

YANNICK CHATARD

Treuestimmrechte

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
113*

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

Yannick Chatard

Treuestimmrechte

Mohr Siebeck

Yannick Chatard, Studium der Rechtswissenschaft und Wirtschaftswissenschaften (M.A.) an der EBS Universität für Wirtschaft und Recht, Wiesbaden sowie der Université Paris Dauphine-PSL; Wissenschaftlicher Assistent am Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht in Hamburg; Forschungsaufenthalt an der University of Cambridge; 2023 Promotion; Rechtsreferendariat am Hanseatischen Oberlandesgericht.

ISBN 978-3-16-162504-6 / eISBN 978-3-16-162505-3
DOI 10.1628/978-3-16-162505-3

ISSN 2193-7273 / eISSN 2569-4480
(Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind über <https://dnb.de> abrufbar.

© 2023 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohrsiebeck.com

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für die Verbreitung, Vervielfältigung, Übersetzung und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Gulde Druck aus der Times gesetzt, auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und gebunden.

Printed in Germany.

Vorwort

Diese Arbeit ist während meiner Zeit als Wissenschaftlicher Assistent am Hamburger Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht entstanden und wurde im Dezember 2022 von der Bucerius Law School als Dissertation angenommen. Das Manuskript habe ich im April 2021 fertiggestellt und Anfang Dezember 2022 aktualisiert. Die mündliche Prüfung fand am 29. März 2023 statt.

Besonderen Dank schulde ich meinem Doktorvater und akademischem Lehrer, Herrn Professor Dr. Dr. h.c. Dr. h.c. Holger Fleischer, LL.M. (Michigan). Er hat mich nicht nur in seine Arbeitsgruppe aufgenommen und in vielfacher Weise unterstützt und gefördert. Von ihm habe ich in dieser Zeit auch menschlich wie fachlich viel gelernt. Herrn Professor Dr. Lars Klöhn, LL.M. (Harvard) danke ich für sein anerkennendes Zweitgutachten.

Dem Arbeitskreis Wirtschaft und Recht im Stifterverband für die Deutsche Wissenschaft bin ich für seine Unterstützung durch ein Promotionsstipendium dankbar, der Stiftung Geld und Währung sowie der Johanna und Fritz Buch-Gedächtnisstiftung für ihre großzügigen Druckkostenzuschüsse.

Darüber hinaus hatte ich das Glück, am Max-Planck-Institut zahlreiche tolle Menschen kennenlernen zu dürfen, von denen viele heute meine Freunde sind. Vor allem Ihnen verdanke ich es, dass ich voller Dankbarkeit auf meine Zeit am Institut zurückblicke. Mein besonderer Dank gilt Franz Bauer, Eckart Bueren, Jonathan Friedrichs, Stefan Korch und Christoph Schoppe: Eure stete Diskussionsbereitschaft und klugen Anmerkungen haben diese Arbeit maßgeblich bereichert.

Mehr, als es ein Vorwort ausdrücken kann, danke ich schließlich meiner Familie und meiner Freundin Carolin Langlitz für ihre fortwährende, liebevolle Unterstützung. Ihnen widme ich diese Arbeit.

Luxemburg, im Herbst 2023

Yannick Chatard

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|----|
| Abkürzungsverzeichnis | XV |
| Einleitung | 1 |
| <i>A. Problemaufriss</i> | 1 |
| <i>B. Gang der Untersuchung</i> | 5 |
| <i>C. Grenzen der Untersuchung</i> | 5 |
| 1. Teil: Rechtsgeschichte | 7 |
| <i>A. Treuestimmrechte in der Weimarer Reformdiskussion</i> | 9 |
| I. Vorschlag von Ludwig Heilbrunn | 11 |
| II. Vorschlag im Arbeitsausschuss des Vorläufigen Reichs- wirtschaftsrats | 12 |
| <i>B. Treuestimmrechte im Aktienrechtsausschuss der Akademie für Deutsches Recht</i> | 14 |
| I. Die Überlegung im ersten Bericht: Ausschluss der Spekulationsaktionäre von der Willensbildung? | 15 |
| II. Der Vorschlag im zweiten Bericht: Treuestimmrechte | 16 |
| III. Rezeption der Treuestimmrechte | 17 |
| 1. Ablehnende Haltung des Reichsjustizministeriums | 17 |
| 2. Ablehnende Haltung des Reichswirtschaftsministeriums | 19 |
| 3. Ablehnende Haltung im AktG 1937 | 19 |
| <i>C. Treuestimmrechte nach der Jahrtausendwende</i> | 22 |
| I. Treuestimmrechte gegen Hedgefonds und andere „Heuschrecken“? | 23 |
| II. Treuestimmrechte als Reaktion auf die Finanz- und Wirtschaftskrise? | 24 |
| <i>D. Rechtsgeschichtliche Lehren</i> | 26 |
| I. Ähnlicher Diskussionsanlass | 26 |

