

Mehrstimmrechte nach dem EU Listing Act: Reformbedarf bei § 135a AktG?

Stud. iur. Jean Anthony Irmischer, Leipzig*

Dieser Aufsatz untersucht die Wiedereinführung und Ausgestaltung von Mehrstimmrechtsaktien im Zuge des EU Listing Acts und der deutschen Regelung des § 135a AktG. Er analysiert die unionsrechtlichen Vorgaben der Multiple Voting Rights Directive (MVRD) und stellt diese den nationalen Regelungsmechanismen gegenüber. Im Mittelpunkt stehen die Einführungsvoraussetzungen, Schutzmechanismen zugunsten Minderheitsaktionären, Transparenzpflichten sowie die übertragungs- und zeitbasierten Erlöschensklauseln. Ferner wird die deutsche Umsetzung im Hinblick auf ihre unionsrechtliche Konformität bewertet und überschießende nationale Anforderungen identifiziert, die den intendierten Kapitalmarktausbau hemmen könnten. Abschließend formuliert der Beitrag Reformvorschläge, die eine sachgerechte Balance zwischen Kontrollsicherung, Minderheitenschutz und Kapitalmarktattraktivität ermöglichen sollen.

I. Einführung	986
II. EU Listing Act: Mehrstimmrechte nach der MVRD	987
1. Hintergrund und Zielsetzung	987
2. Anwendungsbereich	987
3. Einführung von Mehrstimmrechten	988
a) Verpflichtung zur Zulassung von Mehrstimmrechten	988
b) Beschluss- und Mehrheitserfordernisse	988
4. Schutzmaßnahmen zugunsten Minderheitsaktionären	988
a) Zwingende Schutzmaßnahmen	988
b) Optionale Schutzmaßnahmen	989
5. Transparenz- und Offenlegungspflichten	989
a) Angaben im Prospekt und Zulassungsdokument	989
b) Offenzulegende Angaben	990
c) Kennzeichnung von Mehrstimmrechtsaktien	991
III. § 135a AktG: Grundkonzeption und Regelungsmechanismen	991
1. Historie und Zweck von Mehrstimmrechten in Deutschland	991
2. Grundkonzeption	992
3. Schaffung durch Satzungsregelung	993

* Jean Anthony Irmischer ist Student der Rechtswissenschaften an der Universität Leipzig und als studentische Hilfskraft bei einer Rechtsanwaltskanzlei in Leipzig tätig.

4. Erlöschen der Mehrstimmrechte	993
a) Übertragungsbasiertes Erlöschen	993
b) Zeitbasiertes Erlöschen.....	994
c) Erlöschen durch Satzungsänderung.....	994
d) Erlöschen durch Satzungsregelung (§ 135a Abs. 3 AktG)	995
e) Folgen für die Gattungszuordnung.....	995
f) Übernahmerechtliche Folgen.....	995
5. Beschränkung des Stimmrechts (§ 135a Abs. 4 AktG)	996
6. Offenlegung und Transparenz von Mehrstimmrechtsaktien	996
IV. Unionsrechtskonformität.....	996
V. Dogmatische Würdigung und Reformvorschläge	997
VI. Fazit	1001

I. Einführung

Europäische Kapitalmärkte haben in den letzten Jahren an Attraktivität verloren, insbesondere für kleinere und mittlere Unternehmen (KMU), für die effiziente Finanzierungsquellen maßgeblich sind.¹ Um dieser Entwicklung entgegenzuwirken, trat Ende 2024 der EU Listing Act als dreifaltiges Legislativpaket² in Kraft, der auf günstige Rahmenbedingungen für Innovation und Wachstum auf den europäischen Kapitalmärkten abzielt.³ Eine der zentralen Neuerungen im Kontext des Listing Acts stellt die Mehrstimmrechte-Richtlinie (Multiple Voting Rights Directive – MVRD)⁴ dar, die erstmals europaweit einheitliche Vorgaben zur Zulassung von Mehrstimmrechtsaktien trifft. Bereits vor dem unionsrechtlichen Legislativakt hat der bundesdeutsche Gesetzgeber mit dem Zukunftsfinanzierungsgesetz (ZuFinG)⁵ einen nationalen Umbruch eingeläutet, der darauf abzielt, den Kapitalmarktstandort Deutschland insbesondere für KMU und Start-ups attraktiver zu gestalten.⁶ Durch das ZuFinG wurden Regelungen zum erleichterten Zugang von KMU an den Kapitalmarkt sowie Reformen im Aktienrecht implementiert –⁷ darunter auch die Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien durch die Novellierung des § 12 Abs. 2 AktG a.F. und die Neuregelung des § 135a AktG, der Modalitäten der Mehrstimmrechtsaktien festlegt. Insbesondere werden strenge Anforderungen an die Einführung von Mehrstimmrechten und ein umfassender Anleger- und Minderheitenschutz postuliert, der nicht selten als überschießend und anpassungsbedürftig bewertet wird. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob die gesetzlich verankerten Schutzmechanismen geeignet sind, die gewünschte Attraktivitätssteigerung des deutschen Kapitalmarkts effektiv zu fördern. Denn während auf europäischer Ebene eine

¹ Siehe hierzu Impact Assessment Report, SWD (2022) 762 final v. 7.12.2022, S. 15 f.; Erwägungsgrund 1 Änderungs-VO.

² Bestehend aus VO (EU) 2024/2809 v. 14.11.2024, RL (EU) 2024/2810 v. 14.11.2024 und RL (EU) 2024/2811 v. 14.11.2024.

³ Grunpp, BRK 2023, 82 (83); Schmidt, NZG 2025, 3.

⁴ RL (EU) 2024/2810 des EP und des Rates v. 23.10.2024, ABl. EU 2024 Nr. L, S. 2810.

⁵ Gesetz zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz – ZuFinG) v. 11.12.2023, BGBl. I 2023 Nr. 354, 14.12.2023.

⁶ Begr. RegE ZuFinG, BT-Drs. 20/8292, S. 58.

⁷ Begr. RegE ZuFinG, BT-Drs. 20/8292, S. 58.

Harmonisierung und Vereinfachung angestrebt wird, könnte eine strenge nationale Umsetzung Investitionsanreize einschränken und den intendierten Erleichterungen für KMU und Start-ups zuwiderlaufen.

II. EU Listing Act: Mehrstimmrechte nach der MVRD

1. Hintergrund und Zielsetzung

Mehrstimmrechte werden seit jeher nicht nur auf nationaler, sondern auch auf europäischer Ebene kontrovers diskutiert.⁸ Nachdem die Europäische Kommission den Grundsatz „one share – one vote“ noch gesetzlich verankern wollte,⁹ kehrt sich der europäische Gesetzgeber nun von dieser konservativen Maxime ab. Vielmehr eröffnet die neue unionale Mindestharmonisierung emittierenden Gesellschaften die Möglichkeit, „dual class shares“ einzuführen.¹⁰ Diese Änderung verspricht Gründern sowie Investoren einen erweiterten Gestaltungsspielraum: Sie können ihre unternehmerische Vision bei einem vergleichsweise kleinen Kapitalanteil langfristig steuern.¹¹

Hauptziel ist es, mithilfe der Mehrstimmrechte den Gang an den Kapitalmarkt zu vereinfachen und die Attraktivität der europäischen Kapitalmärkte zu steigern.¹² Mehrstimmrechte sollen insbesondere KMU und Start-ups eine weitere Finanzierungsoption bieten und sie zu einem Gang an die Börse ermutigen, indem sie die Macht der kontrollierenden Aktionäre über die Wachstumsphase sicherstellen.¹³ Eine wichtige Grundlage der Basisharmonisierung ist auch die Beseitigung von Wettbewerbs- und Standortnachteilen, die durch die unterschiedlichen nationalen Ausgestaltungen der Zulassung von Mehrstimmrechten entstehen.¹⁴

2. Anwendungsbereich

Der Anwendungsbereich der MVRD erstreckt sich auf alle Kapitalgesellschaften i.S.d. Anhang II der Gesellschaftsrechts-RL¹⁵, die nach nationalem Recht Aktien ausgeben und deren Zulassung an einem MTF (Multilateral Trading Facility)¹⁶ oder einem anderen geregelten Markt beantragen können.¹⁷

Verpflichtet werden außerdem nur Gesellschaften, deren Anteile nicht bereits an einem MTF oder einem anderen geregelten Markt gehandelt werden (Art. 1 Abs. 1 MVRD), d.h. künftig erstmalig an einem Kapitalmarkt emittiert werden sollen.¹⁸ Eine Einführung nach Börsengang wird dennoch nicht verboten. Auch nach Börsennotierung besteht die Möglichkeit, Mehrstimmrechte unter Einhaltung der jeweiligen Beschluss- und Mehrheitserfordernisse zu etablieren.¹⁹

⁸ Vgl. Schmidt, BB 2024, 643.

⁹ Siehe dazu Aktionsplan KOM (2003) 284 endg., S. 17; Hopt/Kalss, ZGR 2024, 84 (89).

¹⁰ Hopt/Kalss, ZGR 2024, 84 (89).

¹¹ Erwägungsgrund 2, 4 MVRD.

¹² Erwägungsgrund 1 MVRD; Schmidt, BB 2024, 643.

¹³ Erwägungsgrund 2, 4 MVRD.

¹⁴ Vgl. Schmidt, BB 2024, 643 (644).

¹⁵ RL (EU) 2017/1132 des EP und des Rates v. 14.6.2017 über bestimmte Aspekte des Gesellschaftsrechts, ABl. EU 2017 Nr. L 169, S. 46.

