

## Fabian Glas: Mehrstimmrechte im deutschen Aktienrecht nach der Reform durch das ZuFinG

Der Autor ist Student der Rechtswissenschaft im 11. Fachsemester an der Universität Bayreuth. Der Beitrag ist im Rahmen des Studienbegleitenden Seminars „Unternehmen, Kapital & Strukturierung“ bei Prof. Dr. Jessica Schmidt, LL.M (Nottingham) (Lehrstuhl für Zivilrecht I – Bürgerliches Recht, deutsches, europäisches und internationales Unternehmens- und Kapitalmarktrecht) entstanden.

### A. Einleitung

Zum 15.12.2023 kam es durch das ZuFinG<sup>1</sup> zu einer Wiederzulassung der seit 1998 durch das KonTraG<sup>2</sup> grundsätzlich<sup>3</sup> beseitigten Mehrstimmrechte<sup>4</sup> im deutschen Aktienrecht.<sup>5</sup> Unerwartet war der Umschwung nicht. Bereits der 2021 geschlossene Koalitionsvertrag<sup>6</sup> sowie ein konkretisierender Eckpunkteplan aus dem Jahr 2022<sup>7</sup> beinhalteten die Einführung von Aktien mit unterschiedlichen Stimmrechten – Mehrstimmrechtsaktien. Dem voraus gingen Listungen deutscher Gesellschaften an ausländischen Börsen<sup>8</sup> wie *BioNTech* und *Curevac* an der US-amerikanischen Börse NASDAQ<sup>9</sup> und damit einhergehende Forderungen nach einem attraktiveren Rechtsrahmen für vornehmlich Wachstumsunternehmen, inklusive der Einführung von Mehrstimmrechten im Aktienrecht.<sup>10</sup> Diese Entwicklung ist nicht rein national. So gingen *Alibaba*, nicht wie ursprünglich geplant in Hongkong,<sup>11</sup> und *Manchester United*, statt in Singapur, ebenfalls in den USA an die Börse.<sup>12</sup> *Fiat Chrysler Automobiles* wanderte aus Italien in die Niederlande ab, um

dort u. a. von *dual shares* profitieren zu können.<sup>13</sup> In diesen Ländern sowie weiteren konkurrierenden Rechtsordnungen wurde der Rechtsrahmen inzwischen angepasst.<sup>14</sup> Derzeit steht in der EU die Mehrstimmrechte-RL<sup>15</sup> als Teil des EU Listing Acts<sup>16</sup> zur Debatte.<sup>17</sup>

Das ZuFinG soll nun in Deutschland den Zugang zum Kapitalmarkt und die Aufnahme von Eigenkapital vornehmlich für Start-ups, Wachstumsunternehmen sowie kleine und mittlere Unternehmen (KMU) erleichtern und damit die Wettbewerbsfähigkeit mit anderen Rechtsordnungen verbessern.<sup>18</sup> Ein dazu gewähltes Instrument ist die Wiederzulassung der Mehrstimmrechtsaktie.<sup>19</sup>

Es steht die Frage im Raum, inwieweit im AktG<sup>20</sup> ein effizienter und rechtssicherer Rechtsrahmen bei Mehrstimmrechten für die Erreichung dieses Ziels geschaffen wurde. Der vorliegende Beitrag erörtert, ob die Reform de lege lata im Hinblick auf die Chancen und Erwartungen sowie den mit einer solchen Gestaltungsmöglichkeit einhergehenden Risiken geglückt ist und an welchen Stellschrauben nach der in vier Jahren

<sup>1</sup> Gesetz zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz – ZuFinG) v. 11.12.2023, BGBl. I Nr. 354.

<sup>2</sup> Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) v. 27.4.1998, BGBl. I, 786.

<sup>3</sup> Soweit die Fortgeltung nicht beschlossen wurde, § 5 Abs. 1 a. F. Einführung zum Aktiengesetz (EgAktG). v. 6.9.1965, BGBl. I, 1185.

<sup>4</sup> Zu den daneben eingeführten Instrumenten und Erleichterungen *Harnos*, Unternehmensrechtliche Regelungsvorschläge im Referentenentwurf des Zukunftsfinanzierungsgesetzes eAktie, Mehrstimmrechtsaktie, Kapitalerhöhungsrecht und Börsenmantelaktiengesellschaften (SPACs), AG 2023, S. 348.

<sup>5</sup> Zu der historischen Entwicklung in Deutschland *Beckmann*, Das aktienrechtliche Mehrstimmrecht, 2023, S. 37 ff.; *Kalss*, Das Kommen, Gehen und Wiederkommen des Mehrstimmrechts, ZHR 2023, S. 438 (474 ff.); rechtsvergleichend zu den Mitgliedstaaten der EU *Nicolussi*, Mehrstimmrechtsaktie: Renaissance auf europäischer und auf nationaler Ebene, AG 2022, S. 753 (754 ff.).

<sup>6</sup> FDP, Koalitionsvertrag von SPD, Grünen und FDP, 24.11.2021, [https://www.fdp.de/sites/default/files/2021-11/Koalitionsvertrag%202021-2025\\_0.pdf](https://www.fdp.de/sites/default/files/2021-11/Koalitionsvertrag%202021-2025_0.pdf) [Stand: 27.8.2024], S. 134.

<sup>7</sup> BMJV, Eckpunkte für ein Zukunftsfinanzierungsgesetz, 29.6.2022,

[https://www.bmjbv.de/SharedDocs/Downloads/DE/Themen/Nav\\_Themen/220629\\_Eckpunkte\\_ZukunftsfinanzierungsG.html](https://www.bmjbv.de/SharedDocs/Downloads/DE/Themen/Nav_Themen/220629_Eckpunkte_ZukunftsfinanzierungsG.html) [Stand: 27.8.2024], S. 3.

<sup>8</sup> *Florstedt*, Das Zukunftsfinanzierungsgesetz – Börsenmantelaktiengesellschaft und Mehrstimmrechtsaktie, NZG 2024, S. 139 (139).

<sup>9</sup> *Rittershaus/Dal*, Auslandslistings von BioNTech, CureVac & Co., 2021, S. 12.

<sup>10</sup> *Kaserer/Oxera*, Wie können Börsengänge für Startups in Deutschland erleichtert werden? Internationaler Vergleich und Handlungsempfehlungen, 27.9.2021, [https://www.bmwk.de/Redaktion/DE/Publikationen/Studien/studie-wie-koennen-boersengaenge-fuer-startups-in-deutschland-erleichtert-werden.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=6](https://www.bmwk.de/Redaktion/DE/Publikationen/Studien/studie-wie-koennen-boersengaenge-fuer-startups-in-deutschland-erleichtert-werden.pdf?__blob=publicationFile&v=6) [Stand: 27.8.2024], S. 46 f.; *Rittershaus/Dal* (Fn. 9), S. 38 f.

<sup>11</sup> Shen Wei and Angus Young, 'Dual Share Plan in Context: Making Sense of HongKong's Decision Not to Embrace Alibaba's Listing', (2015) 1 International Company and Commercial Law Review, <https://ssrn.com/abstract=2557162> [Stand: 27.6.2024], S. 4 (4).

<sup>12</sup> SWD(2022) 762, S. 143.

<sup>13</sup> Marco Ventoruzzo, 'The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat', (2015) ECGI - Law Working Paper No. 288, <https://ssrn.com/abstract=2574236> [Stand: 27.6.2024], S. 3, 9, 13.

<sup>14</sup> Dazu SWD(2022) 762, S. 139 ff.

<sup>15</sup> COM(2022) 761.

<sup>16</sup> Europäische Kommission, Pressemitteilung v. 7.12.2022, IP/22/7348, 2022, [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_22\\_7348](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_22_7348) [Stand: 30.8.2024].

<sup>17</sup> Dazu *J. Schmidt*, Die Mehrstimmrechte-RL (MVRD): Das Comeback der Mehrstimmrechte mit dem Listing Act, BB 2024, S. 643.

<sup>18</sup> BT-Drs. 20/8292 S. 58, 108.

<sup>19</sup> BT-Drs. 20/8292 S. 107 ff.

<sup>20</sup> Aktiengesetz v. 6.9.1965, BGBl. I, 1089.

angesetzten Evaluation<sup>21</sup> de lege ferenda noch gedreht werden sollte.

Ausgeklammert werden insbesondere Fragen nach der Unionsrechtskonformität<sup>22</sup>, dem Übernahmerecht<sup>23</sup>, dem Marktmissbrauchsrecht<sup>24</sup> sowie dem Konzernrecht<sup>25</sup>. Die mit „Ja“ zu beantwortende rechtsökonomische Diskussion über das „Ob“ der Einführung von Mehrstimmrechten wird hier nicht geführt, da die Würfel bereits gefallen sind.<sup>26</sup>

## B. Mehrstimmrechte im AktG: Chancen und Risiken

Im deutschen Aktienrecht herrscht eine sog. „Aktionärsdemokratie“. <sup>27</sup> Gem. § 118 Abs.1 S. 1 AktG wird das Stimmrecht von den Aktionären in der Hauptversammlung (HV) als „Willensbildungsorgan“<sup>28</sup> der AG ausgeübt. Ihr Kompetenzbereich ist in § 119 AktG geregelt.<sup>29</sup> HV-Beschlüsse werden gem. § 133 Abs. 1 AktG grundsätzlich mit einfacher Stimmenmehrheit gefasst. Solche Beschlüsse, die nach dem Gesetz eine Kapitalmehrheit erfordern, bedürfen zusätzlich einer Stimmenmehrheit i. S. d. § 133 Abs. 1 AktG.<sup>30</sup> Dabei gewährt gem. § 12 S. 1 AktG jede Aktie ein Stimmrecht. Bisher galt das Prinzip *one share - one vote*<sup>31</sup>, also die Übereinstimmung von Stimmrechtseinfluss und Anteilseigentum.<sup>32</sup> Wobei das AktG mit Vorzugsaktien i. S. d. § 12 Abs. 1 S. 2 AktG a. F. und Höchststimmbegrenzungen<sup>33</sup> i. S. d. § 134 Abs. 1 S. 2 AktG bereits vor dem ZuFinG Ausnahmen gestattete.<sup>34</sup> Vorzugsaktien sind Aktien, mit denen zwar ein Gewinnvorzugsrecht verbunden ist, allerdings können

sie gem. § 12 S. 2 i. V. m. §§ 139 ff. AktG als Aktien ohne Stimmrecht ausgestaltet werden.<sup>35</sup> Ein Beispiel aus der jüngeren Praxis ist der 2022 erfolgte Börsengang der *Porsche AG*, bei dem lediglich Vorzugsaktien ausgegeben wurden.<sup>36</sup>

Bei Kapitalerhöhungen über die Ausgabe neuer Anteile am börslichen Kapitalmarkt erhalten Kapitalgeber Stimmrechte entsprechend ihrer Anteile und gewinnen so an Einfluss im Unternehmen.<sup>37</sup> Dies bringt Gründer in eine Zwickmühle, der sog. „*fear of losing control*“<sup>38</sup>: Für ein weiteres Wachstum wird neues Kapital benötigt,<sup>39</sup> gleichzeitig wollen sie nicht an Kontrolle verlieren.<sup>40</sup> Eine Lösung bieten Aktien mit Mehrstimmrechten. Mit diesen besteht neben der Kontrolle über die HV u. a. eine Personalkompetenz, indem durch den Aufsichtsrat (vgl. § 101 Abs. 1 S. 1 AktG) indirekt mehr Einfluss auf den Vorstand (vgl. § 84 Abs. 1 S. 1 AktG) ausgeübt werden kann.<sup>41</sup> So kann die AG nach dem Kapitalzugewinn in eigener Regie weitergeführt werden. Zwar gab es dafür vor dem ZuFinG vornehmlich mit Vorzugsaktien, der KGaA und Stimmbindungsverträgen alternative Gestaltungsmöglichkeiten, jedoch sind diese insbesondere für junge Wachstumsunternehmen weniger geeignet als Mehrstimmrechtsaktien.<sup>42</sup> Daneben sind Mehrstimmrechte ein Mittel gegen feindliche Übernahmen und den äußeren Überfremdungsschutz in der AG,<sup>43</sup> wobei dieses in der Vergangenheit wichtige Argument nun als Ziel des ZuFinG unerwähnt bleibt.<sup>44</sup>

Es gibt indes Risiken, die auszubalancieren sind. Kritisiert werden insbesondere das Auseinanderfallen von Einfluss und

<sup>21</sup> BT-Drs. 20/9363 S. 6.