| | |
|---|----|
| II. Ähnliche Strukturmerkmale | 27 |
| III. Ähnliche Ablehnungsgründe | 27 |
| 2. Teil: Rechtsvergleichung | 29 |
| A. <i>Historischer Ursprung von Treuestimmrechten in Frankreich</i> | 31 |
| I. Aufkommen der Treuestimmrechte nach dem Ersten Weltkrieg | 31 |
| 1. Verbot von Mehrstimmrechten | 32 |
| 2. Einführung von Treuestimmrechten | 32 |
| II. Verfestigung der Treuestimmrechte 1966 | 34 |
| III. Aufstieg der Treuestimmrechte im Zuge der Finanzkrise | 37 |
| 1. Wirtschaftspolitischer Anlass | 37 |
| 2. Gesetzgeberische Reaktion | 38 |
| B. <i>Treuestimmrechte französischer Provenienz</i> | 40 |
| I. Tatbestand | 40 |
| 1. Namensaktie | 40 |
| 2. Vollständige Einlageleistung | 42 |
| 3. Haltefrist | 43 |
| a) Beginn | 43 |
| b) Dauer | 44 |
| c) Ausnahmen | 45 |
| 4. Zusätzliche (fakultative) Voraussetzungen | 46 |
| II. Rechtsfolgen | 46 |
| 1. Doppelte Stimmkraft | 46 |
| 2. Begünstigte | 47 |
| III. Erlöschen des Stimmkraftvorzugs | 48 |
| 1. Gesetzliche Erlöschenstatbestände | 48 |
| 2. Verzicht | 50 |
| IV. Auswirkungen auf das Übernahmerecht | 50 |
| C. <i>Rechtstatsächliche Bewährung</i> | 53 |
| D. <i>Rechtsvergleichende Lehren</i> | 55 |
| I. Die gleiche Diskussion | 55 |
| II. . . . mit unterschiedlichem Ergebnis | 56 |
| III. . . . aufgrund ökonomischer Erwägungen | 57 |
| 3. Teil: Rechtsökonomie | 59 |
| A. <i>Short-termism als Reformtreiber</i> | 61 |
| I. Begriffsverständnis | 61 |

| | |
|--|----|
| II. Theoretische Plausibilität der Short-termism-These | 63 |
| 1. Annahmen des investor short-termism | 63 |
| a) Kurzsichtige Kapitalmärkte | 64 |
| aa) <i>Unvollständig informierte Marktteilnehmer</i> | 65 |
| bb) <i>Verhaltensökonomische Entscheidungsanomalien</i> | 65 |
| (1) Hyperbolisches Diskontieren | 66 |
| (2) Verfügbarkeits- und Repräsentationsheuristik | 66 |
| (3) Overconfidence | 67 |
| (4) Verlustaversion | 67 |
| cc) <i>Kurzfristig orientierte Arbitrageure</i> | 68 |
| (1) Erhöhte Risiken langfristiger Arbitrageprojekte? | 69 |
| (2) Erhöhte Kapitalkosten langfristiger Arbitrageprojekte | 70 |
| (3) Kurze Beurteilungszeiträume und der „Kampf um Kapital“ | 70 |
| (4) Positive-Feedback-Investitionsstrategien | 71 |
| dd) <i>Zwischenbefund</i> | 72 |
| b) Übersetzung in kurzsichtige Unternehmensstrategien | 72 |
| aa) <i>Markt für Unternehmenskontrolle</i> | 72 |
| bb) <i>Aktionäre mit kurzem Investitionshorizont</i> | 74 |
| 2. Annahmen des managerial short-termism | 75 |
| a) Informationsvorsprung des Managements | 75 |
| b) Relevanz des gegenwärtigen Börsenkurses | 76 |
| aa) <i>Vergütung und sog. career concerns</i> | 76 |
| bb) <i>Verhaltensökonomische Erwägungen</i> | 77 |
| 3. Zwischenstand | 78 |
| III. Empirische Evidenz | 79 |
| 1. Studien zum investor short-termism | 79 |
| a) Populäre Evidenz kurzsichtiger Kapitalmärkte | 79 |
| aa) <i>Sinkende Haltedauern, steigende Umschlagsraten</i> | 79 |
| bb) <i>Aktienrückkäufe</i> | 80 |
| b) Empirische Evidenz kurzsichtiger Kapitalmärkte | 82 |
| aa) <i>Schwierigkeiten empirisch-ökonomischer Studien</i> | 82 |
| bb) <i>Bewertung langfristiger Verhaltensweisen durch den Kapitalmarkt</i> | 84 |
| cc) <i>Vergleich börsennotierter und nichtbörsennotierter Gesellschaften</i> | 84 |
| c) Empirische Evidenz zur Übersetzung in kurzsichtige Unternehmensstrategien | 86 |
| aa) <i>Markt für Unternehmenskontrolle</i> | 86 |
| bb) <i>Aktionariatsstruktur</i> | 88 |

