

Vorschlag COM(2022) 761 vom 7. Dezember 2022 für eine **Richtlinie über Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien in Gesellschaften, die eine Zulassung ihrer Anteile zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt beantragen**

LISTING ACT - MEHRSTIMMRECHTSAKTIEN

cepAnalyse Nr. 7/2023

LANGFASSUNG

A. WESENTLICHE INHALTE DES EU-VORHABENS	2
1 Allgemeines	2
2 Einführung von Aktien mit Mehrstimmrechten	2
2.1 Hintergrund und Ziele.....	2
2.2 Etablierung von Mehrstimmrechtsaktien	3
B. JURISTISCHER UND POLITISCHER KONTEXT	4
1 Stand der Gesetzgebung	4
2 Politische Einflussmöglichkeiten	4
3 Formalien.....	4
C. BEWERTUNG.....	4
1 Ökonomische Folgenabschätzung	4
1.1 Zur Einführung von Mehrstimmrechtsaktienstrukturen in der EU	4
1.2 Zur Notwendigkeit von Schutzvorkehrungen für Minderheitsaktionäre.....	8
1.3 Zu den Transparenzvorgaben über Mehrstimmrechtsaktienstrukturen	9
1.4 Zur Beschränkung auf KMU-Wachstumsmärkte.....	9
2 Juristische Bewertung	10
2.1 Kompetenz.....	10
2.2 Subsidiarität und Verhältnismäßigkeit gegenüber den Mitgliedstaaten	10
D. FAZIT	10

A. Wesentliche Inhalte des EU-Vorhabens

1 Allgemeines

- ▶ Im Jahr 2015 legte die EU-Kommission einen Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion vor [COM(2015) 468, s. [cepAnalyse](#)]. Eines der Hauptziele der Kapitalmarktunion ist es, den Zugang zu marktba- sierten Finanzierungsquellen für EU-Unternehmen und insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen (KMU) zu erleichtern.
- ▶ Laut Kommission wurden seit der Veröffentlichung des Aktionsplans bereits Fortschritte bei der Erreichung dieses Ziels erzielt, von dem sie sich insbesondere für Unternehmen folgendes verspricht:
 - eine Diversifizierung ihrer Investorenbasis,
 - eine Reduktion ihrer Abhängigkeit von Bankfinanzierungen,
 - einen leichteren und günstigeren Zugang zu zusätzlichem Eigen- und Fremdkapital, und
 - eine Schärfung ihres öffentlichen Profils und eine Erhöhung ihres Bekanntheitsgrads.
- ▶ Jedoch sind nach Kommission weitere Anstrengungen vonnöten. Jüngst beschlossene regulatorische Maß- nahmen, wie etwa die Schaffung von speziell an KMU gerichtete Handelsplätze („KMU-Wachstumsmärkte“), haben bisher noch nicht in ausreichendem Maß zur Zielerreichung geführt.
- ▶ Im September 2021 kündigte die Präsidentin der Kommission von der Leyen daher die Vorlage eines Pakets von Legislativmaßnahmen an, um die öffentlichen Märkte für EU-Unternehmen attraktiver zu machen und den Zugang zu Kapital für KMU zu erleichtern.
- ▶ Unter dem Label „Rechtsakt zur Notierung an öffentlichen Märkten bzw. Listing Act“ legte die Kommission nun am 7. Dezember 2022 ein Bündel von regulatorischen Maßnahmen vor. Dieses Bündel besteht aus Vor- schlägen
 - für eine Richtlinie über Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien; dieser zielt darauf ab, regulatorische Hin- dernisse in der Phase vor der Börsennotierung anzugehen [COM(2022) 761],
 - für eine Verordnung zur Änderung der Prospektverordnung [(EU) 2017/1129] und der Marktmissbrauchs- verordnung [(EU) Nr. 696/2014]; dieser zielt darauf ab, die Börsenzulassungsanforderungen für Primär- und Sekundärmärkte zu straffen und dabei den Anlegerschutz und die Marktintegrität zu wahren [COM(2022) 762], und
 - für eine Richtlinie zur Änderung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente [2014/65/EU] und zur Aufhebung der Börsenzulassungsrichtlinie [2001/34/EG]; dieser zielt darauf ab, das geringe Niveau an Fi- nanzanalysen zu KMU zu erhöhen und die Attraktivität von KMU-Wachstumsmärkten für KMU zu verbes- sern [COM(2022) 760].
- ▶ Diese **cepAnalyse** widmet sich vertieft dem Vorschlag für eine Richtlinie über Strukturen mit Mehrstimm- rechtsaktien [COM(2022) 761].

2 Einführung von Aktien mit Mehrstimmrechten

2.1 Hintergrund und Ziele

- ▶ Laut Kommission scheuen viele kleine Familienbetriebe, Start-ups, Gründer und Unternehmen mit langfristi- gen Projekten den Gang an die Börse, weil sie sich insbesondere fürchten vor [S. 2 und 3]
 - einer geringeren Kontrolle über ihr Unternehmen und damit über Betriebs- und Investitionsentscheidun- gen,
 - einer Verwässerung der Eigentumsverhältnisse,
 - dem Aussetzen von Schwankungen der öffentlichen Märkte, oder/und
 - dem Aussetzen der Gefahr vor feindlichen Übernahmeversuchen.
- ▶ Würden diese Unternehmen auch nach dem Börsengang eine gewisse Entscheidungsgewalt behalten, würde dies, nach Auffassung der Kommission, ihre Anreize stärken, den Schritt zu wagen, eine Börsennotierung an- zustreben [S. 2 und 3].
- ▶ Die Kommission will daher Gesellschaften, die Aktien an einem auf KMU spezialisierten Handelsplatz („KMU- Wachstumsmarkt“) zum Handel zulassen wollen, die Möglichkeit geben, „Mehrstimmrechtsaktien“ zu bege- ben [Art. 1]. Mit solchen Aktien wird eine Diskrepanz zwischen finanzieller Beteiligung und Stimmrecht ge- schaffen (Abkehr vom Prinzip „eine Aktie – eine Stimme“). Ein Aktionär bzw. eine Gruppe von Aktionären

kann damit eine Kontrollbeteiligung an einem Unternehmen halten, ohne die für die Höhe der Beteiligung erforderliche anteilige wirtschaftliche Investition tätigen zu müssen. [S. 3]