<sup>22</sup> Zu der Richtlinienkonformität *J. Schmidt*, BB 2024, S. 643; zu der Primärrechtskonformität *Wolf*, Mehrstimmrechtsaktien, 2023, S. 316 ff.

<sup>23</sup> Dazu *Kraack*, Übernahmerechtliche Implikationen des Zukunftsfinanzierungsgesetzes, NZG 2023, S. 1151; *Schirmacher/Meiß*, Angebotspflicht gem. § 35 WpÜG nach passivem Kontrollerwerb durch Erlöschen von Mehrstimmrechten?, BKR 2024, S. 512.

<sup>24</sup> Dazu *Mock/Herzog*, Mehrstimmrechtsaktien im Kapitalmarktrecht, WM 2024, S. 1005 (1008 f.).

<sup>25</sup> Dazu *Ceesay*, Mehrstimmrechtsaktien nach § 135a AktG im Blickfeld von Aktien-, Übernahme-, Konzernrecht und DCGK AG 2024, S. 2 (10 f.).

<sup>26</sup> Dazu *Wolf* (Fn. 22), S. 56 ff. m. w. N.

<sup>27</sup> *Casper*, Das Zukunftsfinanzierungsgesetz, ZHR 2023, S. 5 (17); *Zeißig*, Mitgliedschaft und Stimmrechtsmacht in der Aktiengesellschaft – eine Untersuchung zu Höchststimmrechten und Mehrstimmrechten, 1996, S. 17.

<sup>28</sup> *Koch* in: Koch AktG, 18. Auflage 2024, § 118 Rn. 3.

<sup>29</sup> *Koch* in: Koch AktG (Fn. 28), § 119 Rn. 1.

<sup>30</sup> BGH NJW 1975, 212; statt vieler *Stein* in: MüKo-AktG, 5. Auflage 2021, § 179 Rn. 85.

<sup>31</sup> *Nicolussi*, AG 2022, S. 753 (756).

<sup>32</sup> BT-Drs. 20/8292 S. 107; daher Mehrstimmrechte als abschreckend bezeichnend *Zeißig* (Fn. 27), S. 294.

<sup>33</sup> Für nichtbörsennotierte Gesellschaften.

<sup>34</sup> Zur Durchbrechung dieses Prinzips de lege abrogata *Zöllner/Noack*, Stimmrecht und Kapitalbeteiligung bei der Aktiengesellschaft, AG 1991, S. 117 (117).

<sup>35</sup> *Zöllner/Noack*, AG 1991, S. 117 (117).

<sup>36</sup> *Porsche*, Porsche startet mit erfolgreichem Börsengang in eine neue Ära, 29.9.2022, <https://newsroom.porsche.com/de/2022/unternehmen/porsche-ag-boersengang-p911-boerse-frankfurt-29829.html> [Stand: 14.8.2024].

<sup>37</sup> *Wittig/Hummelmeier*, Back to the Future: Mehrstimmrechtsaktien nach dem Zukunftsfinanzierungsgesetz, WM 2024, S. 332 (332).

<sup>38</sup> COM(2022) 761, S. 2.

<sup>39</sup> *Wolf* (Fn. 22), S. 31, 57 f.

<sup>40</sup> *Schielke*, Finanzierung von Familienunternehmen, in: Kirchdörfer, Rainer [Hrsg.], Familienunternehmen in Recht, Wirtschaft, Politik und Gesellschaft – Festschrift für Brun-Hagen Hennerkes zum 70. Geburtstag, 2009, S. 221 (225); zu den Bedürfnissen komplexer Deep Tech Start-Ups *Grobe/Müller/Rau*, Rapide Skalierung von Tech-Start-ups – Systemische Grenzen des deutschen Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts sowie Potenziale durch das ZuFinG, BB 2024, S. 259 (261).

<sup>41</sup> *Wolf* (Fn. 22), S. 48 ff.

<sup>42</sup> Näher *Wolf* (Fn. 22), S. 158 ff.

<sup>43</sup> *Fischer*, Das Problem der Mehrstimmrechtsaktien, Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung 1956, S. 81 (84 f.).

<sup>44</sup> *Kraack*, Mehrstimmrechtsaktien als Mittel zum Überfremdungsschutz?, ZASA 2024, S. 234 (237 f.).

wirtschaftlichem Risiko, die potenzielle Erhaltung bestehender Machtstrukturen und die Gefahren für Minderheitsaktionäre.<sup>45</sup>

### C. Konzeption der Mehrstimmrechte im AktG und Analyse

Die Ausgabe von Mehrstimmrechtsaktien ist sowohl in § 12 S. 2 AktG als auch in § 135a Abs. 1 S. 1 AktG ausdrücklich zugelassen, wodurch § 12 S. 2 AktG dahingehend keinen eigenen Regelungsgehalt hat.<sup>46</sup> Diese Normierung ist aufgrund der in § 23 Abs. 5 S. 1 AktG festgeschriebenen Satzungsstrenge notwendig.<sup>47</sup>

Einer teils geforderten Unterscheidung bei der Zulassung von Mehrstimmrechten hinsichtlich börsen- und nichtbörsennotierter Gesellschaften<sup>48</sup> folgte der deutsche Gesetzgeber mit Blick auf die Zielsetzung des ZuFinG, einen erleichterten Zugang zum Kapitalmarkt zu schaffen, richtigerweise nicht.<sup>49</sup> Allerdings wurde in der konkreten Ausgestaltung unterschieden: Bei börsennotierten AGs sowie AGs deren Aktien in den Freiverkehr i. S. d. § 48 BörsG<sup>50</sup> einbezogen sind (börsennotierte AGs), wurde der erhöhten Risiken wegen ein strengerer gesetzlicher Rahmen durch § 135 Abs. 2 AktG geschaffen.<sup>51</sup> Dies dient insbesondere dem Schutz der Investoren, Minderheitsaktionäre und Kapitalmärkte.<sup>52</sup>

Nach der Ausgabe bilden die Mehrstimmrechtsaktien eine eigene Gattung i. S. d. § 11 S. 2 AktG.<sup>53</sup>

### I. Schaffung der Mehrstimmrechte

Mehrstimmrechtsaktien können gem. § 12 Abs. 1 S. 2 AktG ausschließlich nach dem AktG ausgegeben werden. Dabei sind sie gem. § 135a Abs. 1 S. 1 AktG durch Satzungsregelung zu schaffen und auf Namensaktien beschränkt. Folglich kann der besondere Charakter individualisiert werden.<sup>54</sup> Zusätzlich wird das mit der zu erwartenden Vinkulierung i. S. d. § 68 Abs. 2 AktG begründet.<sup>55</sup> Durch das damit bestehende Zustimmungserfordernis kann die Inhaberschaft der Mehrstimmrechte kontrolliert werden.<sup>56</sup>

Eine Ausgabe im Wege des genehmigten Kapitals ist gem. § 202 Abs. 1 S. 2 AktG nicht möglich. Zugleich gibt es keine Begrenzung der Ausgabe auf eine bestimmte Höhe des Grundkapitals, wie es bei Vorzugsaktien der Fall ist.<sup>57</sup>

Mehrstimmrechtsaktien können insbesondere bei und nach Gründung der AG eingeführt werden.<sup>58</sup> Dafür bedarf es gem. § 135a Abs. 1 S. 3 AktG der „Zustimmung aller betroffenen Aktionäre“. Die Norm ist damit *lex specialis* zu § 179 Abs. 2, 3 AktG<sup>59</sup> und § 182 Abs. 1 AktG.<sup>60</sup> Ein Abstellen auf die jeweilig vorliegende HV-Präsenz ist mit dem Wortlaut „aller“ nicht möglich.<sup>61</sup> Dies gilt unabhängig davon, ob vorhandene Stammaktien durch eine Satzungsänderung mit Mehrstimmrechten ausgestattet oder ob im Rahmen einer Kapitalerhöhung Mehrstimmrechtsaktien ausgegeben werden.<sup>62</sup>

In der Praxis wird daneben die Umwandlung einer GmbH in eine AG inklusive der Mehrstimmrechte relevant sein.<sup>63</sup>

<sup>45</sup> J. Schmidt, The Multiple Voting Rights Directive (MVRD) – Comeback of Multiple Voting Rights with the Listing Act, ECCML Working Papers, 2024/1, <https://ssrn.com/abstract=4765465> [Stand: 25.8.2024], S. 1; zu den Risiken aus ökonomischer Perspektive Ceesay, Die Wiedereinführung der Mehrstimmrechtsaktien: Nachbesserungsbedarf beim Regierungsentwurf des ZuFinG, Max Planck Institute for Comparative and International Private Law Research Paper Series No. 23/20, <http://ssrn.com/abstract=4585581> [Stand: 25.8.2024], S. 4 ff.

<sup>46</sup> Ceesay, AG 2024, S. 2 (3).

<sup>47</sup> Langenbucher, Aktien und Kapitalmarktrecht, 5. Auflage 2022, § 2 Rn. 10.

<sup>48</sup> Neben der hier behandelten AG sind gem. Art. 10 der Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates v. 8.10.2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE), ABIEG I v. 10.11.2001 L 294/1 die SE und gem. § 278 Abs. 3 AktG die KGaA erfasst.

<sup>49</sup> Ebenfalls Bueren/Crowder, Mehrstimmrechte im Spiegel von Rechtsvergleichung und Ökonomie, RabelsZ 2024, S. 87 (134); J. Schmidt, BB 2024, S. 643 (645); kritisch hinsichtlich börsennotierten AGs Bayer, Empfehlen sich besondere Regelungen für börsennotierte und für geschlossene Gesellschaften? – Gutachten E zum 67. Deutschen Juristentag, 2008, S. 109; Gebhard/Herzog, Die Wiederzulassung von Mehrstimmrechten – zurück in die Zukunft?, ZIP 2023, S. 1161 (1162); Herzog/Gebhard, Mehrstimmrechte im Aktienrecht, ZIP 2022, S. 1893 (1899).

<sup>50</sup> Börsengesetz v. 16.7.2007, BGBl. I S. 1330.

<sup>51</sup> BT-Drs. 20/8292 S. 112.

<sup>52</sup> Joser, Der Referentenentwurf zum Zukunftsfinanzierungsgesetz SPACs, Volumengrenzen bei Kapitalmaßnahmen, elektronische Aktien und Mehrstimmrechte, ZIP 2023, S. 1006 (1013).

<sup>53</sup> Vgl. BT-Drs. 20/8292 S. 110; zu notwendigen Sonderbeschlüssen Ceesay, AG 2024, S. 2 (8 f.).

<sup>54</sup> Kalss, Das Kommen, Gehen und Wiederkommen des Mehrstimmrechts, ZHR 2023, S. 438 (493).

<sup>55</sup> BT-Drs. 20/8292 S. 110 f.

<sup>56</sup> Wittig/Hummelmeier, Back to the Future: Mehrstimmrechtsaktien nach dem Zukunftsfinanzierungsgesetz, WM 2024, S. 332 (336).

<sup>57</sup> Casper, Das Zukunftsfinanzierungsgesetz: Sammelsurium oder großer Wurf?, ZRP 2023, S. 105 (105).

