ZivilR Aufsatz

Nicolas M. Keil*

Renaissance der Mehrstimmrechtsaktie – Chancen und Risiken der Neuregelung durch das ZuFinG

Hintergrund und Analyse der rechtlichen Rahmenbedingungen, ökonomischen Implikationen und Corporate-Governance-Aspekte

Die Wiedereinführung der Mehrstimmrechtsaktie durch das »Gesetz zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen« (Zukunftsfinanzierungsgesetz [ZuFinG]) markiert einen Paradigmenwechsel im deutschen Aktienrecht. Nachdem dieses Instrument in Deutschland über Jahrzehnte verboten war, eröffnet die Reform neue Möglichkeiten für Unternehmen, insbesondere für Start-ups und Wachstumsunternehmen. Dieser Beitrag analysiert die rechtlichen Rahmenbedingungen, ökonomischen Auswirkungen und potenziellen Risiken der Neuregelung. Insbesondere wird erörtert, inwiefern die Wiedereinführung den Zugang von Wachstumsunternehmen zu Kapital erleichtert, den Kapitalmarkt stärkt und welche Herausforderungen sich aus der potenziellen Machtkonzentration für die Corporate Governance ergeben.

A. Einleitung

Es wird in einer der letzten größeren rechtswissenschaftlichen Publikationen bemängelt, dass zum Thema der Mehrstimmrechtsaktien kein nennenswerter wissenschaftlicher Diskurs stattfinde.[1] Dies hängt mit dem Verbot dieser Aktienform seit knapp drei Jahrzehnten zusammen. Dennoch gibt es einige Monografien und Aufsätze, die sich mit diesem Thema beschäftigen, insbesondere vor dem Hintergrund des ZuFinG. Die Wiedereinführung der Mehrstimmrechtsaktie erfordert eine vertiefte Auseinandersetzung mit der Thematik, der dieser Aufsatz nachgeht.

Dieser Beitrag widmet sich schwerpunktmäßig der (beschränkten) Wiedereinführung der Mehrstimmrechtsaktie durch das ZuFinG, das am 17.11.2023 im Deutschen Bundestag verabschiedet wurde. Dieses steht im Kontext des »Rechtsaktes zur Börsennotierung – Attraktivere öffentliche Kapitalmärkte für EU-Unternehmen und leichterer Kapitalzugang für KMU« (Listing Act) der EU, welcher am 8.10.2024 verabschiedet wurde. Infolgedessen wurde u.a. die Richtlinie (EU) 2024/2810 (Mehrstimmrechtsaktien-Richtlinie) am 14.11.2024 im Amtsblatt der EU veröffentlicht.

Schon aus Gründen des Umfangs dieses Aufsatzes können nicht alle Punkte in diesem Zusammenhang beleuchtet, geschweige denn vertieft dargelegt werden. Daher wird auf gewisse Aspekte, bspw. Rechtsvergleiche zu anderen Ländern, verzichtet, andere können nur verkürzt dargelegt werden. Dieser Artikel setzt den Fokus auf die konkreten Vor- und Nachteile der Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien und auf die damit verbundenen Auswirkungen auf die Corporate Governance. Hierbei wird vor dem Hintergrund des Gesetzes und entsprechender theoretischer Grundlagen insbesondere auf die Praxis und die Auswirkungen eines solchen Gesetzes für betroffene Unternehmen und Investoren eingegangen.

B. Hintergrund der Mehrstimmrechtsaktie

I. Definition, Funktionsweise und Regulierungsmöglichkeiten

Mit Mehrstimmrechtsaktien (auch »*golden shares*« oder »*dual class shares*« genannt) sind Satzungsgestaltungen gemeint, nach denen eine Aktie ihrem Inhaber mehr Stimmen gibt, als es seiner auf das Grundkapital bezogenen Beteiligungsquote entspricht.[2] Dies bedeutet, dass das Unternehmen über mehr als eine Aktienklasse mit unterschiedlichen Stimmrechten verfügt.[3] Diese Struktur ermöglicht es den Aktionären, eine Kontrollposition zu erlangen, auch wenn sie nur einen verhältnismäßig geringen Anteil des Kapitals investieren.[4] Das hat zur Folge, dass Inhaber von Mehrstimmrechtsaktien grundsätzlich einen höheren Einfluss auf Abstimmungen haben. Außerdem stellt die Ausgabe mehrerer Aktiengattungen eine Strategie dar, die Unternehmen anwenden, um Gründer bzw. das Management vor dem Druck externer Investoren zu schützen.[5]

---

* Der Autor ist Legal Employee im Corporate/M&A und Capital Markets Team bei Niederer Kraft Frey in Zürich. Er studierte Rechtswissenschaften an den Universitäten Marburg, Basel und Münster und war Hilfsassistent am Lehrstuhl für Strafrecht und Strafprozessrecht von Prof. Dr. iur. *Sabine Gless* an der Universität Basel. Der Beitrag beruht auf einer im Rahmen des Seminars »Zeitenwenden im Gesellschaftsrecht« bei PD Dr. *Alexander Wilhelm,* MJur., im Zusammenhang mit dem Abschluss des Schwerpunktbereichs »Wirtschaft und Unternehmen« mit dem Schwerpunktfach »Gesellschaftsrecht« an der Universität Münster entstandenen Arbeit, die für die Veröffentlichung überarbeitet, aktualisiert und ergänzt wurde.

1 So am Ende seiner Dissertation über das aktienrechtliche Mehrstimmrecht aus dem Jahre 2023 *Beckmann,* Das aktienrechtliche Mehrstimmrecht (2023), S. 362.

2 *Koch,* Aktiengesetz: AktG, 18. Auflage (2024), § 12 Rn. 7; Bundeszentrale für politische Bildung, *s.v.* Mehrstimmrechtsaktie, Lexikon der Wirtschaft, 6. Auflage (2016), https://www.bpb.de/kurz-knapp/lexika/lexikon-der-wirtschaft/20101/mehrstimmrechtsaktie/, zuletzt abgerufen am 11.6.2025.

3 *Pajuste,* Determinants and Consequences of the Unification of Dual-Class Shares, ECB Working Paper No. 465 2005, 1 (5).

4 Ebd.

5 *Chang,* Dual-Class Stock Structures and Society, The FinReg Blog (Sponsored by the Duke Financial Economics Center), https://sites.duke.

Es gibt drei verschiedene Hauptarten, wie man die Nutzung von Mehrstimmrechtsaktien regulieren kann.[6] Man kann sie entweder grundsätzlich erlauben ohne spezifische Regulierung mit ergänzenden substanziellen Offenlegungspflichten, wie es bspw. in den USA oder Kanada der Fall ist.[7] Man kann sie verbieten und ein striktes »one share – one vote«-Prinzip[8] verankern, wie es in Deutschland und in anderen Ländern lange der Fall war bzw. ist.[9] Die dritte Alternative besteht darin, für nicht-börsennotierte Unternehmen Mehrstimmrechtsaktien zu erlauben, diese aber für börsennotierte Unternehmen zu verbieten (so war es bspw. in UK oder Hong Kong).[10]

II. Hintergrund und Motivation der Wiedereinführung der Mehrstimmrechtsaktie

Die Wiedereinführung der Mehrstimmrechtsaktie durch das ZuFinG erfolgt vor dem Hintergrund, den deutschen Kapitalmarkt zu stärken und die Attraktivität des deutschen Finanzstandortes als wichtigen Teil eines starken Finanzplatzes in Europa zu steigern.[11] Das ZuFinG, welches vorab, u.a. als Reaktion auf den Entwurf der Europäischen Kommission zum Listing Act vom 7.12.2022 und der neuesten Entwicklung an den internationalen Kapitalmärkten, verabschiedet wurde und teilweise zum 15.12.2023 in Kraft trat, bietet verschiedene Erleichterungen für Unternehmen, insbesondere für Start-ups, Wachstumsunternehmen sowie kleine und mittlere Unternehmen (KMUs).

Denn durch das ZuFinG wird u.a. die Streichung des bislang in § 12 II AktG a.F. normierten Grundprinzips »one share – one vote«, wonach Mehrstimmrechte unzulässig waren, vorgenommen und neu in §§ 12 S. 2, 135a AktG n.F. die Zulassung von Mehrstimmrechtsaktien für die AG, SE und die KGaA ermöglicht.[12] Die Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien soll vor allem dem Zweck dienen, dass Gründer und Ideengeber leichter an Eigenkapital durch Börsengänge gelangen können, um das Wachstum des Unternehmens weiter voranzutreiben, ohne die Kontrolle und strategische Ausrichtung über das Unternehmen zu verlieren.[13]

In Deutschland ist die Einführung dieser Aktiengattung auch von der Entwicklung in anderen europäischen Rechtsordnungen beeinflusst; die dort gewonnenen Erkenntnisse sind insoweit *mutatis mutandis* auf die deutsche Gesetzgebung zu übertragen, wobei nationale Besonderheiten zu berücksichtigen sind.[14] Z.B. hat der Brexit UK dazu veranlasst, wesentliche Erleichterungen für Mehrstimmrechtsstrukturen einzuführen, um die Attraktivität des Londoner Börsenplatzes zu steigern.[15] Auch die Niederlande haben Mehrstimmrechte eingeführt, was zu einer Migration von vielen Unternehmen aus dem Ausland, wie u.a. Fiat Chrysler N.V. (vormals Fiat Chrysler SA) aus Italien, geführt hat.[16]

Infolgedessen hat die Europäische Kommission im Dezember 2022 einen Richtlinienentwurf zur Harmonisierung von Anforderungen an Mehrstimmrechtsstrukturen für Gesellschaften, die an KMU-Wachstumsmärkten notiert sind, vorgelegt.[17] Dieses Vorhaben ist Teil der Agenda der Europäischen Kommission zur Öffnung der Kapitalmärkte für KMUs auf europäischer Ebene.[18] Als nationale Maß-

edu/thefinregblog/2019/08/26/661/, zuletzt abgerufen am 11.6.2025.

6 *Vasudev/Watson,* Global Capital Markets – A Survey of Legal and Regulatory Trends (2017), S. 104 f.