| | |
|---|-----|
| 2. Empirische Studien zum managerial short-termism | 91 |
| a) Umfragestudien | 91 |
| b) Weitere (bestätigende) Studien | 93 |
| 3. Zwischenbefund | 94 |
| IV. Fazit: Erfolgreiches legal narrative mit ambivalenter Evidenz | 94 |
| <i>B. Short-termism als Problem in Deutschland?</i> | 96 |
| I. Rechtstatsächliche Bedenken | 96 |
| 1. Konzentrierte Eigentümerstrukturen | 96 |
| a) Blockaktionäre als typische Daueraktionäre | 97 |
| b) Blockaktionäre als Antidot zum Kurzfristenken | 97 |
| 2. Veränderte Eigentümerstruktur in Dax-Unternehmen | 98 |
| 3. Zwischenbefund | 99 |
| II. Rechtliche Kautelen des short-termism | 99 |
| 1. Beschränkungen der diskutierten Transmissionsriemen | 99 |
| 2. Haftungsrisiken für Aktionäre und anfechtbare Hauptversammlungsbeschlüsse | 101 |
| 3. Haftungsrisiken für Vorstandsmitglieder | 103 |
| 4. Zwischenbefund | 104 |
| III. Schlussfolgerungen | 104 |
| <i>C. Treuestimmrechte als Bewältigungsstrategie des short-termism</i> | 106 |
| I. Neue Daueraktionäre | 106 |
| 1. Langfristige Haltedauern als taugliches Antidot zum short-termism | 107 |
| a) Größerer Informationsbeschaffungsanreiz | 107 |
| b) Kleineres Interesse an vorübergehenden Kurssteigerungen | 107 |
| c) Stärkeres Gegengewicht zu kurzfristig orientierten Aktionären | 108 |
| 2. Erster Kritikpunkt: Zweifel an der Zielvorgabe | 109 |
| a) Unbeachtete Nachteile langfristiger Aktionäre | 109 |
| b) Unbeachtete Vorteile kurzfristiger Aktionäre | 111 |
| c) Folgerung für Treuestimmrechte | 114 |
| 3. Zweiter Kritikpunkt: Zweifel am Zielerreichungsgrad | 114 |
| a) Zusätzlicher Einfluss als Anreiz | 114 |
| b) Grenzen des positiven Effekts auf die Haltedauer | 115 |
| aa) <i>Geringfügiger Stimmkraftvorzug</i> | 115 |
| bb) <i>Kein Markt für Treuestimmrechte</i> | 115 |
| cc) <i>Übernahmerecht als Hindernis</i> | 116 |
| dd) <i>Zwischenbefund und empirische Absicherung</i> | 119 |
| 4. Zwischenergebnis | 121 |

