanteil mit Stimmrechten würde den Unternehmenswert hingegen positiv beeinflussen.⁹⁸ Es lässt sich beobachten, dass mit zunehmender Divergenz von Kapitalbeteiligung und Stimmrechten, der Unternehmenswert geringer ausfällt.⁹⁹

Jedoch zeigen einige Studien das entgegengesetzte Ergebnis. Eine Untersuchung vom Zeitraum 1980–2017 zeigt, dass Gesellschaften mit Mehrstimmrechten höher bewertet werden und so auch das entsprechende Tobins Q, ein marktbasierter Indikator zur Unternehmensbewertung,¹⁰⁰ vergleichsweise 13 % höher ist.¹⁰¹ Eine vom Finanzdienstleister MSCI durchgeführte Untersuchung des Marktes über einen Zeitraum von zehn Jahren (2007–2017) hat ergeben, dass Unternehmen mit Mehrstimmrechten den Markt übertreffen.¹⁰²

Demgemäß gibt es eine Vielzahl von Studien, die erforschen, über welchen Zeitraum diese Überbewertung im Vergleich zu proportionalen Stimmrechten andauert. Eine maßgebende Studie stellt fest, dass Gesellschaften mit Mehrstimmrechtsstruktur bei Börsengang einen vergleichsweise höheren Wert aufweisen, welcher die nächsten sechs bis neun Jahre beibehalten wird.¹⁰³ Dieser Wertzuwachs verschwindet jedoch nach dem gegebenen Zeitraum und in der Folgezeit werden die Aktien mit einem Wertabschlag gegenüber Single-Class-Unternehmen gehandelt.¹⁰⁴ Somit sinkt die Attraktivität im Laufe der Zeit, sodass von einem Lebenszyklus der Mehrstimmrechtsaktie gesprochen wird.¹⁰⁵

Fraglich ist, wie der abnehmende Effekt erklärt werden kann. Es besteht die Möglichkeit, dass nach einigen Jahren die unternehmerische Idee, die das Unternehmen und dessen Erfolg ausmacht, vollendet und das Wissen und Knowhow des Visionärs oder Gründers nicht mehr notwendig ist. Die Informationsasymmetrie und der Wissensvorsprung verschwinden.¹⁰⁶ Den Beobachtungen folgend ist es schwierig, eine abschließende Beurteilung über den Einfluss von Mehrstimmrechtsaktien auf den Unternehmenswert zu tätigen. Die negative Sicht auf Mehrstimmrechtsaktien ist auf Erfahrungen aus den 1920er Jahren zurückzuführen, in welchen das Konzept der Mehrstimmrechtsaktie missbraucht wurde¹⁰⁷ und es teilweise zu absurd hohen Stimmrechtsverhältnissen kam, sodass von einem „Verwaltungsabsolutismus“ gesprochen wurde.¹⁰⁸ In Verbindung mit der angesprochenen rechtsökonomischen Kritik spricht dies gegen eine weitgehende Gestaltungsfreiheit für Mehrstimmrechte.¹⁰⁹ Es bedarf engeren Regelungen zum Schutz der Minderheit.

⁹⁷ Gompers/Ishii/Metrick, *The Review of Financial Studies* 2010, 1051 (1084).

⁹⁸ Seibt, *ZGR* 39/2010, 795 (817).

⁹⁹ Gompers/Ishii/Metrick, *The Review of Financial Studies* 2010, 1051 (1084).

¹⁰⁰ Bozec/Bozec/Dia, *International Journal of Managerial Finance* 2010, 305 (311).

¹⁰¹ Cremers/Lauterbach/Pajuste, *ECGI Working Paper Series in Finance* No. 550/2018, 1 (3).

¹⁰² Melas, *MSCI v.* 3.4.2018, abrufbar unter <https://www.msci.com/www/blog-posts/putting-the-spotlight-on/0898078592; 2018> (25.6.2024).

¹⁰³ Cremers/Lauterbach/Pajuste, *ECGI Working Paper Series in Finance* No. 550/2018, 1 (31 f.).

¹⁰⁴ Cremers/Lauterbach/Pajuste, *ECGI Working Paper Series in Finance* No. 550/2018, 1 (2).

¹⁰⁵ Cremers/Lauterbach/Pajuste, *ECGI Working Paper Series in Finance* No. 550/2018, 1 (4).

¹⁰⁶ Cremers/Lauterbach/Pajuste, *ECGI Working Paper Series in Finance* No. 550/2018, 1 (2).

¹⁰⁷ Casper, *ZHR* 2023, 5 (20).

¹⁰⁸ Planitz, *Die Stimmrechtsaktie ein Beitrag zur Reform des Aktienrechts*, 1922, S. 28.

¹⁰⁹ Casper, *ZHR* 2023, 5 (27).

4. Minderheitenschutz

Die Notwendigkeit für Minderheitenschutz hat auch der deutsche Gesetzgeber erkannt und folglich konkrete Schranken eingebaut, um den Minderheitsaktionären einen solchen Schutz zu bieten.¹¹⁰

a) Zeitliche Verfallsklausel

Zunächst einmal soll es eine zeitliche Verfallsklausel geben. Dies bedeutet, dass eine Mehrstimmrechtsaktie nach einer gewissen Anzahl an Jahren automatisch erlischt und in eine normale Stammaktie umgewandelt wird.¹¹¹

aa) Hintergrund

Die Notwendigkeit für eine zeitliche Beschränkung kann mit dem abnehmenden Effekt von Mehrstimmrechtsaktien erklärt werden.¹¹² Folglich sollen Mehrstimmrechtsaktien nicht unbegrenzt lange gelten, auch um Verhältnismäßigkeit zu wahren. Es erscheint zudem elementar, eine zeitliche Begrenzung zu schaffen, da festgestellt wurde, dass ohne eine zeitliche Befristung der Mehrstimmrechtsaktionär eine solche Struktur auch dann beibehalten würde, wenn sie gesamtökonomisch ineffizient geworden ist, da er weiterhin persönliches Interesse zur Vornahme opportunistischer Handlungen hat.¹¹³

bb) Zeitlicher Rahmen

Es gibt eine Vielzahl an Vorschlägen zur Bestimmung eines angemessenen zeitlichen Rahmens.¹¹⁴ Ein oftmals angeführter Zeitraum sind maximal fünf Jahre.¹¹⁵ Dieser Zeitrahmen stelle ausreichend Zeit dar, um die Geschäftsstrategie zu implementieren¹¹⁶ und sich am Kapitalmarkt zu etablieren.¹¹⁷ Aus einer anderen Studie geht hervor, dass mindestens die ersten sechs Jahre lang eine Höherbewertung verzeichnet wird, sodass eine Klausel erst ab diesem Zeitpunkt Sinn ergäbe.¹¹⁸ Zusätzlich wird teilweise ein hard stop gefordert. Gemeint ist damit, dass es keine Möglichkeit der Verlängerung geben soll.¹¹⁹ Eben genau diese ist allerdings im aktuellen Regierungsentwurf enthalten (§ 135a Abs. 2 S. 3 AktG-E). Eine Analyse von 29 Unternehmen mit bereits implementierten zeitlichen Ver-

¹¹⁰ Harnos, AG 2023, 348 (351).