2.2 Etablierung von Mehrstimmrechtsaktien

- ▶ Als „Mehrstimmrechtsaktien“ gelten Aktien, die [Art. 2 lit. b]
 - eine eigene und separate Gattung von Aktien darstellen, und
 - mit höheren Stimmrechten ausgestattet sind als andere Aktiegattungen, die mit Stimmrechten ausgestattet sind, die für Beschlüsse auf Hauptversammlungen Stimmrechte verleihen.
- ▶ Gesellschaften – in Deutschland: Aktiengesellschaften – dürfen Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien einführen, sofern sie Aktien zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt in einem oder mehreren Mitgliedstaaten erstmalig zulassen wollen. Keine ihrer Aktien darf bisher an einem Handelsplatz zum Handel zugelassen sein. [Art. 4 Abs. 1 i.V.m. Anhang I der Richtlinie (EU) 2017/1132]
- ▶ Die Vorgabe gilt für alle Gesellschaften, die Mehrstimmrechtsaktien zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt zulassen wollen und ist nicht auf kleine und mittlere Unternehmen (KMU) beschränkt, für die diese Wachstumsmärkte primär konzipiert wurden [Erwägungsgrund 7].
- ▶ Gesellschaften dürfen Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien auch bereits vor der Beantragung eines Zulassungsantrags einführen [Art. 4 Abs. 2]. Jedoch können die Mitgliedstaaten die Ausübung der erweiterten Stimmrechte von der Zulassung abhängig machen [Art. 4 Abs. 3].
- ▶ Die Mitgliedstaaten müssen sicherstellen, dass Anteilseigner, die keine Mehrstimmrechtsaktien halten, fair und nichtdiskriminierend behandelt und ihre Interessen angemessen geschützt werden. Dafür müssen sie sicherstellen, dass [Art. 5 Abs. 1, Art. 2 lit. f]
 - die Einführung von Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien von der Aktionärshauptversammlung der Gesellschaft beschlossen wird, und zwar mit qualifizierter Mehrheit nach nationalem Recht,
 - die Auswirkungen des erweiterten Stimmgewichts von Mehrstimmrechtsaktien begrenzt wird; eine solche Begrenzung muss umfassen entweder die Festlegung
 - eines maximalen Anteils des ausgegebenen Aktienkapitals, den der Gesamtbetrag der Mehrstimmrechtsaktien repräsentieren kann sowie einer maximalen gewichteten Stimmquote, d.h. des Verhältnisses der mit Mehrstimmrechtsaktien verbundenen Stimmen zu den Stimmen bei den Aktien mit den geringsten Stimmrechten, oder
 - einer Beschränkung der Stimmrechte der Anteilseigner mit Mehrstimmrechtsaktien bei Beschlüssen der Aktionärshauptversammlung, für die eine qualifizierte Mehrheit notwendig ist.
- ▶ Die Mitgliedstaaten können zudem Vorschriften einführen, zur Verhinderung [Art. 5 Abs. 2]
 - der Übertragung der erweiterten Stimmrechte auf Dritte,
 - des Fortbestands der erweiterten Stimmrechte nach dem Ableben, der Geschäftsunfähigkeit oder dem Ausscheiden des Inhabers von Mehrstimmrechtsaktien,
 - des Fortbestands der erweiterten Stimmrechte nach einem bestimmten Zeitraum,
 - des Fortbestands der erweiterten Stimmrechte nach einem bestimmten Ereignis,
 - der Ausnutzung der erweiterten Stimmrechte zur Blockade von Beschlüssen der Aktionärshauptversammlung mit denen nachteilige Auswirkungen auf die Menschenrechte und die Umwelt verhindert, verringert oder beseitigt werden sollen.
- ▶ Gesellschaften mit Mehrstimmrechtsaktien müssen bestimmte Angaben machen [Art. 6]
 - im „EU-Wachstumsemissionsdokument“, d.h. einem spezifischen für KMU konzipierten Prospektformat – oder im „Zulassungsdokument“, d.h. einem Dokument zur Zulassung eines Finanzinstruments zum Handel, sowie
 - im Jahresfinanzbericht der Gesellschaft.
 Das umfasst Angaben u.a. [Art. 6]
 - zur Kapitalstruktur der Gesellschaft,
 - zur Identität der Inhaber von Mehrstimmrechtsaktien,
 - zur Identität von Wertpapierinhabern mit besonderen Kontrollrechten,
 - zu etwaigen Stimmrechtsbeschränkungen, und
 - zu etwaigen Beschränkungen für Wertpapierübertragungen.
- ▶ Den Mitgliedstaaten steht es frei, Gesellschaften die Einführung von Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien auch in anderen Situationen als der erstmaligen Zulassung zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt zu

ermöglichen [Art. 3]. Sie können es Gesellschaften u.a. erlauben, solche Strukturen einzuführen, wenn sie [Erwägungsgrund 8]

- die Zulassung zum Handel an einem multilateralen Handelsplatz (multilateral trading facility (MTF)), d.h. börsenähnliche Handelsplattformen, oder einem geregelten Markt beantragen, und bereits zum Handel zugelassen sind,
- von einem KMU-Wachstumsmarkt auf einen geregelten Markt wechseln und dabei Mehrstimmrechtsaktien beibehalten wollen.

- ▶ Die Mitgliedstaaten müssen die Vorgaben der Richtlinie binnen zwei Jahre nach ihrem Inkrafttreten umsetzen [Art. 8 Abs. 1].