| | |
|--|-----|
| II. Förderung bereits beteiligter Daueraktionäre | 121 |
| 1. Förderung konzentrierter Eigentümerstrukturen | 121 |
| a) Steigender Einfluss von Blockaktionären als Antidot zum short-termism | 123 |
| b) Steigende Gefahr privater Kontrollrenditen und andere Nachteile | 125 |
| <i>aa) Aktienrechtlicher Schutzwall</i> | 126 |
| <i>bb) Besonderheiten von Treuestimmrechten</i> | 128 |
| <i>cc) Empirische Hilfestellungen</i> | 129 |
| (1) Empirische Untersuchungen zu Dual-class-Strukturen | 130 |
| (2) Empirische Untersuchungen zu Treuestimmrechten | 130 |
| c) Zwischenstand | 133 |
| 2. Treuestimmrechte in großen börsennotierten Aktien- gesellschaften | 133 |
| a) Indexfonds als unerkannte Nutznießer | 133 |
| b) Förderung von Indexfonds als Antidot zum short-termism?. | 139 |
| <i>aa) Fehlende ökonomische Anreize</i> | 140 |
| <i>bb) Unzureichende Ausstattung</i> | 143 |
| <i>cc) Zwischenstand</i> | 143 |
| <i>dd) Keine verbesserte Anreizstruktur durch Treuestimmrechte</i> | 144 |
| <i>ee) Erhöhtes Risikopotenzial des sog. common ownership?</i> | 145 |
| <i>ff) Zwischenstand</i> | 148 |
| c) Auswirkungen von Treuestimmrechten auf das Aktionariat | 148 |
| <i>aa) Untersuchungsdesign</i> | 148 |
| <i>bb) Einfluss des größten Daueraktionärs</i> | 150 |
| <i>cc) Größter Dauer- versus größter Kurzfristaktionär</i> | 151 |
| <i>dd) Auswirkungen auf das gesamte Aktionariat</i> | 152 |
| d) Bewertung | 154 |
| 3. Fazit: Moderate Vorteile, moderate Nachteile | 155 |
| III. Gestaltungsvarianten für einen höheren Zielerreichungsgrad | 156 |
| 1. Höhere überproportionale Stimmkraft? | 156 |
| 2. Auswirkung auf Kapitalmehrheiten? | 157 |
| 3. Zwischenstand | 159 |
| D. Erleichterter Börsengang | 160 |
| I. Vorzüge von Treuestimmrechten | 161 |
| 1. Proportionalitätsgrundsatz als Hürde eines Börsengangs | 161 |
| 2. Vermeintlich kurzfristige Kapitalmärkte als Hürde eines Börsengangs | 162 |

| | |
|---|-----|
| II. Geringfügiges Opportunismuspotenzial | 163 |
| III. Potenzielle Funktionsäquivalente | 164 |
| 1. Vorzugsaktien ohne Stimmrecht | 165 |
| 2. Mehrstimmrechte | 167 |
| IV. Fazit: Treuestimmrechte zur leichteren Eigenkapitalaufnahme | 169 |
| <i>E. Rechtsökonomische Lehren</i> | 170 |
| | |
| 4. Teil: Rechtssystematik | 173 |
| | |
| <i>A. Vereinbarkeit mit höherrangigem Recht</i> | 175 |
| I. Vereinbarkeit mit der Eigentumsgarantie | 175 |
| 1. Bestandsaufnahme zur verfassungsgerichtlichen Rechtsprechung | 175 |
| 2. Folgerungen für die Einführung von Treuestimmrechten | 177 |
| a) Eingriff in den Schutzbereich | 177 |
| b) Verfassungsrechtliche Rechtfertigung des Eingriffs | 178 |
| aa) <i>Legitimer Zweck</i> | 178 |
| bb) <i>Geeignetheit</i> | 178 |
| cc) <i>Erforderlichkeit</i> | 179 |
| dd) <i>Angemessenheit</i> | 179 |
| II. Vereinbarkeit mit dem allgemeinen Gleichheitssatz | 180 |
| 1. Rechtlich relevante Ungleichbehandlung | 180 |
| 2. Rechtfertigender Unterscheidungsgrund | 181 |
| III. Vereinbarkeit mit der Kapitalverkehrsfreiheit | 182 |
| 1. Reformgesetz als staatliche Maßnahme | 183 |
| 2. Beeinträchtigung durch eine Norm des allgemeinen Gesellschaftsrechts? | 184 |
| IV. Vereinbarkeit mit der Niederlassungsfreiheit | 188 |
| | |
| <i>B. Systemkohärenz im Aktienrecht</i> | 189 |
| I. Ausnahmen vom Proportionalitätsgrundsatz | 189 |
| II. Überproportionale Stimmkraft als weitere Ausnahme | 190 |
| III. Zwingendes Schutzsystem | 191 |
| 1. Ausreichende Kapitalbeteiligung | 191 |
| 2. Kein zwingender finanzieller Vorzug | 192 |
| 3. Gestaltungsfreiheit und Publizitätsmechanismen | 193 |
| | |
| <i>C. Rechtssystematische Lehren</i> | 197 |