¹⁶ Art. 4 Abs. 1 Nr. 22 Finanzmarkt-RL.

¹⁷ Vgl. Schmidt, NZG 2025, 3 (4).

¹⁸ Hopt/Kalss, ZGR 2024, 84 (90).

¹⁹ Kalss, ZHR 187 (2023), 438 (487).

3. Einführung von Mehrstimmrechten

a) Verpflichtung zur Zulassung von Mehrstimmrechten

Die MVRD verpflichtet die Mitgliedstaaten, sicherzustellen, dass die Gesellschaften zum Zwecke der Zulassung ihrer Aktien zum Handel an einem MTF Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien einführen (Art. 3 Abs. 1 MVRD) und bestehende Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien ändern können (Art. 3 Abs. 5 MVRD). Die Zulassung zum Handel darf künftig nicht mehr aufgrund von Mehrstimmrechtsstrukturen von Marktbetreibern verweigert werden.²⁰ Ob nur Namens- oder auch Inhaberaktien mit Mehrstimmrechten ausgestattet werden dürfen, legt die MVRD nicht fest.

b) Beschluss- und Mehrheitserfordernisse

Die erstmalige Schaffung neuer und die Änderung bestehender Mehrstimmrechtsstrukturen verlangt einen Gesellschafterbeschluss, der mit mindestens der qualifizierten Mehrheit der Hauptversammlung gefasst wird (Art. 3 Abs. 1, Art. 4 Abs. 1 lit. a MVRD).²¹ Die Anforderungen an die qualifizierte Mehrheit richten sich dabei nach dem Recht des jeweiligen Mitgliedstaates. Verfügt die Gesellschaft über mehrere Aktiengattungen, ist ein Sonderbeschluss innerhalb jeder Gattung erforderlich, deren Rechte von der Einführung bzw. Änderung der Mehrstimmrechte betroffen sind. Betroffen sind Gattungen, wenn die Einführung bzw. Änderung der Mehrstimmrechte negative Auswirkungen auf die Rechte der Anteilhaber dieser Gattung hat.²²

Das Mehrheitserfordernis der qualifizierten Mehrheit sorgt einerseits für einen relativ hohen Schutzstandard und gewährleistet andererseits, dass die Einführung von Mehrstimmrechtsstrukturen in der Praxis realisierbar bleibt.²³ Darüber hinaus markiert die qualifizierte Mehrheit lediglich einen Mindeststandard. Die Mitgliedstaaten können also freilich höhere Anforderungen an die Einführung bzw. Änderung von Mehrstimmrechtsstrukturen postulieren.

4. Schutzmaßnahmen zugunsten Minderheitsaktionären

a) Zwingende Schutzmaßnahmen

Art. 4 Abs. 1 MVRD enthält zwingende Schutzmaßnahmen (sog. „mandatory safeguards“) zugunsten Minderheitsaktionären. Nach Art. 4 Abs. 1 lit. a MVRD bedürfen Beschlüsse zur Änderung von Mehrstimmrechtsstrukturen der qualifizierten Stimmmehrheit der Hauptversammlung sowie einen Sonderbeschluss innerhalb jeder von der Änderung betroffenen Aktiengattung.

Zur Begrenzung des Stimmgewichts haben die Mitgliedstaaten die Wahl zwischen zwei Instrumenten (Art. 4 Abs. 1 lit. b MVRD): Entweder die Einführung eines maximalen Stimmrechtsmultiplikators, verbunden mit einer maximalen Höhe des Aktienkapitals, das den Mehrstimmrechten unterliegt (Art. 4 Abs. 1 lit. b Nr. i MVRD),²⁴ oder die Beschränkung des Mehrstimmrechts auf bestimmte Beschlussgegenstände mithilfe weitergehender Beschluss- und Mehrheitserfordernisse (Art. 4 Abs. 1 lit. b Nr. ii

²⁰ Vgl. Art. 3 Abs. 4 MVRD; Schmidt, BB 2024, 643 (644).

²¹ Schmidt, BB 2024, 643 (645).

²² Vgl. Schmidt, BB 2024, 643 (645).

²³ Vgl. Schmidt, NZG 2025, 3 (4).

²⁴ Vgl. Hopt/Kalss, ZGR 2024, 84 (90).

MVRD).²⁵ Darunter fallen etwa wichtige Entscheidungen wie die Berufung und Abberufung von Mitgliedern der Verwaltungs-, Leitungs- und Aufsichtsorgane der Gesellschaft.²⁶

Entgegen anfänglichen Plänen der Europäischen Kommission enthält die Richtlinie keine konkreten Vorgaben zu einer maximalen Stimmquote. Insofern sind die Mitgliedstaaten in der Ausgestaltung völlig frei.²⁷ International verbreitet ist die Begrenzung auf höchstens das Zehnfache des Stimmrechts einer Stammaktie,²⁸ wobei auch nicht viel höher angesetzt werden sollte.²⁹

b) Optionale Schutzmaßnahmen

Demgegenüber etabliert Art. 4 Abs. 2 MVRD fakultative Schutzregelungen (sog. „optional safeguards“), welche in Abhängigkeit zum Ermessen der Mitgliedstaaten postuliert werden können. Dort enthalten sind Vorschläge zu sog. Erlöschensklauseln („sunset clauses“), die die Geltung der Mehrstimmrechte beschränken. Darunter das Erlöschen der Mehrstimmrechte bei Übertragung (sog. „transfer-based sunset clause“)³⁰, bei Ablauf einer bestimmten Frist (sog. „time-based sunset clause“)³¹ oder bei Eintritt eines bestimmten Ereignisses (sog. „event-based sunset clause“)³².

Abweichend vom Richtlinienentwurf (RL-E)³³ sieht die konsultierte Fassung der Richtlinie keine gegenständliche Beschränkung der Mehrstimmrechte für bestimmte Beschlussgegenstände vor. Art. 5 Abs. 2 lit. d RL-E normierte dabei noch eine Beschränkung der Mehrstimmrechte für Beschlüsse, die abträgliche Auswirkungen auf Menschenrechte oder die Umwelt (Environmental Social Governance – ESG) haben.³⁴ Dies hätte eine überschießende Beschränkung der Mehrstimmrechte zufolge gehabt, da es wohl kaum einen Beschluss geben wird, der nicht auf irgendeine Art und Weise mit den Auswirkungen der Tätigkeit der Gesellschaft auf die Menschenrechte und die Umwelt im Zusammenhang steht.³⁵ Insoweit ist zu begrüßen, dass auf eine entsprechende ESG-Norm verzichtet wurde.³⁶

5. Transparenz- und Offenlegungspflichten

a) Angaben im Prospekt und Zulassungsdokument

Besonders umfassend fallen die Transparenzanforderungen bei Einführung der Mehrstimmrechte aus. Dies ist auch folgerichtig, wenn die Offenlegung von präzisen und umfassenden Informationen über die Gesellschaften als essentiell für den Anlegerschutz und die Markteffizienz klassifiziert wird.³⁷

²⁵ Hopt/Kalss, ZGR 2024, 84 (90); Schmidt, NZG 2025, 3 (4).

²⁶ Erwägungsgrund 15 MVRD.

²⁷ Schmidt, BB 2024, 643 (645).

²⁸ So etwa die USA, Skandinavische Staaten und zuletzt auch Italien und Deutschland, vgl. Hopt/Kalss, ZGR 2024, 84 (130).

²⁹ So Kalss, ZHR 187 (2023), 438 (489); Casper, ZHR 187 (2023), 5 (32), schlägt eine Begrenzung zwischen 1:10 und 1:20 vor.

³⁰ Vgl. Art. 4 Abs. 2 lit. a MVRD.

³¹ Vgl. Art. 4 Abs. 2 lit. b MVRD.

³² Vgl. Art. 4 Abs. 2 lit. c MVRD.

³³ KOM (2022) 761 endg.

³⁴ DAV, NZG 2023, 464 (469).

³⁵ Vgl. Schmidt, BB 2024, 643 (646).

³⁶ So auch Schmidt, BB 2024, 643 (646); Lieder/Stüttgen, NZG 2024, 753; DAV, NZG 2023, 646 (469); begrüßend auch Hopt/Kalss, ZGR 2024, 84 (91), die entsprechende Regulierungen außerhalb des Aktiengesetzes fordern.

³⁷ Erwägungsgrund 16 MVRD.

So haben Gesellschaften mit Mehrstimmrechtsstrukturen, die an einem KMU-Wachstumsmarkt gehandelt werden oder gehandelt werden sollen, bestimmte Angaben nach Art. 5 Abs. 1 MVRD offenzulegen. Je nach Art des zu veröffentlichenden Dokuments sind die Angaben in dem jeweils einschlägigen Dokument, namentlich im Prospekt nach § 6 ProspVO³⁸, im Wachstums-Emissionsprospekt nach Art. 15a ProspVO oder im Zulassungsdokument nach Art. 333 Abs. 3 lit. c MiFID II³⁹ bzw. in dem vom MTF nach nationalem Recht geforderten Zulassungsdokument, aufzunehmen.⁴⁰

Dies gilt auch für Gesellschaften, die an einem „regulären“ MTF, d.h. nicht an einem KMU-Wachstumsmarkt, gehandelt werden oder gehandelt werden sollen (Art. 5 Abs. 2 MVRD). Hier sind die Angaben in jegliche nach nationalem Recht vorgeschriebenen Zulassungsdokumente aufzunehmen (Art. 5 Abs. 2 lit. a MVRD) bzw. im jeweils nach nationalem Recht vorgeschriebenen Jahresbericht zu ändern (Art. 5 Abs. 2 lit. b MVRD). Änderungen der im Prospekt bzw. Zulassungsdokument nach Art. 5 Abs. 1 lit. a, Abs. 2 lit. a MVRD enthaltenen Angaben sind ebenfalls im Jahresfinanzbericht auszuweisen (Art. 5 Abs. 1 lit. b, Abs. 2 lit. b MVRD).⁴¹

b) Offenzulegende Angaben

Die von den Gesellschaften offenzulegenden Angaben sind enumerativ in Art. 5 Abs. 3 lit. a–d MVRD aufgeführt. Offenzulegen sind hiernach umfassende Angaben zur Aktienstruktur (lit. a), etwaige Beschränkungen für die Übertragung von Mehrstimmrechtsaktien (lit. b) sowie potentielle Stimmrechtsbeschränkungen (lit. c) und die Identität derjenigen Anteilseigner mit Mehrstimmrechtsaktien, die mehr als fünf Prozent der Stimmrechte aller Aktien der Gesellschaft auf sich vereinen können (lit. d).