7 Ebd.

8 Das Kapitalprinzip »one share – one vote« zu Deutsch »eine Aktie – eine Stimme« bedeutet, dass eine Übereinstimmung zwischen Stimmrechtseinfluss und Anteilseigentum gegeben sein muss bzw. zwingend ist. Dieser proportionale Grundsatz verhindert, dass Gesellschafter bei Abstimmungen mehr Einfluss ausüben können als ihrem Kapitalanteil entspricht; s. *Wolf,* Mehrstimmrechtsaktien. Ein Vergleich des US-amerikanischen mit dem deutschen Recht unter Berücksichtigung ökonomischer und empirischer Gesichtspunkte sowie des EU Listing Act und des ZuFinG, Schriften des Augsburg Center for Global Economic Law and Regulation, Bd. 88 (2023), S. 119; Grigoleit/*Herrler,* AktG, 2. Auflage (2020), § 134 Rn. 3.

9 *Vasudev/Watson* (Fn. 6), S. 104 f.

10 Vgl. ebd., wonach Mehrstimmrechtsstrukturen in beiden Jurisdiktionen für börsennotierte Gesellschaften unzulässig waren. Seitdem erfolgte jedoch eine grundlegende Liberalisierung. In Hong Kong wurde 2018 ein formelles Regime für »Weighted Voting Rights« (WVR) durch Kapitel 8A der Hong Kong Listing Rules (HKEX) eingeführt, zuletzt bestätigt und fortgeführt in der Fassung 2025, abrufbar unter https://en-rules.hkex.com.hk (vgl. insb. Rules 8A.04 ff., 8A.24 ff.), zuletzt abgerufen am 23.10.2025, zusammenfassend zu der Reform von 2018 Charltons Law, Impact of HKEx Listing Reforms of 2018, https://www.charltonslaw.com/hong-kong-law/impact-of-hkex-listing-reforms-of-2018/, zuletzt abgerufen am 23.10.2025. In UK war bis 2021 im Premium Segment der London Stock Exchange das Prinzip »one share, one vote« maßgeblich; seit 2021 war eine zeitlich befristete Dual-Class-Struktur nur in engen Grenzen (max. 20:1 Stimmenverhältnis, max. 5 Jahre) erlaubt, HM Treasury, UK Listing Review, 03.03.2021, S. 19 ff., 56 ff., online verfügbar: https://www.gov.uk/government/publications/uk-listings-review, zuletzt abgerufen am 23.10.2025. Mit der umfassenden Reform des UK Listing Regime 2024 durch die Financial Conduct Authority (FCA) wurden die Regeln weiter gelockert (z.B. keine spezifischen Stimmverhältnisse), zusammenfassend *Tricot* et al., New UK Listing Rules Come Into Force, Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP, Skadden Publication / Capital Markets Alert, 29.07.2024, https://www.skadden.com/insights/publications/2024/07/new-uk-listing-rules-come-into-force, zuletzt abgerufen am 23.10.2025. Diese ausländischen Regelungen sind bei der Bewertung möglicher Reformoptionen für Deutschland *mutatis mutandis* zu berücksichtigen; dabei sind die jeweils unterschiedlichen ordnungs- und gesellschaftsrechtlichen Rahmenbedingungen Rechnung zu tragen.

11 Mehr betreffend den Hintergrund s.: BT-Drucks. 20/8292 S. 1; zu den Zielen und Aufgaben des Kapitalmarktrechts, insb. zum Funktions- und Anlegerschutz, s. *Kallwass* et al., Privatrecht. Bürgerliches Recht, Handelsrecht, Gesellschaftsrecht, Kapitalmarktrecht, Insolvenzrecht, 25. ergänzte und überarbeitete Auflage (2022), § 93; *Buck-Heeb,* Kapitalmarktrecht, 13. neu bearbeitete Auflage (2023), § 1 Rn. 6 ff.

12 BT-Drucks. 20/8292 *passim.*

13 BT-Drucks. 20/8675 S. 9; dies bespricht *Binder,* Interview zu der Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsak-tien (ZuFinG), Wolters Kluwer. Recht & Verwaltung, 7.2.2024, https://www.wolterskluwer.com/de-de/expert-insights/wiedereinfuehrung-von-mehrstimmrechtsaktien, zuletzt abgerufen am 11.6.2025.

14 Vgl. *Binder* (Fn. 13).

15 Ebd.

16 Ebd.

17 Ebd.

18 Ebd.

nahme wurde in diesem Zusammenhang das ZuFinG in Deutschland verabschiedet.[19]

III. Historische Entwicklung in Deutschland

Bereits im Jahre 1861, in der ersten einheitlichen Kodifikation des »Aktienrechts« in Deutschland, findet sich in Art. 224 II ADHGB das Prinzip »one share – one vote«.[20] Damals konnte man jedoch noch in der Satzung von diesem Grundsatz abweichen und Aktien mit Mehrstimmrechten versehen.[21] Mit dem HGB (1900) blieb dieser Grundsatz zunächst erhalten.[22] Erst die Aktienrechtsreform von 1937 führte ein grundsätzliches Neuschaffungsverbot mit ministerieller Ausnahme ein.[23] Diese wurde im AktG (1965) beibehalten, jedoch weiter beschränkt.[24] Durch das KonTraG (1998) wurde § 12 II AktG neu gefasst und Mehrstimmrechte generell untersagt; bestehende Mehrstimmrechte erloschen nach § 5 EGAktG a.F. spätestens am 1.6.2003 gegen Entschädigung.[25] Mit dem ZuFinG (2023) wurde das Verbot schließlich aufgehoben, indem § 12 S. 2 AktG die Zulassung von Mehrstimmrechtsaktien erneut ausdrücklich vorsieht.[26]

IV. Entwicklung in der Europäischen Union (EU)

In der Vergangenheit galt das Prinzip »one share – one vote« nicht nur in Deutschland, sondern auch in der EU stets als unumstößlich.[27] Eine Änderung dieses Grundsatzes, die der Listing Act vorsah, ist der internationalen Entwicklung geschuldet und stellt einen Paradigmenwechsel dar.[28] Erfahrungen aus dem Ausland zeigen, dass Kapitalmärkte nicht per se Mehrstimmrechten ablehnend entgegenstehen und dass bei erstmaligen öffentlichen Angeboten von Wertpapieren an der Börse (IPOs) nicht mehr automatisch davon ausgegangen werden kann, dass der Kapitaleinsatz und das Stimmrecht direkt korrelieren.[29] So beobachtet man in den USA eine zunehmende Anzahl von IPOs mit Mehrstimmrechtsaktien, vor allem von Unternehmen im Start-up- und Technologiebereich, ohne dass dies zwangsläufig zu einer niedrigeren Bewertung führt.[30] Mit dieser Entwicklung geht eine international wachsende Flexibilisierung im regulatorischen Bereich einher; so haben mehrere Länder, darunter auch einige EU-Staaten, kürzlich ihre börsenrechtlichen Regelungen gelockert oder gesellschaftsrechtlich Mehrstimmrechtsaktien zugelassen.[31] Andere EU-Staaten, z.B. Schweden oder Dänemark, blicken auf eine lange Tradition dieser Aktienform zurück.[32]

Am 7.12.2022 legte die Europäische Kommission einen finalen Vorschlag einer Mehrstimmrechtsaktien-Richtlinie unter der Listing Act-Initiative vor.[33] Hinsichtlich des Listing Acts haben der Rat der EU und das Parlament am 1.2.2024 in einem Trilog-Verfahren eine vorläufige Einigung erzielt.[34] Im Anschluss hat am 14.2.2024 auch der AStV dem Gesetzespaket offiziell seine Zustimmung erteilt.[35] Das

---

19 Ebd.

20 *Beckmann* (Fn. 1), S. 37.

21 Handelsrechtsauschuss des Deutschen Anwaltvereins (DAV-HRA), Stellungnahme zum Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Richtlinie über Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien in Gesellschaften, die eine Zulassung ihrer Anteile zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt beantragen – COM (2022) 761 final, Stellungnahme Nr. 11/2023, NZG 2023, 464 (464); *Beckmann* (Fn. 1), S. 37.

22 *Beckmann* (Fn. 1), S. 38; MüKoAktG/*Heider,* Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Bd. 1, §§ 1-75 AktG, 6. Auflage (2024), § 12 Rn. 41.

23 Hintergrund des Verbots war die Häufung der missbräuchlichen Schaffung von Mehrstimmrechtsaktien in den 1920er Jahren, vgl. zur Aktienrechtsreform 1937: MüKoAktG/*Heider* (Fn. 22), § 12 Rn. 41; noch ausführlicher dazu *Beckmann* (Fn. 1), S. 63 ff.; s. auch *Seidel,* Die Renaissance der Mehrstimmrechtsaktie, NZG 2023, 1205 (1205); *Mock/Mohamed,* Goodbye One Share One Vote? – Welcome Dual-Class Shares! Ein komparativer Überblick zu rechtspolitischen Reformüberlegungen, NZG 2022, 1275 (1275).

24 MüKoAktG/*Heider* (Fn. 22), § 12 Rn. 41; *Seidel* (Fn. 23), NZG 2023, 1205 (1205).

25 Zum Verbot seit 1998 s.: *Raiser/Veil,* Recht der Kapitalgesellschaften – Ein Handbuch für Praxis und Wissenschaft, 6. neuüberarbeitete und erweiterte Auflage (2015), § 9 Rn. 42; *Windbichler/Bachmann,* Gesellschaftsrecht – Ein Studienbuch (Juristische Kurz-Lehrbücher), 25. völlig neu bearbeitete Auflage (2024), § 31 Rn. 47; 25. völlig neu bearbeitete Aufl., § 31 Rn. 47; MüKoAktG/*Heider* (Fn. 22), § 12 Rn. 42 ff.; *Seidel* (Fn. 23), NZG 2023, 1205 (1206); *Rubner/Leuering,* Mehrstimmrechtsaktien nach dem Zukunftsfinanzierungsgesetz, NJW-Spezial 2024, 79 (79).

26 Der alte § 12 II AktG und somit das geregelte Verbot wurden gestrichen und die Zulassung im neuen § 12 2 AktG geregelt, MüKoAktG/*Heider* (Fn. 22), § 12 Rn. 48a; *Lorenz,* Zukunftsfinanzierungsgesetz (ZuFinG) – Die Neuerungen im Gesellschafts-, Kapitalmarkt- und sonstigen Finanzmarktrecht im Überblick, DStR 2024, 442 (443).