| | |
|--|-----|
| 5. Teil: Bausteine eines zukünftigen Rechtsrahmens | 199 |
| <i>A. Dispositives Regelungsmodell</i> | 201 |
| I. Opting-in-Modell | 201 |
| II. Treuestimmrechte und Gleichbehandlungsgebot (§ 53a AktG) | 202 |
| <i>B. Zwingende Tatbestandsvoraussetzungen</i> | 205 |
| I. Zweijährige Mindesthaltedauer | 205 |
| II. Voll eingezahlte Namensaktie | 206 |
| <i>C. Begrenzte Rechtsfolgen</i> | 208 |
| <i>D. Notwendiger Umgehungsschutz</i> | 210 |
| I. Rechtsvergleichende Umschau | 210 |
| II. Regelungsvorschlag für das Aktiengesetz | 212 |
| 1. Regelungsmodell | 212 |
| 2. Regelungsinhalt | 213 |
| 3. Zwischenergebnis | 215 |
| <i>E. Keine zeitbasierte Verfallsklausel</i> | 216 |
| Zusammenfassung | 221 |
| Appendix | 229 |
| <i>A. Anhang zur Ermittlung der Auswirkung von Treuestimmrechten auf das Aktionariat von Dax30-Unternehmen</i> | 229 |
| I. Langfristige wesentliche Aktionäre | 229 |
| II. Kurzfristige wesentliche Aktionäre | 230 |
| III. Streubesitz | 230 |
| 1. Szenario eins | 230 |
| 2. Szenario zwei | 230 |
| 3. Szenario drei | 231 |
| IV. Gesamtanzahl der Stimmrechte nach Einführung von Treuestimmrechten | 231 |
| V. Beteiligung der einzelnen Aktionäre nach Einführung von Treuestimmrechten | 232 |
| <i>B. Anhang zu Tabelle 4</i> | 233 |
| I. Auswirkungen von Treuestimmrechten in der Bayer AG | 233 |
| II. Auswirkungen von Treuestimmrechten in der Deutsche Börse AG | 234 |

| | |
|--|-----|
| III. Auswirkungen von Treuestimmrechten in der Infineon Technologies AG | 235 |
| IV. Auswirkungen von Treuestimmrechten in der Daimler AG | 236 |
| Literaturverzeichnis | 237 |
| Stichwortverzeichnis | 271 |

Abkürzungsverzeichnis

| | |
|--------------------------|---|
| ABl. | Amtsblatt der Europäischen Union |
| abw. | abweichend |
| Acad. Mgmt. J. | The Academy of Management Journal |
| Acad. Mgmt. Rev. | The Academy of Management Review |
| AcP | Archiv für die civilistische Praxis |
| ADHGB | Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch |
| A.d.ö.R. | Anstalt des öffentlichen Rechts |
| a. E. | am Ende |
| a. F. | alte Fassung |
| AJP | Aktuelle Juristische Praxis |
| AG | Aktiengesellschaft oder Die Aktiengesellschaft |
| Allg. Begr. | Allgemeine Begründung |
| Alt. | Alternative |
| Am. Econ. Rev. | The American Economic Review |
| Am. J. Comp. L. | American Journal of Comparative Law |
| AMF | Autorité des marchés financiers |
| Amtl. Begr. | Amtliche Begründung |
| Annals of Corp. Gov. | Annals of Corporate Governance |
| Annu. Rev. Financ. Econ. | Annual Review of Financial Economics |
| ANSA | Association Nationale des Sociétés par Actions |
| Antitrust L.J. | Antitrust Law Journal |
| AnwBl | Anwaltsblatt |
| ARUG II | Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II) vom 12. Dezember 2019, BGBl. I S. 2637 |
| avr. | avril |
| BayObLG | Bayerisches Oberstes Landesgericht |
| BB | Der Betriebs-Berater |
| Bearb. | Bearbeiter |
| BeckOGK | beck-online.GROSSKOMMENTAR |
| BeckOK | Beck'scher Online-Kommentar |
| Begr. | Begründung/Begründer |
| Beil. | Beilage |
| BGBI. | Bundesgesetzblatt |
| BGHSt | Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Strafsachen |
| BGHZ | Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen |
| BJB | Bulletin Joly Bourse |
| BJS | Bulletin Joly Sociétés |

