

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	23
Einführung – Förderung des deutschen Kapitalmarkts	31
I. Problemaufriss	31
II. Forschungsbedarf: Die Debatte um Mehrstimmrechte	36
III. Gang der Untersuchung: Ratio, Geschichte und Regulierung des Mehrstimmrechts	38
IV. Methodischer Ansatz der Untersuchung: Rechtsvergleichung	39
V. Untersuchungsgegenstand	41
1. Mehrstimmrechtsaktie bzw. Dual-Class Shares	41
2. Mehrstimmrechte für die <i>börsennotierte</i> Gesellschaft	43
3. Abgrenzung von Loyalitätsaktien und Höchststimmrechten	43
Erster Teil: Ratio von Mehrstimmrechten	45
§ 1 Gesellschaftsrechtliche Relevanz des Mehrstimmrechts	46
I. Einflussmacht von Mehrstimmrechten im aktienrechtlichen System	46
1. Stimmenmehrheit in der Hauptversammlung	47
2. Personalkompetenz des Mehrstimmrechtsaktionärs	48
a) Wahl des Aufsichtsrats	48
b) Abberufung des Aufsichtsrats	49
c) (Indirekte) Einflussnahme auf den Vorstand	50
II. Rechtsvergleichende Relevanz des Mehrstimmrechts	51
1. Das (Mehr-)Stimmrecht in der Delaware Corporation	52
a) Die Bedeutung des Gesellschaftsrechts Delawares in den USA	52
b) Personalkompetenz durch Dual-Class Shares	53
2. Zwischenergebnis: Sicherung der Personalkompetenz durch Mehrstimmrechte	54

§ 2 Interessenabwägung bei Mehrstimmrechten: Die verschiedenen Perspektiven	56
I. Die Verwirklichung der spezifischen Gründervision	56
1. Ökonomische Grundlagen des Mehrstimmrechts	57
a) Das growth vs. control Dilemma	57
b) Risikoaffineres Agieren aufgrund von risk sharing	61
2. Spezifische Visionsverwirklichung der Visionäre	63
3. Praktische Beispiele visionärer Gründer	65
II. Die verschiedenen Interessen der Investoren	68
1. Vor dem Börsengang beteiligte Akteure	69
a) Ablauf von Start-up-Finanzierungen: Venture Capital	69
b) Ziele von Risikokapitalgebern	71
c) Abwägungsprozess vor dem Börsengang	72
aa) Auslese vor dem Börsengang	73
bb) Abhängigkeit von der Verhandlungsmacht der Beteiligten	75
2. Spezifische Erwägungen der einzelnen Aktionärsgruppen	76
a) Kleinanleger	77
aa) Stärkung der Apathie der Kleinanleger durch Mehrstimmrechte?	78
bb) Investition in den Gründer/ Mehrstimmrechtsinhaber	79
cc) Eröffnung der Investitionsmöglichkeit	80
dd) Investitionsziele von Kleinanlegern und Mehrstimmrechte	81
b) Institutionelle Investoren	82
aa) Passive Investoren, ETFs, Indexanbieter: Stimmrechtseinfluss und Lenkungsfunktion	84
(1) Einseitiger Governance Ansatz	84
(2) Einflussnahme durch Richtlinien-Steuerung	86
(3) Investitionsziele von passiven Anlegern	87
bb) Stimmrechtsberater: einheitlicher Governance-Ansatz	88
cc) Aktive/aktivistische Investoren	90
(1) Das Geschäftsmodell aktiver/aktivistischer Investoren	90