In letzterem liegt auch die wohl größte Divergenz zwischen dem RL-E und der konsolidierten Fassung. Während der Entwurf noch vorsah, die Identität von grundsätzlich jedem Inhaber von Mehrstimmrechtsaktien einer Gesellschaft transparent zu machen, beschränkt sich Art. 5 Abs. 3 lit. d MVRD auf besonders einflussreiche Aktionäre (sog „Großaktionäre“).⁴² Diese Anpassung erscheint nachvollziehbar, um einen umfassenden Anlegerschutz durch Kenntnisse über die Kontroll- und Machtverhältnisse innerhalb der Gesellschaft zu gewährleisten und fundierte Anlageentscheidungen zu ermöglichen.⁴³

Die Wirksamkeit der Vorschrift dürfte jedoch begrenzt sein, da natürliche Personen lediglich namentlich benannt werden müssen. Allenfalls bei „Allerweltsnamen“ dürfte hier die Identifizierung der konkreten Anteilseigner schwerfallen.⁴⁴ Gleichwohl sind Gesellschaftsbeteiligungen ohnehin ab einem Schwellenwert von fünf Prozent gem. Art. 9 der Transparenzrichtlinie (Tr-RL)⁴⁵ offenzulegen;

³⁸ VO (EU) 2017/1129 des EP und des Rates v. 14.6.2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG, ABl. EU 2017 Nr. L 168, S. 12.

³⁹ RL 2014/65/EU des EP und des Rates v. 15.5.2014 über Märkte zur für Finanzinstrumente und zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/62/EU, ABl. EU 2014 Nr. L 173, S. 349.

⁴⁰ Vgl. Schmidt, BB 2024, 643 (647).

⁴¹ Schmidt, NZG 2025, 3 (6).

⁴² Schmidt, NZG 2025, 3 (6).

⁴³ Erwägungsgrund 16, 17 MVRD.

⁴⁴ Vgl. dazu Schmidt, NZG 2025, 3 (6); kritisch auch schon DAV, NZG 2023, 464 (470), der eine gewisse Missbrauchsgefahr erkennt.

⁴⁵ RL 2004/109/EG des EP und des Rates v. 15.12.2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. EU 2004 Nr. L 390, S. 38.

die Mitgliedstaaten können nach Art. 3 Abs. 1 Tr-RL niedrigere Meldeschwellen festlegen, was die Vorschrift durchaus legitim erscheinen lässt.⁴⁶

c) Kennzeichnung von Mehrstimmrechtsaktien

Ferner werden Wertpapierfirmen und Marktbetreiber von MTF dazu angehalten, sicherzustellen, dass Gesellschaften mit Mehrstimmrechtsstrukturen eindeutig als solche gekennzeichnet werden (Art. 5 Abs. 4 MVRD). Die Spezifizierung der Markierung obliegt der ESMA⁴⁷ und steht derzeit noch aus.⁴⁸ Der Europäischen Kommission sind entsprechende Entwürfe bis zum Ende dieses Jahres vorzulegen (Art. 5 Abs. 5 MVRD).

III. § 135a AktG: Grundkonzeption und Regelungsmechanismen

1. Historie und Zweck von Mehrstimmrechten in Deutschland

In Deutschland haben Mehrstimmrechte im Laufe des vergangenen Jahrhunderts einen spannenden Wandlungsprozess durchlaufen. Vor Inkrafttreten des Aktiengesetzes von 1937 waren Mehrstimmrechte zwar formal nicht verboten, jedoch stellte § 12 Abs. 2 AktG a.F. ihre Zulassung unter den Vorbehalt einer ministeriellen Ausnahmegenehmigung, die erteilt werden konnte, wenn dies das Unternehmenswohl bzw. gesamtwirtschaftliche Belange erforderten.⁴⁹ Mit der Aktienrechtsreform von 1965, die das Aktiengesetz in seiner heutigen Fassung konstituierte, blieb das Verbot von Mehrstimmrechten bestehen – wenngleich der Ausnahmeverbehalt nun enger gefasst wurde, indem eine Genehmigung fortan nur noch aus gesamtwirtschaftlichen Gründen erteilt werden konnte.⁵⁰ Schließlich wurde den Mehrstimmrechten durch das KonTraG⁵¹ von 1998 ein Ende gesetzt.⁵²

Mit der Wiedenzulassung von Mehrstimmrechtsaktien durch das ZuFinG möchte der deutsche Gesetzgeber Innovationen stärken und Anreize für die Eigenkapitalgewinnung über den Kapitalmarkt setzen.⁵³ Zudem soll dem Bedürfnis von insbesondere Start-ups und KMU nach weiteren Finanzierungsoptionen Rechnung getragen werden; ein frühzeitiger Gang an die Börse wird oftmals gescheut, da Gründer nicht selten mit einem Einfluss- und Kontrollverlust konfrontiert werden.⁵⁴ Mithilfe der Mehrstimmrechte können diese Gründergruppen ihre unternehmerische Gestaltungsfreiheit sichern, ohne auf externes Kapital verzichten zu müssen. Gleichzeitig wird verhindert, dass kurzfristig denkende Investoren die Unternehmensentwicklung und langfristige Wachstumsziele gefährden.⁵⁵ Da andere Rechtsordnungen Mehrstimmrechte längst zulassen, erleidet der Kapitalmarktstandort Deutschland Wettbewerbs- und Standortnachteile; Wachstumsunternehmen können sich ins Aus-

⁴⁶ So Schmidt, NZG 2025, 3 (6).

⁴⁷ Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde.

⁴⁸ Lieder/Stüttgen, NZG 2024, 753.

⁴⁹ Seidel, NZG 2023, 1205; näher zur Rechtslage vor 1937 Hammen, ILF, Working Paper No 170, 2 ff.

⁵⁰ Hammen, ILF, Working Paper No 170, 5.

⁵¹ Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG), BGBl. I 1998, S. 786 (Nr. 24, 30.4.1998).

⁵² Seidel, NZG 2023, 1205 (1206).

⁵³ Begr. RegE ZuFinG, BT-Drs. 20/8292, S. 58, 108.

⁵⁴ Begr. RegE ZuFinG, BT-Drs. 20/8292, S. 108.

⁵⁵ Hopt/Kalss, ZGR 2024, 110.

land verlagern, wenn sie hierzulande keine vergleichbaren Finanzierungs- und Kontrollmechanismen geboten bekommen.⁵⁶

2. Grundkonzeption

Der Gesetzgeber lässt Mehrstimmrechtsaktien nicht nur für nicht börsennotierte Aktien, sondern auch für börsennotierte und in den Handel im Freiverkehr einbezogene Aktien zu.⁵⁷ Konkret können Mehrstimmrechtsaktien in allen AG, der KGaA (§ 278 Abs. 3 AktG) und allen SE nach Art. 10 SE-VO⁵⁸ mit Sitz in Deutschland eingeführt werden.⁵⁹

Mehrstimmrechte sind auf Namensaktien beschränkt (§ 135a Abs. 1 S. 1 AktG). Inhaberaktien können also nicht mit Mehrstimmrechten ausgestattet werden.⁶⁰ Wenngleich kein Vinkulierungszwang herrscht, geht der Regierungsentwurf davon aus, dass in der Praxis regelmäßig die Übertragung von Mehrstimmrechten gem. § 68 Abs. 2 AktG an die Zustimmung der Gesellschaft gebunden wird, um die Übertragung überwachen zu können.⁶¹

Mehrstimmrechtsaktien bilden eine eigene Aktiengattung.⁶² Mehrstimmrechte mit unterschiedlichem Stimmgewicht bilden wiederum eine eigene Gattung.⁶³ Die Angaben, die in die Satzung aufzunehmen sind, müssen demnach § 23 Abs. 3 Nr. 4 AktG entsprechen.⁶⁴ Außerdem sind bei bestimmten Kapitalmaßnahmen Sonderbeschlüsse der betroffenen Gattungen notwendig (§§ 179 Abs. 3, 182 Abs. 2 AktG),⁶⁵ wodurch sowohl Mehrstimmrechtsaktionären als auch Aktionären mit einfachem Stimmrecht gewisse Blockademöglichkeiten bei der Beschlussfassung eröffnet werden.⁶⁶

Der Kreis der möglichen Inhaber wird nicht auf Gründer oder Vorstandsmitglieder beschränkt, obgleich entsprechende Vorschläge im Vorfeld zur Diskussion standen.⁶⁷ Insofern ist jede beliebige Person – ob Vorstandsmitglied, Aufsichtsratsmitglied oder sonstiger Investor – berechtigt, Mehrstimmrechtsaktien zu halten.⁶⁸

Ein festes Stimmverhältnis ist nicht vorgesehen.⁶⁹ Vielmehr sind Mehrstimmrechtsaktien auf das zehnfache des einfachen Stimmrechts nach § 134 Abs. 1 S. 1 AktG beschränkt (§ 135a Abs. 2 S. 2 AktG). Gleichwohl können die Gesellschaften satzungsmäßig eine niedrigere Stimmquote festlegen.⁷⁰ Auf eine Höchstgrenze der zulässigen Anzahl an Aktien, die mit Mehrstimmrechten ausgestattet werden dürfen, hat der Gesetzgeber verzichtet.⁷¹

⁵⁶ Begr. RegE ZuFinG, BT-Drs. 20/8292, S. 58, 108; Wittig/Hummelmeier, WM 2024, 332 (333); zu rechtsvergleichenden Erfahrungen Hopt/Kalss, ZGR 2024, 84 (96 ff.).