B. Juristischer und politischer Kontext

1 Stand der Gesetzgebung

07.12.2022	Annahme durch Kommission
19.04.2023	Annahme eines Verhandlungsmandats im Rat
Offen	Annahme durch Europäisches Parlament und Rat, Veröffentlichung im Amtsblatt, Inkrafttreten

2 Politische Einflussmöglichkeiten

Generaldirektionen:	GD Finanzstabilität, Finanzdienstleistungen und Kapitalmarktunion
Ausschüsse des Europäischen Parlaments:	Wirtschaft und Währung (ECON), Berichterstatter: Alfred Sant (S&D-Fraktion, MT)
Bundesministerien:	Finanzen (federführend)
Ausschüsse des Deutschen Bundestags:	Finanzen (federführend)
Entscheidungsmodus im Rat:	Qualifizierte Mehrheit (Annahme durch 55% der Mitgliedstaaten, die 65% der EU-Bevölkerung ausmachen)

3 Formalien

Kompetenznormen:	Art. 114 AEUV (Binnenmarkt) und Art. 50 (Niederlassungsfreiheit)
Art der Gesetzgebungszuständigkeit:	Geteilte Zuständigkeit (Art. 4 Abs. 2 AEUV)
Verfahrensart:	Art. 294 AEUV (ordentliches Gesetzgebungsverfahren)

C. Bewertung

1 Ökonomische Folgenabschätzung

1.1 Zur Einführung von Mehrstimmrechtsaktienstrukturen in der EU

Seit einigen Jahren ist eine interessante Entwicklung an den Aktienmärkten zu beobachten. Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien sind weltweit auf dem Vormarsch, insbesondere in den USA. Während dort in den Jahren 2000 bis 2010 bei durchschnittlich 10,9% der jährlichen Börsengänge (IPOs) solche Strukturen genutzt wurden, waren es im Zeitraum von 2011 bis 2022 bereits 19,6%. Diese Entwicklung nahm insbesondere Fahrt auf durch den Börsengang von Google (heute: Alphabet) im Jahr 2004. Seitdem haben sich insbesondere innovative Tech-Unternehmen dazu entschlossen, auf Mehrstimmrechtsaktienstrukturen zurückzugreifen. Ihr Anteil stieg sogar

auf durchschnittlich knapp 30% (2011-2022) von einem niedrigen Niveau von 7,3% (2000-2010) und erreichte im Jahr 2022 seinen vorläufigen Höhepunkt von 50% der Tech-IPOs¹ (s. Abbildung 1).^{2,3}

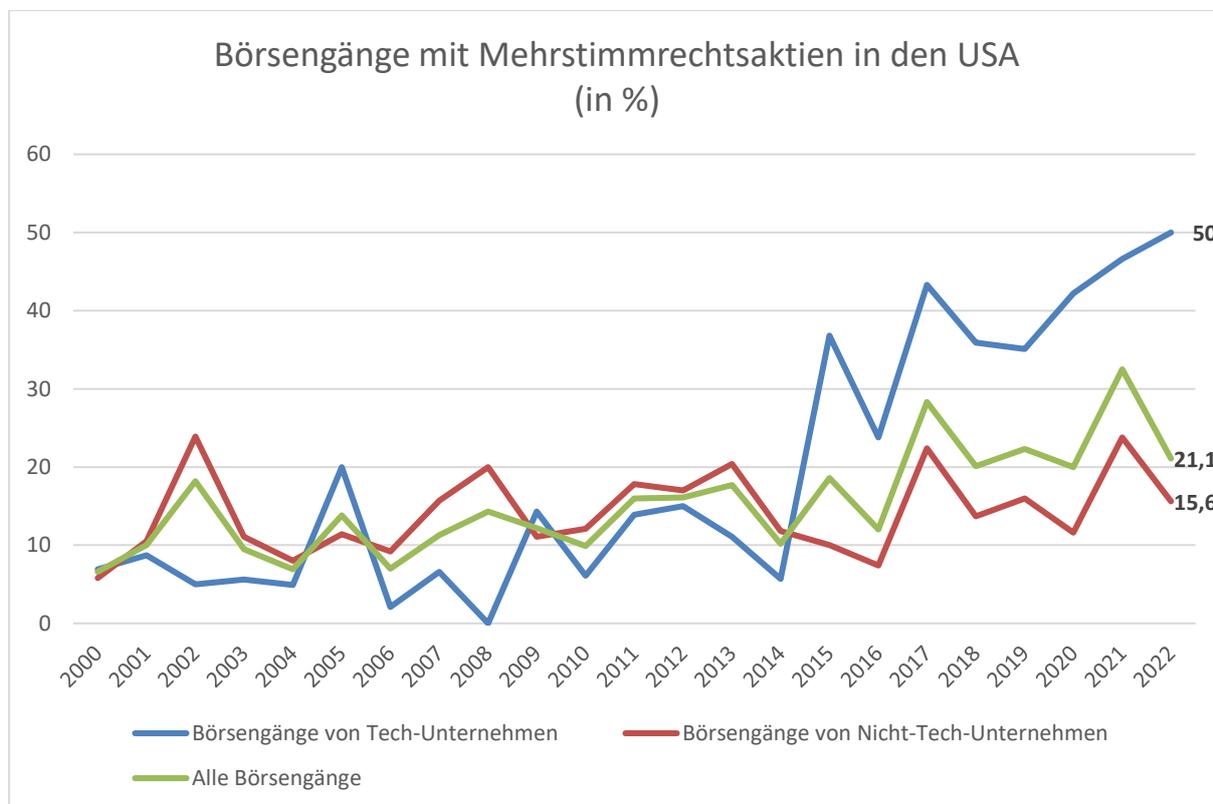


Abbildung 1: Börsengänge mit Mehrstimmrechtsaktien in den USA (in %), Quelle: Ritter (2023), Initial Public Offerings: Dual Class Structure of IPOs Through 2022, University of Florida, January 24, 2023.