27 Vgl. *Schlitt/Ries,* Listing Act: Entwurf der Mehrstimmrechtsaktien-RL, NZG 2023, 145 (145). So wurde 2003 ein Aktionsplan der Europäischen Kommission angekündigt, der *inter alia* Maßnahmen zur Durchsetzung des Grundsatzes »one share – one vote« in der EU anstrebte. Dieses Vorhaben zielte darauf, die Nutzung bzw. Möglichkeit von Mehrfach- und Höchststimmrechten sowie stimmrechtslosen Aktien in der EU einzudämmen. Dieses Vorhaben wurde indes bereits 2007 von der Europäischen Kommission wieder zurückgezogen, s. *Habersack/Verse,* Europäisches Gesellschaftsrecht – Einführung für Studium und Praxis, 5. Auflage (2019), § 4 Rn. 28 f.

28 Vgl. *Schlitt/Ries* (Fn. 27), NZG 2023, 145 (145).

29 BT-Drucks. 20/8292 S. 108 f.; BR-Drucks. 362/23 S. 121; so konnte in einer Stichprobe bspw. kein Unterschied zwischen dem Umsatzwachstum nach dem Börsengang zwischen Unternehmen mit oder ohne Mehrstimmrechtsaktien festgestellt werden, s. *Cremers* et al., The Life-Cycle of Dual Class Firm Valuation, ECGI Finance Working Paper No. 550/2018, 1 (3 f.).

30 BT-Drucks. 20/8292 S. 108 f.; BR-Drucks. 362/23 S. 121; *Oxera/Kaserer,* Wie können Börsengänge für Start-ups in Deutschland erleichtert werden? Internationaler Vergleich und Handlungsempfehlungen, Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie, 27.9.2021, S. 20 f., https://www.oxera.com/de/insights/reports/wie-koennen-boersengaenge-fuer-startups-in-deutschland-erleichtert-werden-internationaler-vergleich-und-handlungsempfehlungen/, zuletzt abgerufen am 11.6.2025.

31 BT-Drucks. 20/8292 S. 108 f.; BR-Drucks. 362/23 S. 121.

32 BT-Drucks. 20/8292 S. 108 f.; BR-Drucks. 362/23 S. 121; *Oxera/Kaserer* (Fn. 30), S. 20; COM (2022) 761 final, S. 4 f.

33 *Schlitt/Ries* (Fn. 27), NZG 2023, 145 (145); *v. d. Linden/Wilk,* Neue Guidelines der Stimmrechtsberater, NZG 2023, 193 (193).

34 Rat der Europäischen Union, Börsennotierungen in Europa: Rat und Parlament erzielen Einigung über neuen Rechtsakt, Pressemitteilung v. 1.2.2024, https://www.consilium.europa.eu/de/press/press-releases/2024/02/01/listings-on-european-stock-exchanges-council-and-parliament-agree-new-act/, zuletzt abgerufen am 13.6.2025.

35 *Schmidt,* EU Listing Act beschlossen - EU Listing Act adopted, European Company and Capital Markets Law (ECCML), ECCML blog v. 15.2.2024, https://www.eccml.net/eulistingactadopted/, zuletzt abgerufen

Gesamtpaket des Listing Acts, welches u.a. die Richtlinie über Mehrstimmrechtsaktien enthält, wurde am 8.10.2024 vom Rat förmlich angenommen.[36] Die Mitgliedstaaten sind verpflichtet, die Richtlinie bis zum 5.12.2026 in nationales Recht umzusetzen.[37] Ursprünglich war die Richtlinie auf KMU-Wachstumsmärkte beschränkt, nun umfasst sie alle multilateralen Handelssysteme, die für den Handel mit KMU-Aktien offen sind.[38] *Schmidt* vertritt die Auffassung, dass der Listing Act einige wichtige Neuerungen mit sich bringe, jedoch bedürfe es noch deutlich fundamentalerer Reformen, um die europäischen Kapitalmärkte tatsächlich attraktiver zu machen.[39]

C. Rechtliche Rahmenbedingungen – *de lege lata*

I. Mehrstimmrechtsaktien, §§ 12, 135a AktG n.F.

Das Stimmrecht von Aktionären wird in Deutschland in § 12 S. 1 AktG und § 134 I 1 AktG geregelt. Demnach begründet die Aktie als Mitgliedschaft die Grundlage des Stimmrechts, eines der Herrschafts- und Verwaltungsrechte des Aktionärs.[40] Nach § 134 I 1 AktG bemisst sich das Stimmrecht nach dem Nennbetrag oder bei Stückaktien nach der Zahl der Aktien.[41] In § 135a I 1 AktG wird bestimmt, dass in der Satzung Mehrstimmrechte vorgesehen werden können. Diese Norm beschränkt die Möglichkeit von Mehrstimmrechten jedoch auf Namensaktien.[42]

Nach § 12 II AktG a.F. waren bis zum 14.12.2023 Mehrstimmrechte unzulässig.[43] Dies änderte sich durch das ZuFinG, welches am 17.11.2023 vom Bundestag verabschiedet wurde und teilweise zum 15.12.2023 in Kraft trat, sodass nun nach § 12 S. 2 AktG n.F. bestimmt wird, dass Mehrstimmrechtsaktien zulässig sind, welche in § 135a AktG näher geregelt werden. Diese in §§ 12, 135a AktG n.F. geregelten Mehrstimmrechtsaktien können, sofern satzungsmäßig bestimmt, gewissen Mitgliedschaften konstitutiv stärkere Stimmkraft zukommen lassen als es der Beteiligung des Aktionärs am Kapital der Gesellschaft entspricht.[44] In diesem Fall spricht man von einem überproportionalen Stimmrecht.[45]

Grundlegend strebt der Gesetzgeber eine flexible Gestaltung der Mehrstimmrechte an, um den vielfältigen Anforderungen einzelner Unternehmen gerecht zu werden.[46] In Bezug auf den Kreis der Personen, die Inhaber von Mehrstimmrechtsaktien sein können, gibt es daher keine gesetzlichen Einschränkungen.[47]

Das Stimmrecht dieser Aktienform darf gemäß § 135a I 2 AktG dem zehnfachen des Stimmrechts aus § 134 I 1 AktG entsprechen. Das maximale Stimmverhältnis von 10:1 stellt sicher, dass die angestrebten Ziele der Einführung von Mehrstimmrechten erreicht werden können, während gleichzeitig das Stimmrecht nicht vollständig von der wirtschaftlichen Beteiligung entkoppelt wird.[48] Innerhalb dieser Grenze von 10:1 können Unternehmen mehrere Gattungen von Mehrstimmrechtsaktien mit verschiedenen Stimmrechtsverhältnissen (*multiple class shares*) schaffen.[49] Auch für die Anzahl der Mehrstimmrechtsaktien bzw. für das Verhältnis dieser zu den übrigen Aktien gibt es keine gesetzliche Begrenzung.[50] Es kann davon ausgegangen werden, dass i.d.R. eine Vinkulierung vorgenommen wird, bei der die Übertragung der Mehrstimmrechtsaktie gemäß § 68 II AktG an die Zustimmung der Gesellschaft gebunden ist.[51] Für den Fall, dass Mehrstimmrechte aufgehoben werden sollen, ist gemäß § 179 III AktG ein Sonderbeschluss erforderlich.[52]

---

am 13.6.2025.

36 Rat der Europäischen Union, Börsennotierungen in Europa: Rat nimmt Rechtsakt über die Börsennotierung an, Pressemitteilung v. 8.10.2024, https://www.consilium.europa.eu/de/press/press-releases/2024/10/08/listings-on-european-stock-exchanges-council-adopts-the-listing-act/, zuletzt abgerufen am 16.6.2025; *Huertas,* EU's final adoption of the Listing Act package, Blog PwC Legal Germany, https://legal.pwc.de/en/news/articles/eu-s-final-adoption-of-the-listing-act-package, zuletzt abgerufen am 16.6.2025.

37 Richtlinie (EU) 2024/2810 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23.10.2024 über Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien in Gesellschaften, die eine Zulassung ihrer Anteile zum Handel an einem multilateralen Handelssystem beantragen (Text von Bedeutung für den EWR), ABl. L, 2024/2810, 14.11.2024, S. 8; *Mewes,* Listing Act in Kraft getreten – EU plant Förderung von Börsengängen und verbesserte Rahmenbedingungen für öffentliche Kapitalmärkte, Blog Esche Schümann Commichau, https://www.esche.de/news-wissen/esche-blog/listing-act-in-kraft-getreten-eu-plant-foerderung-von-boersengaengen-und-verbesserte-rahmenbedingungen-fuer-oeffentliche-kapitalmaerkte, zuletzt abgerufen am 25.10.2025.

38 Richtlinie (EU) 2024/2810, S. 1 ff.; *Huertas* (Fn. 36).

39 *Schmidt* (Fn. 35); ähnlich sehen dies, allerdings noch kritischer *Zöllter-Petzoldt/Hampe,* EU Listing Act auf der Zielgeraden – Einigung auf Europäischer Ebene erzielt, Flick Gocke Schaumburg, FGS Blog v. 29.2.2024, https://www.fgs.de/news-and-insights/blog/detail/eu-listing-act-auf-der-zielgeraden-einigung-auf-europaeischer-ebene-erzielt, zuletzt abgerufen am 13.6.2025.

40 BeckOGK AktG/*Vatter,* 13.6.2025, § 12 Rn. 2; MüKoAktG/*Heider* (Fn. 22), § 12 Rn. 6.

41 *Grunewald/Müller,* Gesellschaftsrecht, 12. vollständig überarbeitete Auflage (2023), § 9 Rn. 127; *Windbichler/Bachmann* (Fn. 25), § 31 Rn. 46; *Raiser/Veil* (Fn. 25), § 16 Rn. 74; Grigoleit/*Herrler* (Fn. 8), § 134 Rn. 3.

42 *Koch* (Fn. 2), § 135a Rn. 3; Henssler/Strohn/*Liebscher,* AktG, 6. Auflage (2024), § 135a Rn. 3; *Lorenz* (Fn. 26), DStR 2024, 442 (444).

43 S. in Bezug zum alten Recht: *Windbichler/Bachmann* (Fn. 25), § 31 Rn. 47; *Grunewald/Müller* (Fn. 41), § 9 Rn. 127; *Saenger,* Gesellschaftsrecht, 6. Auflage (2023), Rn. 615; zu Möglichkeiten von Mehrstimmrechten bei der GmbH und ähnlichen Funktionsmöglichkeiten der KGaA *Herzog/Gebhard,* Unternehmensrecht im Koalitionsvertrag der 20. Legislaturperiode, GWR 2021, 445 (446); *Mock/Mohamed* (Fn. 23), NZG 2022, 1275 (1276).