⁵⁷ Vgl. § 135a Abs. 1, Abs. 2 S. 1 AktG.

⁵⁸ VO (EG) 2157/2001 des Rates v. 8.10.2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE), ABl. EG 2001 Nr. L 294.

⁵⁹ Vgl. Hopt/Kalss, ZGR 2024, 84 (126).

⁶⁰ Vgl. Kalss, ZHR 187 (2023), 438 (492).

⁶¹ Begr. RegE ZuFinG, BT-Drs. 20/8292, S. 111; vgl. Wittig/Hummelmeier, WM 2024, 332 (336).

⁶² Vgl. Begr. RegE ZuFinG, BT-Drs. 20/8292, S. 110.

⁶³ Vgl. Bretschneider, NJOZ 2024, 1121.

⁶⁴ Begr. RegE ZuFinG, BT-Drs. 20/8292, S. 110; Kalss, ZHR 187 (2023), 438 (492).

⁶⁵ Vgl. Ceesay, AG 2024, S2 (S8); Bretschneider, NJOZ 2024, 1121 (1122).

⁶⁶ Ausführlich dazu Ceesay, AG 2024, S2 (S8 f.).

⁶⁷ Begr. RegE ZuFinG, BT-Drs. 20/8292, S. 111; Wittig/Hummelmeier, WM 2024, 332 (336).

⁶⁸ Vgl. Kalss, ZHR 187 (2023), 438 (492).

⁶⁹ Begr. RegE ZuFinG, BT-Drs. 20/8292, S. 111.

⁷⁰ Vgl. Hopt/Kalss, ZGR 2024, 84 (131).

⁷¹ Wittig/Hummelmeier, WM 2024, 332 (336).

3. Schaffung durch Satzungsregelung

Die Einführung von Mehrstimmrechten bedarf grundsätzlich einer entsprechenden Satzungsregelung (§ 135 Abs. 1 S. 1 AktG).⁷² Die Einführung durch Satzungsänderung (§ 179 AktG) erfordert einen Beschluss der Hauptversammlung mit einer Kapitalmehrheit von drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals (§ 179 Abs. 2 S. 1 AktG) sowie die Zustimmung aller betroffenen Aktionäre (§ 135a Abs. 1 S. 3 AktG), d.h. Einstimmigkeit.⁷³ Sind die Mehrstimmrechte in der Gründungssatzung beschlossen worden, liegt zwangsläufig Einstimmigkeit vor.⁷⁴

Obwohl die nachträgliche Einführung von Mehrstimmrechten damit nicht ausdrücklich ausgeschlossen ist, wird sie aufgrund des Einstimmigkeitserfordernisses praktisch nur möglich sein, solange der Aktionärskreis überschaubar bleibt. Innerhalb größerer Publikumsgesellschaften wird die Einstimmigkeit kaum zu erreichen sein.⁷⁵

Sollen im Rahmen einer Kapitalerhöhung neue Aktien mit Mehrstimmrechten ausgegeben werden, bedarf es auch hier der Zustimmung aller betroffenen Aktionäre.⁷⁶

Betroffen sind sowohl die vom Mehrstimmrecht begünstigten Aktionäre als auch die, die nicht von den Mehrstimmrechten profitieren.⁷⁷ Erfasst werden demnach absolute und relative Stimmrechtsveränderungen.⁷⁸ Nicht betroffen sind nach Regierungsentwurf stimmrechtslose Vorzugsaktien.⁷⁹ Insofern bedarf die nachträgliche Einführung von Mehrstimmrechten die Zustimmung ausnahmslos aller Aktionäre mit aktivem Stimmrecht. Ein einstimmiger Beschluss ohne Anwesenheit aller Aktionäre reicht nicht aus.⁸⁰

4. Erlöschen der Mehrstimmrechte

a) Übertragungsbasiertes Erlöschen

Bei börsennotierten Gesellschaften und Gesellschaften, deren Aktien in den Freihandel einbezogen sind, erlöschen Mehrstimmrechte gem. § 135a Abs. 2 S. 1 AktG im Falle der Übertragung der Aktie („transfer-based sunset clause“).⁸¹ Der Begriff der Übertragung ist weit zu verstehen und meint nicht nur rechtsgeschäftliche Verfügungen, sondern umfasst auch sämtliche Fälle der Einzel- oder Gesamtrechtsnachfolge.⁸² Hintergrund der personellen Bindung ist, dass die bisherigen Inhaber der Mehrstimmrechtsaktien nach der Übertragung nicht weiter an der Entwicklung des Unternehmens mitwirken und damit der originäre Zweck der Mehrstimmrechte entfällt.⁸³

Der Wortlaut der Vorschrift eröffnet jedoch Spielraum, das Erlöschen bei Übertragung zu umgehen: Statt einer unmittelbaren Übertragung der Mehrstimmrechtsaktien kann eine mittelbare Übertragung erfolgen, indem eine Beteiligungs- bzw. Holdinggesellschaft veräußert wird, die formell als Inhaberin

⁷² Wittig/Hummelmeier, WM 2024, 332 (335).

⁷³ Vgl. Bretschneider, NJOZ 2024, 1121 (1123).

⁷⁴ Vgl. Begr. RegE ZuFinG, BT-Drs. 20/8292, S. 111.

⁷⁵ Kalss, ZHR 187 (2023), 438 (493); Schmidt, NZG 2025, 3 (4).

⁷⁶ Vgl. Begr. RegE ZuFinG, BT-Drs. 20/8292, S. 112.

⁷⁷ Begr. RegE ZuFinG, BT-Drs. 20/8292, S. 111; Kalss, ZHR 187 (2023), 438 (492).

⁷⁸ Näher dazu Bretschneider, NJOZ 2024, 1121 (1123).

⁷⁹ Begr. RegE ZuFinG, BT-Drs. 20/8292, S. 111.

⁸⁰ Vgl. Kalss, ZHR 187 (2023), 438 (492).

⁸¹ Vgl. Begr. RegE ZuFinG, BT-Drs. 20/8292, S. 112.

⁸² Vgl. Begr. RegE ZuFinG, BT-Drs. 20/8292, S. 113.

⁸³ Begr. RegE ZuFinG, BT-Drs. 20/8292, S. 113.

der Mehrstimmrechtsaktien fungiert.⁸⁴ In der Folge bleibt der Inhaber der Aktien in Gestalt der juristischen Person erhalten, während der tatsächliche Einflussinhaber wechselt.⁸⁵ Dadurch wird die gesetzgeberische Intention der Mehrstimmrechte konterkariert, nach der es gerade auf die einflussausübende Person als unmittelbaren Inhaber der Mehrstimmrechte ankommen soll.⁸⁶

b) Zeitbasiertes Erlöschen

Nach § 135a Abs. 2 S. 2 AktG erlischt das Mehrstimmrecht ipso jure zehn Jahre nach Börsennotierung bzw. Einbeziehung der Aktien in den Freihandel („time-based Sunset Clause“).⁸⁷ Bei nicht börsennotierten Gesellschaften besteht hingegen keine Befristung.⁸⁸ Dadurch soll den Gründern ausreichend Zeit gegeben werden, um ihre Unternehmensvisionen in der Wachstumsphase umsetzen zu können.⁸⁹ Gleichwohl soll die asymmetrische Kontrolle auf die Wachstumsphase zeitlich begrenzt werden, um eine unangemessen lange Benachteiligung der Minderheitsaktionäre zu verhindern.⁹⁰

Diese Frist kann einmalig um bis zu zehn Jahre verlängert werden (§ 135a Abs. 2 S. 3–8 AktG); die Verlängerung kann frühestens ein Jahr vor Fristablauf durch Satzungsänderung bestimmt werden und erfordert die satzungsändernde Mehrheit von drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals.⁹¹ Der Satzungsgeber kann eine noch größere Kapitalmehrheit bestimmen.⁹² Über den Beschluss der Hauptversammlung ist für jede Gattung ein Sonderbeschluss erforderlich.⁹³

Die Sonderkonstellation der Einführung von Mehrstimmrechten erst nach Börsennotierung erfährt vom Gesetzgeber keine abweichende Regelung.⁹⁴ Auch hier beginnt die Frist *de lege lata* mit dem Gang an die Börse.⁹⁵

c) Erlöschen durch Satzungsänderung

Gleichwohl können Mehrstimmrechte durch eine entsprechende Satzungsänderung sowohl vor als auch nach Börsengang erlöschen.⁹⁶ Da § 135a AktG diesbezüglich keine speziellen Regelungen enthält, sind die Erfordernisse an den satzungsändernden Beschluss § 179 Abs. 3 AktG zu entnehmen.⁹⁷ Demgemäß sind ein Beschluss der Hauptversammlung sowie ein Sonderbeschluss der benachteiligten Aktionäre mit Mehrstimmrechtsaktien erforderlich.⁹⁸

⁸⁴ Dazu Wittig/Hummelmeier, WM 2024, 332 (338); Wolf, Mehrstimmrechtsaktien, 2023, S. 356.