| | |
|---------------------|--|
| BKR | Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht |
| BLJ | Bucerius Law Journal |
| BRDA | Bulletin Rapide Droit des Affaires |
| BT-Drucks. | Bundestagsdrucksache |
| B.U.L. Rev. | Boston University Law Review |
| Bus. Law. | The Business Lawyer |
| Bus. & Pol. | Business and Politics |
| Bus. Strat. Env. | Business Strategy and the Environment |
| BVerfGE | Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts |
| Calif. L. Rev. | California Law Review |
| Cardozo L. Rev. | Cardozo Law Review |
| Cass. com. | Cour de cassation, chambre commerciale |
| C. com. | Code de commerce |
| CEO | Chief Executive Officer |
| CGI | Code général des impôts |
| CLJ | The Cambridge Law Journal |
| CMF | Code monétaire et financier |
| CML Rev. | Common Market Law Review |
| Colum. Bus. L. Rev. | Columbia Business Law Review |
| Colum. J. Eur. L. | Columbia Journal of European Law |
| Colum. L. Rev. | Columbia Law Review |
| Cornell L. Rev. | Cornell Law Review |
| CSA | Code des sociétés et des associations |
| D. | Dalloz |
| DB | Der Betrieb |
| Déb. Parl. Sén. | Débats Parlementaires du Sénat |
| Déb. Parl. AN. | Débats Parlementaires de l'Assemblée Nationale |
| déc. | décembre |
| Del. J. Corp. L. | Delaware Journal of Corporate Law |
| DJ | Deutsche Justiz |
| DJT | Deutscher Juristentag |
| DJZ | Deutsche Juristen-Zeitung |
| DrittelbG | Drittelbeteiligungsgesetz |
| DRiZ | Deutsche Richterzeitung |
| Dr. soc. | Droit de sociétés |
| DStR | Deutsches Steuerrecht |
| Duke L. J. | Duke Law Journal |
| E | Entwurf |
| EBIT | Earnings before interest and taxes |
| EBOR | European Business Organization Law Review |
| ECFR | European Company and Financial Law Review |
| ECGI | European Corporate Governance Institute |
| ECLI | European Case Law Identifier |
| Ed. | Edition |
| EGAktG | Einführungsgesetz zum Aktiengesetz |

| | |
|----------------------------------|---|
| Einl. | Einleitung |
| EMCA | European Model Company Act |
| endg. | endgültig |
| Erasmus L. Rev. | Erasmus Law Review |
| ErwGr. | Erwägungsgrund |
| EuR | Europarecht |
| Eur. Financ. Manag. | European Financial Management |
| EuZW | Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht |
| EWK | Europäischer Wirtschaftsraum |
| EWS | Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht |
| | |
| févr. | février |
| Fin. Anal. J. | Financial Analysts Journal |
| Fin. Rev. | Financial Review |
| Fla. St. U. L. Rev. | Florida State University Law Review |
| Fn. | Fußnote |
| FS | Festschrift |
| FT | Financial Times |
| | |
| Geo. L.J. | Georgetown Law Journal |
| Geo. Mason L. Rev. | George Mason Law Review |
| Geo. Wash. L. Rev. | George Washington Law Review |
| German Econ. Rev. | German Economic Review |
| GesR | Gesellschaftsrecht |
| Großkomm | Großkommentar |
| | |
| Harv. Bus. Rev. | Harvard Business Review |
| Harv. Bus. L. Rev. | Harvard Business Law Review |
| Harv. L. Rev. | Harvard Law Review |
| Harv. L. School F. on Corp. Gov. | The Harvard Law School Forum on Corporate Governance |
| Hdb. | Handbuch |
| Herv. | Hervorhebung |
| Hs. | Halbsatz |
| | |
| IAS | International Accounting Standards |
| Int. Econ. Rev. | International Economic Review |
| Int. J. Bus. Soc. Science | International Journal of Business and Social Science |
| Int. J. Fin. Services | Revue internationale des services financiers/International Journal for Financial Services |
| | |
| J. Acc. Econ. | Journal of Accounting and Economics |
| J. Acc. Res. | Journal of Accounting Research |
| J. Alt. Inv. | The Journal of Alternative Investments |
| J. App. Corp. Fin. | Journal of Applied Corporate Finance |
| J. Bank. & Fin. | Journal of Banking & Finance |
| J. Bus. Fin. & Acc. | Journal of Business Finance & Accounting |
| J. Corp. Fin. | Journal of Corporate Finance |
| J. Corp. L. | The Journal of Corporation Law |