¹¹¹ Winden, Columbia Business Law Review 2018, 852 (869 ff.).

¹¹² Kim/Michaely, ECGI Finance Working Paper No. 590/2019, 1 (17).

¹¹³ Bebchuk/Kastiel, Virginia Law Review 2017, 585 (618).

¹¹⁴ Beckmann, Das aktienrechtliche Mehrstimmrecht, 2023, S. 185.

¹¹⁵ CFA Institute, Dual-Class Shares: The Good, The Bad, And the Ugly 2018, S. 56, abrufbar unter <https://rpc.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/apac-dual-class-shares-survey-report.pdf> (25.6.2024).

¹¹⁶ CFA Institute, Dual-Class Shares: The Good, The Bad, And the Ugly 2018, 1 S. 5, abrufbar unter <https://rpc.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/apac-dual-class-shares-survey-report.pdf> (25.6.2024).

¹¹⁷ Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V., DSW-Stellungnahme zu dem Referentenentwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssicheren Investitionen (ZuFinG) v. 10.5.2023, S. 7, abrufbar unter https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/20_Legislaturperiode/2023-04-12-ZuFinG/Stellungnahme-dsw.pdf?blob=publicationFile&v=1 (25.6.2024).

¹¹⁸ Cremers/Lauterbach/Pajuste, ECGI Working Paper Series in Finance No. 550/2018, 1 (32).

¹¹⁹ CFA Institute, Dual-Class Shares: The Good, The Bad, And the Ugly 2018, S. 56, abrufbar unter <https://rpc.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/apac-dual-class-shares-survey-report.pdf> (25.6.2024).

fallsklauseln zeigt eine Vielfalt an unterschiedlicher Dauer von Verfallsklauseln. 17,24 % haben fünf Jahre oder weniger, 27,59 % haben sieben Jahre, 37,93 % haben zehn Jahre und 17,24 % haben mehr als zehn Jahre.¹²⁰ An anderer Stelle wird passend dazu festgestellt, dass die Vergabe von überproportionalen Stimmrechten einen bis zu zehn Jahren nach Börsengang andauernden, positiven Einfluss auf Innovation hat, sodass erst nach Ablauf dieser Zeit ein angemessenes Datum für die Auflösung der Mehrstimmrechte erreicht wäre.¹²¹ Diesen unterschiedlichen Beobachtungen folgend zeigt sich ein fundamentales Problem: Es erscheint willkürlich und problematisch, eine verpflichtende zeitliche Befristung zu bestimmen.¹²² Das Konzept „One size fits all“, also die Umsetzung einer Einheitslösung, wird von vielen Verbänden als nicht zielführend beurteilt.¹²³ Jedes Unternehmen sollte eine eigene Zeitperiode festlegen können, da dem Gesetzgeber nicht genügend Informationen zur Verfügung stehen, um eine optimale Ausgestaltung für alle Unternehmen gewährleisten zu können.¹²⁴ Somit ist fraglich, ob es überhaupt einer verpflichtenden zeitlichen Bindung der Mehrstimmrechte bedarf. Beispielgebend positioniert sich das Deutsche Aktieninstitut gegen die Festsetzung eines fixen Zeitraumes.¹²⁵ Zudem kann es auch bei zeitlichen Verfallsklauseln aufgrund eines zu abrupten Endes zu Problemen des moralischen Risikos kommen. Gemeint ist damit, dass der Mehrheitsaktionär seine vorteilhafte ökonomische Position solange ausnutzt, wie er dazu in der Lage ist.¹²⁶ Dies hat ebenso zur Folge, dass der Anreiz zum Ausnutzen dieser Position immer größer wird, je näher das Verfallsdatum kommt.¹²⁷ Zu beachten sind darüber hinaus Auswirkungen auf das Übernahmerecht. Der Verfall von Mehrstimmrechtsaktien könnte signifikante Stimmrechtsbewegungen auslösen, sodass dies zu einem passiven Kontrollerwerb gem. § 35 S. 5 WpÜG führen würde.¹²⁸ Das passive Überschreiten der Kontrollschwelle nach § 29 Abs. 2 S. 1 WpÜG könnte somit die Abgabe eines Pflichtangebotes (§ 35 WpÜG) begründen.¹²⁹ Teilweise wurde in solchen Fällen auch über eine Befreiung von der Angebotspflicht nachgedacht.¹³⁰ Denkbar wäre eine Ausnahmeregelung, wie sie Österreich in § 22b Übernahmegesetz verankert hat.¹³¹ Der Regierungsentwurf enthält keine Ausnahmeregelung. Zur Veranschaulichung dieser Gefahr lässt sich folgende Situation modellieren: Ein Mehrstimmrechtsaktionär hat eine Kapitalbeteiligung von etwas über 8 %. Ein anderer Aktionär

¹²⁰ *Council of Institutional Investors*, CII review of SEC filings v. 15.8.2019, abrufbar unter <https://www.cii.org/files/8-15-19%20Time-based%20Sunsets.docx.pdf> (25.6.2024).

¹²¹ *Baran/Forst/Tony Via*, *Journal of Financial Research* 2023, 169 (192).

¹²² *Beckmann*, *Das aktienrechtliche Mehrstimmrecht*, 2023, S. 186.

¹²³ *Fisch/Solomon*, *University Law Review* 2019, 1057 (1082).

¹²⁴ *Centrum für Europäische Politik*, *Listing Act – Mehrstimmrechtsaktien cepAnalyse Nr. 7/2023*, S. 8, abrufbar unter https://www.cep.eu/fileadmin/user_upload/cep.eu/Analysen/COM_2022_761_Listing_Act_1/cepAnalyse_Listing_Act_Mehrstimmrechtsaktien_COM_2022_761_Langfassung.pdf (25.6.2024).

¹²⁵ *Deutsches Aktieninstitut*, *Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts zum Referentenentwurf des Zukunftsfinanzierungsgesetz v. 28.9.2023*, S. 16, abrufbar unter https://www.dai.de/fileadmin/user_upload/230928_Postitionspapier_Stellungnahme_ZuFinG_RegE_Deutsches_Aktieninstitut.pdf (25.6.2024).

¹²⁶ *Coffee*, *The CLS Blue Sky Blog v. 19.11.2018*, abrufbar unter <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2018/11/19/dual-class-stock-the-shades-of-sunset/> (25.6.2024).

¹²⁷ *Fisch/Solomon*, *Boston University Law Review* 2019, 1057 (1083).

¹²⁸ *Deutscher Anwaltverein*, *Stellungnahme des Deutschen Anwaltsvereins durch den Ausschuss Handelsrecht [...] zum [...] ZuFinG v. 5.2023*, S. 19, abrufbar unter <https://anwaltverein.de/de/newsroom/sn-29-23-zukunftsfinanzierungsgesetz-zufing?file=files/anwaltverein.de/downloads/newsroom/stellungnahmen/2023/dav-sn-29-2023-zufing.pdf> (25.6.2024).