Unter den Firmen, die sich für Mehrstimmrechtsaktienstrukturen in den USA entschieden haben, sind auch mehrere Großunternehmen. Dazu zählen, neben Alphabet, insbesondere auch Schwergewichte wie Meta (ehemals: Facebook), Apple, Snap und Visa.^{4,5} Insgesamt haben vier der zehn größten börsennotierten Unternehmen Mehrstimmrechtsaktien. Und auch das chinesische Tech-Unternehmen Alibaba nutzte solche Aktienstrukturen als es 2014 in den USA den Weg an die Börse NYSE beschritt.⁶ Auch wenn, nach wie vor, der Großteil der Unternehmen dem „one share, one vote“-Prinzip folgt, vereinigen Firmen mit Mehrstimmrechtsaktien bereits 60% des Marktwerts von Börsengängen auf sich (Stand: 2020).⁷

Der Erfolg der Mehrstimmrechtsaktienstrukturen in den USA hat zahlreiche Jurisdiktionen aufgeschreckt. So haben sich in den vergangenen Jahren einige asiatische Finanzzentren – insbesondere Hongkong, Singapur und Shanghai – dazu entschieden, sich für Notierungen über Mehrstimmrechtsaktien zu öffnen.⁸ Und auch das Vereinigte Königreich hat jüngst einen Kurswechsel vollzogen, indem sie Unternehmen nun die Möglichkeit einräumt, im Premium-Segment der Londoner Börse solche Strukturen einzusetzen.^{9,10} In einigen EU-

¹ Die Gesamtzahl der IPOs in den USA war jedoch 2022 mit insgesamt sechs (d.h. drei über Mehrstimmrechtsaktien) auch äußerst gering.
² Battocletti, V., Enriques, L., & Romano, A. (2022). Dual Class Shares in the Age of Common Ownership. European Corporate Governance Institute-Law Working Paper, (628), S. 14.
³ Ritter (2023), Initial Public Offerings: Dual Class Structure of IPOs Through 2022, University of Florida, January 24, 2023.
⁴ Council of Institutional Investors, Dual Class Companies List, https://www.cii.org/dualclass_stock
⁵ SWD(2022) 762, Commission staff working document, Impact assessment report, Brussels, 7.12.2022, S. 17.
⁶ Fernandez, E., Friedrich, H. J., O’Gorman, O., Huemer, G., Mazanec, L., Nieto-Márquez, J. G., ... & Vismara, A. (2021), Empowering EU Capital Markets-Making listing cool again, Final report of the Technical Expert Stakeholder Group (TESG) on SMEs, S. 33.
⁷ Council of Institutional Investors, Dual-Class IPO Snapshot: 2017–2020 Statistics.
⁸ SWD(2022) 762, S. 142 und 143.
⁹ Der Kurswechsel war insbesondere auch eine Folge des „UK Listings Reviews“, welches das Finanz- und Wirtschaftsministerium des Vereinigten Königreichs Ende 2020 veröffentlichte [HM Treasury (2020), UK Listings Review, veröffentlicht: 19 November 2020, zuletzt aktualisiert, 21 April 2021].
¹⁰ Financial Conduct Authority (2021), Primary Market Effectiveness Review: Feedback and final changes to the Listing Rules, Policy Statement, PS21/22, Dezember 2021.

Mitgliedstaaten spielen Mehrstimmrechtsaktien bereits eine bedeutende Rolle, insbesondere in Schweden, Finnland und Dänemark.¹¹ In Frankreich und Irland sind solche Aktienstrukturen ebenfalls zulässig. In Belgien und Portugal gibt es Bestrebungen, sie zu erlauben.¹² Und auch in Italien gibt es diesbezügliche Pläne.¹³ Andere Mitgliedstaaten, wie etwa Spanien, Österreich und auch Deutschland erlauben sie jedoch (bisher) nicht.¹⁴ In Deutschland wurden sie beispielsweise mit dem Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich weitgehend ab Mitte 2003 abgeschafft.¹⁵⁻¹⁶ Derzeit gibt es jedoch in der Bundesregierung Bestrebungen im Rahmen des so genannten Zukunftsfinanzierungsgesetzes Mehrstimmrechtsaktien wieder zuzulassen (s. dazu auch Box 1).¹⁷⁻¹⁸

Box 1: Zentrale Vorgaben im Referentenentwurf des Bundesfinanz- und Bundesjustizministeriums für ein Zukunftsfinanzierungsgesetz (ZuFinG) zu Mehrstimmrechtsaktien

Das Bundesfinanz- und das Bundesjustizministerium wollen Mehrstimmrechtsaktien im deutschen Aktienrecht wieder gesellschaftsrechtlich erlauben, und zwar für Aktiengesellschaften, für europäischer Aktiengesellschaften (Societas Europaea, „SE“) sowie für Kommanditgesellschaften auf Aktien (KGaA). Generell dürfen nur Namensaktien mit Mehrstimmrechten ausgestattet werden. Es soll keine Beschränkung hinsichtlich des Personenkreises geben, die Inhaber der Mehrstimmrechtsaktien sein können. Alle betroffenen Aktionäre müssen der Einführung von Mehrstimmrechten zustimmen.

Die genannten Gesellschaften können in der Satzung mehrere Gattungen von Mehrstimmrechtsaktien schaffen und Aktien mit unterschiedlich hohen Mehrstimmrechten vorsehen. Es wird kein festes Stimmverhältnis vorgegeben. Jedoch wird eine Höchstzahl an Stimmen festgelegt, zu denen eine Mehrstimmrechtsaktie im Vergleich zu einer Stammaktie berechtigen kann. Das maximale Stimmverhältnis soll, wie etwa in Schweden, 1:10 betragen.