<sup>58</sup> Anderson, Stimmrechtsproportionalität im Aktienrecht, 2016, S. 287 f.

<sup>59</sup> Liebscher in: Henssler/Strohn, Gesellschaftsrecht, 6. Auflage 2024, AktG § 135a Rn. 7; Volkmann/Thoma, ZuFinG – Mehrstimmrechtsaktien als Instrument für Familienunternehmer und Gründer?, RFamU 2023, S. 443 (446).

<sup>60</sup> BT-Drs. 20/8292 S. 112.

<sup>61</sup> Ebenso Kalss, ZHR 2023, S. 438 (492).

<sup>62</sup> Harnos in: K. Schmidt/Lutter AktG, 5. Auflage 2024, § 135a Rn. 17.

<sup>63</sup> Vgl. BT-Drs. 20/8292 S. 112; zu der Beseitigung des Zustimmungserfordernisses auf umwandlungsrechtlichem Weg Harnos in: K. Schmidt/Lutter AktG (Fn. 62), § 135a Rn. 25.

## 1. Erforderlichkeit der Einstimmigkeit

Zunächst ist die vorgelagerte Diskussion zu führen, inwiefern ein Einstimmigkeitserfordernis überhaupt benötigt wird.<sup>64</sup> In Betracht kommt insbesondere die Möglichkeit einer nachträglichen Einführung der Mehrstimmrechte mit qualifizierter Mehrheit qua Satzungs Vorbehalt.<sup>65</sup> Dabei bringt die Verankerung in der Gründungssatzung das zwangsläufige Einverständnis aller Aktionäre mit sich.<sup>66</sup> Zugleich wird Neuaktionären die Entscheidung zugestanden, Aktien mit einer potentiellen Beschränkung der Mitgliedschaftsrechte zu erwerben.<sup>67</sup> Eine Dreiviertelmehrheit des bei Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals kann dann bereits ausreichenden Schutz gewähren.<sup>68</sup> Ferner soll in der Mehrstimmrechte-RL ebenfalls eine qualifizierte Mehrheit genügen.<sup>69</sup>

Dagegen spricht, dass eine vorsorgliche Einbettung der potenziellen Mehrstimmrechtsstruktur als Umgehung der Zustimmungserfordernisse genutzt werden könnte.<sup>70</sup> Allerdings kann dies durch den Markt anhand der sinkenden Nachfrage eingepreist und geregelt werden. Es gibt durchaus Investoren, die Mehrstimmrechte eher negativ betrachten.<sup>71</sup> Insbesondere für aktivistische Investoren, die die Geschäftspolitik mitbestimmen wollen,<sup>72</sup> könnten diese nicht in die Strategie passen. Es kann durch die Risiken einer Mehrstimmrechtsstruktur zu einer negativen Gesamtbewertung kommen.<sup>73</sup> Folglich könnte der Börsenkandidat Mühen haben, die gewünschte Bewertung am deutschen Kapitalmarkt zu erreichen.<sup>74</sup>

Jedoch ist bei der Einführung von Mehrstimmrechten der Minderheitenschutz zu beachten.<sup>75</sup> Das gilt auch bei einem

nachträglichen Satzungs Vorbehalt hinsichtlich der Einführung mit qualifizierter Mehrheit. Des Weiteren schützt Art. 14 Abs. 1 GG<sup>76</sup> sowohl das in der Aktie verkörperte Anteilseigentum als auch die mitgliedschaftliche Stellung in einer AG.<sup>77</sup> Das Stimmverhältnis, und damit das Stimmrecht als mitgliedschaftliche Stellung,<sup>78</sup> wird durch eine nachträgliche Ausgabe von Mehrstimmrechten verändert, so dass der Schutzbereich des Art. 14 Abs. 1 GG eröffnet ist.<sup>79</sup> Die Verhältnismäßigkeit des ZuFinG als Inhalts- und Schrankenbestimmung kann u. a. mit der Zustimmung des benachteiligten Mitaktionärs gewahrt werden.<sup>80</sup> Mehrstimmrechtsaktien gewähren mehr Mitgliedschaftsrechte und so muss zumindest ein statutarischer Vorbehalt mit der Einzelzustimmung benachteiligter Mitaktionäre geschlossen werden.<sup>81</sup> In der Satzungsregelung kann von der Einstimmigkeit abgewichen werden. Die Grenze liegt dann bei den Mehrheitserfordernissen des § 179 Abs. 2 AktG.<sup>82</sup> Eine solche, mit einem Vorbehalt verbundene, nicht mehr notwendige Zustimmung ist systematisch bereits in § 141 Abs. 2 S. 2 AktG bei Vorzugsaktien vorhanden. Der Minderheitenschutz ist durch das Einverständnis der beeinträchtigten Aktionäre bei der nachträglichen Satzungsänderung gegeben. Neue potenzielle Aktionäre können auch in diesem Fall mit der Einsichtnahme in die Satzung das Risiko entsprechend abwägen und sind nicht schutzbedürftig.

Dadurch wird die Möglichkeit gegeben, auch nach dem Börsengang unter den entsprechenden Voraussetzungen des (nachträglichen) Satzungs Vorbehalts neue Mehrstimmrechtsaktien zu schaffen.<sup>83</sup>

<sup>64</sup> Für ein Einstimmigkeitserfordernis *Florstedt*, NZG 2024, S. 139 (142); *Gebhard/Herzog*, ZIP 2023, S. 1161 (1164); *Hopt/Kalss*, Mehrstimmrechtsaktien – Grundsatzprobleme, Regelungsbausteine, Praxisfragen, ZGR 2024, S. 84 (140); *Seidel*, Die Renaissance der Mehrstimmrechtsaktie, NZG 2023, S. 1205 (1211); a. A. *Mock/Mohamed* in: *Heidel*, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 6. Auflage 2024, AktG § 135a Rn. 37: in Kombination mit einer Abfindung; *J. Schmidt*, BB 2024, S. 643 (645); *von der Linden/Schäfer*, Der RefE eines Zukunftsfinanzierungsgesetzes – die wichtigsten Punkte aus aktienrechtlicher Perspektive, DB 2023, S. 1077 (1078).

<sup>65</sup> Vgl. *Anderson* (Fn. 58), S. 297.

<sup>66</sup> *Wittig/Hummelmeier*, WM 2024, S. 332 (335).

<sup>67</sup> *Brändel*, Mehrstimmrechtsaktien – ein in Vergessenheit geratenes Instrument der Beherrschung und des Minderheitenschutzes?, in: *Westermann, Peter/Wolfgang Rosener* [Hrsg.], Festschrift für Karlheinz Quack zum 65. Geburtstag am 3. Januar 1991, 1991, S. 175 (179); *Wolf* (Fn. 22), S. 266.

<sup>68</sup> Ebenso *Anderson* (Fn. 58), S. 359.

<sup>69</sup> *J. Schmidt*, BB 2024, S. 643 (645).

<sup>70</sup> Vgl. *Wolf* (Fn. 22), S. 267.

<sup>71</sup> Zu den Ansichten der Stimmrechtsberater *Kuthe*, Hauptversammlungssaison 2023: Analyse-Leitlinien des BVI und Abstimmungsrichtlinien von Glass Lewis und ISS, AG 2023, S. 8 (10); vgl. *von der Linden/Wilk*, Neue Guidelines der Stimmrechtsberater, NZG 2023, S. 193.

<sup>72</sup> *Kleinmanns*, Shareholder Activism – bedeutender Einfluss institutioneller Investoren auch in Deutschland?, IRZ 2016, S. 341 (342 f.).

<sup>73</sup> *Beckmann* (Fn. 5), S. 181.

<sup>74</sup> *von der Linden/Schäfer*, DB 2023, S. 1077 (1078).

<sup>75</sup> Als einen gravierenden Eingriff bezeichnend *Hopt/Kalss*, ZGR 2024, S. 84 (140); vgl. *Rubner/Leuering*, Mehrstimmrechtsaktien nach dem Zukunftsfinanzierungsgesetz, NJW-Spezial 2024, S. 79 (79).

<sup>76</sup> Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland v. 23.5.1949, BGBl. I, 1.

<sup>77</sup> BVerfGE 100, 289 Rn. 43; BVerfGE 132, 99 Rn. 52.

<sup>78</sup> BVerfGE 132, 99 Rn. 23.

<sup>79</sup> *Wolf* (Fn. 22), S. 323; vgl. *Anderson* (Fn. 58), S. 311; vgl. zu Treustimmrechten *Chatard*, Treustimmrechte, 2023, S. 177.

<sup>80</sup> *Seidel*, NZG 2023, S. 1205 (1211); *Wolf* (Fn. 22), S. 325.

<sup>81</sup> Vgl. *Heider* in: *MüKo-AktG*, 6. Auflage 2024, § 11 Rn. 44.

<sup>82</sup> Ebenso *Beckmann* (Fn. 5) S. 347.

<sup>83</sup> Vgl. *Beckmann* (Fn. 5), S. 347.



Eine qualifizierte Mehrheit ist dann unter Beachtung des Schutzgedankens als ausreichend zu erachten.<sup>84</sup> Andernfalls ist an der Einstimmigkeit der betroffenen Aktionäre festzuhalten.<sup>85</sup> Diese Aufweichung kann zu einer erhöhten Attraktivität des Finanzstandorts Deutschland führen.

Da diese Konstellation de lege lata als unzulässige Umgehung gesehen werden kann,<sup>86</sup> ist § 135a Abs. 2 AktG für mehr Rechtssicherheit de lege ferenda entsprechend zu ergänzen.<sup>87</sup>

## 2. Einstimmigkeitserfordernis de lege lata

Die Regelung soll nach dem Regierungsentwurf (RegE) grundsätzlich zu einem Zustimmungserfordernis aller Aktionäre führen, wobei stimmrechtslose Vorzugsaktionäre nicht i. S. d. Norm „betroffen“ sein sollen.<sup>88</sup> Dies ist vor dem Hintergrund folgerichtig, dass diese unabhängig von den Stimmverhältnissen in der AG kein eigenes Stimmrecht haben.<sup>89</sup> Der Gesetzgeber lässt dabei jedoch außen vor, dass es gem. § 140 Abs. 2 S. 1 AktG zu einem Wiederaufleben des Stimmrechts kommen kann<sup>90</sup> und dieses durch Mehrstimmrechte entsprechend beeinträchtigt wird.<sup>91</sup> Unter teleologischen sowie systematischen Erwägungen bedarf es daher der Zustimmung der Vorzugsaktionäre als „Betroffene“.<sup>92</sup>

Für die Aufweichung des Einstimmigkeitserfordernisses unter dem Wortlaut der Norm wird daneben vorgebracht, dass weder ein zukünftiger Mehrstimmrechtsaktionär, noch, bei einer Ausgabe an alle, überhaupt ein Aktionär „betroffen“ ist.<sup>93</sup> Schließlich ist der Telos der Norm der Minderheitenschutz und

in beiden Fällen liegt keine Beeinträchtigung von Mitaktionären vor.<sup>94</sup>

Daher ist das Einstimmigkeitserfordernis bei einer Gleichbehandlung der Aktionäre nicht von Nöten.<sup>95</sup> Konsequenterweise ist für das Zustimmungserfordernis im Rahmen einer einschränkenden Auslegung auf „die in ihrem Stimmrecht beeinträchtigten Aktionäre“<sup>96</sup> abzustellen. Darin liegt zusätzlich ein systematischer Gleichklang zum GmbH-Recht.<sup>97</sup>

Dagegen ist eine Aufweichung der Zustimmungserfordernis über die Treuepflicht als Förderpflicht<sup>98</sup> abzulehnen.<sup>99</sup> Aktionäre sind grundsätzlich nicht zur Abstimmung bei der HV verpflichtet.<sup>100</sup> Dieses essenzielle Enthaltungsrecht zeigt sich insbesondere bei Sperrminoritäten als Form des Minderheitenschutzes.<sup>101</sup> Die Treuepflicht kann im Einzelfall dazu führen, dass nur ein bestimmtes Stimmverhalten erlaubt ist.<sup>102</sup> Allerdings darf durch eine zu weitgehende Annahme einer zu Einverständnis führenden Treuepflicht das Enthaltungsrecht nicht vernachlässigt werden.<sup>103</sup> Das Einstimmigkeitserfordernis ist ebenfalls für den Minderheitenschutz gedacht.