⁸⁵ Bretschneider, NJOZ 2024, 1121 (1124).

⁸⁶ Begr. RegE, BT-Drs. 20/8292, S. 110.

⁸⁷ Begr. RegE, BT-Drs. 20/8292, S. 113.

⁸⁸ Vgl. Kalss, ZHR 187 (2023), 438 (494).

⁸⁹ Begr. RegE ZuFinG, BT-Drs. 20/8292, S. 113.

⁹⁰ Begr. RegE ZuFinG, BT-Drs. 20/8292, S. 113.

⁹¹ Vgl. § 135a Abs. 2 S. 4 AktG.

⁹² Vgl. § 135a Abs. 2 S. 5 AktG. Dies begrüßend Hopt/Kalss, ZGR 2024, 84 (142); Gebhard/Herzog, ZIP 2023, 1161 (1166).

⁹³ Vgl. § 135a Abs. 2 S. 6–7 AktG.

⁹⁴ Wittig/Hummelmeier, WM 2024, 332 (338).

⁹⁵ Bretschneider, NJOZ 2024, 1121 (1125).

⁹⁶ Begr. RegE ZuFinG, BT-Drs. 20/8292, S. 112.

⁹⁷ Vgl. Wittig/Hummelmeier, WM 2024, 332 (336); Rubner/Leuering, NJW-Spezial 2015, 79.

⁹⁸ Kalss, ZHR 187 (2023), 438 (494).

d) Erlöschen durch Satzungsregelung (§ 135a Abs. 3 AktG)

Dem Satzungsgeber wird mit § 135a Abs. 3 AktG eine weitere Möglichkeit präsentiert, über die gesetzlichen Erlöschenstatbestände des § 135a Abs. 2 AktG hinaus die Geltung der Mehrstimmrechte zu beschränken.⁹⁹ Hierdurch wird eine Ausnahme von der Satzungsstrenge des § 23 Abs. 5 AktG markiert,¹⁰⁰ die dem Satzungsgeber zahlreiche Gestaltungsmöglichkeiten bei Schutzmechanismen eröffnet.¹⁰¹

e) Folgen für die Gattungszuordnung

Das Erlöschen der Mehrstimmrechte im Wege der Übertragung bzw. durch Zeitablauf ist endgültig.¹⁰² Die Mehrstimmrechte können nicht wieder aufleben, sondern müssen entsprechend § 135a Abs. 1 S. 3 AktG mit der Zustimmung aller betroffenen Aktionäre erneut von der Hauptversammlung beschlossen werden. Folglich existiert nicht länger die entsprechende Gattung i.S.d. § 11 Abs. 2 AktG, wodurch die Mehrstimmrechtsaktien zu normalen Stammaktien konvertieren, d.h. über die reguläre Stimmgewalt verfügen.¹⁰³

f) Übernahmerechtliche Folgen

Das Erlöschen der Mehrstimmrechte zieht die Reduzierung der Gesamtzahl der Stimmen nach sich und führt folglich zu einer relativen Verschiebung des Stimmgewichts.¹⁰⁴ Eben diese Regulierung eröffnet problematische übernahmerechtliche Folgen, denen sich der Gesetzgeber lediglich in einem kurzen Absatz des Regierungsentwurfes gewidmet hat.¹⁰⁵

Die Stimmrechtsverschiebung führt dazu, dass Aktionäre, deren einfaches Stimmrecht dadurch relativ erstarkt, die Kontrollschwelle des § 29 Abs. 2 WpÜG überschreiten, was ein Pflichtangebot (§ 35 Abs. 2 WpÜG) und weitere Mitteilungspflichten auslöst (sog. „passiver Kontrollerwerb“).¹⁰⁶ Dies ist nicht zuletzt deshalb problematisch, da ein betroffener Aktionär – anders als bei einem aktiven Kontrollerwerb – typischerweise ungewollt die Kontrolle über die Gesellschaft erlangt.¹⁰⁷

Dem Problem tritt der Regierungsentwurf mit der Möglichkeit einer Befreiung nach § 37 WpÜG i.V.m. § 9 S. 1 Nr. 5 WpÜGAngbV entgegen.¹⁰⁸ Voraussetzung hierfür ist, dass der Kontrollerwerb ohne die Verantwortlichkeit des betroffenen Aktionärs erfolgt, d.h. er ohne sein Zutun in die Kontrollposition gedrängt wurde.¹⁰⁹ In der Regel ist zwar nicht von einem aktiven Kontrollerwerb auszugehen. Es sind dennoch Konstellationen denkbar, in denen die Befreiungsmöglichkeit insbesondere infolge der gewissen Planbarkeit des zeitlichen Erlöschens eingeschränkt sein kann.¹¹⁰

⁹⁹ Begr. RegE ZuFinG, BT-Drs. 20/8292, S. 114.

¹⁰⁰ Vgl. Gebhard/Herzog, ZIP 2023, 1161 (1167); näher zur Satzungsstrenge Seidel, NZG 2023, 1205 (1211).

¹⁰¹ Ausführlich dazu Gebhard/Herzog, ZIP 2023, 1161 (1167 f.).

¹⁰² Vgl. Ceesay, AG 2024, S2 (S8).

¹⁰³ Ceesay, AG 2024, S2 (S8).

¹⁰⁴ Vgl. Begr. RegE ZuFinG, BT-Drs. 20/8292, S. 113; Kraack, NZG 2023, 1151 (1159).

¹⁰⁵ Begr. RegE ZuFinG, BT-Drs. 20/8292, S. 113.

¹⁰⁶ Die Kontrollschwelle liegt bei mindestens 30 % der gesamten Stimmrechte der AG, Casper, ZHR 187 (2023), 5 (34).

¹⁰⁷ Denninger/v. Bülow, AG 2023, 417 (422); Wolf, Mehrstimmrechtsaktien, 2023, S. 279.

¹⁰⁸ Begr. RegE ZuFinG, BT-Drs. 20/8292, S. 113; nach § 9 S. 1 Nr. 5 WpÜG-Angebots-VO kann eine Befreiung „auf Grund einer Verringerung der Gesamtzahl der Stimmrechte an der Zielgesellschaft“ erteilt werden.

¹⁰⁹ Schlitt/Biller, in: MüKo-AktG, 6. Aufl. 2024, WpÜG § 37 Rn. 23; Wolf, Mehrstimmrechtsaktien, 2023, S. 279.

¹¹⁰ Näher dazu Wolf, Mehrstimmrechtsaktien, 2023, S. 279 f.

5. Beschränkung des Stimmrechts (§ 135a Abs. 4 AktG)

Das Aktiengesetz sieht grundsätzlich keine Beschränkungen der Mehrstimmrechte für bestimmte Beschlussgegenstände vor.¹¹¹ Dies rührt daher, dass Mehrstimmrechte bei einschneidenden Beschlüssen bereits einer faktischen Beschränkung unterliegen, da hier neben der doppelten Mehrheit auch die Kapitalmehrheit erforderlich ist. Bei der Ermittlung der Kapitalmehrheit bleiben Mehrstimmrechte wiederum unberücksichtigt, sodass ein hinreichender Schutzmechanismus zugunsten der Minderheitsaktionäre gewährleistet wird.¹¹²

Abweichend davon normiert § 135a Abs. 4 AktG eine zusätzliche Beschränkung der Mehrstimmrechte bei Beschlüssen über die Bestellung eines Abschlussprüfers gem. § 119 Abs. 1 Nr. 5 AktG und bei Beschlüssen über die Bestellung eines Sonderprüfers nach § 142 Abs. 1 AktG, sodass die Mehrstimmrechtsaktien hier lediglich zu einer einfachen Stimme berechtigen.¹¹³

Die Stimmrechtsbeschränkungen sollen einerseits der Rechnungslegung als zentrales Element des Anlegerschutzes Rechnung tragen und hinsichtlich dieser wesentlichen Entscheidung allen Anteilseignern die gleiche Anteilhabe einräumen.¹¹⁴ Andererseits will der Gesetzgeber sicherstellen, dass kein Mehrstimmrechtsaktionär sein Stimmrecht missbräuchlich nutzt, um die Bestellung des Sonderprüfers zu blockieren.¹¹⁵

6. Offenlegung und Transparenz von Mehrstimmrechtsaktien

Zum Schutz der Anleger und des Kapitalmarkts sind die Existenz und Inhaber von Mehrstimmrechtsaktien offenzulegen.¹¹⁶ Insbesondere sind die nach § 23 Abs. 3 Nr. 4 AktG erforderlichen Angaben in die Satzung aufzunehmen.¹¹⁷ Die Satzung ist gem. § 37 Abs. 4 Nr. 1 AktG i.V.m. § 36 Abs. 1 AktG im Handelsregister einzutragen und somit öffentlich zugänglich.¹¹⁸ Zudem sind Mehrstimmrechtsaktien im Jahresfinanzbericht auszuweisen (§ 152 Abs. 1 S. 4 AktG).¹¹⁹ Weitere Offenlegungserfordernisse ergeben sich unter anderem aus §§ 129 Abs. 1 S. 2, 130 Abs. 2 S. 2 AktG (Verzeichnis der Hauptversammlungsteilnehmer),¹²⁰ § 160 Abs. 1 Nr. 3 AktG und §§ 289a S. 1 Nr. 1, 315a S. 1 Nr. 1 HGB¹²¹ (Lagebericht und Konzernlagebericht), sowie § 41 Abs. 1 S. 1 WpHG und § 49 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG (Veröffentlichung der Gesamtzahl der Stimmrechte und Übermittlung an das Unternehmensregister).¹²²

IV. Unionsrechtskonformität

Der Paradigmenwechsel durch das ZuFinG schafft eine optimale Ausgangslage für die unionale Mindestharmonisierung der Mehrstimmrechte, da die von Art. 3 Abs. 1 MVRD obligatorisch geforderte Zulassung der Mehrstimmrechte bereits von §§ 12 S. 2, 135a AktG gewährleistet wird. Dass nach § 135a

¹¹¹ Vgl. Arnold, in: MüKo-AktG, 6. Aufl. 2024, § 135a Rn. 22.