¹²⁹ *Gebhard/Herzog*, *ZIP* 2023, 1161 (1166).

¹³⁰ *Deutscher Anwaltverein*, *Stellungnahme des Deutschen Anwaltsvereins durch den Ausschuss Handelsrecht [...] zum [...] ZuFinG v. 5.2023*, S. 28 f., abrufbar unter <https://anwaltverein.de/de/newsroom/sn-29-23-zukunftsfinanzierungsgesetz-zufing?file=files/anwaltverein.de/downloads/newsroom/stellungnahmen/2023/dav-sn-29-2023-zufing.pdf> (25.6.2024).

¹³¹ *Casper*, *ZHR* 2023, 5 (34).

hält etwas über 29 % der Stimmrechte. Sofern die Mehrstimmrechtsaktien erlöschen, verfügt der Mitaktionär automatisch über eine absolute Stimmrechtsmehrheit, ohne ein Angebot abgegeben zu haben.¹³² Mithin würde die Einführung einer Ausnahmeregelung den Schutzzweck des § 35 WpÜG konsequent verfehlen. Die Reduzierung der Anzahl an Stimmrechten gem. § 37 WpÜG i.V.m. § 9 S. 1 Nr. 5 WpÜG-Angebots-VO würde eine ausreichende Alternative darstellen.¹³³ Diese Lösung sieht auch der Regierungsentwurf.¹³⁴

b) Übertragungsklausel

Fraglich ist, ob eine Übertragungsklausel eine bessere Ausarbeitung für den Minderheitenschutz ist. Der Entwurf sieht ein Erlöschen von Mehrstimmrechten bei Übertragung vor. Die weite Auslegung des Übertragungsbegriffs beinhaltet die rechtsgeschäftliche Übertragung und die Vererbung.¹³⁵ Teilweise kann man die Unvollständigkeit dieser Klausel kritisieren. So ist die Problematik rund um eine alters- oder krankheitsbedingte Einschränkung der Ausführung des Amtes nicht weiter geklärt. Dies lässt sich besonders gut an dem Fall rund um US-Unternehmer Sumner Redstone veranschaulichen. Redstone war Inhaber von Mehrstimmrechtsaktien und führte zwei Unternehmen. Redstone war erfolgreich in der Vergangenheit, inzwischen allerdings so alt, dass er nicht mehr im Besitz der mentalen Fähigkeiten war, seinen Aufgaben sorgfältig nachzugehen.¹³⁶ Fraglich ist, wie der Status der Mehrstimmrechtsaktien in dieser Situation zu bewerten ist. Die Eigenschaft des aktionärsbezogenen Mehrstimmrechts dient in der Theorie dem Zweck der Rechtssicherheit und des Minderheitenschutzes. Jedoch könnte eine solche Situation dazu führen, dass der Mehrstimmrechtsaktionär seinen Aufgaben nicht mehr sorgfältig nachkommen kann und in der Folge einen negativen Einfluss auf den Unternehmenswert hat.¹³⁷ Auch die Vererbung der Mehrstimmrechtsaktie stößt auf eine Vielzahl an Ideen. Einerseits wird argumentiert es sei sinnvoll, die Aktie im Todesfall erlöschen zu lassen, da eben erst das Knowhow des ursprünglichen Inhabers der Aktie die Investoren zur Beteiligung veranlasst¹³⁸ und den Fortschritt begründet hat.¹³⁹ Andererseits lässt sich auf die Zielsetzung des Entwurfes verweisen. Mit der Wiederzulassung will man vor allem KMUs und Start-Ups dazu ermutigen, einen Börsengang zu wagen. Solche Unternehmen sind oftmals familiengeführt. Das Erlöschen der Aktie bei Übergang auf Erben könnte unattraktiv auf Familienunternehmen wirken.¹⁴⁰

¹³² Gebhard/Herzog, ZIP 2023, 1161 (1166).

¹³³ Gebhard/Herzog, ZIP 2023, 1161 (1166).

¹³⁴ Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (ZuFinG) 2023, S. 132, abrufbar unter https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/20_Legislaturperiode/2023-04-12-ZuFinG/2-Regierungsentwurf.pdf?__blob=publicationFile&v=1 (25.6.2024).

¹³⁵ Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (ZuFinG) 2023, S. 130 f., abrufbar unter https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/20_Legislaturperiode/2023-04-12-ZuFinG/2-Regierungsentwurf.pdf?__blob=publicationFile&v=1 (25.6.2024)..

¹³⁶ Li, Business and Management 2022, 91 (92).

¹³⁷ Li, Business and Management 2022, 91 (92).

¹³⁸ CFA Institute, Dual-Class Shares: The Good, The Bad, And the Ugly 2018, S. 60, abrufbar unter <https://rpc.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/apac-dual-class-shares-survey-report.pdf> (25.6.2024).

¹³⁹ Centrum für Europäische Politik, Listing Act – Mehrstimmrechtsaktien cepAnalyse Nr. 7/2023, S. 9, abrufbar unter https://www.cep.eu/fileadmin/user_upload/cep.eu/Analysen/COM_2022_761_Listing_Act_1/cepAnalyse_Listing_Act_Mehrstimmrechtsaktien_COM_2022_761_Langfassung.pdf (25.6.2024).

¹⁴⁰ Association for Financial Markets in Europe, Stellungnahme zum Referentenentwurf eines Zukunftsfinanzierungsgesetzes (ZuFinG) v. 10.5.2023, S. 12, abrufbar unter <https://www.bundesfinanzministerium.de/Conte>

Stau: Die Wiederzulassung von Mehrstimmrechtsaktien aus rechtsökonomischer Sicht

Es besteht keine Garantie, dass der Vorteil des (ursprünglichen) Inhabers für immer beibehalten wird. Somit sei eine Vererbbarkeit auf den ersten Blick durchaus nachvollziehbar, allerdings ist der Nachfolger oft nicht gleichermaßen engagiert. Dies hätte zur Folge, dass Mehrstimmrechtsstrukturen eben nicht den langfristigen Unternehmenserfolg schützen.¹⁴¹

c) Divestitionsklausel

Über § 135a Abs. 3 AktG-E könnte ebenso eine Divestitionsklausel eingefügt werden. Mit einer solchen sollen Mehrstimmrechtsaktien beim Unterschreiten einer bestimmten Kapitalbeteiligungsschwelle automatisch erlöschen.¹⁴² Als Schwelle werden hier 10 % genannt.¹⁴³ Eine solche Ausarbeitung soll „skin in the game“, also ein Mindestmaß an persönlichem Interesse am Erfolgsausgang, bewahren.¹⁴⁴ In der praktischen Umsetzung könnten die Aktionäre mithilfe eines einfachen Stimmrechts im Rahmen der Hauptversammlung bei Eintreten eines solchen Ereignisses die Möglichkeit haben, über die Abschaffung der Mehrstimmrechte abzustimmen.¹⁴⁵