(2) Einflussnahme bei Mehrstimmrechtsunternehmen	91
3. Interessenübergreifende Bedeutung des Mehrstimmrechts für die Aktionäre	94
a) Bindung und Motivation des Gründers und der Mitarbeiter nach dem Börsengang	94
b) Die Bemessung des Werts des Mehrstimmrechtsinhabers	97
aa) Die Wertrechnung bei Mehrstimmrechtsunternehmen	97
bb) Investition auf Grundlage von informierter Anlegerentscheidung	99
cc) Auswirkung bei passiven Anlageprodukten	100
III. Weitere Interessengruppen und Erwägungen	101
1. Stärkung des Börsenstandorts Deutschland	101
a) Allgemein zum Wettbewerb der Rechtsordnungen/ Börsen	102
b) Kontrollsicherung als Lockmittel	103
c) Standortstärke und Innovationen	108
2. Deutscher bzw. europäischer Standard der Mehrstimmrechtsregulierung	110
3. Vorstand und Mehrstimmrechtsaktionär	112
IV. Wirkung von Dual-Class IPOs auf die Emmittenten	112
1. Überforderung des Unternehmens durch verfrühten Börsengang	112
2. Geringere Kapitalaufnahme aufgrund niedrigerer Bewertung?	113
3. Amortisierung der Mitarbeiterbeteiligungen durch Mehrstimmrechte	114
V. Interessenabwägung und Schlussfolgerung: Legalisierung der Mehrstimmrechte	115
1. Die verschiedenen Interessen	115
2. Zwischen Vertragsfreiheit und Satzungsstrenge: standardisiertes Mehrstimmrechtsprodukt	117
§ 3 Mehrstimmrechte und Principal-Agent-Beziehungen	119
I. Theoretische Grundlagen von Principal-Agent-Beziehungen	119

II. Abweichung vom One-share-one-vote-Prinzip und Auswirkung auf die Agency-Beziehungen	120
1. Aushebelung des effizienten Markts für Unternehmensübernahmen?	122
a) Der Markt für Unternehmensübernahmen	122
b) Die Wirkung des Mehrstimmrechts	124
c) Relativierung: Übernahmen von Mehrstimmrechtsunternehmen	124
2. Erhöhte Missbrauchsgefahr durch Mehrstimmrechte?	128
a) Geldwerte Vorteile	130
aa) Erhöhte Vorstandsvergütung?	130
bb) Related-Party Transactions	131
cc) Kapitalausbeutung und Empire Building	133
dd) Informationsvorteile des Mehrstimmrechtsaktionärs?	134
b) Nichtgeldwerte Vorteile	135
c) Missbräuche als Gefahr für die Marktintegrität?	136
3. Begrenzter Missbrauch durch Mehrstimmrechtsinhaber: Interesse an positivem Kursverlauf	137
a) Weiterer Kapitalbedarf	137
b) Mitarbeiterbeteiligung als Motivation für einen positiven Kursverlauf	138
c) Gründer als <i>Good Leaver</i>	138
4. Unabdingbarkeit des Kapitalprinzips im deutschen Aktienrecht?	139
III. Gegenläufige Kosten: <i>Principal-Kosten</i>	141
1. Kompetenz-Kosten (competence costs)	142
a) Mehrstimmrechte und innovatives Geschäftsmodell	142
b) Mehrstimmrechte und langfristige Unternehmensstrategie	145
aa) Schutz vor kurzfristigen Belangen aktivistischer Investoren	145
(1) Theoretische Grundlagen von Short-termism	145
(2) Wirkung des Mehrstimmrechts	149
bb) Schutz vor feindlichen Übernahmen	151
2. Konflikt-Kosten (conflict costs)	153
IV. Zusammenfassende Abwägung	155

§ 4 Mangelnde Alternativen de lege lata im deutschen Recht	158
I. Kein Börsengang – stattdessen <i>trade sale</i> ?	158
II. Alternativen bei börsennotierten Unternehmen?	160
1. Kapitalmehrheit als Alternative zu Mehrstimmrechten?	160
2. Vorzugsaktien ohne Stimmrecht	162
a) Wirkungsweise	162
b) Nachteile für Start-ups	163
aa) Maximal 50 % des Grundkapitals	163
bb) Wiederaufleben des Stimmrechts	164
cc) Berechnung für den DAX	164
dd) Bewertung am Markt	165
3. KGaA	166
a) Wirkungsweise	167
b) Nachteile für Start-ups	168
aa) Komplexität und Beratungskosten	168
bb) KGaA und VC?	169
c) Zwischenergebnis	170
4. Weitere aktienrechtliche Instrumente	170
a) Höchststimmrecht	170
b) Entsendungsrecht	171
c) Vinkulierte Namensaktien	172
5. Konzipierte Instrumente	173
a) Stimmbindungsvertrag	173
b) Empty voting	174
c) Pyramidenstrukturen	175
d) Cross ownership	175
6. Finanzierungstechnische Mechanismen	176
a) Recurring revenue financing	176
b) Optionsprogramme	176
III. Zwischenergebnis	177
§ 5 Empirische Analyse	178
I. Ereignisbasierte Studien	178
1. Hintergründe: Ereignis der Rekapitalisierung	178
2. Konkrete Studien	179
3. Bewertung: Abhängigkeit vom Untersuchungsgegenstand	180