¹¹² Vgl. Begr. RegE ZuFinG, BT-Drs. 20/8292, S. 114.

¹¹³ Vgl. Wittig/Hummelmeier, WM 2024, 332 (339).

¹¹⁴ Begr. RegE ZuFinG, BT-Drs. 20/8292, S. 114.

¹¹⁵ Begr. RegE ZuFinG, BT-Drs. 20/8292, S. 114.

¹¹⁶ Vgl. Begr. RegE ZuFinG, BT-Drs. 20/8292, S. 112.

¹¹⁷ Siehe oben III. 2. b); Hopt/Kalss, ZGR 2024, 84 (143).

¹¹⁸ Vgl. Wolf, Mehrstimmrechtsaktien, 2023, S. 326 f.

¹¹⁹ Vgl. Hopt/Kalss, ZGR 2024, 84 (144).

¹²⁰ Hopt/Kalss, ZGR 2024, 84 (144); Bretschneider, NJOZ 2024, 1121 (1127).

¹²¹ Handelsgesetzbuch v. 10.5.1897, zuletzt geändert am 28.2.2025, BGBl. I 2025 Nr. 69.

¹²² Bretschneider, NJOZ 2024, 1121 (1127).

Abs. 1 S. 1 AktG nur Namensaktien mit Mehrstimmrechten ausgestattet werden können, ist insoweit richtlinienkonform, als die MVRD hierzu keine Vorgaben enthält.¹²³ Teilweise überschießend, aber ebenso richtlinienkonform verhält sich der normierte Minderheitenschutz: Während die Einführung von Mehrstimmrechten nach der MVRD nur eine qualifizierte Mehrheit erfordert, wird hierzulande die Zustimmung aller betroffenen Aktionäre verlangt.¹²⁴ Auch die Höchstgrenze des Stimmgewichts von 1:10 entspricht dem von Art. 4 Abs. 1 lit. b Nr. i MVRD postulierten Mindeststandard.¹²⁵ Mit der übertragungs- und zeitbasierten Erlöschensklausel wurden bloß zwei optionale Schutzmechanismen des Art. 4 Abs. 2 MVRD in das deutsche Recht implementiert und sind daher mit dem Unionsrecht vereinbar.¹²⁶ Gleichmaßen verhält sich die Stimmrechtsbeschränkung für spezielle Beschlussgegenstände, die Art. 4 Abs. 1 lit. b Nr. ii MVRD folgt.

Hingegen ist bei dem Diskriminierungsverbot aus Art. 3 Abs. 4 MVRD und den Transparenz- und Offenlegungspflichten gem. Art. 5 MVRD dringender Umsetzungsbedarf zu erkennen, die jeweils künftig durch das bevorstehende ZuFinG II¹²⁷ in das deutsche Recht transformiert werden sollen.¹²⁸ Die §§ 33 ff. WpHG und §§ 20 f. AktG gewährleisten gemäß europarechtlichen Vorgaben zur Markierung von Mehrstimmrechtsaktien nicht länger einen hinreichen Schutz.¹²⁹ Das deutsche Aktienrecht bestimmt de lege lata keinen maximalen prozentualen Anteil an Mehrstimmrechtsaktien.¹³⁰ Dies ist unionsrechtlich aber auch nicht erforderlich; der RL-E enthielt noch einen entsprechenden Regelungsvorschlag,¹³¹ der jedoch nicht in die konsultierte Fassung übernommen wurde.

Im Ergebnis bleibt der Umsetzungsbedarf aus deutscher Sicht überschaubar.¹³² Obgleich sich insbesondere im Minderheitenschutz einige überschießende Tendenzen abzeichnen, werden diese durch den von der MVRD eingeräumten Gestaltungsspielraum kompensiert. Selbst die letzten Umsetzungslücken sollten spätestens im Zuge des bevorstehenden ZuFinG II gefüllt werden.

V. Dogmatische Würdigung und Reformvorschläge

1. Die Zulassung von Mehrstimmrechtsaktien sowohl für nicht börsennotierte als auch bereits börsennotierte Aktiengesellschaften ist grundsätzlich sachgerecht.¹³³ Eine umfassende Zulassung erweitert den Anwendungsbereich und ermöglicht dadurch, eine große Anzahl von Gesellschaften sowie den Anstieg weiterer IPOs zu erreichen, um die Wettbewerbsfähigkeit und die Attraktivität des deutschen Kapitalmarkts möglichst wirkungsvoll zu steigern.¹³⁴ Vor dem Hintergrund des Einstimmigkeitserfordernisses bleibt jedoch fraglich, inwieweit die Ausweitung auf börsennotierte Gesellschaften tatsächlich die Attraktivität des Kapitalmarkts steigert.
2. Dass nur Namensaktien mit Mehrstimmrechten ausgestattet werden können, entspricht dem Sinn und Zweck der Neuregelung, die überproportionalen Stimmrechte möglichst individualisier-

¹²³ Schmidt, BB 2024, 643 (644); Schlitt/Ries/Lepke, AG 2024, 466 (471).

¹²⁴ Siehe oben III. 3. a).

¹²⁵ Vgl. Schmidt, BB 2024, 643 (646).

¹²⁶ Schmidt, BB 2024, 643 (646).

¹²⁷ RegE ZuFinG II, BR-Drs. 599/24.

¹²⁸ Dazu Schmidt, NZG 2025, 3 (4).

¹²⁹ Vgl. Wilhelm, BRK 2024, 747 (755); Lieder/Stüttgen, NZG 2024, 753.

¹³⁰ Siehe oben III. 2. d).

¹³¹ Siehe dazu KOM (2022) 761 endg., Art. 5 Abs. 1 lit. b Nr. i.

¹³² Vgl. Wilhelm, BRK 2024, 747 (755).

¹³³ So auch Bretschneider, NJOZ 2024, 1121 (1122).

¹³⁴ Eine gegenteilige Regelung würde dem Sinn der Steigerung der Attraktivität von Börsengängen nicht entsprechen, Wolf, Mehrstimmrechtsaktien, 2023, S. 370.

bar zu gestalten.¹³⁵ Mehrstimmrechte sollen nämlich Personen zustehen, deren maßgeblicher Einfluss auf wesentliche Unternehmensentscheidungen nach dem Willen der Aktionäre – meist den Gründern – gestärkt werden soll.¹³⁶

3. Die Entscheidung des Gesetzgebers gegen eine Beschränkung der Inhaberschaft ist im Ergebnis zu begrüßen, um die Gesellschaften mit mehr Flexibilität bei der Vergabe von Mehrstimmrechten auszustatten. Insbesondere sind einflusshabende Aktionäre nicht zwangsläufig Gründer bzw. Vorstandsmitglieder.¹³⁷ Zudem birgt die Konzentration auf eine einzelne Personengruppe ein erhöhtes Missbrauchspotential und steigert die Gefahr eines Interessenkonflikts zwischen Vorstands- und Verwaltungsmitgliedern.¹³⁸ Etwaigen Risiken einer fehlenden Einschränkung kann durch die §§ 111a–111c AktG, die Begrenzung des Stimmgewichts und durch Stimmrechtsausschlüssen Rechnung getragen werden.¹³⁹
4. Die Höchstgrenze der Stimmquote von 1:10 erscheint angemessen und ist auch international verbreitet.¹⁴⁰ Insbesondere ist einer grundsätzlichen Beschränkung der Stimmgewalt zuzustimmen, um einerseits eine unangemessen hohe Benachteiligung der Minderheitsaktionäre auszuschließen und andererseits sicherzustellen, dass Mehrstimmrechtsaktionäre einen gewissen Kapitalanteil halten müssen, um die absolute Stimmrechtsmehrheit zu erreichen.¹⁴¹
5. Sinnvoll erscheint auch eine zusätzliche Höchstgrenze der zulässigen Anzahl der Aktien, die mit Mehrstimmrechten ausgestattet werden können.¹⁴² Mithilfe einer quantitativen Begrenzung auf 50 % des Stammkapitals – angelehnt an die Höchstgrenze der stimmrechtslosen Vorzugsaktien nach § 139 Abs. 2 AktG – würde eine unbegrenzte Übermacht der Mehrstimmrechtsaktionäre vermieden werden.¹⁴³ Denn de lege lata kann die Stimmacht der Minderheitsaktionäre durch die Kombination von Vorzugsaktien ohne Stimmrecht (bis 50 % des Grundkapitals) und Mehrstimmrechtsaktien insoweit reduziert werden, als praktisch keine Einflussnahme mehr möglich ist.¹⁴⁴
6. Das Einstimmigkeitserfordernis macht die Etablierung von Mehrstimmrechtsaktien in größeren Publikumsgesellschaften nach Börsengang de facto unmöglich.¹⁴⁵ Zwar datiert der Gesetzgeber das Bedürfnis nach der Einführung von Mehrstimmrechtsaktien auf den Zeitpunkt vor Börsennotierung und sieht die nachträgliche Einführung nicht als Regelfall vor.¹⁴⁶ Indessen erscheint kein Bedarf nach einem derart strengen Beschlusserfordernis zu bestehen, solange alle Aktionäre gleichbehandelt werden. Gemeint sind namentlich die Fälle, in denen sämtliche Stammaktien mit Mehrstimmrechten ausgestattet werden sollen und somit keine Benachteiligung einer Minderheit droht.¹⁴⁷ Gleiches gilt bei der Ausgabe von Mehrstimmrechtsaktien unter Aufrechterhaltung

¹³⁵ Begr. RegE ZuFinG, BT-Drs. 20/8292, S. 110 f.; vgl. Kalss, ZHR 187 (2023), 438 (492).