d) Inhaltliche Beschränkung

Zusätzlich ist eine inhaltliche Beschränkung der Mehrstimmrechte denkbar. Die genauere Ausgestaltung könnte sich beispielsweise darauf limitieren, dass es einen Ausschluss der Mehrstimmrechtswirkung für vorgegebene Abstimmungen mit besonderer Bedeutung für die Corporate Governance gibt.¹⁴⁶ Denkbar wäre eine Beschränkung sowohl bei der Wahl zum Aufsichtsrat (§ 101 Abs. 1 AktG), dem Vergütungsvotum (§ 120a AktG) und für Entlastungsbeschlüsse nach § 120 AktG,¹⁴⁷ als auch für Fälle, in denen nur eine Stimmmehrheit und keine Kapitalmehrheit erforderlich ist.¹⁴⁸ Beispielhaft anzuführen sind die vorzeitige Abberufung von Aufsichtsratsmitgliedern nach § 103 Abs. 1 Satz 2 AktG und die Entscheidung über Geschäftsführungsmaßnahmen nach Vorlage durch den Vorstand nach § 111 Abs. 4 S. 3 AktG.¹⁴⁹ Punktuell gesehen sieht der Regierungsentwurf bereits eine inhaltliche Beschränkung vor. In § 135a Abs. 4 AktG-E sollen Mehrstimmrechte, mit Bezug auf § 33b Abs. 2 S. 1 WpÜG, nur einfaches Stimmgewicht enthalten. Diese Ausnahme soll für die Bestellung des Abschlussprüfers durch die Hauptversammlung nach § 119 Abs. 1 Nr. 5 AktG und die Bestellung von Sonderprüfern gem. § 142 Abs. 1 AktG gelten. Solche Sonderfälle erachtet der Gesetzgeber als nachvollziehbar, da Rechnungslegung ein sensibles Thema sei, welches zentraler Teil des Minderheitenschutzes ist.

e) Personelle Beschränkung

Als weitere Beschränkung könnte man es nur einem bestimmten Personenkreis erlauben, Inhaber

[nt/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/20_Legislaturperiode/2023-04-12-ZuFinG/Stellungnahme-afme.pdf? blob=publicationFile&v=2](https://www.dai.de/fileadmin/user_upload/230928_Postitionspapier_Stellungnahme_ZuFinG_RegE_Deutsches_Aktieninstitut.pdf) (25.6.2024).

¹⁴¹ Chemmanur/Jiao, Journal of Banking & Finance 2012, 305 (306).

¹⁴² Bebchuk/Kastiel, Virginia Law Review 2017, 585 (621).

¹⁴³ Gebhard/Herzog, ZIP 2023, 1161 (1167).

¹⁴⁴ Reddy, Cambridge Law Journal 2021, 515 (538).

¹⁴⁵ Deutsches Aktieninstitut, Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts zum Referentenentwurf des Zukunftsfinanzierungsgesetz v. 28.9.2023, S. 17, abrufbar unter https://www.dai.de/fileadmin/user_upload/230928_Postitionspapier_Stellungnahme_ZuFinG_RegE_Deutsches_Aktieninstitut.pdf (25.6.2024).

¹⁴⁶ Gebhard/Herzog, ZIP 2023, 1161 (1168).

¹⁴⁷ Denninger, DB 2022, 2329 (2336).

¹⁴⁸ Gebhard/Herzog, ZIP 2023, 1161 (1168).

¹⁴⁹ Arnold, in: MüKo-AktG, Bd. 3, 5. Aufl. 2022, § 133 Rn. 47.

von Mehrstimmrechtsaktien zu sein. Allerdings gestaltet sich dies im Hinblick auf größere Investoren schwierig, da sich diese ebenfalls signifikant an dem Unternehmen beteiligt haben und an dem Erwerb von Mehrstimmrechtsaktien interessiert sein könnten.¹⁵⁰ Gegen eine solche personenbezogene Beschränkung spricht sich auch der Regierungsentwurf klar aus und möchte eine möglichst flexible Ausgestaltung bieten.¹⁵¹

5. Einstimmigkeitserfordernis

Bezogen auf die Einführung von Mehrstimmrechtsaktien bedarf es eines Einstimmigkeitserfordernisses aller betroffenen Aktionäre.¹⁵² Begründet wird das Erfordernis damit, dass ein proportionales Stimmrecht für nichtbegünstigte Aktionäre von derartiger Wichtigkeit ist, dass eine Einführung von Mehrstimmrechtsaktien nur mit universellem Einverständnis zu begründen sei.¹⁵³ Dieser Schutzmechanismus macht eine Einführung von Mehrstimmrechtsaktien nach Börsengang jedoch praktisch unmöglich. Teilweise wird deshalb vorgeschlagen, dass sich der deutsche Gesetzgeber an dem Vorschlag der EU-Kommission orientieren sollte. Nach der unionsrechtlichen Ausarbeitung des Listing Acts bedarf es nur der qualifizierten Mehrheit.¹⁵⁴ Für überstimmte Aktionäre wäre in solchen Fällen die Möglichkeit eines Abfindungsangebotes denkbar.¹⁵⁵ Dem Regierungsentwurfes nach zu urteilen, ist sich der deutsche Gesetzgeber dieser faktischen Unmöglichkeit der Einführung von Mehrstimmrechtsaktien nach Börsengang jedoch bewusst. Der Schwerpunkt bezüglich der Wiederzulassung wird also mehr im Vorfeld zum Börsengang gesehen.¹⁵⁶

6. Begrenzung der Mehrstimmrechtsaktie

Ein weiterer Diskussionspunkt ist die volumenmäßige Begrenzung der Mehrstimmrechtsaktie wie sie in § 135a Abs. 1 S. 2 AktG-E niedergeschrieben ist. Als mögliche Ausgestaltung wird in der Literatur teils eine analoge Regelung zu § 139 Abs. 2 AktG vorgeschlagen.¹⁵⁷ Dementsprechend wäre der Anteil der Mehrstimmrechtsaktien auf 50 % des Stammkapitals beschränkt. Der Regierungsentwurf

¹⁵⁰ Casper, ZHR 2023, 5 (33).

¹⁵¹ Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (ZuFinG) 2023, S. 128, abrufbar unter https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/20_Legislaturperiode/2023-04-12-ZuFinG/2-Regierungsentwurf.pdf?__blob=publicationFile&v=1 (25.6.2024).

¹⁵² Kuthe, BB 2023, 1603 (1605).

¹⁵³ Association for Financial Markets in Europe, Stellungnahme zum Referentenentwurf eines Zukunftsfinanzierungsgesetzes (ZuFinG) v. 10.5.2023, S. 12, abrufbar unter https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/20_Legislaturperiode/2023-04-12-ZuFinG/Stellungnahme-afme.pdf?__blob=publicationFile&v=2 (25.6.2024).

¹⁵⁴ Deutsches Aktieninstitut, Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts zum Referentenentwurf des Zukunftsfinanzierungsgesetz v. 28.9.2023, S. 16, abrufbar unter https://www.dai.de/fileadmin/user_upload/230928_Postitionspapier_Stellungnahme_ZuFinG_RegE_Deutsches_Aktieninstitut.pdf (25.6.2024).