## 3. Verhältniswahrende Kapitalerhöhung

Aufgrund des stets vorhandenen Einstimmigkeitserfordernisses de lege lata ist eine stimmverhältniswahrende Ausgabe von Stamm- und Mehrstimmrechtsaktien im Zuge einer Kapitalerhöhung problematisch.<sup>104</sup> Nach dem Wirksamwerden eines Kapitalerhöhungsbeschlusses entsteht grundsätzlich ein Bezugsrecht auf neue Aktien i. S. d. § 186 Abs. 1 AktG.<sup>105</sup>

<sup>84</sup> Ebenso Beckmann (Fn. 5), S. 347.

<sup>85</sup> Vgl. Beckmann (Fn. 5), S. 346 f.

<sup>86</sup> Wolf (Fn. 22), S. 267.

<sup>87</sup> Dazu C. I. 4.

<sup>88</sup> BT-Drs. 20/8292 S. 112.

<sup>89</sup> Wittig/Hummelmeier, WM 2024, S. 332 (335).

<sup>90</sup> Herfs in: Spiegelberger Unternehmensnachfolge, 3. Auflage 2022, § 19 Rn. 55.

<sup>91</sup> Ebenso Ceesay, AG 2024, S. 2 (5); als „wenig plausibel“ bezeichnend von der Linden/Schäfer, Der RegE des Zukunftsfinanzierungsgesetzes – Neues zu Mehrstimmrechten, Kapitalerhöhungen und SPACs, DB 2023, S. 2292 (2293).

<sup>92</sup> Ebenso Ceesay, AG 2024, S. 2 (5); Wittig/Hummelmeier, WM 2024, S. 332 (335).

<sup>93</sup> Ceesay, AG 2024, S. 2 (4 f.); DAV, Stellungnahme zum Entwurf eines Zukunftsfinanzierungsgesetzes, NZG 2023, S. 738 (743).

<sup>94</sup> Ceesay, AG 2024, S. 2 (5).

<sup>95</sup> Ceesay, Die Wiedereinführung der Mehrstimmrechtsaktien: Nachbesserungsbedarf beim Regierungsentwurf des ZuFinG, Max Planck Institute for Comparative and International Private Law Research Paper Series No. 23/20, <http://ssrn.com/abstract=4585581> [Stand: 25.8.2024], S. 17.

<sup>96</sup> Dies als neuen Gesetzeswortlaut vorschlagend Ceesay, Die Wiedereinführung der Mehrstimmrechtsaktien: Nachbesserungsbedarf beim Regierungsentwurf des ZuFinG, Max Planck Institute for Comparative and International Private Law Research Paper Series No. 23/20, <http://ssrn.com/abstract=4585581> [Stand: 25.8.2024], S. 23 f.

<sup>97</sup> Harnos in: K. Schmidt/Lutter AktG (Fn. 62), § 135a Rn. 24.

<sup>98</sup> Seibt, Sanierungsgesellschaftsrecht: Mitgliedschaftliche Treuepflicht und Grenzen der Stimmrechtsausübung in der Aktiengesellschaft, ZIP 2014, S. 1909 (1910).

<sup>99</sup> A. A. Harnos in: K. Schmidt/Lutter AktG (Fn. 62), § 135a Rn. 24.

<sup>100</sup> Harnos in: K. Schmidt/Lutter AktG (Fn. 62), § 135a Rn. 24; zu der Treuepflicht als Begrenzung des Vetorechts de lege abrogata Brändel in: FS für Quack (Fn. 67), S. 175 (179).

<sup>101</sup> Kort, Zur Treuepflicht des Aktionärs, ZIP 1990, S. 294 (297).

<sup>102</sup> Notz in: BeckOGK BGB, Stand 1.7.2024, § 34 Rn. 102.

<sup>103</sup> Kort, ZIP 1990, S. 294 (297).

<sup>104</sup> Schlitt/Ries/Lepke, Auswirkungen des EU Listing Acts und des Zukunftsfinanzierungsgesetzes auf Aktien- und Equity-linked Emissionen, AG 2024, S. 466 (471).

<sup>105</sup> Leo/Sparka in: Wiese Unternehmensnachfolge, 2021, Rz. 20.277.

Allerdings kommt es bei jeder Kapitalerhöhung zu einer Verwässerung der Mehrstimmrechte, wenn der Mehrstimmrechtsaktionär einfachstimmfähige Aktien und mangels Einverständnis keine neuen Mehrstimmrechtsaktien beziehen kann.<sup>106</sup> Das gilt auch unter der Annahme eines verhältnismäßigen Bezugsrechts.<sup>107</sup>

Besonders relevant ist das bei jungen und stark wachsenden Unternehmen, bei denen die Mehrstimmrechte nach dem Börsengang schnell erheblich entwertet sein können.<sup>108</sup> Dabei sind diese die zentralen Adressaten der Reform. Eine mögliche Lösung über die Ausgabe von stimmrechtslosen Vorzugsaktien scheitert oft an den in § 139 Abs. 2 AktG vorgegebenen Volumengrenzen.<sup>109</sup>

Es ist auch hier einschränkend auszulegen, da es aufgrund fehlender Stimmrechtsverschiebungen nicht des gleichen Schutzes wie bei einer quotenunabhängigen Ausgabe bedarf. Bei der Ausgabe von Mehrstimmrechtsaktien unter Aufrechterhaltung des Bezugsrechts aller Aktionäre kommt es zu keiner Benachteiligung.<sup>110</sup> Daher wird kein Stimmrecht relativ beeinträchtigt.

Konsequenterweise ist bei der Aufrechterhaltung vorhandener Stimmquoten ebenso eine Lockerung des Einstimmigkeitserfordernisses durch Auslegung angebracht.<sup>111</sup>

#### 4. Zwischenfazit

Ohne nennenswerte Probleme gelingt die Einführung der Mehrstimmrechte in der Gründungssatzung durch das zwangsläufige Einverständnis aller Aktionäre. Dagegen kommt es de lege lata nach dem Börsengang, insbesondere bei großen Publikumsgesellschaften,<sup>112</sup> zu einem faktischen Ausschluss.<sup>113</sup> Auch wenn mit dem erleichterten Börsengang bereits ein angestrebter erster Zugang zum Kapitalmarkt erreicht wurde,<sup>114</sup>

ist es angebracht, das Einstimmigkeitserfordernis zu entschärfen.

§ 135a Abs. 1 AktG ist de lege ferenda unter Beachtung des hier erzielten Auslegungsergebnis zu ergänzen:

„Der Zustimmung aller betroffenen Aktionäre bedarf es nicht, wenn die Mehrstimmrechtsaktien in der Satzung vorbehalten wurden.“

## II. Ausgestaltung

### 1. Maximale Stimmquote

Mehrstimmrechtsaktien können gem. § 135a Abs. 1 S. 2 AktG mit höchstens zehn Stimmrechten ausgestattet werden. Hierbei orientiert sich der Gesetzgeber an den international verbreiteten Grenzen, dadurch ist kein Standortnachteil ersichtlich.<sup>115</sup>

Durch die begrüßenswerte Regelung wird eine zu extreme Disproportionalität ausgeschlossen, wobei ca. 9,1 % an Mehrstimmrechtsaktien für eine einfache Stimmmehrheit ausreichen.<sup>116</sup> Bei der gleichzeitigen maximalen Ausgabe von Vorzugsaktien ist bereits eine Kapitalbeteiligung i. H. v. ca. 4,6 % ausreichend.<sup>117</sup> Dabei bleibt eine geringe HV-Präsenz unberücksichtigt.<sup>118</sup>

Durch den Wortlaut „höchstens“ ist eine Abstufung der Stimmrechte und damit ein System mit verschiedenen ausgestalteten (Mehrstimmrechts-)Aktien möglich.<sup>119</sup> Für jede Ausgestaltung wird eine neue Aktiengattung begründet.<sup>120</sup> Es bleibt abzuwarten, welche Abstufungen sich am Markt durchsetzen können, so dass sie für potenzielle Investoren attraktiv bleiben.<sup>121</sup> Beispielsweise kann bei der KGaA ein solcher mit der Kapitalgabe nicht verbundener Gewinn an Einfluss mit einem Preisabschlag verbunden sein.<sup>122</sup>

<sup>106</sup> Ceesay, Die Wiedereinführung der Mehrstimmrechtsaktien: Nachbesserungsbedarf beim Regierungsentwurf des ZuFinG, Max Planck Institute for Comparative and International Private Law Research Paper Series No. 23/20, <http://ssrn.com/abstract=4585581> [Stand: 25.8.2024], S. 23.

<sup>107</sup> Harnos in: K. Schmidt/Lutter AktG (Fn. 62), § 135a Rn. 70; Koch in: Koch AktG (Fn. 28), § 186 Rn. 4.

<sup>108</sup> Florstedt, Mehrstimmrechtsaktien – Neue Wege zur erleichterten Eigenkapitalschöpfung für junge Wachstumsunternehmen, ZGR 2024, S. 321 (344).

<sup>109</sup> Florstedt, ZGR 2024, S. 321 (343); vgl. zu Familienunternehmen Herfs in: Spiegelberger Unternehmensnachfolge (Fn. 90), § 19 Rn. 126.

<sup>110</sup> DAV, NZG 2023, S. 738 (743).

<sup>111</sup> Ebenso Ceesay, AG 2024, S. 2 (9).

<sup>112</sup> Anderson (Fn. 58), S. 345; J. Schmidt, BB 2024, S. 643 (645).

<sup>113</sup> BT-Drs. 20/8292 S. 112; Kraack, Mehrstimmrechtsaktien als Mittel zum Überfremdungsschutz?, ZASA 2024, S. 234 (239).

<sup>114</sup> Wittig/Hummelmeier, WM 2024, S. 332 (335); vgl. Kraack, NZG 2023, S. 1151 (1153).

<sup>115</sup> Wolf (Fn. 22), S. 372, 376; vgl. BT-Drs. 20/8292 S. 111.

<sup>116</sup>  $10x=100-x$ ,  $11x=100$ ,  $x=100/11$ ; i. E. Ceesay, AG 2024, S. 2 (4).

<sup>117</sup>  $10x=50-x$ ,  $11x=50$ ,  $x=50/11$ ; i. E. Ceesay, Die Wiedereinführung der Mehrstimmrechtsaktien: Nachbesserungsbedarf beim Regierungsentwurf des ZuFinG, Max Planck Institute for Comparative and International Private Law Research Paper Series No. 23/20, <http://ssrn.com/abstract=4585581> [Stand: 25.8.2024], S. 19.

<sup>118</sup> 69,9 % für 2020 bei den DAX 30-Unternehmen Barkow Consulting, COVID-19 treibt HV-Präsenz auf Rekordniveau, 24.9.2020, <https://www.barkowconsulting.com/neuer-rekord-bei-hv-praesenz-2020-im-dax-30/> [Stand: 30.8.2024]; vgl. Harnos in: K. Schmidt/Lutter AktG (Fn. 62), § 135a Rn. 13.

<sup>119</sup> Ebenso Liebscher in: Henssler/Strohn, Gesellschaftsrecht (Fn. 59), AktG § 135a Rn. 6; Wolf, German Dual-Class Structures – A way forward for VC-backed Start-ups?, ZVglRWiss 2024, S. 310 (333).