44 MüKoAktG/*Heider* (Fn. 22), § 12 Rn. 39.

45 Ebd.

46 BT-Drucks. 20/8292 S. 111.

47 Ebd; *Koch* (Fn. 2), § 135a Rn. 3.

48 BT-Drucks. 20/8292 S. 111; Henssler/Strohn/*Liebscher* (Fn. 42), § 135a Rn. 6; *Koch* (Fn. 2), § 135a Rn. 4.

49 Vgl. BT-Drucks. 20/8292 S. 111.

50 *Koch* (Fn. 2), § 135a Rn. 4.

51 BT-Drucks. 20/8292 S. 111; *Koch* (Fn. 2), § 135a Rn. 3.

52 BT-Drucks. 20/8292 S. 112; Henssler/Strohn/*Liebscher* (Fn. 42), § 135a Rn. 8; *Koch* (Fn. 2), § 135a Rn. 6.

1. Einführung durch Satzung und Beschluss, § 135a I 1 und 3 AktG

Die erste Voraussetzung für Mehrstimmrechtsaktien nach § 135a I 1 AktG ist die Gestattung dieser in der Satzung.

Ihre Einführung durch einen Beschluss auf der Hauptversammlung setzt ein Einstimmigkeitserfordernis aller Aktionäre gemäß § 135a I 3 AktG voraus. Ausgenommen davon sind nur Aktionäre, die stimmrechtslose Vorzugsaktien halten, da diese nicht von einer Verschiebung des Stimmrechtsverhältnisses berührt wären.[53] Wenn die Mehrstimmrechtsaktien bereits in der Gründungssatzung vorgesehen sind, liegt die Einstimmigkeit vor.[54] Das Einstimmigkeitserfordernis führt faktisch dazu, dass bei börsennotierten Publikumsgesellschaften die nachträgliche Einführung von Mehrstimmrechtsaktien ausgeschlossen wird, da nach dem IPO die Zustimmung aller betroffenen Aktionäre nur schwer zu erreichen ist.[55] Dadurch soll vermieden werden, dass dieses Instrument dazu verwendet wird, bestehende Mehrheitsanteile zu festigen und den Erwerb der Kontrolle zu verbilligen.[56]

Bei nicht-börsennotierten Gesellschaften geht es im Wesentlichen um eine Lockerung der Satzungsstrenge, die durch eine Begrenzung auf das Zehnfache des Stimmrechts nach § 135a I 2 AktG und den Ausnahmen vom Mehrstimmrecht bei der Bestellung von Abschluss- und Sonderprüfer durch § 135a IV AktG lediglich in rudimentärem Maße vorhanden ist.[57]

2. Einführung durch Umwandlung, § 194 I Nr. 5 UmwG i.V.m. § 135a I AktG

Eigentümlichkeiten von besonderer Praxisrelevanz bestehen, wenn ein Wachstumsunternehmen als GmbH organisiert ist, Mehrstimmrechte im Gesellschaftsvertrag vorgesehen sind und dieses einen Formwechsel vor dem Börsengang anstrebt.[58] Ist das Unternehmen im Zuge eines geplanten Börsengangs in eine AG umzuwandeln, ermöglicht die Option des Formwechsels eine Kontinuität sowie den Erhalt der Mehrstimmrechte.[59] Eine Bedingung dafür ist, dass der Formwechselbeschluss gemäß § 194 I Nr. 5 UmwG eine Regelung zur Fortführung der bestehenden Mehrstimmrechte enthält, die mit den Vorgaben des § 135a I AktG vereinbar ist.[60] Ein solcher Beschluss erfordert gemäß § 241 II UmwG i.V.m. § 50 II UmwG u.a. dann die Zustimmung der betroffenen Gesellschafter[61], wenn Mehrstimmrechte nicht bereits vorhanden waren, sondern neu mit dem Formwechsel eingeführt werden.[62]

II. Mehrstimmrechte und genehmigtes Kapital, § 202 I 2 AktG

Die Ausgabe von Mehrstimmrechtsaktien im Wege des genehmigten Kapitals ist, wie es in § 202 I 2 AktG festgelegt ist, ausgeschlossen.[63] Daher bleibt laut *Florstedt* offen, wie man die Mehrstimmrechtsaktionäre vor Verwässerungen durch Kapitalmaßnahmen schützen könne.[64] Dagegen meint *Koch,* dass Verwässerungs- und Divestitionsklauseln bewusst beabsichtigt seien, um das Auseinanderklaffen von Kapitalbeteiligung und Stimmmacht auf ein Maß zu begrenzen, das noch zu ertragen sei.[65] Zwar lassen sich *Kochs* Argumente nachvollziehen und haben gewisse praktische Vorteile, überzeugender erscheint jedoch die Auffassung *Florstedts,* da Kapitalerhöhungen, die dem Unternehmenswachstum dienen, zugleich zu einer Verwässerung der Stimmrechte führen und damit einen Interessenkonflikt zwischen Wachstums- und Kontrollinteressen der Gründer begründen.

Ebenfalls fraglich sei, ob Mehrstimmrechtsaktionären ein Misch- oder Gattungsbezugsrecht zustehe, sollten diese einer Kapitalmaßnahme zustimmen.[66] § 186 I AktG regelt die Handhabung des Bezugsrechts nicht eindeutig, sollte es verschiedene Aktienklassen geben.[67] Auch bei einer Kapitalerhöhung sei eine Ausgabe von Mehrstimmrechten nur bei einem einstimmigen Beschluss i.S.v. § 135a I 3 AktG denkbar.[68] Daraus folge, dass mit jedem weiteren Wachstum des Unternehmens etappenweise automatisch eine Schrumpfung der Mehrstimmrechte einhergehe.[69] Dies könne zu Interessenskonflikten der Mehrstimmrechtsaktieninhaber (i.d.R. Gründer und Management) führen, was für das Unternehmen und die anderen Aktionäre gesamthaft nachteilig sein könne. Rechtsprechung und Lehre seien hier gefragt, um eine schlüssigere Lösung zu finden.[70]

---

53 BT-Drucks. 20/8292 S. 111; *Koch* (Fn. 2), § 135a Rn. 5; Henssler/Strohn/*Liebscher* (Fn. 42), § 135a Rn. 7.

54 BT-Drucks. 20/8292 S. 111.

55 BT-Drucks. 20/8292 S. 111; *Florstedt,* Das Zukunftsfinanzierungsgesetz – Börsenmantelgesellschaft und Mehrstimmrechtsaktie, NZG 2024, 139 (142); *Wolf,* Mehrstimmrechtsaktien – eine neue Perspektive für Familienunternehmen? RFamU 2024, 105 (107); der Sache nach gleich nur mit dem Fokus auf Unternehmen vor dem Börsengang formuliert Henssler/Strohn/*Liebscher* (Fn. 42), § 135a Rn. 3.

56 BT-Drucks. 20/8292 S. 111; *Florstedt* (Fn. 55), NZG 2024, 139 (142).

57 *Ceesay,* Die Wiedereinführung der Mehrstimmrechtsaktien: Nachbesserungsbedarf beim Regierungsentwurf des ZuFinG, Otto Schmidt – Blog Gesellschaftsrecht (GmbHR), https://blog.otto-schmidt.de/gesellschaftsrecht/2023/09/30/die-wiedereinfuehrung-der-mehrstimmrechtsaktien-nachbesserungsbedarf-beim-regierungsentwurf-des-zufing/, zuletzt abgerufen am 11.6.2025.

58 BT-Drucks. 20/8292 S. 112; *Koch* (Fn. 2), § 135a Rn. 7; *Wolf* (Fn. 8), S. 255 f.

59 *Koch* (Fn. 2), § 135a Rn. 7; BT-Drucks. 20/8292 S. 112.

60 *Koch* (Fn. 2), § 135a Rn. 7; BT-Drucks. 20/8292 S. 112.

61 *Koch* (Fn. 2), § 135a Rn. 7; *Wolf* (Fn. 8), S. 256 ff.; dies. (Fn. 55), RFamU 2024, 105 (107); BT-Drucks. 20/8292 S. 112.

62 Vgl. *Wolf* (Fn. 55), RFamU 2024, 105 (107); ausführlicher dazu dies., Mehrstimmrechtsaktien, S. 256 ff.

63 S. dazu auch *Florstedt* (Fn. 55), NZG 2024, 139 (142 f.); *Koch* (Fn. 2), § 135a Rn. 6.

64 *Florstedt* (Fn. 55), NZG 2024, 139 (143 f.).

65 *Koch* (Fn. 2), § 135a Rn. 15.

66 *Florstedt* (Fn. 55), NZG 2024, 139 (144).

67 Ebd.

68 Ebd.

69 Ebd.

70 Ebd.

III. Einfluss von Mehrstimmrechten auf Hauptversammlungsbeschlüsse, § 133 I AktG

Die Wirkungsmacht der Mehrstimmrechte bei jeder Hauptversammlungsbeschlussfassung ist grundsätzlich gegeben, mit Ausnahme der in § 135a IV AktG genannten Beschlussgegenstände (Bestellung Abschluss- und Sonderprüfer).[71] So unterliegen nach dem gesetzlichen Regelfall in § 133 I AktG bspw. die Wahlen zum Aufsichtsrat (§ 101 I AktG), die Verwendung des Bilanzgewinns (§ 174 AktG) oder das Votum zum Vergütungssystem und -bericht (sog. »*say on pay*«; § 120a AktG) der einfachen Stimmenmehrheit.[72]

Allerdings wird diese Wirkungsmacht durch die Anforderung einer doppelten Mehrheit im Aktiengesetz eingeschränkt, da sowohl eine Stimmenmehrheit als auch eine Kapitalmehrheit erforderlich sind.[73] Bei Beschlüssen, die mit einer Kapitalmehrheit getroffen werden müssen, werden Mehrstimmrechte wie zuvor nicht berücksichtigt.[74] Dies bedeutet, dass Mehrstimmrechte in verschiedenen Situationen außer Acht gelassen werden, wie etwa bei Satzungsänderungen (§ 179 II 1 AktG), Beschlüssen über Kapitalerhöhungen oder -herabsetzungen (§ 182 I 1 AktG, § 222 I 1 AktG) und bei der Schaffung von genehmigtem Kapital (§ 202 II 2 AktG).[75] In solchen Fällen genügt das Mehrstimmrecht allein nicht, um einen Beschluss zu erzwingen.[76] Einzig eine Verhinderungs- bzw. Blockadepolitik des Kapitalminderheits- und Mehrstimmrechtsaktionärs wäre hier denkbar, weil § 133 AktG vorschreibt, dass neben der Kapitalmehrheit ebenfalls die einfache Stimmenmehrheit vorliegen muss.[77]