II.	Wertbasierte Studien	181
1.	Hintergründe: Wert von Dual-Class Unternehmen	181
2.	Konkrete Studien	181
3.	Bewertung: heterogene Ergebnisse	185
III.	Performancestudien	185
1.	Hintergründe: Unternehmensperformance von Dual-Class Unternehmen	185
2.	Konkrete Studien	186
3.	Bewertung: positive Wirkung für gründergeführte Start-Ups	191
IV.	Zwischenergebnis	191
Zweiter Teil: Die historische Entwicklung von Mehrstimmrechten		193
§ 6 Mehrstimmrechte in Deutschland und den USA im Wandel der Zeit		193
I.	Erste deutsche und US-amerikanische Kodifikationen und Mehrstimmrechte	194
1.	Dispositive Regelung der Mehrstimmrechte im Allgemeinen deutschen Handelsgesetzbuch (ADHGB) von 1870	194
2.	Amerikanische Kodifizierungen bis zum Beginn des 20. Jahrhunderts	194
3.	Ausnahmsloses Verbot der Mehrstimmrechte in Deutschland durch Reformgesetz 1884	196
4.	Erneute Reform: Mehrstimmrechte im HGB von 1897	197
5.	Die 1920er Jahre als Hochphase verschiedener Aktiengattungen	198
a)	(Mehrstimmrechts-)Inflation in Deutschland	198
aa)	Zulässigkeit der Mehrstimmrechte und Einschränkung durch das Reichsgericht	199
bb)	Reaktion der Rechtsliteratur	201
cc)	Reaktion der Börsen	202
dd)	Zögerliche Reaktion des Gesetzgebers	202
b)	Stimmrechtslose Aktienflut in den USA	203
II.	Reformbewegungen und Reformen	205
1.	Die Aktienrechtsentwürfe Anfang der 1930er Jahre	205
2.	Das Aktiengesetz von 1937 und das grundsätzliche Verbot der Mehrstimmrechte	207

3. Statuierung des Verbots von stimmrechtslosen Aktienstrukturen 1940 durch die NYSE	208
4. Weitere Einschränkung in Deutschland durch die Aktienrechtsreform 1965	208
III. Mehrstimmrechte in Europa und Deutschland im späten 20. und zu Beginn des 21. Jahrhunderts	209
1. Mehrstimmrechte im europäischen Gesellschaftsrecht	209
2. Das Verbot des Mehrstimmrechts durch das KontraG von 1998	211
3. Strenge Konstatierung des One-share-one-vote-Grundsatzes in Europa?	213
a) Mehrstimmrechte und europäisches Übernahmerecht	213
b) Aktionärsrechte-RL, Gesellschaftsrechte-RL und europäische Studien	215
c) EMCA: European Model Company Act und Mehrstimmrechte	216
IV. Mehrstimmrechte in den USA: von Übernahmewellen bis zu den Tech-Konzernen	217
1. Seichter Aufwind für zweiklassige Listungen	217
2. Die Übernahmeflut der 1980er Jahre	218
a) Mehrstimmrechte als Abwehrinstrument	218
b) Börsen- und aufsichtsrechtliche Reaktionen	218
3. Dual-Class Welle in den USA mit Beginn eines neuen Jahrtausends	220
a) Der Trendsetter Google	221
b) Versuche der Begrenzung von Dual-Class durch die SEC	222
V. Bestrebungen zur Wiedereinführung von Mehrstimmrechten in Europa und Deutschland	224
1. Der EU Listing Act	224
a) Die Entwicklung zur Mehrstimmrechts-RL	224
b) Regelungsinhalt: harmonisierte Mehrstimmrechte	224
2. Das deutsche Zukunftsfinanzierungsgesetz	226
VI. Zusammenfassender Rechtsvergleich	227