<sup>120</sup> Gebhard/Herzog, ZIP 2023, S. 1161 (1164); vgl. C.

<sup>121</sup> Vgl. Kuthe, AG 2023, S. 8 (10).

<sup>122</sup> Herfs in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 4, 6. Auflage 2024, § 76 Rn. 9 m. w. N.

Zwar kann angeführt werden, dass durch die speziellen Mehrheitserfordernisse<sup>123</sup> und den Transparenzvorgaben<sup>124</sup> eine Satzungsregelung ausreichend sei,<sup>125</sup> jedoch ist bei einer fehlenden kapitalbezogenen Obergrenze (vgl. § 139 Abs. 2 AktG bei Vorzugsaktien)<sup>126</sup> eine volumenmäßige Grenze sinnvoll, um ein „*minimum skin in the game*“<sup>127</sup> zu erreichen.<sup>128</sup> Es geht um ein Mindestmaß an wirtschaftlicher Beteiligung.<sup>129</sup> Schließlich wird das kritisch zu betrachtende Auseinanderfallen von Einfluss und wirtschaftlichem Risiko begrenzt<sup>130</sup> und nicht ausschließlich dem Markt überlassen. Dies ist hinsichtlich der Schaffung von hundert- oder tausendfachen Stimmrechten in der Vergangenheit begrüßenswert.<sup>131</sup> Wenn eine einfache Mehrheit unter dem gesetzlichen Maximalstimmverhältnis erzielt werden soll, kommt es faktisch zu einem Mindestkapitalanteil von 9,1 % oder 4,6 %.<sup>132</sup> Daneben vermeidet die gesetzliche Regelung die Unsicherheit, ab welcher Quote im Einzelfall eine Sittenwidrigkeit nach § 138 BGB<sup>133</sup> vorliegt.<sup>134</sup>

## 2. Transparenz

Durch Transparenz- und Publizitätspflichten können Kapitalmarktteilnehmer Mehrstimmrechtsstrukturen bewerten, was dem Schutz der Anleger und des Kapitalmarkts dient.<sup>135</sup> Bis auf zwei Ausnahmen bleibt es mit der Reform bei den bereits bestehenden Pflichten.<sup>136</sup> Erstens sind bei der Veröffentlichungspflicht nach § 49 Abs. 1 Nr. 1 WpHG<sup>137</sup> Mehrstimmrechtsaktien gesondert anzugeben.<sup>138</sup> Zweitens

müssen Inlandsemittenten bei einer Zu- oder Abnahme von Stimmrechten gem. § 41 Abs. 1 S. 1 WpHG die Gesamtzahl der Stimmrechte teils auch unter Angabe der Anzahl von Mehrstimmrechten veröffentlichen.<sup>139</sup>

Mithin sind mögliche Stimmenmehrheiten und Blockademöglichkeiten bei Beschlüssen erkennbar.<sup>140</sup> Für eine umfassendere Transparenz käme de lege ferenda insbesondere eine Mitteilungspflicht für den Fristbeginn der *time based sunset clause*<sup>141</sup> sowie für das Erlöschen der Mehrstimmrechte in Betracht.<sup>142</sup>

## 3. Sonstige Beschränkungen

Nach dem ZuFinG gibt es zwar keine persönlichen Beschränkungen,<sup>143</sup> allerdings sieht § 135a Abs. 4 AktG bei der Bestellung von Abschluss- und Sonderprüfern eine Reduzierung der Mehrstimmrechte auf eine Stimme vor. Diese gegenständliche Beschränkung ist mit der zusätzlichen Erforderlichkeit einer Kapitalmehrheit vergleichbar, vermeidet jedoch die Blockaderisiken.<sup>144</sup> Das ist bei den auch dem Minderheitenschutz dienenden Beschlüssen zu begrüßen.<sup>145</sup>

Weitere Beschränkungen sind bereits im Aktienrecht angelegt. Durch die notwendige Kapitalmehrheit bei besonders einschneidenden Beschlüssen kommt es mittelbar zu einer Beschränkung.<sup>146</sup> Mehrstimmrechtsaktionäre haben diese üblicherweise nicht<sup>147</sup> und das führt lediglich zu einer

<sup>123</sup> Dazu C. I.

<sup>124</sup> Dazu C. II. 2.

<sup>125</sup> J. Schmidt, BB 2024, S. 643 (646).

<sup>126</sup> Für die Begrenzung auf die Hälfte des Grundkapitals Habersack/Vetter in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung [Hrsg.], Reformbedarf im Aktienrecht, 2024, § 1 III Rn. 1.30; Habersack/Vetter, Vorschläge für eine große Aktienrechtsreform, AG 2024, S. 377 (383); zu der Begrenzung von Vorzugsaktien und Mehrstimmrechtsaktien auf insgesamt die Hälfte des Grundkapitals Casper, ZHR 2023, S. 5 (31).

<sup>127</sup> Bueren/Crowder, RabelsZ 2024, S. 87 (137).

<sup>128</sup> Casper, ZHR 2023, S. 5 (31).

<sup>129</sup> Vgl. BR-Drs. 362/23 S. 124.

<sup>130</sup> Als unzureichend bezeichnend Ceesay, Die Wiedereinführung der Mehrstimmrechtsaktien: Nachbesserungsbedarf beim Regierungsentwurf des ZuFinG, Max Planck Institute for Comparative and International Private Law Research Paper Series No. 23/20, <http://ssrn.com/abstract=4585581> [Stand: 25.8.2024], S. 18; gegen die Begrenzung bei nichtbörsennotierten AGs Eichten/Lang/Morlock, Die Wiedereinführung aktienrechtlicher Mehrstimmrechte, notar 2024, S. 75 (82); Wolf (Fn. 22), S. 376.

<sup>131</sup> Beckmann (Fn. 5), S. 340; Eichten/Lang/Morlock, notar 2024, S. 75 (76, 82).

<sup>132</sup> Wittig/Hummelmeier, WM 2024, S. 332 (336); Wolf (Fn. 22), S. 371.

<sup>133</sup> Bürgerliches Gesetzbuch (BGB) in der Fassung der Bekanntmachung vom 2. Januar 2002 v. 8.1.2002, BGBl. I, 42.

<sup>134</sup> Casper, ZHR 2023, S. 5 (32).

<sup>135</sup> BT-Drs. 20/8292 S. 112.

<sup>136</sup> BT-Drs. 20/8292 S. 112; dies kann sich durch das ZuFinG II ändern BMF, Referentenentwurf des ZuFinG II, 27.8.2024, [https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze\\_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung\\_VII/20\\_Legislaturperiode/2024-08-27-ZuFinG-II/2-Referentenentwurf.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=3](https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/20_Legislaturperiode/2024-08-27-ZuFinG-II/2-Referentenentwurf.pdf?__blob=publicationFile&v=3) [Stand: 2.9.2024].

<sup>137</sup> Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz – WpHG) v. 17.9.1998, BGBl. I, 2708.

<sup>138</sup> Mock/Mohamed in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht (Fn. 64), AktG § 135a Rn. 37.

<sup>139</sup> Mock/Mohamed in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht (Fn. 64), AktG § 135a Rn. 37.

<sup>140</sup> Florstedt, ZGR 2024, S. 321 (347).

<sup>141</sup> BT-Drs. 20/8292 S. 113; C. II. 4. a).

<sup>142</sup> Mock/Herzog, WM 2024, S. 1005 (1006); vgl. Mock/Mohamed in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht (Fn. 64), AktG § 135a Rn. 45.

<sup>143</sup> Rechtsvergleichend Bueren/Crowder, RabelsZ 2024, S. 87 (136).

<sup>144</sup> Denninger, Mehrstimmrechte in der Aktiengesellschaft – ein Wiedergänger in der deutschen und europäischen Reformdebatte, DB 2022, S. 2329 (2336).

<sup>145</sup> So wohl auch J. Schmidt, BB 2024, S. 643 (646).

<sup>146</sup> Rubner/Leuering, Mehrstimmrechtsaktien nach dem Zukunftsfinanzierungsgesetz, NJW-Spezial 2024, S. 79 (80); mit Auflistung der Beschlüsse Arnold in: MüKo-AktG, 5. Auflage 2022, § 133 Rn. 49, 54.

<sup>147</sup> Wolf, ZVglRWiss 2024, S. 310 (327).

Blockademöglichkeit in der AG.<sup>148</sup> Daneben ist in § 136 AktG ein Ausschluss des Stimmrechts für bestimmte Fälle geregelt.<sup>149</sup> Beispielsweise gilt bei einer Entlastung i. S. d. § 120 AktG gem. § 136 Abs. 1 S. 1 Var. 1 AktG ein Stimmverbot für betroffene Vorstandsmitglieder, was mittelbar zu einer Beschränkung führt.<sup>150</sup> Zusätzlich unterliegen die unter Ausübung der Mehrstimmrechte gefassten Beschlüsse der treuepflichtgestützten Kontrolle.<sup>151</sup> Danach dürfen Mitgliedschaftsrechte nicht zum Nachteil der AG<sup>152</sup> oder den Mitaktionären ausgeübt werden.<sup>153</sup>

Weitere Beschränkungen können bei Bedarf gem. § 135a Abs. 3 AktG in der Satzung geregelt werden. Dabei ist die systematische Verortung als Abs. 3, entgegen der ursprünglichen Platzierung in Abs. 2,<sup>154</sup> so zu verstehen, dass die Ermächtigung für alle Voraussetzungen der Mehrstimmrechte gilt.<sup>155</sup> Das dient dem gerade bei Wachstumsunternehmen gegebenen Bedürfnis nach individueller Gestaltung.<sup>156</sup> Möglich ist beispielsweise die Einführung von personenbezogenen Beschränkungen<sup>157</sup> oder die Begrenzung des Anteils der Mehrstimmrechtsaktien am Grundkapital auf ein Maximalverhältnis.<sup>158</sup>

Der Gesetzgeber geht mit dem gesetzlichen Grundgerüst und den Individualisierungsmöglichkeiten einen begrüßenswerten Mittelweg, bei dem insbesondere durch die bereits im AktG angelegten Einschränkungen ausreichend Schutz gewährleistet wird.

#### 4. Verfallsklauseln, § 135a Abs. 2 AktG

Ein Instrument für den gesteigerten Schutz der Investoren, Minderheitsaktionären und Kapitalmärkten sind

Verfallsklauseln, nach denen Mehrstimmrechte ipso iure nach Ablauf einer Frist (*time based sunset clause*) oder durch ein Ereignis (*event based sunset clause*)<sup>159</sup> erlöschen.<sup>160</sup> Die genaue Ausgestaltung wurde bereits im Vorfeld des ZuFinG national und international rege diskutiert.<sup>161</sup>

Sie sind in § 135a Abs. 2 AktG für börsennotierte AGs als zusätzliche Schutzmechanismen normiert<sup>162</sup> und können daneben statutarisch i. S. d. § 135a Abs. 3 AktG inkludiert werden.

##### a) Zeitbasierte Verfallsklausel

Eines der Ziele der Mehrstimmrechte ist es, Unternehmensgründern die unbeeinflusste Umsetzung ihrer Vision zu ermöglichen.<sup>163</sup> Visionsverwirklichungen benötigen Zeit.<sup>164</sup> In den frühen Phasen des Unternehmens kann vornehmlich das unternehmerische Talent und die Vision des Gründers von Relevanz sein.<sup>165</sup> Allerdings könnte er im Laufe der Jahre dieser Erwartung nicht (mehr) gerecht werden<sup>166</sup> und der Grund für die stimmrechtsbedingte Besserstellung entfallen.<sup>167</sup> Um dem entgegenzutreten, hat der Gesetzgeber gem. § 135a Abs. 2 S. 2 AktG eine Frist von zehn Jahren nach Börsennotierung oder Einbeziehung der Aktien in den Handel im Freiverkehr bestimmt, bevor Aktien die Mehrstimmrechte verlieren. Dabei kann in der Satzung gem. § 135a Abs. 2 S. 2 AktG eine kürzere Frist vorgesehen werden.