IV. Verfallsklauseln (*Sunset Clauses*), § 135a II AktG

Das ZuFinG konzipiert in der börsennotierten Gesellschaft Mehrstimmrechte als eine personalisierte Übergangsstruktur für Wachstumsunternehmen.[78] Dies wird sowohl durch die Begründungen zum Erlöschen der Mehrstimmrechte im Falle der Aktienübertragung (*transfer-based Sunset Clause*) nach § 135a II 1 AktG als auch zu ihrer gesetzlichen Befristung (*time-based Sunset Clause*) nach § 135a II 2 AktG verdeutlicht.[79]

Für nicht-börsennotierte Gesellschaften gibt es keine obligatorischen Verfallsklauseln, jedoch kann dies freiwillig nach dem Vorbild des § 135a II 1 und 2 AktG bestimmt werden.[80]

1. *Transfer-based Sunset Clause, § 135a II 1 AktG*

Gemäß § 135a II 1 AktG erlöschen die Mehrstimmrechte von Aktien *ipso facto* mit deren Übertragung. Dabei ist eine breite Auslegung des Übertragungsbegriffs zu berücksichtigen, der auch Fälle der Einzel- oder Gesamtrechtsnachfolge (wie bspw. § 1922 BGB) einschließt.[81]

2. *Time-based Sunset Clause, § 135a II 2 AktG*

§ 135a II 2 AktG sieht vor, dass ein Verfall der Stimmrechte spätestens nach zehn Jahren nach Börsennotierung der Gesellschaft oder Einbeziehung der Aktien in den Handel im Freiverkehr, wenn die Satzung keine kürzere Frist vorsieht, zwangsläufig greift und die Mehrstimmrechte *ex post* erlöschen.

Eine einzige Ausnahme bildet hier der § 135a II 3 und 4 AktG. Diese Norm besagt, dass ein Beschluss über die Verlängerung frühestens ein Jahr vor Ablauf der Frist nach § 135a II 2 AktG gefasst werden darf, die ebenfalls in der Satzung vorgesehen sein muss, und bedarf einer Mehrheit, die mindestens drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals umfasst. Dies darf nur einmalig geschehen und lediglich um eine bestimmte Frist von bis zu zehn Jahren verlängert werden. Durch Satzungsregelungen kann nach § 135a II 5 AktG ebenfalls vorgeschrieben werden, dass ein höheres – aber kein geringeres – Mehrheitserfordernis vom Grundkapital erforderlich ist.[82] Ebenso können Unternehmen in der Satzung Anforderungen an die Ausgestaltung und Ausübung der Mehrstimmrechte, z.B. kürzere zeitliche Befristungen, selbst festlegen.[83]

Folglich sind dauerhafte Mehrstimmrechte bei börsennotierten Gesellschaften ausgeschlossen.[84] Eine Vergabe dieser Aktienform (bspw. als sog. *Loyalty Shares*) bleibe nur eine Option für nicht-börsennotierte Unternehmen.[85]

---

71 *Koch* (Fn. 2), § 135a Rn. 8; um sicherzustellen, dass Mehrstimmrechtsaktionäre keine Blockademöglichkeiten im Rahmen des Minderheiten- und Anlegerschutzes haben, ist es vorgesehen, dass sie bei der Bestellung des Abschlussprüfers gemäß § 119 I Nr. 5 AktG und bei der Bestellung des Sonderprüfers gemäß § 142 I AktG nur über einfache Stimmrechte verfügen, s. BT-Drucks. 20/8292 S. 114; Henssler/Strohn/*Liebscher* (Fn. 42), § 135a Rn. 16.

72 *Seidel* (Fn. 23), NZG 2023, 1205 (1210); für weitere Beispiele s. dort und bei *Koch* (Fn. 2), § 135a Rn. 8.

73 *Koch* (Fn. 2), § 135a Rn. 8.

74 BT-Drucks. 20/8292 S. 114; MüKoAktG/*Heider* (Fn. 22), § 12 Rn. 39; *Koch* (Fn. 2), § 135a Rn. 8; *Seidel* (Fn. 23), NZG 2023, 1205 (1210).

75 *Koch* (Fn. 2), § 135a Rn. 8; für weitere Beispiele s. dort und bei MüKoAktG/*Heider* (Fn. 22), § 12 Rn. 39 und *Seidel* (Fn. 23), NZG 2023, 1205 (1210).

76 *Koch* (Fn. 2), § 135a Rn. 8; *Wittig/Hummelmeier,* Back to the Future: Mehrstimmrechtsaktien nach dem Zukunftsfinanzierungsgesetz, WM 2024 Heft 8, 332 (339).

77 MüKoAktG/*Heider* (Fn. 22), § 12 Rn. 39; *Koch* (Fn. 2), § 135a Rn. 8; *Wittig* bezeichnet die Blockadepolitik auch als Vetoposition, s. dazu *Wittig/Hummelmeier* (Fn. 76), WM 2024 Heft 8, 332 (339).

78 *Ceesay* (Fn. 57).

79 BT-Drucks. 20/8292 S. 112 f.; *Ceesay* (Fn. 57).

80 BT-Drucks. 20/8292 S. 114; *Koch* (Fn. 2), § 135a Rn. 15.

81 BT-Drucks. 20/8292 S. 113; *Seidel* (Fn. 23), NZG 2023, 1205 (1210); *e contrario* zum deutschen Recht nimmt etwa das französische Recht Universalsukzessionen bewusst vom Verfall aus *Florstedt* (Fn. 55), NZG 2024, 139 (143).

82 *Seidel* (Fn. 23), NZG 2023, 1205 (1210).

83 Vgl. *Lorenz* (Fn. 26), DStR 2024, 442 (444); *Seidel* (Fn. 23), NZG 2023, 1205 (1210).

84 *Seidel* (Fn. 23), NZG 2023, 1205 (1210); Kritisch sehen die gesetzlich zwingenden Verfallsklauseln *Rubner/Leuering* (Fn. 25), NJW-Spezial 2024, 79 (80).

85 *Seidel* (Fn. 23), NZG 2023, 1205 (1210).

V. Passiver Kontrollerwerb durch Verfall der Mehrstimmrechte, §§ 35, 37 WpÜG

Wenn eine Sunset-Klausel greift, erlöschen die Mehrstimmrechte *ipso facto.* Dies kann potenziell zu einer Problematik im WpÜG führen. Wer gemäß § 35 I 1 WpÜG die Kontrolle über eine Zielgesellschaft erworben hat, ist dazu verpflichtet, dies unverzüglich zu veröffentlichen.[86] Außerdem ist er nach § 35 II 1 WpÜG dazu verpflichtet, den übrigen Aktionären ein Angebot auf Übernahme der Aktien zu unterbreiten.[87]

Dies könnte ein Problem für Aktionäre darstellen, die zuvor aufgrund der Mehrstimmrechte zwar eine gewisse Schwelle an der Kapital-, jedoch nicht an der Stimmmehrheit innehatten. Diesem potenziellen Problem eines möglichen Pflichtangebots schafft § 37 WpÜG i.V.m. § 9 WpÜG-Angebots-VO jedoch Abhilfe. Die Entwurfsbegründung des ZuFinG adressiert die spezifischen Auswirkungen des passiven Kontrollerwerbs infolge des Erlöschens von Mehrstimmrechtsaktien.[88] So heißt es dort: »Für einen betroffenen Aktionär ist in derartigen Fällen eine Befreiung von den übernahmerechtlichen Pflichten […] gemäß § 37 WpÜG i.V.m. § 9 Satz 1 Nr. 5 WpÜG-Angebots-VO möglich«.[89] Der Befreiungsgrund »Verringerung der Gesamtzahl der Stimmrechte an der Zielgesellschaft« aus § 9 1 Nr. 5 WpÜG-Angebots-VO umfasst auch die Verringerung durch das Erlöschen von Mehrstimmrechten.[90]

Diese Befreiung sei laut *Ceesay* jedoch regelmäßig nicht gerechtfertigt, da das Erlöschen der Mehrstimmrechte und der damit verbundene relative Stimmenzuwachs der einfach stimmberechtigten Aktionäre nach dem Gesetz erwartet wird.[91] Unsicherheiten bestünden lediglich hinsichtlich des Zeitpunkts.[92] *Ceesays* Ansicht überzeugt nur teilweise. Das Erlöschen der Mehrstimmrechte ist gesetzlich angelegt und daher im Grundsatz vorhersehbar, stellt also keine atypische Kontrollverschiebung dar. Eine pauschale Versagung der Befreiung nach § 37 WpÜG erscheint jedoch *contra legem* und teleologisch reduktiv, da sie den Zweck der Norm verfehlt, unverschuldete Kontrollerwerbe von der Angebotspflicht auszunehmen. In der Praxis kann der Eintritt einer Sunset-Klausel gleichwohl zu abrupten und schwer vorhersehbaren Stimmrechtsverschiebungen führen, insbesondere bei *transfer-based sunset-clauses.* Systematisch widerspräche eine derart restriktive Auslegung zudem der gesetzgeberischen Zielsetzung des ZuFinG, Mehrstimmrechtsstrukturen als Instrument der Wachstumsfinanzierung zu stärken. Praktisch würde sie Investoren einem kaum kalkulierbaren Übernahmerisiko aussetzen und damit die Attraktivität entsprechender Beteiligungen erheblich mindern.

D. Vorteile und Risiken von Mehrstimmrechtsaktien und ihre Auswirkungen auf die Corporate Governance

Die Vor- und die Nachteile von Mehrstimmrechtsaktien lassen sich jeweils unter drei Perspektiven betrachten: die Perspektive der Unternehmen, der Gründer und des Managements, die Perspektive der Investoren, vom Kleinanleger bis zum institutionellen Investor, und schließlich die Perspektive des Aktienmarktes und der Wirtschaft sowie weiterer Beteiligter insgesamt. Die Auswirkungen auf die Corporate Governance[93] sind in diese Darstellung integriert.