Die Geltungsdauer der Mehrstimmrechtsaktien soll befristet werden („Sunset Clause“). Es ist geplant hier einen Zeitraum von maximal zehn Jahren nach Börsengang vorzugeben. In der Satzung sollen jedoch auch kürzere Fristen festgelegt werden können. Auch kann in der Satzung bestimmt werden, dass die 10-Jahres-Frist einmalig um weitere bis zu zehn Jahre verlängert wird. Für den Beschluss zu einer solchen Verlängerung soll es einer Mehrheit von drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals bedürfen. Ein solcher Verlängerungsbeschluss darf zudem frühestens ein Jahr vor Ablauf der gesetzlichen Frist beschlossen werden.

Mit ihrem Vorstoß für eine Richtlinie über Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien reagiert nun auch die Kommission auf diesen Trend. Sie scheint dabei von der Furcht getrieben zu sein, gegenüber anderen Jurisdiktionen im Wettbewerb um wachstumsstarke, innovationsfreudige Tech-Firmen (noch weiter) ins Hintertreffen zu geraten, die Börsengänge lieber in Staaten mit flexibleren Rechtsordnungen bezüglich Mehrstimmrechtsaktien anstreben. Zudem sieht sie, nach wie vor, dass sich viele Start-ups, Gründer und Familienunternehmer in der EU sträuben, den Schritt an die öffentlichen Märkte zu wagen und diese sich eher auf anderem Wege Kapital beschaffen, etwa über die Aufnahme von Bankkrediten. Letztlich will sie damit einen vermeintlichen Wettbewerbsnachteil gegenüber anderen Staaten ausgleichen und die Hürden für hiesige Unternehmen für einen Börsengang abbauen.¹⁹

¹¹ SWD(2022) 762, S. 138.

¹² Schönbohm, F (2022), Bald Mehrstimmrechtsaktien in Deutschland! Wichtige Neuerungen im Zukunftsfinanzierungsgesetz, Rose & Partner, 7. November 2022.

¹³ Guiseppe Fonte (2023), Italy's League party pushes for multiple-vote shares to boost IPOs, Reuters, 22. Februar 2023.

¹⁴ Oxera (2020), Primary and secondary equity markets in the EU, Final Report, November 2020, S. 43.

¹⁵ Oxera und Kaserer, C. (2021), Wie können Börsengänge für Start-ups in Deutschland erleichtert werden? Internationaler Vergleich und Handlungsempfehlungen, 27. September 2021, S. 19 und 20.

¹⁶ Nach § 12 Abs. 2 des Aktiengesetzes (AktG) sind Mehrstimmrechte in Deutschland „unzulässig“.

¹⁷ Bundesministerium der Finanzen (BMF) und Bundesministerium der Justiz (BMJ) (2022), Eckpunkte für ein Zukunftsfinanzierungsgesetz – Maßnahmen zur verbesserten Finanzierung von Zukunftsinvestitionen und zur Erleichterung des Kapitalmarktzugangs für Unternehmen, insbesondere Startups, Wachstumsunternehmen und KMU, 29. Juni 2022.

¹⁸ Entwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz – ZuFinG), Referentenentwurf des Bundesministeriums der Finanzen und des Bundesministeriums der Justiz, 12. April 2023, abrufbar [hier](#).

¹⁹ Vor Veröffentlichung ihres Gesetzgebungsvorschlags führte die Kommission auch eine Konsultation durch. Dabei äußerten 76% der Teilnehmer der Konsultation die Ansicht, dass die Existenz von Mehrstimmrechtsaktienstrukturen dazu führt, dass mehr Unternehmen eine Börsennotierung angestrebt haben [SWD(2022) 762, S. 42 und 43].

Doch was macht Mehrstimmrechtsaktienstrukturen so attraktiv? Mehrstimmrechtsaktien können ein Anreiz für innovative Startups, Gründer und auch Familienunternehmen sein, eine Börsennotierung zu wagen, weil sie dabei die Kontrolle über die wesentlichen Unternehmensentscheidungen nicht verlieren.²⁰ Sie verlieren damit nicht die Fähigkeit, ihre Ideen und unternehmerischen Visionen auch tatsächlich umsetzen zu können.²¹ Sie sind als kontrollierende Aktionäre eher in der Lage langfristige Projekte anzugehen, da die disziplinierende Funktion des Marktes geschwächt ist.²² Zudem sind sie besser gegen feindliche Übernahmen geschützt.²³ All dies stärkt auch die Investitions- und Innovationsanreize des Managements.²⁴ Volkswirtschaftlich betrachtet, ermöglichen Mehrstimmrechtsaktienstrukturen es den Investoren auch, sich an diesen, oft dynamisch wachsenden Firmen zu beteiligen und an deren Erfolg zu partizipieren.²⁵ Führt deren Einführung zu zusätzlichen Börsengängen, die ohne sie nicht erfolgt wären, steigt zudem die „Breite und Tiefe“ an den öffentlichen Märkten.²⁶

Gleichzeitig haben Mehrstimmrechtsaktienstrukturen auch Schattenseiten. Zunächst sind sie eine Abkehr vom Grundprinzip, dass die Kapitalbeteiligung eines Aktionärs mit seinen Stimmrechten in Einklang stehen sollte; sie gewähren einzelnen Akteuren einen übergebührligen Einfluss auf das Unternehmen.²⁷ Diese hervorgehobene Machtstellung der Mehrheitsaktionäre birgt mehrere Risiken. So entstehen insbesondere Agency-Kosten, in dem Sinne, dass der Kontroll- und Überwachungsaufwand der Minderheitsaktionäre zunimmt.²⁸ Denn durch ihre Machtposition haben die kontrollierenden Anteilseigner den Anreiz, private Vorteile aus ihrer Stellung zu ziehen.²⁹ Sie könnten etwa versucht sein, vorteilhafte Übernahmeangebote zu blockieren³⁰, bevorzugt bestimmte Personen für Leitungsfunktionen auszuwählen³¹, Vergütungsstrukturen zum eigenen Vorteil anzupassen oder auch vor wachstumsfördernden Investitionsentscheidungen zurückschrecken³². Verschaffen Mehrstimmrechtsaktien einem Unternehmer langfristig Kontrolle, besteht somit die Gefahr einer „Verschanzung“ der Mehrheitsaktionäre („managerial entrenchment“); sie sträuben sich demnach ggfs. gegen Maßnahmen, die im Interesse aller Aktionäre wären und den Unternehmenswert steigern könnten.³³ Mehrstimmrechtsaktienstrukturen haben demnach regelmäßig zur Folge, dass der Unternehmenswert zumindest in der mittleren bis langen Frist geringer ausfällt³⁴ und dieser Effekt umso ausgeprägter ist, je größer das Missverhältnis zwischen Stimmrechten und finanzieller Beteiligung ausfällt³⁵. Sie können somit auf Investoren abschreckend wirken und sie zögern lassen, den Unternehmen Kapital bereitzustellen bzw. nur gegen entsprechende Risikoaufschläge.³⁶