¹⁵⁵ Association for Financial Markets in Europe, Stellungnahme zum Referentenentwurf eines Zukunftsfinanzierungsgesetzes (ZuFinG) v. 10.5.2023, S. 12, abrufbar unter https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/20_Legislaturperiode/2023-04-12-ZuFinG/Stellungnahme-afme.pdf?__blob=publicationFile&v=2 (25.6.2024).

¹⁵⁶ Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (ZuFinG) 2023, S. 129, abrufbar unter https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/20_Legislaturperiode/2023-04-12-ZuFinG/2-Regierungsentwurf.pdf?__blob=publicationFile&v=1 (25.6.2024).

¹⁵⁷ Casper, ZHR 2023, 5 (31).

selbst gibt allerdings keine Obergrenze für den prozentualen Anteil an herausgegebenen Mehrstimmrechtsaktien an.¹⁵⁸ Das Fehlen einer Obergrenze legt den Fokus umso mehr auf die Notwendigkeit einer Begrenzung des Stimmrechts pro Aktie.¹⁵⁹ Der Regierungsentwurf selbst urteilt, dass eine gesetzlich verankerte Obergrenze (bezogen auf das Stimmverhältnis) ein wichtiges Instrument für die Rechtsklarheit darstellt.¹⁶⁰ Fraglich erscheint, ob die angegebene zehnfache Wertigkeit als Obergrenze angemessen ist. In vielen anderen Finanzstandorten, wie beispielsweise den USA, haben die meisten Unternehmen ebenfalls ein Stimmverhältnis von 1:10.¹⁶¹ Andere Rechtsordnungen, beispielsweise Italien, weisen eine geringere Ausgestaltung von 1:3 auf.¹⁶² An dieser Stelle wird passenderweise kritisiert, dass eine derartig niedrige Begrenzung nicht die gewünschten Effekte einer Mehrstimmrechtsaktie herbeiführen könnte.¹⁶³ Eine konkrete Ausarbeitung des Stimmrechtsverhältnisses hat auch große Relevanz für das Übernahmerecht und das Kapitalmarktrecht als solches. Bei dem im Regierungsentwurf vorgeschlagenen Verhältnis von 1:10 wäre eine absolute Kontrolle mit etwa 9 % des Kapitalanteils möglich. Ein Pflichtangebot muss nach der in § 29 Abs. 2 S. 1 WpÜG i.V.m. § 35 WpÜG thematisierten Kontrollschwelle schon bei dem Erreichen von 30 % erfolgen. Mit dem Verhältnis von 1:10 wäre dies bereits bei einer Kapitalbeteiligung von ungefähr 4 % der Fall.¹⁶⁴ Teile der Literatur schlagen deshalb vor, man solle eine Begrenzung von 1:4 schaffen, um die Abweichung zwischen Kapitalbeteiligung und Stimmrecht nicht zu sehr zu reizen. Jedenfalls sei jegliche Begrenzung jenseits der 1:10 untragbar.¹⁶⁵

IV. Beurteilung

Fraglich ist, wie die aktuelle Debatte rund um die Wiederzulassung von Mehrstimmrechtsaktien insgesamt beurteilt werden kann. Mit Blick auf den vorgestellten Referentenentwurf für das Zukunftsfinanzierungsgesetz bat das Bundesjustizministerium sämtliche Verbände und Fachkreise zur Stellungnahme.¹⁶⁶ Auch hier besteht Uneinigkeit. Teilweise wird der Vorschlag begrüßt,¹⁶⁷ vereinzelt

¹⁵⁸ Hammen, Working Paper No. 170/2023, 1 (13).

¹⁵⁹ Casper, ZHR 2023, 5 (31).

¹⁶⁰ Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (ZuFinG) 2023, S. 129, abrufbar unter https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/20_Legislaturperiode/2023-04-12-ZuFinG/2-Regierungsentwurf.pdf?__blob=publicationFile&v=1 (25.6.2024).

¹⁶¹ Council of Institutional Investors, Dual Class Stock, abrufbar unter https://www.cii.org/dualclass_stock (25.6.2024).

¹⁶² Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (ZuFinG) 2023, S. 129, abrufbar unter https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/20_Legislaturperiode/2023-04-12-ZuFinG/2-Regierungsentwurf.pdf?__blob=publicationFile&v=1 (25.6.2024).

¹⁶³ Casper, ZHR 2023, 5 (32).

¹⁶⁴ Gebhard/Herzog, ZIP 2023, 1161 (1164).

¹⁶⁵ Allaire, IGOPF Policy Paper No 11 2019, 1 (20).

¹⁶⁶ Bundesministerium der Finanzen, Anschreiben zur Stellungnahme, abrufbar unter https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/20_Legislaturperiode/2023-04-12-ZuFinG/Stellungnahme-00-anschreiben.pdf?__blob=publicationFile&v=2;2023 (1.9.2023).

¹⁶⁷ Bundesverband Deutsche Startups e.V., Stellungnahme zum Entwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetzes – ZuFinG), S. 1, abrufbar unter https://startupverband.de/fileadmin/startupverband/mediaarchiv/Politik/St20230510Stellungnahme_Startup-Verbandes_StN_zum_Reg.Entw._ZuFinG_Oktober.pdf (25.6.2024).

allerdings auch stark in Frage gestellt, ob es einer Wiedereinführung überhaupt bedarf.¹⁶⁸ Es wird konstatiert, dass sich die Praxis in der Zwischenzeit mit dem Verbot von Mehrstimmrechtsaktien arrangiert und alternative Wege gefunden hat.¹⁶⁹ Dank Vorzugsaktien und der KGaA gebe es genug Möglichkeiten, um den Kapitalmarkt zu stärken und überproportionale Stimmrechte zu implementieren.¹⁷⁰ Zudem sei die Wiederzulassung kaum mit dem Verhaltensstandard aus §§ 76 Abs. 1, 93 Abs. 1 S. 1 AktG vereinbar.¹⁷¹ Diese Vorschrift soll dem Schutz der restlichen Aktionäre dienen,¹⁷² indem die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters angewendet werden soll. Manch andere nehmen in ihrer Stellungnahme eine konkretere Abgrenzung vor. So sprechen sich Teile lediglich für die Wiederzulassung bei nicht-börsennotierten Unternehmen aus.¹⁷³ Eine Einführung für börsennotierte Gesellschaften sei nicht eingehend gefordert und sogar der EU Listing Act macht dazu keine genauere Forderung.¹⁷⁴