In Bezug auf die Vorteile ergeben sich u.a. folgende Aspekte: die Förderung von Innovationen und langfristigem Wachstum, die Flexibilität für die Unternehmensführung, Schutz vor feindlichen Übernahmen, Schutz vor dem Einfluss kurzfristiger Interessen, Kontinuität in der Unternehmensführung, Attraktivität für Gründer und Unternehmer, der Zugang zu wachstumsstarken Unternehmen für Investoren, der Schutz vor kurzfristiger Volatilität.

Die Nachteile, Risiken oder speziellen Probleme liegen u.a. in folgenden Aspekten: mangelnde Rechenschaftspflicht, Einschränkung bei der Kapitalbeschaffung, mangelnde Mitsprache und geringere Einflussmöglichkeiten für Investoren, das Risiko von Interessenskonflikten, begrenzte Exit-Optionen für Investoren, mangelnde Transparenz und Kommunikation, Verlust des Anlegervertrauens, verminderte Markttransparenz, erhöhte Volatilität, Wettbewerbsverzerrung, regulatorische Bedenken.

I. Rechtliche und ökonomische Vorteile von Mehrstimmrechtsaktien

1. Weg an die Börse, mehr Kontrolle für Gründer und langfristige strategische Ausrichtung

Der größte Vorteil und der Kern der Neuregelung von Mehrstimmrechtsaktien besteht darin, Start-ups und Wachstumsunternehmen den Weg an die Börse zu erleichtern, den sie bisher in Deutschland ggf. deshalb scheuten, weil mit dem Einstieg externer Investoren als neue Aktionäre mit Stimmrechten ein Verlust von Kontrolle für die Gründer und Ideengeber einherging.[94]

---

86 *Grunewald/Schlitt,* Einführung in das Kapitalmarktrecht, 4. vollständig überarbeitete Auflage (2020), S. 363; unverzüglich heißt spätestens innerhalb von sieben Kalendertagen *Emmerich/Habersack,* Konzernrecht, 12. völlig neu bearbeitete Auflage (2023), § 9a Rn. 28.

87 *Buck-Heeb* (Fn. 11), § 14 Rn. 1064; *Grunewald/Schlitt* (Fn. 86), S. 363 – zu Einzelheiten des Pflichtangebots s. *inter alia Buck-Heeb* (Fn. 11), § 14 Rn. 1064 ff. und *Emmerich/Habersack* (Fn. 86), §9a Rn. 28 ff.

88 BT-Drucks. 20/8292 S. 113; *Ceesay* (Fn. 57).

89 BT-Drucks. 20/8292 S. 113.

90 Ebd; *Koch* (Fn. 2), § 135a Rn. 14.

91 *Ceesay* (Fn. 57).

92 Ebd.

93 Vertieft zur Unternehmensführung, zum Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) und zur Veröffentlichungspflicht gemäß § 161 II AktG s. *Mülbert/Wilhelm,* Grundfragen des Deutschen Corporate Governance Kodex und der Entsprechenserklärung nach § 161 AktG, ZHR 176 (2012), 286 (286 ff.); *Saenger* (Fn. 43), Rn. 523 ff., 572; *Grunewald/Müller* (Fn. 41), § 9 Rn. 7.

94 *Wittig/Hummelmeier* (Fn. 76), WM 2024 Heft 8, 332 (332); zur Entflechtung von Wertpapierbesitz und Kontrolle als eine effiziente Form der wirtschaftlichen Organisationsform s. *Fama,* Agency Problems and the Theory of the Firm, Journal of Political Economy 88 1980, 288 (289 ff.); *Adams/Ferreira,* One Share-One Vote: The Empirical Evidence, Review of

I.d.R. finanzieren sich Wachstumsunternehmen zu Beginn über privates Risikokapital, also zunächst durch eigene Ressourcen und erst ab einer gewissen Größe durch Venture Capital (VC) und Private Equity (PE) Unternehmen.[95] Durch Mehrstimmrechtsaktien können Gründer und Ideengeber hingegen Einfluss und Kontrolle über die strategische Ausrichtung des Unternehmens behalten, es langfristig weiterentwickeln und gleichzeitig durch die Emission von Aktien an neue Investoren Eigenkapital aufnehmen.[96] Dies könnte auch die Gründung neuer Unternehmen fördern und die Unternehmeraktivität insgesamt ankurbeln. Ebenso kann die Stabilität und Kontinuität in der Unternehmensführung sich positiv auf die Unternehmensperformance auswirken.[97]

Dass diese Zwei-Klassen-Struktur es Unternehmen bzw. deren Gründern ermöglichen würde, sich stärker auf den langfristigen Erfolg und Wachstum sowie auf die Förderung von Innovation zu fokussieren, anstatt auf kurzfristige Renditen, auf die viele Aktionäre hoffen,[98] beschreibt auch das BMF als einen der Bausteine für einen stärkeren Kapitalmarkt in Deutschland und bezeichnet die Erleichterungen für Gründer dahingehend als zielführend, als sie trotz Kapitalaufnahme ihren Einfluss auf das Unternehmen behalten und so ihre Expertise umfassend einbringen können.[99] Ebenso werde dabei der Schutz der Investoren ohne Mehrstimmrechte gesichert.[100]

2. Abwehr von an kurzfristigen Gewinnen orientierten Investoren

Die Struktur von Mehrstimmrechtsaktien ermöglicht Unternehmern sich nicht mit potenziell kurzsichtigem Druck weniger informierter öffentlicher Investoren beschäftigen zu müssen, sondern stattdessen ihre Unternehmensvision verfolgen zu können.[101] Im Einklang mit dieser Ansicht zeigen *Jordan, Kim* und *Liu,* dass Unternehmen mit Mehrstimmrechtsaktien einem geringeren kurzlebigen Marktdruck ausgesetzt sind (z.B. haben sie weniger kurzfristige institutionelle Anleger).[102] Wie in der Fallstudie »Growth and Transition at Onex Corporation« der Ivey Business School dargelegt, können Unternehmensgründer ihre Unternehmen an die Börse bringen, aber dennoch jede Entscheidung so treffen, als ob sie davon ausgingen, das Unternehmen dauerhaft zu besitzen, was es ihnen ermöglicht, die Interessen von Gemeinschaften und anderen Stakeholdern, die eine Rolle für den Erfolg oder Misserfolg eines Unternehmens spielen, besser zu berücksichtigen.[103]

3. Schutz vor feindlichen Übernahmen (hostile takeover)

Mehrstimmrechtsaktien-Strukturen können Unternehmen auch vor aktivistischen Aktionären, Proxy Battles und feindlichen Übernahmen schützen.[104] So erfolgt laut der Studienlage von *Jordan, Kim* und *Liu* weniger Berichterstattung durch Analysten und es besteht eine geringere Wahrscheinlichkeit einer Übernahme.[105] Demnach hätte die Unternehmensführung von Canadian Pacific (CP) den Kampf gegen den Hedgefonds Pershing Square im Jahr 2012 nicht verloren, wenn das Unternehmen eine Zwei-Klassen-Aktienstruktur gehabt hätte.[106]

II. Rechtliche und ökonomische Risiken sowie potenzielle Probleme von Mehrstimmrechtsaktien

Nachteilhaft für Investoren ist vor allem die potenzielle Übervorteilung von Minderheitsaktionären durch die Vereinnahmung privater Kontrollvorteile.[107] Die Kluft zwischen Einfluss und Partizipation (kleiner Kapitalanteil der Aktionäre mit Mehrstimmrechten) wird als Hauptgrund für die erhöhten Risiken für Anleger betrachtet.[108] Darum sind institutionelle Anleger die einflussreichsten Kritiker von Mehrstimmrechtsaktien-Strukturen in Unternehmen, und üben weiterhin Druck gegen solche Arrangements aus.[109] So setzt sich der Rat der institutionellen Anleger CII bspw. für das Prinzip »one share – one vote« ein.[110] Im Jahr 2017

Finance 2008, Volume 12, Issue 1, 51 (52).

95 Vgl. *Wolf* (Fn. 8), S. 57 f.

96 BT-Drucks. 20/8292 S. 108 f.; *Wittig/Hummelmeier* (Fn. 76), WM 2024 Heft 8, 332 (332); *Chang* (Fn. 5); *Morck* et al., Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth, Journal of Economic Literature XLIII 2005, 657 (667); *Adams/Ferreira* (Fn. 94), Review of Finance 2008, Volume 12, Issue 1, 51 (52); *Oxera/Kaserer* (Fn. 30), S. 20.

97 Vgl. *Dallas,* Dual Class: Call for Views, ECGI Blog, https://www.ecgi.global/publications/blog/dual-class-call-for-views, zuletzt abgerufen am 11.6.2025.

98 S. *Chang* (Fn. 5); *Dallas* (Fn. 97); *Rowe/Sweeney,* Dual-Class Shares: Risks and Advantages, Ivey Business Journal, https://iveybusinessjournal.com/dual-class-shares-risks-and-advantages/, zuletzt abgerufen am 11.6.2025. Vgl. Bericht von *Mark Zuckerberg*, wonach Facebook (heute Meta) 2012, kurz nach dem Börsengang, unter starkem Druck stand, mobile Werbeeinnahmen zu steigern; die duale Aktienstruktur ermöglichte jedoch ausreichend Kapital bei gleichzeitiger Kontrolle, sodass *Zuckerberg* die Entwicklung eines verbesserten Nutzererlebnisses und eine langfristige Unternehmensausrichtung verfolgen konnte, s. dazu vertieft *Chang* (Fn. 5).

99 Vgl. Bundesministerium der Finanzen, Zukunft finanzieren, 17.11.2023, https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Schlaglichter/Start-ups/zukunftsfinanzierungsgesetz.html, zuletzt abgerufen am 11.6.2025.

100 Ebd.

101 *Cremers* et al. (Fn. 29), ECGI Finance Working Paper No. 550/2018, 1 (1 f.); *Dallas* (Fn. 97); s. ausführlicher zur Eindämmung von Short Termism *Beckmann* (Fn. 1), S. 152 ff.

102 *Jordan* et al., Growth opportunities, short-term market pressure, and dual-class share structure, Journal of Corporate Finance 41 2016, 304 (304); ebenso verweist *Cremers* et al. (Fn. 29), ECGI Finance Working Paper No. 550/2018, 1 (1 f.) auf die Ansicht von *Jordan, Kim* und *Liu*.