Dritter Teil: Interessenkonvergenz durch Regulierung – Mehrstimmrechte in den USA und in Deutschland	229
§ 7 Gesellschaftsrechtliche Einführung und Ausübung von Mehrstimmrechten im Gesellschaftsrecht Delawares	230
I. Zulässigkeit von Dual-Class Strukturen	230
II. Voraussetzungen der Einführung von Dual-Class	232
1. Einführung vor dem Börsengang durch Änderung des Gesellschaftsvertrages	233
2. Standard of judicial review bei der Einführung von Dual- Class	234
a) Die business judgment rule, enhanced scrutiny und der entire-fairness test	235
b) Fälle vor dem MFW-Standard	237
c) Das MFW-Regime und die konkreten Voraussetzungen	237
aa) Die Anwendung des MFW-Regimes bei der Einführung von Dual-Class	238
bb) Ablauf und Wirkung in der Praxis	239
3. Stimmrechtsausübung bei Dual-Class Unternehmen	241
a) Weitere stimmrechtliche Kompetenzen der Shareholder	242
b) Der kontrollierende Aktionär und seine Pflichten	243
aa) Transaktionen mit Beteiligung des Mehrstimmrechtsaktionärs	244
bb) Strukturänderungen der Mehrstimmrechtsstruktur	245
c) Kritik und Bewertung der Anwendung des MFW- Regimes	246
III. Zwischenergebnis	247
§ 8 Interessengerechte Mehrstimmrechtsregulierung in Deutschland	248
I. Charakter und Ort der Mehrstimmrechtsregulierung	249
1. Zwingende, dispositive und privatautonome Regelungen	249
2. Regelungsort von Mehrstimmrechten	251
a) Einheitliche Regelung im AktG	251
b) Systematische Einordnung in § 135a Abs. 1 bis 4 AktG-E	252

II. Einführung, Veränderung und Erlöschen von Mehrstimmrechten	253
1. Einführungsmodalitäten und -prozess von Mehrstimmrechten	253
a) Grundlagen der Einführung	254
b) Einführung mit Gründung der Gesellschaft	254
c) Einführung mit Formwechsel	255
aa) Praktische Relevanz	255
bb) Einführungsvoraussetzungen: Zustimmung der benachteiligten Gesellschafter	256
cc) Vergleich zur Ausgangslage in den USA	258
d) Einführung bei bereits bestehender Aktiengesellschaft	258
aa) Modalitäten der Einführung	259
bb) Grundlegende formelle Voraussetzungen und Mehrheiten	259
cc) Zusätzliches Zustimmungserfordernis	260
(1) Die Regelung des § 135a Abs. 1 S. 3 AktG-E und dogmatische Einordnung	260
(2) Zustimmungserfordernis nach dem Gleichbehandlungsgrundsatz	262
(a) Kein Zustimmungserfordernis?	263
(b) Analoge Anwendung des § 179 Abs. 3 AktG?	263
(c) Zustimmung der benachteiligten Aktionäre	265
(3) Keine gesonderte Zustimmung bei Mehrstimmrechten für alle Aktionäre	265
(4) Besonderheiten bei Nennung in der Gründungssatzung?	266
(5) Zusammenfassende Kritik an der Regelung des ZuFinG	267
dd) Rechtsfolge bei fehlender Zustimmung	268
e) Verpflichtende Implementierung vor dem Börsengang	270
aa) Sinn und Zweck: Schutz der Anlageentscheidung	270
bb) Rechtsvergleich: Keine Mehrstimmrechte nach Listung	271
cc) Richtlinienvorschlag EU-Kommission: Einführung vor dem Börsengang	273
dd) Deutsche Regulierung, Kritik und Vorschlag: Einführung vor dem Börsengang	273