Die Befürworter einer Wiederzulassung sprechen dem Aspekt der Transparenz eine elementare Rolle zu. Mit ausreichender Transparenz könnten die potenziellen neuen Anleger selber entscheiden, ob sie sich beteiligen wollen oder nicht.¹⁷⁵ Um hier den Anlegern entgegenzukommen, wird darauf verwiesen, dass Mehrstimmrechtsaktien eine eigene Aktiengattung bilden sollen, welche über die Vorschriften in § 23 Abs. 3 S. 4 AktG mit den notwendigen Vorschriften in die Satzung einzufügen sind und damit bei Bedürfnis Einsicht beantragt werden kann.¹⁷⁶ Zudem muss die Bilanz nach § 152 Abs. 1 S. 4 AktG einen Vermerk über die gesamte Stimmanzahl an Mehrstimmrechtsaktien enthalten. Im Zentrum des Minderheitenschutzes steht die zeitliche Verfallsklausel, welche auch international sehr an Popularität gewonnen hat.¹⁷⁷ Die geplanten zehn Jahre werden als ein großzügiger, allerdings sinnvoller Kompromiss empfunden¹⁷⁸ – ebenso wird die Begrenzung des Stimmrechts auf 1:10 als maßvoll beurteilt.¹⁷⁹ Konsequenterweise würde jedes Verhältnis, welches über 1:10 hinausgeht, die Probleme für das Übernahmerecht nur stärker betonen. Bei einem Verhältnis von 1:70 würden beispielsweise schon 1,4 % des Kapitals für den absoluten Kontrollerwerb ausreichen.¹⁸⁰ Mithin schafft es eine Obergrenze, die Verschanzung der Mehrstimmrechtsaktionäre

¹⁶⁸ Bundesverband Investment und Asset Management e.V., BVI-Stellungnahme zum Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Richtlinie zu Mehrstimmrechtsstrukturen bei Gesellschaften v. 21.2.2023, S. 5 ff., abrufbar unter https://www.bvi.de/fileadmin/user_upload/230221_BVI-Position_Listing_act_Mehrstimmrechtsstrukturen.pdf (25.6.2024).

¹⁶⁹ Deutscher Notarverein e.V., Stellungnahme des Deutschen Notarvereins v. 21.2.2023, S. 5, abrufbar unter <https://www.dnotv.de/stellungnahmen/kapitalgesellschaftsrecht-mehrstimmrechtsaktien-vorschlag-der-europaeischen-kommission-fuer-eine-richtlinie-zu-mehrstimmrechtsstrukturen-bei-gesellschaften-die-eine-zulassung-zum-handel-ih/> (25.6.2024).

¹⁷⁰ Denninger, DB 2022, 2329 (2336).

¹⁷¹ Denninger, DB 2022, 2329 (2329).

¹⁷² Spindler, in: MüKo-AktG, Bd. 2, 6. Aufl. 2023, § 93 Rn. 1.

¹⁷³ Herzog/Gebhard, ZIP 2022, 1893 (1900).

¹⁷⁴ Casper, ZHR 2023, 5 (29).

¹⁷⁵ Centrum für Europäische Politik, Listing Act – Mehrstimmrechtsaktien cepAnalyse Nr. 7/2023, S. 9, abrufbar unter https://www.cep.eu/fileadmin/user_upload/cep.eu/Analysen/COM_2022_761_Listing_Act_1/cepAnalyse_Listing_Act_Mehrstimmrechtsaktien_COM_2022_761_Langfassung.pdf (25.6.2024).

¹⁷⁶ Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (ZuFinG) 2023, S. 129, abrufbar unter https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/20_Legislaturperiode/2023-04-12-ZuFinG/2-Regierungsentwurf.pdf?__blob=publicationFile&v=1 (25.6.2024).

¹⁷⁷ Fisch/Solomon, Boston University Law Review 2019, 1057 (1079).

¹⁷⁸ Casper, ZHR 2023, 5 (32).

¹⁷⁹ Casper, ZHR 2023, 5 (29).

¹⁸⁰ CFA Institute, Dual-Class Shares: The Good, The Bad, And the Ugly 2018, S. 63, abrufbar unter

Stau: Die Wiederzulassung von Mehrstimmrechtsaktien aus rechtsökonomischer Sicht

teilweise zu minimieren.¹⁸¹ Bei der genauen Ausarbeitung des Minderheitenschutzes ist allerdings Vorsicht geboten, da ein zu enger rechtlicher Rahmen den Grundanreiz und die Zielsetzung der Mehrstimmrechtsaktien konterkarieren¹⁸² und eine Abwanderung von Unternehmen in ein liberaler ausgestaltetes Kapitalmarktsystem zur Folge haben könnte.¹⁸³

Dass jedoch möglicherweise noch Nachholbedarf bei der Ausarbeitung des Entwurfes besteht, zeigen verschiedene Institute und Verbände. Zwar wird im vorgestellten Regierungsentwurf von einer Vinkulierung, also dem Zustimmungsbedürfnis der Gesellschaft für eine Übertragung,¹⁸⁴ bei Namensaktien ausgegangen. Allerdings wird empfohlen, eine Vinkulierung der Aktien erneut der Prüfung zu unterziehen und dies zu einer konkreten gesetzlichen Voraussetzung umzuändern.¹⁸⁵ Ebenso wird dazu angeregt, Regelungen zum Umgang mit Mehrstimmrechtsaktien in Übernahme-situationen zu ergänzen, da nach aktueller Rechtslage die Beseitigung solcher Aktien lediglich mit-hilfe eines Sonderbeschlusses über § 179 Abs. 3 AktG möglich ist.¹⁸⁶ Weiterhin besteht Bedarf zur Konkretisierung der Vorgaben zur Abgabe eines Pflichtangebots (§ 35 WpÜG) und einer möglichen Befreiung nach § 37 WpÜG im Falle des passiven Kontrollerwerbs.¹⁸⁷ Eine Überlegung ist ebenso die Ergänzung des § 135a Abs. 1 S. 2 AktG-E um eine Obergrenze an ausgegebenen Mehrstimmrechts-aktien.¹⁸⁸ Beachtlicher Weise haben sich sogar inzwischen, ansonsten sehr kritische Institutionen wie der Council of Institutional Investors, dafür ausgesprochen, Verfallsklauseln zu implementieren und Mehrstimmrechtsaktien nicht grundsätzlich a priori zu verbieten.¹⁸⁹ Bei der gesamten Beurteilung gilt es, einen wichtigen Aspekt hervorzuheben. Die Unstimmigkeit der Ergebnisse über die ökonomische Wertigkeit von Mehrstimmrechtsaktien, beispielsweise bezüglich des Unternehmenswertes, zeigt nicht die Inkorrektheit einzelner Studien, sondern eher ökonomische Grenzen auf. Unter Heranziehung des Begriffes des Selektionseffekts kann erklärt werden, dass sich durch fundamental struk-

<https://rpc.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/apac-dual-class-shares-survey-report.pdf> (25.6.2024).

¹⁸¹ CFA Institute, Dual-Class Shares: The Good, The Bad, And the Ugly 2018, S. 64, abrufbar unter <https://rpc.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/apac-dual-class-shares-survey-report.pdf> (25.6.2024).

¹⁸² Bundesverband Deutsche Startups e.V., Stellungnahme zum Entwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsförderungsgesetz – ZuFinG), S. 1, abrufbar unter https://startupverband.de/fileadmin/startupverband/mediaarchiv/Politik/St20230510Stellungnahme_Startup-Verbandes_StN_zum_Reg.Entw._ZuFinG_Oktober.pdf (25.6.2024).