Mit der Etablierung eines EU-weiten Rahmens für Mehrstimmrechtsaktienstrukturen, versucht die Kommission somit ein Dilemma von Startups, Gründern und Familienunternehmen aufzulösen, die zwar Kapital von den öffentlichen Märkten anzapfen, jedoch keine Kontrolle abgeben wollen. Auf der anderen Seite fördert sie jedoch ein anderes Dilemma. Denn Anleger haben zwar oft ein Interesse, in innovative, und potenziell erfolgreiche

²⁰ Fernandez, E., Friedrich, H. J., O’Gorman, O., Huemer, G., Mazanec, L., Nieto-Márquez, J. G., ... & Vismara, A. (2021).

²¹ Goshen, Z., & Hamdani, A. (2013). Corporate control and idiosyncratic vision. Columbia Law and Economics Working Paper, (444).

²² Sharfman, B. S. (2018), A Private Ordering Defense of a Company’s Right to Use Dual Class Share Structures in IPOs, *Vill. L. Rev.*, 63, 1.

²³ Joel Seligman (1986), Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy, 54 *George Washington Law Review* 687, 687.

²⁴ Oxera und Kaserer, C. (2021).

²⁵ Unternehmen mit Mehrstimmrechtsaktienstrukturen haben, zumindest in der ersten Phase nach einem Börsengang tendenziell eine höhere Bewertung [Kim, Hyunseob and Michaely, Roni, Sticking around Too Long? Dynamics of the Benefits of Dual-Class Voting (January 2, 2019). European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 590/2019, Swiss Finance Institute Research Paper No. 19-09].

²⁶ Yan, M. (2022). Permitting dual class shares in the UK premium listing regime—a path to enhance rather than compromise investor protection. *Legal Studies*, 42(2), 335-357.

²⁷ von der Crone, Aktienrecht, 2. Aufl. 2020, S. 3.

²⁸ CFA Institute (2018), Dual-Class Shares: The good, the bad, and the ugly, A Review of the Debate Surrounding Dual-Class Shares and Their Emergence in Asia Pacific, August 2018.

²⁹ Bebchuk, L and Kastiel, K. (2017), ‘The untenable case for perpetual dual-class stock’, *Virginia Law Review*, 103, S. 585–631.

³⁰ Joel Seligman, ‘Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy’ (1986) 54 *George Washington Law Review* 687, 687.

³¹ Bebchuk, L and Kastiel, K. (2017).

³² Masulis R, Wang C, Xie F (2009) Agency problems at dual-class companies. *J Financ* 64(4):1697–1727.

³³ CFA Institute (2018).

³⁴ Shen, J. (2016), The Anatomy of Dual Class Share Structures: A Comparative Perspective, *Hong Kong Law Journal*, vol. 46 no. part 2, 477–510.

³⁵ Claessens, S., S. Djankov, J. Fan, and L.H.P. Lang (2002), Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings, *Journal of Finance*, 57: 2741–2771.

³⁶ Martinez, A.G. (2018), Should Securities Regulators Allow Companies Going Public with Dual Class Shares?, Blog, University of Oxford.

Unternehmen zu investieren, wollen aber hierfür nur ungern auf ihre Kontrollrechte verzichten, die sie bei Mehrstimmrechtsaktien zwangsläufig einbüßen.³⁷

Aus den obigen Ausführungen wird ersichtlich, dass Mehrstimmrechtsaktienstrukturen letztlich zweischneidig sind. Aus ordnungspolitischer Sicht sind Mehrstimmrechtsaktien jedoch weitgehend unproblematisch, zumindest, solange zwei zentrale Voraussetzungen erfüllt sind: Erstens muss Wahlfreiheit gegeben sein. Die an einem IPO interessierten Unternehmen müssen die Möglichkeit haben, entweder klassische Aktienstrukturen (d.h. insb. one share, one vote) oder Mehrstimmrechtsaktienstrukturen zu nutzen, und Investoren sollte es freistehen, in Unternehmen, die auf die eine oder auch die andere Struktur setzen, zu investieren. Zweitens muss Transparenz herrschen. Der Emittent muss den Anleger hinreichend über die gewählte Aktienstruktur informieren, sodass dieser sich über die damit verbunden Chancen und Risiken ein Bild machen und darauf basierend eine fundierte Entscheidung treffen kann. Sind diese beiden Bedingungen erfüllt, ist grundsätzlich die Herausbildung eines effizienten Marktergebnis möglich. Emittenten können sich dann entscheiden, ob der „Gewinn“ an zusätzlicher Kontrolle durch Mehrstimmrechtsaktien so hoch ist, dass er etwaige Verluste durch ein möglicherweise geringeres Investoreninteresse und damit höheren Kapitalkosten überkompensiert. Und Investoren werden sich überlegen, ob sie den Fähigkeiten des Emittenten ein so großes Vertrauen schenken, dass sie ihm trotz geringerer Kontrollmöglichkeiten ihr Kapital anvertrauen. Haben sie dieses Vertrauen nicht oder nur eingeschränkt, werden sich Anleger gegen ein Investment entscheiden oder nur auf Basis eines Bewertungsabschlags.³⁸

Dass die Kommission für eine Etablierung von Mehrstimmrechtsaktienstrukturen in der EU eintritt, ist daher – aus ordnungspolitischen Gesichtspunkten – sachgerecht und die Tatsache, dass viele Jurisdiktionen damit positive Erfahrungen gemacht haben, deutet auch auf eine gewisse Notwendigkeit hin, hier nachzuziehen, um im globalen Wettbewerb zu bestehen und die Attraktivität der EU-Kapitalmärkte zu wahren und zu stärken.