¹³⁶ Vgl. Wittig/Hummelmeier, WM 2024, 332 (336).

¹³⁷ Vgl. Wittig/Hummelmeier, WM 2024, 332 (336); so auch Casper, ZHR 187 (2023), 5 (33).

¹³⁸ Wittig/Hummelmeier, WM 2024, 332 (336).

¹³⁹ Vgl. Bretschneider, NJOZ 2024, 1121 (1122).

¹⁴⁰ So etwa die USA, Skandinavische Staaten und zuletzt auch Italien und Deutschland, vgl. Hopt/Kalss, ZGR 2024, 84 (130).

¹⁴¹ Wittig/Hummelmeier, WM 2024, 332 (336).

¹⁴² Casper, ZHR 187 (2023), 5 (31), der eine Begrenzung von Mehrstimmrechts- und Vorzugsaktien auf maximal 50 % des Grundkapitals fordert; vgl. auch Hopt/Kalss, ZGR 2024, 84 (131).

¹⁴³ Vgl. Casper, ZHR 187 (2023), 5 (31); so auch Hopt/Kalss, ZGR 2024, 84 (131).

¹⁴⁴ Vgl. Casper, ZHR 187 (2023), 5 (31).

¹⁴⁵ Siehe oben III. 3. a).

¹⁴⁶ Begr. RegE ZuFinG, BT-Drs. 20/8292, S. 111.

¹⁴⁷ DAV, NZG 2023, 738 (743); Ceesay, AG 2024, S2 (S4 f.).

des Bezugsrechts aller Aktionäre.¹⁴⁸ Jedem Aktionär mit einfachem Stimmrecht verbleibt hier die Möglichkeit, einer Verwässerung seines Gesellschaftsanteils durch die Ausübung seines Bezugsrechts entgegenzuwirken.¹⁴⁹ Insofern bleiben Minderheitenschutz und Gleichbehandlung der Aktionäre gewahrt. Ferner erschließt sich die Ratio dieser praktisch leerlaufenden Regelung nicht, wenn dennoch ein gewisses Risiko der nachträglichen Einführung besteht und entsprechende Versuche auch mit (negativen) Auswirkungen auf den Aktienkurs verbunden sein können.¹⁵⁰

7. Folglich ist das Zustimmungserfordernis auf das nach Unionsrecht geforderte Mindestmaß der qualifizierten Mehrheit zu reduzieren. Mithilfe eines Hauptversammlungsbeschlusses mit satzungsändernder Mehrheit und eines zusätzlichen Sonderbeschlusses der benachteiligten Aktionäre mit qualifizierter Mehrheit würde den Minderheitsaktionären ein hinreichender Schutz geboten.¹⁵¹ Entsprechender Schutz besteht ohnehin über § 35 WpÜG für den Fall, dass Mehrstimmrechte gegen den Willen der benachteiligten Aktionäre eingeführt werden.¹⁵²
8. Der Regierungsentwurf klassifiziert stimmrechtslose Vorzugsaktien als nicht von der Stimmrechtsverschiebung durch das Erlöschen der Mehrstimmrechte betroffen. Hierdurch wird verkannt, dass das Stimmrecht der Vorzugsaktien gem. § 140 Abs. 2 AktG aufleben kann, wodurch Vorzugsaktionäre letztlich das gleiche Stimmrecht wie Stammaktionäre erhalten.¹⁵³ Insofern können Vorzugsaktionäre durchaus von den Konsequenzen einer Stimmrechtsverschiebung betroffen sein.¹⁵⁴ Daher sollten Vorzugsaktionäre grundsätzlich als betroffen i.S.d. § 135a Abs. 1 S. 3 AktG angesehen und deren Zustimmung zur Einführung von Mehrstimmrechten verlangt werden.¹⁵⁵
9. Statt dem übertragungsbasierten Erlöschen sollte eine zwingende Vinkulierung (§ 68 Abs. 2 AktG) gesetzlich verankert werden,¹⁵⁶ wodurch die Übertragung künftig satzungsmäßig von der Hauptversammlung zu beschließen wäre.¹⁵⁷ Dazu besteht bereits der Vorschlag, einen Beschluss mit satzungsändernder Mehrheit von allen Aktionären, einschließlich der Mehrstimmrechtsaktionäre, zu verlangen, wobei der Stimmrechtsvorzug unberücksichtigt bleiben sollte.¹⁵⁸ Entsprechende gesetzgeberische Erwägungen finden sich im Regierungsentwurf, der bereits regelmäßig von der satzungsmäßigen Festlegung der Vinkulierung ausgeht.¹⁵⁹
10. Dennoch sollte den Gesellschaften ermöglicht werden, das Erlöschen der Mehrstimmrechte bei Anteilsübertragung durch Satzungsregelung festzulegen, um dem Satzungsgeber – im Hinblick auf § 23 Abs. 5 AktG – bei der Ausgestaltung des ohnehin umfassenden Minderheitenschutzes einen gewissen Gestaltungsspielraum zu überlassen.¹⁶⁰

¹⁴⁸ Ausführlich zum Bezugsrecht Ceesay, AG 2024, S2 (S9 f.).

¹⁴⁹ Vgl. DAV, NZG 2023, 738 (743).

¹⁵⁰ Vgl. Wolf, Mehrstimmrechtsaktien, 2023, S. 273.

¹⁵¹ Dies vorschlagend DAV, NZG 2023, 738 (743); befürwortend Schmidt, BB 2024, 643 (645); Bretschneider, NJOZ 2024, 1121 (1123); wohl auch Ceesay, AG 2024, S2 (S4); ablehnend Seidel, NZG 2023, 1205 (1211); Hopt/Kalss, ZGR 2024, 84 (140); Gebhard/Herzog, ZIP 2023, 1161 (1164); Lieder/Stüttgen, NZG 2024, 753.

¹⁵² Vgl. Bretschneider, NJOZ 2024, 1121 (1123); Ceesay, AG 2024, S2 (S4).

¹⁵³ Vgl. Wittig/Hummelmeier, WM 2024, 332 (335).

¹⁵⁴ Hummel/Wittig, WM 2024, 332 (335); Bretschneider, NJOZ 2024, 1121 (1123).

¹⁵⁵ So auch Ceesay, AG 2024, S2 (S5); Wittig/Hummelmeier, WM 2024, 332 (335); Bretschneider, NJOZ 2024, 1121 (1123).

¹⁵⁶ DAV, NZG 2023, 738 (744); siehe auch Casper, ZHR 187 (2023), 5 (33); Hopt/Kalss, ZGR 2024, 84 (138).

¹⁵⁷ Vgl. DAV, NZG 2023, 464 (469).

¹⁵⁸ Hopt/Kalss, ZGR 2024, 84 (138).

¹⁵⁹ Begr. RegE ZuFinG, BT-Drs. 20/8292, S. 111.

¹⁶⁰ Vgl. Casper, ZHR 187 (2023), 5 (33); dies vorschlagend auch DAV, NZG 2023, 738 (744).

11. Hält man an dem übertragungsbasierten Erlöschen der Mehrstimmrechte fest, empfiehlt sich eine Übertragung i.S.d. § 135a Abs. 2 S. 1 AktG immer (und nur) dann anzunehmen, wenn sich der wirtschaftlich Berechtigte i.S.d. § 3 Abs. 1 GWG¹⁶¹ ändert, also die tatsächliche Einflussnahme betroffen wird.¹⁶² Damit kann der Umgehung des Erlöschens durch mittelbare Übertragung weitgehend vorgebeugt werden.¹⁶³ Ob daraus notwendigerweise eine Änderung des Gesetzeswortlauts resultieren muss, ist wohl zu verneinen, da sich die Umgehungsproblematik bereits durch die Auslegung der Vorschrift bewältigen lässt.¹⁶⁴
12. Eine zeitliche Begrenzung erweist sich als kontraproduktiv für langfristig ausgerichtete Investitionen und unternehmerische Vorhaben. Eine kurzfristige Denkweise gewinnt durch den absehbaren Machtverlust an Bedeutung, wodurch der originäre Zweck der Mehrstimmrechte konterkariert wird.¹⁶⁵ Eine vorherrschende und einheitliche zeitliche Grenze ist auch deshalb nicht unproblematisch, da sie keine Anpassung auf die individuellen Entwicklungsstadien der Unternehmen ermöglicht.¹⁶⁶ Dadurch können funktionierende Unternehmen – obwohl die Regelung vorrangig uneffektiven Unternehmen zugutekommen soll – betroffen sein und in ihrer Unternehmensentwicklung unangemessen beeinträchtigt werden.¹⁶⁷ Stattdessen ist eine dispositive Regelung zu befürworten, die die zeitliche Begrenzung als Grundregel normiert und vom Satzungsgeber abbedungen werden kann.¹⁶⁸ Einerseits würde damit eine zeitliche Vorgabe normativ berücksichtigt und andererseits eine Anpassung an konkrete Umstände und Bedürfnisse der Unternehmen ermöglicht werden.
13. Die nachträgliche Einführung als fristauslösendes Ereignis für das zeitbasierte Erlöschen der Mehrstimmrechte zu markieren, würde dem Zweck der Vorschrift zuwiderlaufen.¹⁶⁹ Daher sollte auch hier auf die Börsennotierung abgestellt werden,¹⁷⁰ wobei die Problematik infolge der hohen Anforderungen an die Einführung von Mehrstimmrechten rein theoretischer Natur bleiben dürfte.¹⁷¹
14. Die Höchstgrenze von insgesamt 20 Jahren ist vor dem Hintergrund des Telos der Mehrstimmrechte grundsätzlich zu begrüßen. Indessen erscheint eine zweimalige Verlängerungsoption in der Tat sachgerechter, um der Unternehmenspraxis mehr Flexibilität zu gewährleisten und individuellen Unternehmensentwicklungen hinreichend Rechnung tragen zu können.¹⁷²
15. Dass die Verlängerungsoption frühestens ein Jahr vor Ablauf der Frist möglich ist, ist sachgerecht. Einer ggf. folgeschweren „Zementierung“ der Entscheidung über die Einführung der Mehrstimmrechte kann damit weitestgehend entgegengetreten werden.¹⁷³

¹⁶¹ Gesetz über das Aufspüren von Gewinnen aus schweren Straftaten v. 23.6.2017, BGBl. I 2017, S. 1822 (Nr. 39, 24.6.2017).