¹⁸³ Gruppe Deutsche Börse, Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse 2023, S. 4, abrufbar unter https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/20_Legislaturperiode/2023-04-12-ZuFinG/Stellungnahme-gruppe-deutsche-boerse.pdf?__blob=publicationFile&v=1 (25.6.2024).

¹⁸⁴ Grigoleit/Rachlitz, in: Grigoleit, Aktiengesetz, 2. Auf. 2020, § 68 Rn. 14.

¹⁸⁵ Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Referentenentwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (ZuFinG) v. 11.9.2023, S. 3, abrufbar unter <https://www.idw.de/IDW/Medien/IDW-Schreiben/2023/IDW-Zukunftsförderungsgesetz-RegE-Schreiben-230911.pdf> (25.6.2024).

¹⁸⁶ Gruppe Deutsche Börse, Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse 2023, S. 5, abrufbar unter https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/20_Legislaturperiode/2023-04-12-ZuFinG/Stellungnahme-gruppe-deutsche-boerse.pdf?__blob=publicationFile&v=1 (25.6.2024).

¹⁸⁷ Deutscher Anwaltverein, Stellungnahme des Deutschen Anwaltvereins durch den Ausschuss Handelsrecht [...] zum [...] ZuFinG v. 5.2023, S. 19, abrufbar unter <https://anwaltverein.de/de/newsroom/sn-29-23-zukunftsförderungsgesetz-zufing?file=files/anwaltverein.de/downloads/newsroom/stellungnahmen/2023/dav-sn-29-2023-zufing.pdf> (25.6.2024).

¹⁸⁸ Hammen, Working Paper No. 170/2023, 1 (13).

¹⁸⁹ Council of Institutional Investors, Dual Class Stock, abrufbar unter https://www.cii.org/dualclass_stock (25.6.2024).

Stau: Die Wiederzulassung von Mehrstimmrechtsaktien aus rechtsökonomischer Sicht

turelle Unterschiede zwischen Unternehmen, vor allem aber auch im Verhältnis zu Single-Class-Unternehmen, eine genaue ökonomische Beurteilung schwierig gestalten lässt.¹⁹⁰

V. Internationaler Vergleich

Weltweit gesehen genießen Mehrstimmrechtsaktien gleichwohl eine immer größer werdende Beliebtheit.¹⁹¹ Deutschlands Kapitalmarkt ist im internationalen Vergleich hingegen unterentwickelt.¹⁹² Bei der internationalen Betrachtung muss zwischen dem Grad an Gestaltungsfreiheit unterschieden werden. So verfolgt Schweden ein sehr liberales Modell ohne viele gesetzlich verankerte Restriktionen.¹⁹³ Der Anlass zur Implementierung eines solchen liberalen Systems kann ganz unterschiedlich ausfallen. Schwedens Wirtschaft als Beispiel ist geprägt von Familienunternehmen und dementsprechend könnten Mehrstimmrechtsaktien ein geeignetes Instrument zur Förderung von Börsengängen darstellen.¹⁹⁴ Andere Jurisdiktionen, wie Hongkong oder Singapur wollen zwar auch im Wettbewerb der Rechtsordnungen mithalten, verwenden dafür aber einen restriktiveren Ansatz.¹⁹⁵ Entsprechend wird ein engerer rechtlicher Rahmen geschaffen, welcher den Minderheitenschutz stärker in den Fokus stellt. Dessen genaue Umsetzung ist stark länderspezifisch. Im Vereinigten Königreich wird auf eine Vorschrift, dass Minderheitsaktionäre die Möglichkeit zur Wahl eines unabhängigen Direktoren haben müssen, abgestellt.¹⁹⁶ Der restriktive Ansatz des Vereinigten Königreiches spiegelt sich in weiteren Schutzmaßnahmen wider. Neben dem zeitlichen Erlöschen der Mehrstimmrechtsaktie nach fünf Jahren und bei Übertragung, dürfen nur Direktoren solche überproportionalen Aktien halten. Darüber hinaus ist die Stimmkraft auf ein Verhältnis von 1:20 und inhaltlich auf bestimmte Beschlussgegenstände begrenzt.¹⁹⁷ Auch vom kanadischen Kapitalmarkt lassen sich Schlüsse ziehen. Dort findet sich eine Vielfalt an Stimmrechtsverhältnissen von 1:4 bis hin zu 1:100 wieder. Der Modus liegt allerdings bei 1:10.¹⁹⁸ Dies würde die Überlegungen des deutschen Gesetzgebers bestätigen. Auch mit Blick nach Singapur, Hongkong und Shanghai ergibt sich ein ähnliches Bild. Um potentiell auftretenden Missbrauch vorzubeugen, gibt es eine Begrenzung von 1:10.¹⁹⁹ Zu beachten sind ebenso weitere Maßnahmen, welche die interne Unternehmensführung und Verantwortlichkeit der Mehrstimmrechtsaktionäre gewährleisten und stärken sollen. Die Hongkonger-Börse schreibt ein sog. Corporate Governance Committee vor.²⁰⁰ Ein solcher Ausschuss, bestehend aus unabhängigen Mitgliedern, soll prüfen, ob die Mehrstimmrechtsaktionäre zum Nutzen aller Aktionäre handeln und nicht bloß eigennützig.²⁰¹ Die Wiederzulassung zeigt dort bisher jedoch wenig Andrang an der Börse. Im Kontrast dazu steht der US-amerikanische Markt, welcher

¹⁹⁰ Fisch/Solomon, ECGI Law Working Paper No. 715/2023, 1 (11).

¹⁹¹ Technical Expert Stakeholder Group (TESG), Empowering EU Capital Markets for SMEs 2021, 1 (33).

¹⁹² Der Mittelstand BVMW e.V. Bundesverband, Stellungnahme Entwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (ZuFinG) v. 5.2023, S. 2, abrufbar unter <https://www.bvmw.de/uploads/to pics/Steuern-und-Finzen/Downloads/BVMW-Stellungnahme-Zukunftsfinanzierungsgesetz.pdf> (25.6.2024).

¹⁹³ Gurrea-Martínez, European Business Organization Law Review 2021, 475 (491).

¹⁹⁴ Bjuggren/Johansson/Sjörger, Family Business Review 2011, 362 (365).

¹⁹⁵ Gurrea-Martínez, European Business Organization Law Review 2021, 475 (493).

¹⁹⁶ Gurrea-Martínez, Australian Journal of Corporate Law 2020, 31 (46).

¹⁹⁷ Reddy, Cambridge Law Journal 2021, 515 (538).

¹⁹⁸ Allaire, IGOPP Policy Paper No 11 2019, 1 (26).

¹⁹⁹ Yan, Journal of Corporate Law Studies 2021, 1 (16).

²⁰⁰ Hong Kong Exchanges and Clearing, Main Board Listing Rules, Chapter 8A, 1 (10 f.).