Diese Frist kann gem. S. 3 einmalig um bis zu zehn Jahre verlängert werden, wobei dieser Beschluss gem. S. 4 frühestens ein Jahr vor Ablauf der Frist und mit einer Mehrheit von drei Vierteln des Grundkapitals gefasst werden kann.<sup>168</sup> Gem. S. 6, 7

<sup>148</sup> Denninger, DB 2022, S. 2329 (2329 ff.); Eichten/Lang/Morlock, notar 2024, S. 75 (84).

<sup>149</sup> Vgl. DAV, NZG 2023, S. 738 (743 f.).

<sup>150</sup> Wolf (Fn. 22), S. 307.

<sup>151</sup> Harnos, AG 2023, S. 348 (352).

<sup>152</sup> BGHZ 14, 25, 38; BGHZ 103, 184 („Linotype“).

<sup>153</sup> BGHZ 103, 184, 194 ff. („Linotype“).

<sup>154</sup> BMF, Referentenentwurf des ZuFinG, 12.4.2023,

[https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze\\_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung\\_VII/20\\_Legislaturperiode/2023-04-12-ZuFinG/1-Referentenentwurf.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=1](https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/20_Legislaturperiode/2023-04-12-ZuFinG/1-Referentenentwurf.pdf?__blob=publicationFile&v=1), [Stand: 23.8.2024] S. 21.

<sup>155</sup> Bueren/Crowder, RabelsZ 2024, S. 87 (135).

<sup>156</sup> Kraack, NZG 2023, S. 1151 (1159).

<sup>157</sup> BT-Drs. 20/8292 S. 111, 114.

<sup>158</sup> Stiegler, Das neue Recht für Mehrstimmrechtsaktien – Ein Überblick, NotBZ 2024, S. 286 (288).

<sup>159</sup> Jill Fisch & Steven Davidoff Solomon, *The Problem of Sunsets*, 99 Boston University Law Review, <https://ssrn.com/abstract=3305319> [Stand: 25.8.2024], S. 1057, 1078 (2019).

<sup>160</sup> Beckmann (Fn. 5), S. 348; Jill Fisch & Steven Davidoff Solomon, *The Problem of Sunsets*, 99 Boston University Law Review 2019, <https://ssrn.com/abstract=3305319> [Stand: 25.8.2024], S. 1057, 1078 (2019).

<sup>161</sup> Statt vieler Jill Fisch & Steven Davidoff Solomon, *The Problem of Sunsets*, 99 Boston University Law Review, <https://ssrn.com/abstract=3305319> [Stand: 25.8.2024], S. 1057, 1079 (2019).

<sup>162</sup> BT-Drs. 20/8292 S. 110.

<sup>163</sup> BT-Drs. 20/8292 S. 113; Jill Fisch & Steven Davidoff Solomon, *The Problem of Sunsets*, 99 Boston University Law Review, <https://ssrn.com/abstract=3305319> [Stand: 25.8.2024], S. 1057, 1079 (2019); Wolf (Fn. 22), S. 340.

<sup>164</sup> Wolf (Fn. 22), S. 64.

<sup>165</sup> Vogl-Mühlhaus, Mehrstimmrechtsaktien, 1998, S. 88.

<sup>166</sup> Beckmann (Fn. 5), S. 184; Florstedt, ZGR 2024, S. 321 (330).

<sup>167</sup> Wittig/Hummelmeier, WM 2024, S. 332 (338).

<sup>168</sup> Zu einem damit verbundenen Dilemma der Aktionäre Wolf (Fn. 22), S. 341.



und 8 sind bei mehreren Aktiengattungen jeweils Sonderbeschlüsse mit den Vorgaben der S. 4 und 5 zu fassen.

Damit ist die Einführung nach dem fristauslösenden Ereignis, die de lege lata ohnehin schwierig ist,<sup>169</sup> nur zehn Jahre lang möglich. Langfristig wird dadurch gewährleistet, dass alle Aktionäre stimmrechtsmäßig gleichbehandelt werden.<sup>170</sup> Die gesetzliche Regelung bringt potenziellen Aktionären Klarheit hinsichtlich des Zeitpunktes.<sup>171</sup> Von Bedeutung ist das bei einer immer längeren Haltedauer von Aktien bei Fonds und PE-Gesellschaften und der damit verbunden längerfristigen Planung.<sup>172</sup>

Allerdings ist zu bedenken, dass ein Gründer länger für die Verwirklichung seiner Vision benötigen könnte<sup>173</sup> und daneben nicht jeder ein Beispiel für schlechte Unternehmensführung ab dem zehnten (oder zwanzigsten) Jahr ist.<sup>174</sup> Eine gesetzliche Einheitslösung mit starrer zeitlicher Grenze erscheint daher willkürlich.<sup>175</sup>

Die Entschärfung über die einmalige Verlängerungsmöglichkeit der Frist bietet zwar ein gewisses Maß an Flexibilität,<sup>176</sup> ändert aber nichts daran, dass eine universelle zeitliche Beschränkung dem Sinn eines Mehrstimmrechts widerspricht.<sup>177</sup> Überdies wird für Mehrstimmrechtsaktionäre der Anreiz geschaffen, kurz vor dem Erlöschen der Mehrstimmrechte Maßnahmen durchzusetzen, die mehr dem eigenen als dem Unternehmensinteresse dienen.<sup>178</sup> Beispielsweise kann der Einfluss durch entsprechende Organbesetzungen in der AG für die Zukunft gesichert werden.<sup>179</sup>

Der Minderheitenschutz ist bereits über das (grundsätzliche)<sup>180</sup> Einstimmigkeitserfordernis bei der Schaffung von Mehrstimmrechtsaktien gewährleistet.<sup>181</sup> Daneben sind die Risiken der Mehrstimmrechte am Kapitalmarkt bekannt.<sup>182</sup> Zusätzlich kennen konkurrierende Rechtsordnungen keine *time based sunset clauses*, so dass die angestrebte Wettbewerbsfähigkeit dadurch beeinträchtigt werden kann.<sup>183</sup>

Folglich ist die *time based sunset clause* nicht effektiv hinsichtlich der Ziele des ZuFinG. Eine Möglichkeit der Satzungsregelung, bei der sich jede AG nach den eigenen Bedürfnissen richtet, ist ausreichend.<sup>184</sup> § 135a Abs. 2 S. 2–8 AktG sollte daher ersatzlos gestrichen werden.<sup>185</sup>

## b) Ereignisbasierte Verfallsklausel

Nach der Reform durch das ZuFinG ist in § 135a Abs. 2 S. 1 AktG ein gesetzlicher *event based sunset* in Gestalt einer *transfer based sunset clause*<sup>186</sup> geregelt. Danach erlöschen die Mehrstimmrechte ipso iure im Falle der Übertragung der Aktie, wobei die Verfügungsbefugnis und damit die Übertragung an sich nicht eingeschränkt wird.<sup>187</sup> Die Norm ist *lex specialis* zu § 67 Abs. 2 AktG.<sup>188</sup> Eine solche Regelung bietet vornehmlich Schutz vor missbräuchlichen Übertragungen zum Zwecke einer Übernahme und ist grundsätzlich begrüßenswert.<sup>189</sup> Auch rechtsvergleichend ist die Regelung üblich und begründet zumindest keinen direkten Standortnachteil.<sup>190</sup>

Die Norm spricht von einer „Übertragung“, wobei das Verständnis dieses Wortlauts, über die rechtsgeschäftliche Übertragung hinaus,<sup>191</sup> v. a. im Erbfall und bei

<sup>169</sup> Dazu C. I. 4.

<sup>170</sup> Anderson (Fn. 58), S. 354.

<sup>171</sup> Hopt/Kalss, ZGR 2024, S. 84 (136); Wolf (Fn. 22), S. 335.

<sup>172</sup> HQ Trust, Private Equity: der Verkaufsdruck steigt, 22.1.2024, <https://hqtrust.de/private-equity-der-verkaufsdruck-steigt/> [Stand: 28.8.2024].

<sup>173</sup> J. Schmidt, BB 2024, S. 643 (646); zu nie abgeschlossenen Innovationen im Tech-Bereich Wolf (Fn. 22), S. 340.

<sup>174</sup> Vgl. Florstedt, ZGR 2024, S. 321 (330).

<sup>175</sup> Beckmann (Fn. 5), S. 186, 349.

<sup>176</sup> BT-Drs. 20/8292 S. 113; die Hürden als „womöglich unpraktikabel hoch“ einschätzend Ceesay, AG 2024, S. 2 (7).

<sup>177</sup> Wolf, Mehrstimmrechtsaktien – eine neue Perspektive für Familienunternehmen?, RFamU 2024, S. 105 (107).

<sup>178</sup> Denninger, DB 2022, S. 2329 (2336); Jill Fisch & Steven Davidoff Solomon, *The Problem of Sunsets*, 99 Boston University Law Review, <https://ssrn.com/abstract=3305319> [Stand: 25.8.2024], S. 1057, 1083 (2019).

<sup>179</sup> Denninger, DB 2022, S. 2329 (2336).

<sup>180</sup> Dazu C. I. 2.

<sup>181</sup> Rubner/Leuering, NJW-Spezial 2024, S. 79 (80).

<sup>182</sup> Beckmann (Fn. 5), S. 186.

<sup>183</sup> Diese Sorge habend HKEX, Consultation Conclusion 2018, April 2018, [https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/February-2018-Emerging-and-Innovative-Sectors/Conclusions-\(April-2018\)/cp201802cc.pdf](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/February-2018-Emerging-and-Innovative-Sectors/Conclusions-(April-2018)/cp201802cc.pdf) [Stand: 2.8.2024], S. 21.

<sup>184</sup> Ebenso Beckmann (Fn. 5), S. 356; DAV, NZG 2023, S. 738 (744); J. Schmidt, BB 2024, S. 643 (646); a. A. Casper, ZHR 2023, S. 5 (32 f.);

Gebhard/Herzog, ZIP 2023, S. 1161 (1167); Hopt/Kalss, ZGR 2024, S. 84 (136).

<sup>185</sup> Ebenso Wolf (Fn. 22), S. 346.

<sup>186</sup> BT-Drs. 20/8292 S. 112.

<sup>187</sup> Wittig/Hummelmeier, WM 2024, S. 332 (337).

<sup>188</sup> Mock/Herzog, WM 2024, S. 1005 (1006).

<sup>189</sup> Klaus J. Hopt und Susanne Kalss, 'Multiple-voting shares in Europe - A comparative law and economic analysis -' (2024) ECGI - Law Working Paper No. 786, <https://ssrn.com/abstract=4887591> [Stand: 22.8.2024], S. 51; a. A. DAV, NZG 2023, S. 738 (744): generelle Erlaubnis der Übertragung qua Satzung.

<sup>190</sup> Wolf (Fn. 22), S. 354 ff.

<sup>191</sup> BT-Drs. 20/8292 S. 113.

Umgehungssachverhalten von großer Bedeutung ist.