1.2 Zur Notwendigkeit von Schutzvorkehrungen für Minderheitsaktionäre

Der Kommissionsvorschlag sieht neben der Pflicht für die Mitgliedstaaten Mehrstimmrechtsaktienstrukturen einführen zu müssen, auch zahlreiche Schutzvorkehrungen vor, mit denen sichergestellt werden soll, dass der Anlegerschutz hinreichend gewahrt bleibt und die Integrität der Märkte nicht ungebührlich leidet. Zwar lässt der Vorschlag den Mitgliedstaaten einen breiten Spielraum bei der Ausgestaltung der Schutzvorkehrungen. Es ist jedoch fraglich, ob es hierzu, insbesondere bezüglich zeitbasierter Auslaufklauseln gesetzgeberischer Festlegungen (auf EU-Ebene) bedarf. Zwar zeigen Studien, dass die Gewährung von zusätzlicher Kontrolle für Familienunternehmer, Gründer und Start-ups kurz nach einer Börsennotierung häufig die Nachteile überwiegt, da sie ihnen erlaubt, ihre Ideen konsequent zu verfolgen. Mit der Zeit verschwindet die anfängliche Innovationsfreudigkeit und- kraft jedoch regelmäßig und die Nachteile von Mehrstimmrechtsaktien, wie z.B. die Verschanzung der Mehrheitsaktionäre, kommen zunehmend zum Tragen. Zudem haben die Mehrheitsaktionäre häufig wenig Anreize, die einmal gewonnene Kontrolle wieder freiwillig abzugeben, obwohl dies ggf. aus ganzheitlicher Unternehmenssicht vorteilhaft wäre.³⁹ Insbesondere das Instrument des (automatischen) Auslaufens der Mehrstimmrechte nach einem gewissen Zeitraum ist daher häufig effektiv und kann dieser Entwicklung entgegenwirken. Hier sollte der Markt jedoch eigenständig eine Entscheidung fällen. Greift ein Unternehmen auf Mehrstimmrechtsaktienstrukturen zurück und führt keine zeitbasierten Auslaufklauseln ein oder laufen die erweiterten Stimmrechte bspw. erst nach einem langen Zeitraum aus, ist es an den Investoren zu entscheiden, ob sie dieses zusätzliche Risiko eingehen wollen oder nicht. Für die Emittenten gilt es ihrerseits abzuwägen, ob sie bei einem Verzicht auf zeitliche Auslaufklauseln genug Anlegervertrauen generieren können oder, ob die Kosten hierfür ggf. zu hoch sind. Zudem ist wenig realistisch, dass der Gesetzgeber in der Lage ist, eine „korrekte“ und für alle Unternehmen, die den Gang an die öffentlichen Märkte wagen, „geeignete“ Zeitspanne festlegen zu können. Er würde sich damit aufschwingen, besser als der Markt zu wissen, wann ein Auslaufen der Mehrstimmrechtsaktien „optimal“ wäre. Über dieses Wissen verfügt er jedoch nicht. Folglich sollte er auf die hoheitliche Bestimmung von Auslaufklauseln verzichten und es den Unternehmen überlassen, solche selbst zu implementieren.

Auch bei Schutzvorkehrungen hinsichtlich der Begrenzung des Stimmgewicht von Mehrstimmrechtsaktien sollten sich die Gesetzgeber weitgehend heraushalten. Denn auch hier ist es an den Marktakteuren, also

³⁷ Yan, M. (2022).

³⁸ Khalil und Magnan stellten solche Abschlüsse bereits 2007 in einer Studie auch fest [Khalil, S., & Magnan, M. (2007). Dual-class shares: Governance, risks, and rewards. *Ivey Business Journal*, May/June, 1-4].

³⁹ S. z.B. Lucian A. Bebchuk & Kobi Kastiel, *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, 103 VA. L. REV. 585, 594 (2017); Baran, L., Forst, A., & Tony Via, M. (2018). *Dual-class share structure and innovation*. *Journal of Financial Research*; Robert Jackson, *Perpetual Dual-Class Stock: the Case Against Corporate Royalty*.

insbesondere Emittenten und Investoren, im jeweiligen Fall auszubalancieren, welche Entscheidungsmacht der jeweiligen Marktseite zugestanden werden sollte und wo die Grenzen liegen sollten. Auch hier steht es Investoren beispielsweise frei, Unternehmen die ihren Eignern ein (sehr) hohes Stimmengewicht zugestehen möchten, mit Bewertungsabschlägen zu disziplinieren. Solange Investoren der Stimmrechtsunterschied transparent gemacht wird – und das sieht der Kommissionsvorschlag vor – ist eine solche Schutzvorkehrung daher letztlich entbehrlich.