²⁰¹ Yan, Journal of Corporate Law Studies 2021, 1 (17).

einen deutlich liberaleren Ansatz verfolgt²⁰² und in der Folge deutlich mehr Börsengänge von Unternehmen mit Mehrstimmrechtsaktien verzeichnet.²⁰³ Ähnlich verhält es sich in Schweden, wo dank der Gestaltungsfreiheit bei 80 % der Unternehmen eine Mehrstimmrechtsstruktur vorzufinden ist.²⁰⁴ Diese Ergebnisse unterstützen die Erkenntnis, dass man keinen zu engen rechtlichen Rahmen ausarbeiten dürfe, da sonst die Zielsetzung des Zukunftsfinanzierungsgesetzes verfehlt werden würde.²⁰⁵ Dem internationalen Vergleich folgend, scheinen Mehrstimmrechtsaktien somit den Kapitalmarkt zu stärken. Allerdings weist jedes Land unterschiedliche lokale Faktoren auf, sodass der Erfolg von Mehrstimmrechten in einem Land keine zwingende Bedeutung für die generelle Effektivität von Mehrstimmrechtsaktien in anderen Ländern hat. Um eine bessere Vergleichbarkeit zwischen den Ländern zu schaffen, gilt es jene Faktoren stärker in den Fokus zu rücken. Durch die Untersuchung mehrerer Kategorien, unter anderem dem Entwicklungsstand des Kapitalmarktes und lokalen Rechnungslegungsvorschriften lassen sich Länder in drei Gruppen einteilen. Länder der ersten Gruppe verfügen beispielsweise über einen starken Kapitalmarkt und einem hohem Grad an Minderheitenschutz, sowie effektiver Revision, sodass eine weitgehend freie Gestaltung von Mehrstimmrechtsaktien stattfinden kann. Die zweite Gruppe, zumeist Schwellenländer, weist hingegen genau gegensätzliche Charakteristika auf. Durch schwache Revision und einen kaum entwickelten Kapitalmarkt ist die Gefahr für die Extraktion privater Vorteile wesentlich höher, weshalb ein Verbot von Mehrstimmrechtsaktien nachvollziehbar erscheinen würde. Deutschland wird der dritten Gruppe zugeordnet, welche sich in der Mitte der ersten zwei Gruppen einordnet. Eine Einführung von Mehrstimmrechtsaktien in Ländern dieser Gruppe verlangt einer restriktiveren Umsetzung mit verstärktem Minderheitenschutz, um die disziplinierende Funktion des Marktes beizubehalten und sonstigen Nachteilen entgegenzuwirken.²⁰⁶ Insofern bestätigen sich die obigen Ergebnisse, vor allem aber die Ausarbeitung des deutschen Gesetzgebers, welcher eine restriktivere Umsetzung anvisiert. Auch der EU Listing Act knüpft an diesen Punkt an. Mit dem Anstreben einer Mindestharmonisierung wird die Relevanz erkannt, dem nationalen Gesetzgeber die Verantwortung über eine genauere länderspezifische Ausgestaltung zu übertragen.

VI. Ergebnis

Die vorgestellte Wiederzulassung der Mehrstimmrechtsaktien soll Deutschland nicht noch weiter in das Hintertreffen im Wettbewerb der Rechtsordnungen bringen. Es herrscht eine internationale Tendenz zur (erneuten) Zulassung von Mehrstimmrechtsaktien.²⁰⁷ Auch im historisch sehr geprägten One share, one vote Kontinentaleuropa gab es viel Entwicklung (beispielsweise geplante Wiedereinführung in Österreich²⁰⁸). Trotz der dargestellten rechtsökonomischen Risiken von Mehrstimmrechtsaktien, wie der Verstärkung des Prinzipal-Agenten Konflikts und den daraus resultierenden Interessenskonflikten, genießen sie eine immer größer werdende Popularität – vor allem im Tech-

²⁰² Reddy, Cambridge Law Journal 2021, 515 (517).

²⁰³ Yan, Journal of Corporate Law Studies 2021, 1 (19).

²⁰⁴ Gurrea-Martínez, European Business Organization Law Review 2021, 475 (500).

²⁰⁵ Bundesverband Deutsche Startups e.V., Stellungnahme zum Entwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsförderungsgesetzes – ZuFinG), S. 1, abrufbar unter https://startupverband.de/fileadmin/startupverband/mediaarchiv/Politik/St20230510Stellungnahme_Startup-Verbandes_StN_zum_Reg.Entw._ZuFinG_Oktober.pdf (25.6.2024).

²⁰⁶ Gurrea-Martínez, European Business Organization Law Review 2021, 475 (504–506).

²⁰⁷ Casper, ZHR 2023, 5 (23).

²⁰⁸ Nicolussi, AG 2022, 753 (759).

Stau: Die Wiederzulassung von Mehrstimmrechtsaktien aus rechtsökonomischer Sicht

nologiesektor.²⁰⁹ Dieser Erfolg spricht quasi für sich selbst und bestätigt die Daseinsberechtigung von Mehrstimmrechtsaktien.²¹⁰ Dank zusätzlichem Minderheitenschutz kann den Kritikern entgegengekommen werden. Hier hat der deutsche Gesetzgeber bewusst viel Spielraum für persönliche Gestaltung gelassen. Über die Satzung lassen sich weitere Maßnahmen einbauen. Denkbar sind die Implementierung einer Performance-Klausel²¹¹ oder auch Sunset-Klauseln für nicht-börsennotierte Unternehmen.²¹² Mit den neuen Erkenntnissen aktuellster Untersuchungen ergibt sich die Konsequenz, dass es keine „One size fits all“-Lösung gibt, da sich die Unternehmen in zu vielen Variablen voneinander unterscheiden.²¹³ Im Ergebnis ist es dem Regierungsentwurf jedoch überwiegend geglückt, einen guten Kompromiss auszuarbeiten.²¹⁴ Dementsprechend muss der deutsche Gesetzgeber hinsichtlich der Wiederzulassung von Mehrstimmrechtsaktien trotz aller Skepsis keinen Paternalismus walten lassen.²¹⁵

²⁰⁹ Kim/Michaely, ECGI Finance Working Paper No. 590/2019, 1 (1).

²¹⁰ CFA Institute, Dual-Class Shares: The Good, The Bad, And the Ugly 2018, S. 1, abrufbar unter <https://rpc.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/apac-dual-class-shares-survey-report.pdf> (25.6.2024).

²¹¹ Winden, Columbia Business Law Review 2018, 852 (928).

²¹² Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (ZuFinG) 2023, S. 132, abrufbar unter https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/20_Legislaturperiode/2023-04-12-ZuFinG/2-Regierungsentwurf.pdf?__blob=publicationFile&v=1 (25.6.2024).

²¹³ Beckmann, Das aktienrechtliche Mehrstimmrecht, 2018, S. 183.

²¹⁴ Gebhard/Herzog, ZIP 2023, 1161 (1161).

²¹⁵ Sharfman, Villanova Law Review 2018, 1 (34).