2. Strukturänderungen bei bestehenden Mehrstimmrechten	275
a) Sonderbeschluss und explizite Zustimmung bei Erhöhung des Mehrstimmrechts	275
b) Kapitalerhöhung bei Mehrstimmrechtsunternehmen	276
3. Erlöschen des Mehrstimmrechts	277
a) Grundlagen des Erlöschens	277
b) Entschädigung des Mehrstimmrechtsaktionärs?	277
c) Das Erlöschen von Mehrstimmrechten und übernahmerechtliche Folgen	278
4. Das Verhältnis zur europäischen Regelung	281
5. Zwischenergebnis	282
III. Mehrstimmrechte im aktienrechtlichen System der Corporate Governance	282
1. Das Verhältnis von Aufsichtsrat und Vorstand im Mehrstimmrechtsunternehmen	283
a) Pflichtenbindung von Vorstand und Aufsichtsrat	286
b) Durchsetzung im Mehrstimmrechtsunternehmen	287
2. Kontrolle und Minderheitenschutz durch und für die Aktionäre	289
a) Kapitalmehrheitsbedürftige Beschlüsse	290
aa) Satzungsänderungen	292
bb) Kapitalmaßnahmen	292
cc) Weitere Kapitalmehrheitsbedürftige Beschlüsse	294
dd) Zwischenergebnis	295
ee) Besonderheiten für die SE?	296
(1) Mehrstimmrechte in der SE	296
(2) Die Kapitalmehrheit in der SE	297
ff) Das Verhältnis zur europäischen Regelung	299
b) Treuepflichten des Mehrstimmrechtsaktionärs	300
aa) Ratio der Treuepflicht	301
bb) Bedeutung für den Mehrstimmrechtsaktionär	301
cc) Rechtsfolgen treuwidriger Stimmen	304
c) Weiterer Minderheitenschutz im Aktienrecht: Shareholder Activism	304
aa) Aktienrechtliche Minderheitsinstrumente im Mehrstimmrechtskontext	305
bb) Praktische Relevanz	310

cc) Stärkung der Minderheitenrechte im Mehrstimmrechtskontext <i>de lege ferenda</i>	311
dd) Erhöhung des Schutzniveaus nach dem Regierungsentwurf	314
ee) Besondere Einschränkung bei Beschlüssen mit Auswirkung auf ESG-Belange?	315
IV. Wiedereinführung von Mehrstimmrechten in Deutschland und Verhältnis zu höherrangigem Recht	316
1. Wiedereinführung von Mehrstimmrechten und Golden- share Rechtsprechung	316
a) Mehrstimmrechtsaktie gleich <i>Golden-share</i> ?	316
b) (Gründer-)Mehrstimmrechte und die Kapitalverkehrsfreiheit	317
aa) Die gesellschaftsrechtliche Wiedereinführung der Mehrstimmrechte als beschränkende Maßnahme?	318
bb) Unmittelbare Drittwirkung bei privaten Mehrstimmrechten in Gesellschaftsverträgen?	320
2. Wiedereinführung von Mehrstimmrechten und Art. 14 GG	323
a) Schutzbereich: Stimmrecht als privatrechtliche Position	323
b) Inhalts- und Schrankenbestimmung	323
c) Rechtfertigung	324
V. Transparenz von Mehrstimmrechtsstrukturen	325
1. Transparenzanforderungen in den USA	325
2. Transparenzanforderungen im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht	326
VI. Regelungsrahmen für börsennotierte Gesellschaften	332
1. Differenzierung zwischen börsennotierter und nichtbörsennotierter Gesellschaft sowie im Freiverkehr gelisteten Gesellschaften	332
2. Zeitliche Beschränkung – time-based Sunset?	334
a) Sinn und Zweck: kein einheitliches Ablaufdatum	334
aa) Die Life-Cycle-Theorie	335
bb) Ergänzung durch den One-size-does-not-fit-all- Ansatz	338
cc) Weitere Kritik an einer festen zeitlichen Beschränkung	340
(1) Visionsbegrenzung durch zeitliche Begrenzung	340