Die optionale Schutzvorkehrung, wonach die erweiterten Stimmrechte nicht zur Blockade von umwelt- und menschenrechtsbezogenen Entscheidungen der Aktionärshauptversammlung genutzt werden dürfen, ist abzulehnen. Erstens werden damit politische Anliegen ungebührlich mit gesellschaftsrechtlichen Fragestellungen vermischt. Zweitens ist fraglich, welche Beschlüsse letztlich im Einzelfall davon betroffen wären und welche Instanz darüber befindet, was Rechtsunsicherheiten schafft. Drittens schafft diese politisch motivierte Sonderregelung für Umwelt- und Menschenrechtsthemen Anreize für einen Flickenteppich an (weiteren) Einzelregelungen, bei denen Mehrstimmrechtseigentümer ihre erweiterten Stimmrechte nicht nutzen können. Und viertens unterstellt sie mit der Sonderregel Mehrstimmrechtsaktionären – ohne hinreichende Begründung – Umwelt- und Menschenrechtsthemen in geringerem Maße in den Fokus zu nehmen als alle anderen Aktionäre. Das ist in seiner Pauschalität nicht nachvollziehbar. Die Gesetzgeber sollten die Klausel im Gesetzgebungsverfahren daher streichen.

Dagegen sind die Schutzvorkehrungen, die ein Auslaufen der Mehrstimmrechtsaktien bei Ableben, der Geschäftsunfähigkeit oder dem Ausscheiden des Inhabers von Mehrstimmrechtsaktien vorsehen, sachlogisch und nachvollziehbar. Denn treten diese Ereignisse ein, entfällt auch automatisch der Grund für die ursprüngliche Gewährung der Mehrstimmrechte. Die Gesetzgeber sollten diese Klausel daher in jedem Fall beibehalten.

1.3 Zu den Transparenzvorgaben über Mehrstimmrechtsaktienstrukturen

Die Vorgaben zur Transparenz über die Nutzung von Mehrstimmrechtsaktienstrukturen im EU-Wachstumsemissionsdokument oder Zulassungsdokument sowie im Jahresfinanzbericht der Gesellschaft sind sachgerecht und für die erfolgreiche Etablierung von Mehrstimmrechtsaktienstrukturen essenziell. Denn erst die Offenlegung von Informationen über die Ausgestaltung der eingesetzten Struktur versetzt die Anleger in die Position, wohlüberlegt darüber entscheiden zu können, ob sie die damit einhergehenden etwaigen zusätzlichen Risiken tragen können und wollen. Sie sind als Instrument zum Abbau von Informationsasymmetrien zwischen Emittenten und Investoren ein zentraler Schlüssel zur Wahrung des Anlegervertrauens.

1.4 Zur Beschränkung auf KMU-Wachstumsmärkte

Mit dem Richtlinienvorschlag will die Kommission insbesondere erreichen, dass KMU sich vermehrt dafür entscheiden, Kapital über öffentliche Märkte aufzunehmen. Jedoch beschränkt sie die Möglichkeiten der KMU zur Nutzung von Mehrstimmrechtsstrukturen dahingehend, dass sie diese explizit nur für Notierungen auf speziellen „KMU-Wachstumsmärkten“ vorsieht, also auf Märkten, die den Besonderheiten von KMU explizit Rechnung tragen. Den Mitgliedstaaten steht es zwar frei, solche Strukturen auch für Notierungen auf anderen Handelsplätzen zu ermöglichen, verpflichtend ist dies jedoch nicht. Diese regulatorische Fokussierung auf KMU-Wachstumsmärkte sollte überdacht werden. Denn erstens leistet sie Fehlanreize Vorschub, da sie Gesellschaften dazu ermuntern kann – gegeben ein Mitgliedstaat behält die Beschränkung auf KMU-Wachstumsmärkte bei – von einer eigentlich (bisher) als vorteilhaft angesehenen Notierung an einem geregelten Markt oder einem MTF Abstand zu nehmen. Und zweitens benachteiligt sie letztgenannte Handelsplätze damit zwangsläufig und ohne Not im Wettbewerb um lukrative Notierungen und bevorzugt KMU-Wachstumsmärkte einseitig. Die Gesetzgeber sollte daher auch explizit und in jedem Fall Mehrstimmrechtsaktienstrukturen auf geregelten Märkten und MTF ermöglichen und diese Entscheidung nicht allein den Mitgliedstaaten überlassen.

2 Juristische Bewertung

2.1 Kompetenz

Die Kommission stützt ihren Vorschlag zurecht auf Art. 114, Art. 50 Abs. 1 und Art. 50 Abs. 2 lit. g (AEUV).

2.2 Subsidiarität und Verhältnismäßigkeit gegenüber den Mitgliedstaaten

Unproblematisch.

D. Fazit

Die Kommission reagiert mit ihrem Vorstoß für eine Richtlinie über Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien auf einen globalen Trend. Immer mehr Jurisdiktionen weltweit ermöglichen solche Strukturen. Um im Wettbewerb um wachstumsstarke, innovationsfreudige Firmen nicht (noch weiter) ins Hintertreffen zu geraten, will sie die Mitgliedstaaten dazu verpflichten, Mehrstimmrechtsaktienstrukturen einzuführen. Dies ist aus ordnungspolitischer Sicht unbedenklich. Solche Strukturen können tatsächlich ein wichtiger Hebel sein. Schutzvorkehrungen, die ein Auslaufen der Mehrstimmrechtsaktien bei Ableben, der Geschäftsunfähigkeit oder dem Ausscheiden des Inhabers dieser Aktien vorsehen, sind nachvollziehbar. Die Transparenzvorgaben sind sachgerecht und eine zwingende Grundvoraussetzung für den Erfolg solcher Strukturen, da sie zur Wahrung des Anlegervertrauens beitragen. Mehrstimmrechtsaktienstrukturen sollten nicht nur auf KMU-Wachstumsmärkten, sondern auch auf geregelten Märkten und börsenähnlichen multilateralen Handelsplätzen (MTF) möglich sein. Schutzvorkehrungen zur Begrenzung des Stimmgewichts sind jedoch meist entbehrlich. Der Markt kann hier selbstständig agieren. Der Gesetzgeber sollte keine fixen Zeitspannen für das Auslaufen von Mehrstimmrechtsaktienstrukturen festlegen. Es ist wenig realistisch, dass er „korrekte“ und über alle Gesellschaften hinweg „geeignete“ Zeitspanne festlegen könnte.