103 Vgl. *Rowe* et al., Growth and Transition at Onex Corporation (2016), S. 1 ff.; *Rowe/Sweeney* (Fn. 98). Dies nutzen *inter alia* Technologieunternehmen wie Zoom, Meta, Snap, Shopify und Alphabet, s. *Papadopoulos,* Dual-Class Shares: Governance Risks and Company Performance, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, https://corpgov.law.harvard.edu/2019/06/28/dual-class-shares-governance-risks-and-company-performance/, zuletzt abgerufen am 13.6.2025.

104 *Dallas* (Fn. 97); *Rowe/Sweeney* (Fn. 98).

105 *Jordan* et al. (Fn. 102), Journal of Corporate Finance 2016, 304 (304).

106 *Rowe/Sweeney* (Fn. 98).

107 *Oxera/Kaserer* (Fn. 30), S. 20.

108 *Florstedt* (Fn. 55), NZG 2024, 139 (143).

109 *Chang* (Fn. 5).

110 Ebd; ähnlich äußerte sich der deutsche Fondsbranchenverband BVI,

hat der CII maßgeblich dazu beigetragen, dass der S&P 500 und der Russell 2000 keine Unternehmen mit mehreren Aktiengattungen bzw. Mehrstimmrechtsaktien mehr in ihre Indizes aufnehmen.[111] Im Gegensatz dazu, tendieren mehr Unternehmen dazu, die Stimmrechte von Aktien, die an die Öffentlichkeit verkauft werden, zu reduzieren.[112] So führte Snap Inc. 2017 den ersten IPO durch, bei dem nur stimmrechtslose Aktien ausgegeben wurden.[113]

1. Interessenskonflikte

Mehrstimmrechtsaktien können in Bezug auf die Corporate Governance zu Vertretungsproblemen und Interessenskonflikten führen, wenn ein Mehrheitsaktionär eine geringe wirtschaftliche Beteiligung an dem von ihm kontrollierten Unternehmen hält.[114] So war dies bspw. im Fall Magna ein Problem.[115]

2. Ungleichbehandlung der Aktionäre

Die nicht stimmberechtigten oder nachrangig stimmberechtigten Aktien werden als eine minderwertige Klasse betrachtet, da die Eigentümer dieser Aktien von der Großzügigkeit der stimmberechtigten bzw. mehrstimmberechtigten Aktionäre abhängig sind, um das Beste für alle Aktionäre zu tun.[116] Dies könnte dazu führen, dass die Interessen der nachrangig stimmberechtigten Aktionäre nicht genügend berücksichtigt werden.

In dieser Hinsicht wird in Deutschland teilweise die Auffassung vertreten, dass Mehrstimmrechts- und Loyalitätsaktien den Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre verletzen, der besagt, dass Aktionäre »unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln« seien (§ 53a AktG).[117] *Beckmann* macht in diesem Zusammenhang darauf aufmerksam, dass diese formale Ungleichbehandlung bzw. die Geltung des aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatzes nur für Aktien innerhalb derselben Aktiengattung gelte.[118] Mehrstimmrechtsaktien würden i.d.R. jedoch in einer gesonderten Klasse geregelt.[119] Somit wird nach *Beckmann* nicht gegen den Grundsatz aus § 53a AktG verstoßen.[120] *Beckmanns* Ansicht ist formal überzeugend: § 53a AktG verlangt Gleichbehandlung nur »unter gleichen Voraussetzungen«. Dies bedeutet, dass der Grundsatz nicht automatisch auf alle Aktionäre einer Gesellschaft anwendbar ist, sondern nur auf solche, die in Bezug auf Stimmrechte, Dividendenansprüche und andere Rechte vergleichbare Voraussetzungen haben. Mehrstimmrechtsaktien unterscheiden sich gerade in diesen wesentlichen Voraussetzungen von Stammaktien und bilden eine eigene Klasse, sodass § 53a AktG formell nicht verletzt wird. Praktisch kann die unterschiedliche Behandlung dennoch zu wahrnehmbarer Ungleichbehandlung zwischen den Aktienklassen führen, da Mehrstimmrechtsaktien andere Rechte und Befugnisse als Stammaktien gewähren. Systematisch und teleologisch wahrt das Gesetz die Gleichbehandlung innerhalb einer Klasse, erlaubt aber unterschiedliche Gattungen; eine restriktive Ausweitung auf Mehrstimmrechtsaktien wäre *contra legem* und nicht sachgerecht.

3. Kontrolle als Nachteil: Ein Problem in der Unternehmensführung und Verschanzung (entrenchment)

Dass die konzentrierte Kontrolle in den Händen einiger weniger Aktionäre, i.d.R. Gründer bzw. Management, verbleibt[121], kann auch zu Problemen bei der Corporate Governance führen.[122] *Morck, Wolfenzon* und *Yeung* zeigen auf, dass die Probleme für die Unternehmensführung in solchen Fällen fatal sein können.[123] Diese reichen von verzerrten Investitionsentscheidungen auf der Mikroebene bis hin zu unterentwickelten Kapitalmärkten und einer Verlangsamung des Wachstums auf der Makroebene.[124]

Stulz vertritt die Auffassung, dass zu viel Kontrolle in den Händen von Managern auch deswegen nachteilig sei, weil sie zu einer Verschanzung (*entrenchment*) führen könne.[125] Eine Verschanzung liegt vor, wenn managerspezifische Investitionen dazu führen, dass das Management nicht oder nur unter unverhältnismäßig hohen Kosten ersetzt werden

s. *Groth,* Zukunftsfinanzierungsgesetz: Darum wittern Aktionärsschützer einen Angriff, WiWo v. 17.8.2023, https://www.wiwo.de/finanzen/boerse/zukunftsfinanzierungsgesetz-darum-wittern-aktionaersschuetzer-einen-angriff/29337556.html, zuletzt abgerufen am 11.6.2025.

111 *Chang* (Fn. 5).

112 *Battocletti* et al., Dual Class Shares in the Age of Common Ownership, ECGI Law Working Paper No. 628/2022, 1 (4); *Chang* (Fn. 5).

113 *Ritz,* Zur Vereinbarkeit von business judgment rule und stimmrechtslose Aktie, CCZ 2019, 112 (112); *Chang* (Fn. 5); mehr zur *Business Judgement Rule* und der Vereinbarkeit mit stimmrechtslosen Aktien bei *Ritz* (Fn. 113), CCZ 2019, 112 (112 ff.).

114 *Rowe/Sweeney* (Fn. 98).

115 *Frank Stronach,* der eine geringe Kapitalbeteiligung an Magna International hielt, wurde beschuldigt, eigenmächtige Investitionsentscheidungen zu treffen, die für die Inhaber der nachrangig stimmberechtigten Klasse-A-Aktien von Magna nachteilig waren, s. *Rowe/Sweeney* (Fn. 98); mehr zum Hintergrund im Fall Magna s. CBC News, Magna stands by dual-share deal, 16.6.2010, https://www.cbc.ca/news/business/magna-stands-by-dual-share-deal-1.970399, zuletzt abgerufen am 11.6.2025.

116 *Rowe/Sweeney* (Fn. 98).

117 *Beckmann* (Fn. 1), S. 300 f.; s. vertieft zum Gleichbehandlungsgebot *inter alia* dort und bei *Raiser/Veil* (Fn. 25), § 11 Rn. 58 ff., § 16 Rn. 76; *Grunewald/Müller* (Fn. 41), § 9 Rn. 46 ff.; *Saenger,* Rn. 557 ff.

118 *Beckmann* (Fn. 1), S. 301.

119 Ebd.

120 Ebd.

121 *Morck* et al. (Fn. 96), Journal of Economic Literature XLIII 2005, 657 (667); *Adams/Ferreira* (Fn. 94), Review of Finance 2008, Volume 12, Issue 1, 51 (52).

122 *Adams/Ferreira* (Fn. 94), Review of Finance 2008, Volume 12, Issue 1, 51 (52).

123 Vgl. *Morck* et al. (Fn. 96), Journal of Economic Literature XLIII 2005, 657 (657 ff.); *Adams/Ferreira* (Fn. 94), Review of Finance 2008, Volume 12, Issue 1, 51 (52).

124 *Adams/Ferreira* (Fn. 94), Review of Finance 2008, Volume 12, Issue 1, 51 (52); *Morck* et al. (Fn. 96), Journal of Economic Literature XLIII 2005, 657 (679, 694).

125 Vgl. *Stulz,* Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control, Journal of Financial Economics 20 1988, 25 (25 ff.); *Adams/Ferreira* (Fn. 94), Review of Finance 2008, Volume 12, Issue 1, 51 (52).

kann.[126] Die Analyse der Literatur überzeugt grundsätzlich: Die Konzentration von Kontrolle in den Händen weniger Gründer oder Manager birgt erhebliche Risiken für die Corporate Governance. Insbesondere die Gefahr der Verschanzung ist in der Praxis relevant, da sie die Flexibilität des Unternehmens einschränkt und ineffiziente Entscheidungen länger bestehen lässt. Gleichzeitig ist zu beachten, dass nicht jede Konzentration von Kontrolle automatisch problematisch ist; in jungen oder stark wachsenden Unternehmen kann konzentrierte Entscheidungsgewalt auch Wachstum und strategische Ausrichtung erleichtern, da es weniger Abstimmungsaufwand oder Kosten verursacht. Es sollte daher eine differenzierte Bewertung erfolgen: Die Risiken von Entschließungsmonopol und *Entrenchment* müssen gegen mögliche Vorteile konzentrierter Führung abgewogen werden.