### aa) Erbfall und Familienunternehmen

Es ist keine ausdrückliche Ausnahme für die Übertragung im Erbfall vorgesehen.<sup>192</sup> Ganz im Gegenteil dazu sollen im Rahmen einer weiten Auslegung nach dem RegE alle gesetzlichen Einzel- oder Gesamtrechtsnachfolgen umfasst sein.<sup>193</sup>

Allerdings ist zu beachten, dass es keines im Wortlaut angelegten Rechtsgeschäftes bedarf,<sup>194</sup> wenn Aktien im Wege der Gesamtrechtsnachfolge i. S. d. § 1922 Abs. 1 BGB übergehen.<sup>195</sup> Das Gesetz spricht in § 1922 Abs. 1 BGB von einem „Übergang“, während beispielsweise in §§ 82a, 389, 413, 873, 929, 1059 BGB von einer „Übertragung“ die Rede ist. Überdies ist im Hinblick auf die Systematik des AktG zu konstatieren, dass bei vinkulierten Namensaktien alleinig die rechtsgeschäftliche Übertragung erfasst ist.<sup>196</sup> Die engere Auslegung der „Übertragung“ steht jedoch im Widerspruch zur einstimmigen Einführung des Mehrstimmrechts<sup>197</sup> und den Gesetzesmaterialien.<sup>198</sup> Damit ist das Erben der Mehrstimmrechte *de lege lata* ausgeschlossen.<sup>199</sup>

Für dieses zwingende Erlöschen der Mehrstimmrechte „von Todes wegen“ kann angeführt werden, dass in denjenigen investiert wird, der das Unternehmen mit seiner Vision erfolgreich machen soll.<sup>200</sup> Der ursprüngliche Inhaber nimmt nicht mehr an der Entwicklung des Unternehmens teil<sup>201</sup> und seine Erben könnten geringere Fähigkeiten zur Unternehmensführung aufweisen.<sup>202</sup> Mit Blick auf komplexe Start-ups und das Mehrstimmrechtsprivileg für visionäre Gründer ist das nachvollziehbar.<sup>203</sup>

Anders verhält es sich vornehmlich bei Familienunternehmen, wenn diese von einem Nachkommen oder ausgesuchtem Nachfolger weitergeführt werden sollen und daher ein Interesse an der Erhaltung der Mehrstimmrechte besteht.<sup>204</sup> Im Vordergrund stehen hier die Unternehmenstradition<sup>205</sup> und die Fortführung einer auf die Bedürfnisse angepassten *Corporate Governance*.<sup>206</sup>

Ein (vererbtes) Mehrstimmrecht führt nicht zwangsläufig dazu, dass ein Familienangehöriger, und kein externer Manager die AG als Vorstand weiterführen wird.<sup>207</sup>

Das ZuFinG soll die Attraktivität des Kapitalmarktes auch für KMU steigern,<sup>208</sup> damit sollten ebenso positive Anreize für Familienunternehmen geschaffen werden.<sup>209</sup> Besonders relevant ist das vor dem Hintergrund der deutschen Unternehmenskultur. In Deutschland sind ca. 90 % der Unternehmen als Familienunternehmen<sup>210</sup> einzuordnen, die 50 % des Umsatzes der deutschen Privatwirtschaft bilden.<sup>211</sup> Sie sind die Innovationsschmiede und einer der wichtigsten Leistungsträger der deutschen Wirtschaft.<sup>212</sup>

Gründe für die Entscheidung gegen die Rechtsform der börsennotierten AG bei Familien- und Mittelstandsunternehmen sind insbesondere die Regelung der Unternehmensnachfolge sowie die Angst vor einem Kontrollverlust,<sup>213</sup> welche aktuell wohl nicht durch die Zugangsvorteile an den Kapitalmärkten ausgeglichen werden können.<sup>214</sup>

Diese Aspekte können ebenso für eine nichtbörsennotierte AG relevant werden.<sup>215</sup> Für den Einbezug in den Freiverkehr ist gem. § 48 Abs. 1 S. 5 BörsG kein Einverständnis des Emittenten erforderlich und so könnte es zu einer ungewollten Inklusion der *sunset clauses* des § 135a Abs. 2 AktG

<sup>192</sup> Bueren/Crowder, RabelsZ 2024, S. 87 (137).

<sup>193</sup> BT-Drs. 20/8292 S. 113; für die ausdrückliche Anknüpfung an den Tod Wolf (Fn. 22), S. 363 f.

<sup>194</sup> Eichten/Lang/Morlock, notar 2024, S. 75 (83); Wolf (Fn. 22), S. 363.

<sup>195</sup> Große-Boymann in: Burandt/Rojahn, Erbrecht, 4. Auflage 2022, BGB § 1922 Rn. 20.

<sup>196</sup> Wolf (Fn. 22), S. 363.

<sup>197</sup> Wolf (Fn. 22), S. 356.

<sup>198</sup> BT-Drs. 20/8292 S. 113.

<sup>199</sup> Harnos in: K. Schmidt/Lutter AktG (Fn. 62), § 135a Rn. 37 m. w. N.

<sup>200</sup> Wolf (Fn. 22), S. 353, 359.

<sup>201</sup> BT-Drs. 20/8292 S. 113.

<sup>202</sup> Beckmann (Fn. 5), S. 184.

<sup>203</sup> Ebenso J. Schmidt, BB 2024, S. 643 (646).

<sup>204</sup> Hopt/Kalss, ZGR 2024, S. 84 (137); Volkmann/Thoma, RFamU 2023, S. 443 (448).

<sup>205</sup> Mock/Mohamed, Goodbye One Share One Vote? – Welcome Dual-Class Shares!, NZG 2022, S. 1275 (1277).

<sup>206</sup> Volkmann/Thoma, RFamU 2023, S. 443 (447).

<sup>207</sup> Bueren/Crowder, RabelsZ 2024, S. 87 (137 f.).

<sup>208</sup> BT-Drs. 20/8292 S. 1.

<sup>209</sup> Ebenso Florstedt, NZG 2024, S. 139 (144).

<sup>210</sup> Zum Begriff „Familienunternehmen“ Stiftung Familienunternehmen, Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen, 6. Auflage 2023, S. 73 ff.

<sup>211</sup> Stiftung für Familienunternehmen, Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen, 6. Auflage 2023, S. 9.

<sup>212</sup> Schielke in: FS für Hennerkes (Fn. 40), S. 221 (221).

<sup>213</sup> Anderson (Fn. 58), S. 322 ff.

<sup>214</sup> Vgl. Anderson (Fn. 58), S. 324.

<sup>215</sup> Ceesay, AG 2024, S. 2 (7).

kommen.<sup>216</sup> Um dieses Risiko zu schmälern, ist eine Vinkulierung und die damit verbundene eingeschränkte Übertragbarkeit der Aktien möglich.<sup>217</sup>

Die Möglichkeit der rechtsgeschäftlichen Übertragung an Nachfolger, die Nichterben sein oder vor dem Ableben des Mehrstimmrechtsaktionärs die Kontrolle über die AG erhalten sollen, ist aus Gründen des Missbrauchspotentials und des Minderheitenschutzes abzulehnen.<sup>218</sup> Die Gründervision, in die mit der Mehrstimmrechtsausstattung investiert wurde, ist auch hier zu beachten.

Dagegen ist die Nachfolgegestaltung für Familienunternehmen für die Rechtswahl besonders wichtig, so dass im Einklang mit der nationalen Unternehmenslandschaft eine Vererbung satzungsbedingt geregelt werden sollte.<sup>219</sup> Lediglich die freie Vererblichkeit der Aktie kann nicht ausgeschlossen werden.<sup>220</sup> Die Satzungsregelung ist einsehbar und kann dadurch in die Investitionsentscheidung der Kapitalgeber einfließen. Andernfalls muss weiterhin alternativ gestaltet werden.<sup>221</sup> Mit *Merck* und *Henkel* gibt es beispielsweise zwei börsengelistede Familienunternehmen, die, um den Einfluss der Familie zu sichern, die Rechtsform der KGaA gewählt haben.<sup>222</sup> Jedoch kann diese bei (internationalen) Investoren u. a. als unbekannte deutsche Rechtsform zu einer niedrigeren Bewertung führen.<sup>223</sup>

Damit lässt der Gesetzgeber ein wichtiges Standbein der nationalen Wirtschaft unbeachtet und verpasst eine große Chance, den Bedürfnissen der Familienunternehmen gerecht zu werden. Die Möglichkeit der Vererbung neben der hier geforderten Streichung der *time based sunset clause*<sup>224</sup> wäre für diese mit Blick auf die Ziele des ZuFinG angebracht.

Folgende Regelung wird ergänzend zu § 135 Abs. 2 S. 1 AktG als S. 2 vorgeschlagen:

„Die Übertragung umfasst den Erbfall, wenn die Satzung keine andere Regelung vorsieht.“

## bb) Umgehungssachverhalte

Der Gesetzgeber hat keinen Umgehungsschutz bei der *transaction based sunset clause* vorgesehen.<sup>225</sup> Die wohl bewusst in Kauf genommenen Umgehungsmöglichkeiten sorgen für verschiedenste Gestaltungsmöglichkeiten<sup>226</sup> und damit zu erhöhter Rechtsunsicherheit. Im RegE ist lediglich davon die Rede, den Begriff der Übertragung weit auszulegen, da der Zweck der Mehrstimmrechte mit einer Übertragung an Dritte entfällt.<sup>227</sup>

Der Hauptanknüpfungspunkt ist der nicht auf natürliche Personen beschränkte potenzielle Inhaberkreis der Mehrstimmrechtsaktien.<sup>228</sup> Der Wortlaut der Norm erfasst einzig die unmittelbare Übertragung der Anteile.<sup>229</sup> Danach ist die Ausgabe der Mehrstimmrechtsaktie an eine juristische Person als *Holding* und die anschließende Übertragung ihrer Anteile ein denkbarer Weg, das Erlöschen zu vermeiden.<sup>230</sup> Es kommt dabei zu keiner Übertragung der Mehrstimmrechtsaktie an sich.

Diese Umgehungsgestaltung wäre selbst in Kombination mit dem vorhandenen *time based sunset* als endgültiger Schutz nicht hinnehmbar, da der zusätzliche Schutzzweck des *transaction based sunset* in dieser Konstellation verfehlt wird.<sup>231</sup> Schließlich hat der Gesetzgeber die beiden *sunset clauses* mit den unterschiedlichen Regelungszielen nicht als Alternativen geschaffen.<sup>232</sup>

Allerdings ist die Abschaffung der zeitlichen Beschränkung ohnehin zu befürworten,<sup>233</sup> so dass es einer klarstellenden Rechtsprechung hinsichtlich der Auslegung<sup>234</sup> bedarf, um einen klaren und sicheren Rechtsrahmen für denkbare Übertragungskonstellationen zu schaffen.

Obwohl der Wortlaut mittelbare Übertragungen nicht erfasst, kann eine entsprechende Konstruktion nur zulässig und mit dem Sinn und Zweck der Norm vereinbar sein, wenn sich der

<sup>216</sup> Ceesay, AG 2024, S. 2 (7).

<sup>217</sup> Liebscher in: Henssler/Strohn, Gesellschaftsrecht (Fn. 58), AktG § 135a Rn. 15.

<sup>218</sup> Vgl. Hopt/Kalss, ZGR 2024, S. 84 (137); a. A. Florstedt, ZGR 2024, S. 321 (338 f.).

<sup>219</sup> Zusätzlich die rechtsgeschäftliche Übertragung fordert Florstedt, ZGR 2024, S. 321 (338 f., 348 f.); a. A. Wolf (Fn. 22), S. 359 f.

<sup>220</sup> Leo/Sparka in: Wiese Unternehmensnachfolge (Fn. 105), Rz. 20.250.

<sup>221</sup> Koch in: Koch AktG (Fn. 28), § 135a Rn. 11; vgl. B.

<sup>222</sup> Wiedemann/Frohn timer, Familienunternehmen und Kapitalmarkt, in: Kirchdörfer, Rainer [Hrsg.], Familienunternehmen in Recht, Wirtschaft, Politik und Gesellschaft – Festschrift für Brun-Hagen Hennerkes zum 70. Geburtstag, 2009, S. 283 (293).