(2) Verhältnis zum deutschen Aktienrecht	342
b) Rechtsvergleich: keine fixen zeitlichen Sunsets	342
c) Europäische Regelung: freiwillige Implementierung	344
d) Deutsche Regulierung: festes zeitliches Ablaufdatum	345
e) Bewertung und Vorschlag	346
aa) Lösung: Keine einheitliche feste zeitliche Vorgabe	347
bb) Subsidiär: Dispositive Regelung	347
3. Positionsbezogene Beschränkung – position-based Sunset?	348
a) Sinn und Zweck: Bindung an eine einzelne Position?	348
b) Rechtsvergleich: gemischtes Bild	350
c) Europäische Regelung: freiwillige Implementierung	351
d) Deutsche Regulierung und Bewertung: keine verpflichtende positionsbezogene Klausel	352
4. Veräußerungsbezogene Beschränkung – transfer-based Sunset	353
a) Sinn und Zweck: Unveräußerlichkeit der spezifischen Vision	353
b) Rechtsvergleich: Unveräußerlichkeit des Mehrstimmrechts	354
c) Europäische Regelung: freiwillige Implementierung	355
d) Deutsche Regulierung: Erlöschen mit Übertragung der Aktie	355
e) Bewertung und Vorschlag: Keine Veräußerung des Mehrstimmrechts	355
aa) Öffnung der Veräußerung durch Kapitalmehrheitsbeschluss?	356
bb) Umgehungsproblematik	356
(1) Enge Auslegung des Wortlauts?	357
(2) Telos der Übertragungsklausel	357
(3) Vergleichsfallmethode: Umgehung bei vinkulierten Namensaktien	358
cc) Zwischenergebnis	358
5. Personenbezogene Beschränkung – person based Sunset	359
a) Die Ur-ur-Enkel-Problematik	359
aa) Rechtsvergleich: Keine Vererbung des Mehrstimmrechts	361
bb) Europäische Regelung: Freiwillige Implementierung	362

cc) Deutsche Regulierung: Ungenaue Lösung der Vererbungsproblematik	362
dd) Bewertung und Vorschlag: ausdrückliche Anknüpfung an den Tod des Inhabers	363
(1) Wortlaut: Übertragung als rechtsgeschäftliche Übertragung?	363
(2) Telos: personenbezogene Mehrstimmrechte	364
(3) Vorschlag: Anknüpfung an den Tod des Inhabers	364
b) Die Geschäftsunfähigkeitsproblematik	364
6. Weitere Beschränkungen – event-based Sunsets?	366
7. Keine Beschränkung auf Unternehmenstypus oder Marktsegment	367
a) Keine Beschränkung auf innovative Unternehmen	367
b) Keine Beschränkung auf den KMU-Wachstumsmarkt	368
c) Keine Beschränkung auf die nichtbörsennotierte Aktiengesellschaft	370
8. Maximalstimmrecht und Mindestkapitalbeteiligung	370
a) Sinn und Zweck: Senkung der Agency-Kosten durch Verantwortlichhalten am Kapital	371
b) Rechtsvergleich: Das Verhältnis von 1:10	372
aa) Maximalstimmrecht	372
bb) Mindestkapitalquote	373
c) Europäische Regulierung: verpflichtende Begrenzung	374
d) Deutsche Regulierung: 1:10 und das Verhältnis zur stimmrechtslosen Vorzugsaktie	375
e) Bewertung und Vorschlag	376
aa) Unterbindung der parallelen Ausgabe von Mehrstimmrechten und stimmrechtslosen Aktien	378
bb) Subsidiär: ergänzende Mindestkapitalquote	378
cc) Zwischenergebnis	379
§ 9 Zusammenfassung und Vorschlag für eine Regelung des Gesetzgebers	381
Zusammenfassung in Thesen	385
Literaturverzeichnis	393
Stichwortverzeichnis	429