4. Geschäfte mit nahestehenden Personen

Mehrstimmrechtsaktien-Strukturen erhöhen die Wahrscheinlichkeit, dass Unternehmen Transaktionen mit Dritten durchführen, die mit der Unternehmensführung verbunden sind.[127] Dies gilt insbesondere dann als ein erhöhtes Risiko, wenn starre Sunset-Klauseln (wie bspw. im ZuFinG festgelegt) greifen.[128] Für Inhaber von Mehrstimmrechten, die in Führungspositionen in einem Unternehmen tätig sind, wäre kurz vor dem Verfall ihrer Rechte ein besonderer Anreiz gesetzt, diese Rechte zu missbrauchen bzw. für Geschäfte zu nutzen, die ihnen dienlich sind, dem Unternehmen aber nachteilhaft.[129]

5. Disproportionale Eigentumsverhältnisse

Schließlich bleibt in Bezug auf die Risiken von Mehrstimmrechtsaktien die Frage offen, ob disproportionaler Besitz den Shareholder Value zerstöre.[130] *Adams* und *Ferreira* argumentieren, dass es zwar einige solide Belege dafür gebe, dies sich aber empirisch schwer nachweisen lasse.[131] Ebenso wird diskutiert, ob der weit verbreitete Einsatz von Mechanismen zur Entflechtung von Cashflow-Rechten und Stimmrechten die gesamtwirtschaftliche Kapitalallokation verzerre.[132] Laut *Adams* und *Ferreira* sei festzustellen, dass die Auswirkung von disproportionalen Eigentumsverhältnissen auf die Kapitalallokation abschließend nicht eindeutig zu klären sei.[133]

Folglich kann dieser Aspekt *prima facie* zurzeit nicht eindeutig als Risiko eingestuft werden. Um mehr Einsicht gewinnen zu können, muss die Entwicklung der Verwendung von Mehrstimmrechtsaktien aus rechtlicher und ökonomischer Sicht weiterhin beobachtet und nach einem gewissen Zeitraum (z.B. zehn Jahre) erneut evaluiert werden.[134]

E. Fazit und Ausblick

Zusammenfassend lässt sich zunächst feststellen, dass das ZuFinG mit der Wiedereinführung der Mehrstimmrechtsaktie eine rechtssystematische Inkonsequenz beseitigt und Kohärenz zwischen dem Proportionalitätsprinzip und dem Anlegerschutz schafft. Wenn man das Proportionalitätsprinzip und den Anlegerschutz ernst nimmt, dann überzeugt es auch aus rechtsdogmatischer Sicht nicht, stimmrechtslose Vorzugsaktien zuzulassen, aber Mehrstimmrechtsaktien aufgrund des Verstoßes gegen das Proportionalitätsprinzip zu verbieten. Ebenso bietet in Deutschland schon die KGaA eine ähnliche Funktion wie Mehrstimmrechte bzw. eine Umgehungsmöglichkeit, um die faktische Kontrolle über das Unternehmen trotz eines Börsengangs und eines »one share – one vote«-Prinzips zu behalten. Dieser Widerspruch ist nun beseitigt.

Im Hinblick auf das Ziel, das deutsche Aktienrecht international anschlussfähig zu machen, ist man mit dem ZuFinG einen Schritt weitergekommen und hat sich dem Aktienrecht sehr vieler anderer Staaten angenähert. Dies ist jedoch nicht umfassend, wie nachstehende Aspekte zeigen.

---

126 *Wald,* Corporate Governance als Erfolsfaktor?, IndBez 16 2009, 67 (73); *Rowe/Sweeney* (Fn. 98). Vgl. etwa zur praktischen Ausgestaltung von Mehrstimmrechtsstrukturen im nordamerikanischen Raum: Onex Corp. (Kanada), wo Gründer und CEO *Gerry Schwartz* aufgrund besonderer Stimmrechtsgestaltung rund 60 % der Stimmen und der Wahlrechte im Vorstand kontrolliert; ähnlich der Fall Rogers Communications Inc. (RCI), in dem der Superior Court of British Columbia (2021) bestätigte, dass *Edward Rogers* als Vorsitzender des Rogers Control Trust zur Bestellung der Verwaltungsratsmitglieder (*Member of the Board of Directors*) berechtigt ist, was ihm faktisch die Kontrolle über das Management einräumte, dazu für mehr Details zum Fall Onex s. *Rowe* et al. (Fn. 103), S. 1 ff.

127 *Rowe/Sweeney* (Fn. 98).

128 *Florstedt* (Fn. 55), NZG 2024, 139 (143).

129 Vgl. *Florstedt* (Fn. 55), NZG 2024, 139 (143); zu Geschäften mit nahestehenden Personen s. §§ 111a bis c AktG.

130 *Adams/Ferreira* (Fn. 94), Review of Finance 2008, Volume 12, Issue 1, 51 (53).

131 Ebd.

132 Ebd; *Adams* und *Ferreira* beziehen sich hierbei insbesondere auf *Morck* et al. (Fn. 96), Journal of Economic Literature XLIII 2005, 657 (688 ff.).

133 *Adams/Ferreira* (Fn. 94), Review of Finance 2008, Volume 12, Issue 1, 51 (53); vertieft beschäftigt sich dazu *Morck* et al. (Fn. 96), Journal of Economic Literature XLIII 2005, 657 (688 ff.) und *Khanna/Yafeh,* Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites?, Journal of Economic Literature XLV 2007, 331 (331 ff.).

134 Eigene Einschätzung in Anlehnung an empirische Befunde aus den USA. *Cremers* et al. (Fn. 29), ECGI Finance Working Paper No. 550/2018, 1 (2, 32), zeigen, dass der anfängliche Bewertungsvorteil dualer Aktienstrukturen im Durchschnitt etwa sieben bis neun Jahre nach dem IPO abnimmt. *Kim/Michaely,* Sticking around Too Long? Dynamics of the Benefits of Dual-Class Voting, ECGI Finance Working Paper No. 590/2019, 1 (1 ff., 32), zeigen auf Basis eines Datensatzes zu Stimmrechten von 1971 bis 2015, dass junge Dual-Class-Unternehmen mit einem Aufschlag gehandelt werden und mindestens ebenso effizient arbeiten wie Ein-Klassen-Unternehmen. Mit zunehmender Reife sinkt jedoch ihre Bewertung, und sie werden weniger effizient in Bezug auf Margen, Innovation und Produktivität. Die Autoren unterscheiden zwischen »jungen« (unter zwölf Jahren) und »reifen« (ab zwölf Jahren) Unternehmen und stellen fest, dass letztere im Vergleich zu Ein-Klassen-Strukturen einen rund zehnprozentig höheren Bewertungsrückgang aufweisen. Ein Evaluationszeitraum von rund zehn Jahren erscheint daher *ex ante* als sachgerechter Mittelwert dieser empirischen Bandbreite; *ex post* erlaubt er zudem eine valide Überprüfung der Hypothese über den Abklingeffekt dualer Strukturen.

Eine Motivation für die Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien war die Stärkung der deutschen Wirtschaft und ihre Attraktivität für ausländische Investoren. Insbesondere für KMUs und Start-ups sollten die Finanzierungsmöglichkeiten bei Beibehaltung der Kontrolle verbessert werden. Das ist teilweise gelungen. Die Finanzierungsbedingungen haben sich verbessert, wenn auch nicht so, wie es wünschenswert wäre. Hier wird das ZuFinG als zu zurückhaltend betrachtet.

Die obligatorischen Sunset-Klauseln sind bei den Neuregelungen der wohl kontroverseste Punkt, da sie den praktischen Anwendungsbereich der Wiedereinführung erheblich einschränken; *in concreto* trifft dies KMUs und Familienunternehmen besonders disproportional. Man kann dies aus zweierlei Perspektiven betrachten. Einerseits dienen sie dem Anlegerschutz und sind positiv zu bewerten. Andererseits bieten sie Unternehmen nur eine bedingt langfristige Kontrolle in der Praxis von höchstens zehn Jahren nach dem IPO, was negativ für Gründer und Unternehmer ist.

Die obligatorischen Sunset-Klauseln mögen *in casu* für Start-ups, insb. für »*Unicorns*«, nicht allzu problematisch sein, da Gründer i.d.R. auch bisher ohnehin eine Exit- bzw. Buy-Out-Strategie etwa durch VCs oder PEs anstrebten und sie dies nun ebenso als weitere Option auch über die Börse tun können.

KMUs hingegen, vor allem der in Deutschland so oft genannte »starke Mittelstand«, der aus familiengeführten Unternehmen über Generationen hinweg besteht, werden nicht adäquat in den Blick genommen. Es ist zwar positiv, dass die Formumwandlung nach dem Umwandlungsgesetz von einer GmbH in eine AG unkompliziert erfolgen kann, ohne dass bereits bestehende Mehrstimmrechte verloren gehen, jedoch nützt dies wenig, wenn aufgrund der starren Verfallsklauseln die Mehrstimmrechte erlöschen. Somit bleibt den KMUs als einzige langfristige neue Option durch das ZuFinG eine nicht-börsennotierte AG zu werden und diesen Status beizubehalten. Fraglich ist hierbei, inwiefern dies für den Zuwachs von neuen Investoren und Eigenkapital im Vergleich zur GmbH einen Vorteil darstellt. Daher bleibt es zu hinterfragen, inwiefern dies den deutschen Kapitalmarkt und dessen Attraktivität, auch im internationalen Vergleich, fördern kann.

Die Zukunft wird erweisen, ob diese Wiedereinführung mit ihrer konkreten Ausgestaltung geeignet ist, die Ziele des Gesetzes *de lege lata* zu erreichen, nämlich die Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Kapitalmarkts, oder ob der Gesetzgeber *de lege ferenda* nachjustieren muss. Angesichts der zunehmenden Bedeutung von (Digital-)Start-Ups, ihrer höheren Fluktuation und ihres wachsenden Beitrags zum Wirtschaftsstandort, erscheint es nachvollziehbar, dass das bisherige Verbot von Mehrstimmrechtsaktien unter den veränderten wirtschaftlichen Bedingungen angepasst werden musste. Inwiefern die Rechtslage *de lege lata* ausreicht, um junge Digital-Start-Ups anzuziehen, bleibt abzuwarten. Daneben spielen weitere Standortfaktoren eine Rolle, wie etwa internationale Wettbewerbsbedingungen, steuerliche und andere regulatorische Rahmenbedingungen, die Verfügbarkeit von Wagniskapital und die Ausgestaltung einer innovations- und gründungsfreundlichen Unternehmenskultur. Ergänzend lassen sich aus Innovationszentren wie dem Silicon Valley *Best Practices* für eine erfolgreiche Standortgestaltung gewinnen. Dies ist der erste Evaluierungsaspekt.

Ein zweiter Aspekt liegt darin zu erforschen, ob Mehrstimmrechtsaktien die Anlegerrechte schwächen und das Vertrauen von Anlegern oder Investoren untergraben.

Ein dritter Aspekt betrifft die Gefahr für den Shareholder Value. In Zukunft wird zu klären sein, wie sich Mehrstimmrechtsaktien auf die Stärke des Shareholder Values auswirken. Hier liegt ein Desiderat der empirischen Forschung innerhalb der Wirtschaftswissenschaften.