<sup>223</sup> Koch in: Koch AktG (Fn. 28), § 135a Rn. 11.

<sup>224</sup> Vgl. J. Schmidt, BB 2024, S. 643 (646); dazu C. II. 4. a).

<sup>225</sup> Bueren/Crowder, RabelsZ 2024, S. 87 (138); DAV, NZG 2023, S. 738 (744).

<sup>226</sup> Trinks, Bericht zur Diskussion, ZGR 2024, S. 352 (354).

<sup>227</sup> BT-Drs. 20/8292 S. 113.

<sup>228</sup> Volkmann/Thoma, RFamU 2023, S. 443 (448).

<sup>229</sup> Denninger/von Bülow, Mehrstimmrechtsaktien im Recht der öffentlichen Übernahmen, AG 2023, S. 417 (421); Wolf (Fn. 22), S. 357.

<sup>230</sup> Wolf, RFamU 2024, S. 105 (108).

<sup>231</sup> A. A. in Trinks, ZGR 2024, S. 352 (354).

<sup>232</sup> BT-Drs. 20/8292 S. 112 f.

<sup>233</sup> Dazu C. II. 4. a).

<sup>234</sup> Wolf (Fn. 22), S. 358; a. A. Harnos in: K. Schmidt/Lutter AktG (Fn. 62), § 135a Rn. 37: Teleologische Reduktion.

dahinterstehende wirtschaftlich Berechtigte i. S. d. § 3 Abs. 1 GWG<sup>235</sup> nicht ändert.<sup>236</sup> Es sollte an den tatsächlichen Einfluss des Mehrstimmrechtsinhabers angeknüpft werden.<sup>237</sup> Schließlich geht es dem Gesetzgeber um die Kontrollerhaltung des bisherigen Inhabers.<sup>238</sup>

Teils wird stattdessen eine übernahmerechtsakzessorische Auslegung des § 135a Abs. 2 S. 1 AktG gefordert, also die Erlöschung der Mehrheitsstimmrechte, sobald eine Stimmrechtszurechnung nach dem WpÜG<sup>239</sup> erfolgt.<sup>240</sup> Das ist der Fall, wenn ein Dritter die Kontrolle i. S. d. § 29 Abs. 2 WpÜG am Inhaber der Mehrstimmrechtsaktien erwirbt. Im WpÜG werden Aktien, die nicht im Eigentum des Bieters stehen, für die Berechnung der Stimmrechtsanteile nach §§ 29 Abs. 1, 35 Abs. 1 WpÜG unter den in § 30 WpÜG genannten Voraussetzungen zugerechnet.<sup>241</sup> Dabei erlöschen die Mehrstimmrechte durch eine etwaige Kontrolle des Bieters bereits vor einem Eigentümerwechsel der *Holding*. Dies soll die geforderte weite Auslegung erfüllen.<sup>242</sup> Allerdings ist der höchstpersönliche Charakter der Mehrstimmrechte bei einem Abstellen auf § 3 Abs. 1 GWG, neben der weiten Auslegung des Begriffes, vor dem Telos der Vorschrift entscheidend.<sup>243</sup>

Es muss die natürliche Person im Mittelpunkt stehen, deren Einfluss auf das Unternehmen nach dem Willen der Mitaktionäre durch die Mehrstimmrechte vergrößert wurde.<sup>244</sup> Vornehmlich ist für die nichtbörsennotierte AG daneben auch keine gesetzliche Grundlage für eine unmittelbare Anknüpfung an § 30 WpÜG gegeben.<sup>245</sup> Lediglich beim Handel an einem organisierten Markt ist § 30 WpÜG gem. § 1 Abs. 1 WpÜG anwendbar.<sup>246</sup>

Eine wertende Gesamtbetrachtung wird daneben auch vorgeschlagen.<sup>247</sup> Dafür wird angeführt, dass § 3 Abs. 1 GWG nicht für die Lösung der *Corporate Governance* Themen des

Aktienrechts gemacht ist.<sup>248</sup> Das Abstellen auf eine Norm als Anknüpfungspunkt bringt allerdings den Vorteil der Rechtssicherheit. Dank klarer Grenzen ist das Missbrauchspotential geringer. Folglich ist bei der Auslegung § 3 Abs. 1 GWG heranzuziehen.

Das muss folgerichtig ebenso bei dem gegengelagerten Fall gelten, wenn sich die stimmrechtshaltende juristische Person, aber nicht die dahinterstehende natürliche Person ändert.<sup>249</sup> Grundsätzlich kommt es zu einem Erlöschen der Mehrstimmrechte, wenn die Aktien im Rahmen einer Verschmelzung oder Spaltung übertragen werden.<sup>250</sup> Dagegen ist u. a. bei einer Umstrukturierungsmaßnahme durch die Anknüpfung an den dahinterstehenden wirtschaftlich Berechtigten nicht von einer Übertragung i. S. d. Norm auszugehen.<sup>251</sup> Für eine in sich stimmige rechtssichere Regelung der Umgehung ist eine entsprechende Auslegung des Begriffes der Übertragung in Anlehnung an § 3 Abs. 1 GWG notwendig.<sup>252</sup>

Um Wertungswidersprüche zu vermeiden, muss der erläuterte Maßstab bei einer rein wirtschaftlichen Übertragung, wie der Treuhandgestaltung, ebenfalls gelten.<sup>253</sup> Obwohl die Eigentümerstellung unberührt bleibt, kann es somit zum Erlöschen der Stimmrechte kommen.<sup>254</sup>

Durch diese Auslegung wird dem Begriff der „Übertragung“ insgesamt mehr Kontur gegeben und Rechtssicherheit geschaffen.

### III. Abschaffung der Mehrstimmrechte

Neben individuellen Satzungsregelungen und den gesetzlichen *sunset clauses* können Mehrstimmrechte als gattungseigene Aktien durch Satzungsänderung im Rahmen eines HV-Beschlusses gem. § 179 Abs. 1 AktG erlöschen.<sup>255</sup> Ein

<sup>235</sup> Gesetz über das Aufspüren von Gewinnen aus schweren Straftaten (Geldwäschegesetz – GwG) v. 24.6.2017, BGBl. I, 1822.

<sup>236</sup> Ebenso Wittig/Hummelmeier, WM 2024, S. 332 (338).

<sup>237</sup> Denninger/von Bülow, AG 2023, S. 417 (421).

<sup>238</sup> BT-Drs. 20/8292 S. 113.

<sup>239</sup> Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz v. 20.12.2001, BGBl. I, 382.

<sup>240</sup> Ceesay, AG 2024, S. 2 (6); Ceesay, Die Wiedereinführung der Mehrstimmrechtsaktien: Nachbesserungsbedarf beim Regierungsentwurf des ZuFinG, Max Planck Institute for Comparative and International Private Law Research Paper Series No. 23/20, <http://ssrn.com/abstract=4585581> [Stand: 25.8.2024], S. 24.

<sup>241</sup> Süßmann in: Angerer/Brandi/Süßmann WpÜG, 4. Auflage 2023, § 30 Rn. 1.

<sup>242</sup> Ceesay, AG 2024, S. 2 (6).

<sup>243</sup> Wittig/Hummelmeier, WM 2024, S. 332 (338).

<sup>244</sup> Wittig/Hummelmeier, WM 2024, S. 332 (338); vgl. BT-Drs. 20/8292 S. 110 f.

<sup>245</sup> Harnos in: K. Schmidt/Lutter AktG (Fn. 62), § 135a Rn. 38.

<sup>246</sup> Harnos in: K. Schmidt/Lutter AktG (Fn. 62), § 135a Rn. 38.

<sup>247</sup> Harnos in: K. Schmidt/Lutter AktG (Fn. 62), § 135a Rn. 41.

<sup>248</sup> Harnos in: K. Schmidt/Lutter AktG (Fn. 62), § 135a Rn. 41.

<sup>249</sup> Denninger/von Bülow, AG 2023, S. 417 (421); Wolf (Fn. 22), S. 358.

<sup>250</sup> Rubner/Leuering, NJW-Spezial 2024, S. 79 (80).

<sup>251</sup> Wolf (Fn. 22), S. 358.

<sup>252</sup> Vgl. Wolf (Fn. 22), S. 357 f.; a. A. Harnos in: K. Schmidt/Lutter AktG (Fn. 62), § 135a Rn. 41: Analogie.

<sup>253</sup> Vgl. Eichten/Lang/Morlock, notar 2024, S. 75 (83).

<sup>254</sup> Ebenso Harnos in: K. Schmidt/Lutter AktG (Fn. 62), § 135a Rn. 42; a. A. Denninger/von Bülow, AG 2023, S. 417 (422); Mock/Herzog, WM 2024, S. 1005 (1010).

<sup>255</sup> Wittig/Hummelmeier, WM 2024, S. 332 (338).



Sonderbeschluss der Mehrstimmrechtsaktionäre i. S. d. § 179 Abs. 3 AktG ist notwendig.<sup>256</sup>

Durch den Wortlaut des § 11 Abs. 2 AktG ist nach dem Erlöschen der Mehrstimmrechte von einer Umwandlung in Stammaktien mit einfachem Stimmrecht auszugehen.<sup>257</sup> Das die Gattung begründende besondere Recht erlischt.<sup>258</sup> Es bleibt zu bedenken, dass es zu einem Wiederaufleben der Mehrstimmrechte bei einer Gestaltung i. S. d. § 135a Abs. 3 AktG kommen kann.<sup>259</sup>

## D. Fazit

Die Wiedereinführung der Mehrstimmrechte im deutschen Aktienrecht, die sehr zu begrüßen ist, ist dualistischer Natur. Erstens kommt es zu einer Lockerung der Satzungsstrenge bei nichtbörsennotierten AGs,<sup>260</sup> zweitens zu einer übergangsweisen Einführung der Mehrstimmrechte bei börsennotierten AGs durch die Verfallsklauseln in § 135a Abs. 2 AktG.<sup>261</sup>

Diesbezüglich und insgesamt ist de lege ferenda allerdings eine weitere Liberalisierung des Mehrstimmrechts im deutschen Aktienrecht notwendig. Auch aus rechtsvergleichender Perspektive führt die weiterhin restriktive Rechtslage nicht zu Standortvorteilen gegenüber flexibleren Rechtsordnungen. Es kann und muss mehr auf die Regelung durch den Markt vertraut werden. Dabei ist – außerhalb eines auch historisch bedingten Rahmens an Schutzinstrumenten – ein verstärkt marktbasierter Ansatz inklusive der Auflösung der aufgezeigten Probleme und Beachtung der vorgeschlagenen Lösungswege zu wählen.

Zwar kann das ZuFinG bei Start-ups für eine höhere Attraktivität des Kapitalmarktes in Deutschland sorgen, jedoch ist daneben ebenfalls ein Augenmerk auf die Bedürfnisse der Familienunternehmen zu legen.

Zusammengefasst wurde mit der Wiedereinführung von Mehrstimmrechten ein Schritt in die richtige Richtung gemacht. Indes handelt es sich bei dem Gestaltungsinstrument nur um ein Puzzleteil, um den Kapitalmarkt in Deutschland zu stärken. Abzuwarten bleibt, inwieweit das Instrument Anklang in der Praxis findet.

<sup>256</sup> BT-Drs. 20/8292 S. 112; *Kalss*, ZHR 2023, 438 (494).

<sup>257</sup> So wohl auch *Ceesay*, AG 2024, S. 2 (8).

<sup>258</sup> *Heider* in: MüKo-AktG (Fn. 81), § 11 Rn. 16.

<sup>259</sup> *Ceesay*, AG 2024, S. 2 (8).

<sup>260</sup> Ebenso *Ceesay*, AG 2024, S. 2 (7 f.).

<sup>261</sup> Ebenso *Ceesay*, AG 2024, S. 2 (7 f.); *DAV*, NZG 2023, S. 738 (744).