¹⁶² Befürwortend Wittig/Hummelmeier, WM 2024, 332 (338); Bretschneider, NJOZ 2024, 1121 (1124); Wolf, Mehrstimmrechtsaktien, 2023, S. 358; Ceesay, AG 2024, S2 (S6); dagegen Denninger/v. Bülow, AG 2023, 417 (421).

¹⁶³ Dazu siehe oben III. 4. b) aa).

¹⁶⁴ Wolf, Mehrstimmrechtsaktien, 2023, S. 358.

¹⁶⁵ Wolf, Mehrstimmrechtsaktien, 2023, S. 340.

¹⁶⁶ „Feste regulierte Vorgaben sind daher willkürlich“, vgl. Wolf, Mehrstimmrechtsaktien, 2023, S. 339.

¹⁶⁷ Diese Ansicht unterstützt die unterschiedliche Ausgestaltung zeitlicher Verfalls klauseln in Unternehmen, die einer anderen Rechtsordnung unterliegen, vgl. Wolf, Mehrstimmrechtsaktien, 2023, S. 342 f.

¹⁶⁸ Vgl. Wolf, Mehrstimmrechtsaktien, 2023, S. 347.

¹⁶⁹ Näher dazu Bretschneider, NJOZ 2024, 1121 (1125).

¹⁷⁰ So auch Bretschneider, NJOZ 2024, 1121 (1125).

¹⁷¹ Vgl. Wittig/Hummelmeier, WM 2024, 332 (338); DAV, NZG 2023, 738 (744).

¹⁷² Gebhard/Herzog, ZIP 2023, 1161 (1167); Casper, ZHR 187 (2023), 5 (32); als vertretbar empfindend Hopt/Kalss ZGR 2024, 84 (142); befürwortend auch DAV, NZG 2023, 738 (744).

¹⁷³ Vgl. Hopt/Kalss, ZGR 2024, 84 (142); zustimmend auch Gebhard/Herzog, ZIP 2023, 1161 (1167).

16. Die vom Gesetzgeber vorgesehene Befreiungsmöglichkeit für den Fall der Stimmrechtsverschiebung birgt weitere Gefahren. Insbesondere dann, wenn die Stimmrechtsverschiebung durch das übertragungs-basierte Erlöschen der mit Mehrstimmrechten ausgestatteten Aktien anderer Aktionäre verursacht wird, wird nicht von einem aktiven Zutun die Rede sein können, sodass die Befreiungsmöglichkeit fraglich erscheint.¹⁷⁴ Unabhängig von der Frage nach der zurechenbaren Verantwortlichkeit des Aktionärs erscheint es nicht sachgerecht, betroffene Aktionäre einem aufwendigen und ermessensabhängigen Verwaltungsverfahren ohne gesicherte Erfolgschancen auszusetzen.¹⁷⁵
17. Um eine Angebotspflicht oder die Herausforderung einer Befreiung zu vermeiden, empfiehlt sich eine Anpassung des WpÜG an die österreichische Regelung des § 22b österreichisches Übernahmegesetz (ÜbG).^{176 177} Demgemäß wird eine Angebotspflicht nicht ausgelöst, soweit der Anteilserwerb nicht durch eigene zeitnahe Handlungen bewirkt wurde und nicht mit der Kontrollerlangung gerechnet werden musste (§ 22b Abs. 1 ÜbG). Eine entsprechende Regelung wäre mit der Befreiungsoption vergleichbar, würde den von der Verschiebung der Beteiligungsquoten betroffenen Aktionären aber mehr Rechtssicherheit bieten, da nicht mehr das behördliche Ermessen über die Angebotspflicht entscheiden würde.¹⁷⁸

VI. Fazit

Die Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien auf europäischer Ebene und insbesondere in Deutschland ist grundsätzlich zu begrüßen. Vor allem KMU und Start-ups erhalten hierdurch eine zusätzliche, attraktive Finanzierungsoption, während zugleich die Sorge vor Kontrollverlusten gemildert wird.¹⁷⁹ Dadurch werden Wachstumsunternehmen ermutigt, den Börsengang zu wagen, was mittelfristig zu einem Anstieg von Börsengängen und insbesondere von IPOs führen dürfte.¹⁸⁰ Gleichwohl ist der Rückkehr der Mehrstimmrechte und ihrer Ausgestaltung durch § 135a AktG mit Skepsis zu begegnen:¹⁸¹ Die zahlreichen Restriktionen und Schutzmechanismen des § 135a AktG überschreiten zum Teil die europarechtlichen Vorgaben der MVRD und könnten den angestrebten Aufschwung der Mehrstimmrechte behindern. Besonders die Regelungen zum übertragungs- und zeitbasierten Erlöschen der Mehrstimmrechte bieten zwar einen umfassenden Minderheiten- und Missbrauchsschutz, können aber ggf. dem originären Zweck der Mehrstimmrechte zuwiderlaufen.¹⁸² Auch das derzeitige Einstimmigkeitserfordernis erweist sich als zu streng und sollte auf das unionsrechtliche Mindestmaß reduziert werden, sofern die Etablierung von Mehrstimmrechtsaktien nach Börsengang nicht völlig ausgeschlossen werden soll. Weiterhin bleibt abzuwarten, wie der Gesetzgeber den über-

¹⁷⁴ Casper, ZHR 187 (2023), 5 (34).

¹⁷⁵ Wittig/Hummelmeier, WM 2024, 332 (339); Denninger/v. Bülow, AG 2023, 417 (423); Kraack, NZG 2023, 1151 (1159).

¹⁷⁶ Österreichisches Übernahmegesetz – ÜbG sowie Änderungen des Börsengesetzes und des Einführungsgesetzes zu den Verwaltungsverfahrensgesetzen, BGBl. I Nr. 127/1998.

¹⁷⁷ Vgl. Mock/Mohamed, NZG 2022, 1275 (1277); Wittig/Hummelmeier, WM 2024, 332 (339); Schlitt/Ries/Lepke, AG 2024, 466 (474); Nicolussi, AG 2022, 753 (762); befürwortend wohl auch Ceesay, AG 2024, S2 (S10); eher ablehnend Gebhard/Herzog, ZIP 2023, 1161 (1166), der für eine generelle Ausnahme von der Angebotspflicht keinen Anlass sieht.

¹⁷⁸ Denninger/v. Bülow, AG 2023, 417 (423); Wolf, Mehrstimmrechtsaktien, 2023, S. 281.

¹⁷⁹ Siehe oben III. 1.

¹⁸⁰ Wittig/Hummelmeier, WM 2024, 332 (340).

¹⁸¹ Vgl. Casper, ZHR 187 (2023), 5 (47); siehe auch Kalss, ZHR 187 (2023), 438 (497); Wittig/Hummelmeier, WM 2024, 332 (340).

¹⁸² Siehe oben V.

nahmerechtlichen Konsequenzen gegenüberreten wird. Jedenfalls wirkt die derzeitige Befreiungsoption nicht vollständig durchdacht. Eine Assimilierung an das österreichische Modell wird seit langem gefordert, fand bislang jedoch keinen Anklang.¹⁸³

In der Gesamtschau macht § 135a AktG einen – trotz aller Anpassungsbedürftigkeit – relativ ausstarierten Eindruck. Insbesondere durch die maximale Stimmquote als missbrauchspräventive Regelung und die übertragungs- und zeitbasierte Erlöschensklausel wird ein hinreichender Minderheitenschutz geboten. Demgegenüber eröffnet der erweiterte Anwendungsbereich auf die börsennotierte AG sowie das Fehlen einer Beschränkung auf bestimmte Inhabergruppen den Gesellschaften mehr Spielraum bei dem Umgang mit Mehrstimmrechten. Dennoch ist zu erwarten, dass Mehrstimmrechte allein nicht ausreichen werden, um den dringend notwendigen Wandel der Kapitalmärkte herbeizuführen.¹⁸⁴ Dafür wird es ergänzender, substanzieller Reformprojekte bedürfen.

¹⁸³ Siehe oben V. a.E.

¹⁸⁴ So Wilhelm, BKR 2024, 747 (756); Schmidt, NZG 2025, 3 (13); kritisch auch Schlitt/Ries/Lepke, AG 2024, 466 (482).