XVIII

Abkürzungsverzeichnis

| | |
|--------------------------------|---|
| J. Corp. L. Stud. | Journal of Corporate Law Studies |
| JCP | Juris-Classeur Périodique, La Semaine juridique |
| JCPE | Juris-Classeur Périodique, La Semaine juridique – Entreprise et Affaires |
| J. Econ. Finan. | Journal of Economics and Finance |
| J. Econ. Lit. | Journal of Economic Literature |
| J. Econ. Persp. | Journal of Economic Perspectives |
| J. Econ. Surveys | Journal of Economic Surveys |
| J. Empir. Fin. | Journal of Empirical Finance |
| J. Fin. | The Journal of Finance |
| J. Fin. Quant. Anal. | The Journal of Financial and Quantitative Analysis |
| J. Fin. Econ. | Journal of Financial Economics |
| J. Fin. Markets | Journal of Financial Markets |
| J. Fin. Res. | The Journal of Financial Research |
| J. Fin. Stab. | Journal of Financial Stability |
| Jg. | Jahrgang |
| J.L. & Econ. | The Journal of Law & Economics |
| J.L. & Soc. | Journal of Law and Society |
| J. Mark. Res. | Journal of Marketing Research |
| J. O. | Journal officiel de la République française |
| J. Personality & Soc. Psychol. | Journal of Personality and Social Psychology |
| J. Pol. Econ. | Journal of Political Economy |
| J. Risk & Uncertainty | Journal of Risk and Uncertainty |
| JREG Bulletin | Yale Journal on Regulation Bulletin |
| J.S. | Journal des Sociétés |
| juill. | juillet |
| JW | Juristische Wochenschrift |
| JZ | Juristenzeitung |
| KfW | Kreditanstalt für Wiederaufbau |
| KölnKomm | Kölner Kommentar |
| KOM | Kommissionsdokumente |
| KonTraG | Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) vom 27. April 1998, BGBl. I S. 786 |
| KoR | Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung |
| krit. | kritisch |
| Ky. L.J. | Kentucky Law Journal |
| L. | Loi |
| li. | links |
| LLC | Limited Liability Company |
| Managerial Decis. Econ. | Managerial and Decision Economics |
| Manage. Science | Management Science |
| MAR | Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung |

| | |
|---|---|
| | der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission |
| MHdb. GesR | Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts |
| mi. | mitte |
| Mich. Bus. & Entrepreneurial L. Rev. | Michigan Business & Entrepreneurial Law Review |
| Minn. L. Rev. | Minnesota Law Review |
| Miss. L.J. | Mississippi Law Journal |
| MitbestG | Mitbestimmungsgesetz |
| Montan-MitbestG | Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer in den Aufsichtsräten und Vorständen der Unternehmen des Bergbaus und der Eisen und Stahl erzeugenden Industrie vom 21. Mai 1951, BGBl. I S. 347, zuletzt geändert durch Art. 5 G für die gleichberechtigte Teilhabe von Frauen und Männern an Führungspositionen in der Privatwirtschaft und im öffentlichen Dienst vom 24. April 2015, BGBl. I S 642 |
| MünchKomm | Münchener Kommentar |
| n° | numéro |
| NJW | Neue Juristische Wochenschrift |
| nov. | novembre |
| NStZ | Neue Zeitschrift für Strafrecht |
| NVwZ | Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht |
| Nw. U. L. Rev. | Northwestern University Law Review |
| N.Y. Times | The New York Times |
| N.Y.U. Ann. Surv. Am. L. | New York University Annual Survey of American Law |
| N.Y.U. J.L. & Bus. | New York University Journal of Law & Business |
| N.Y.U. L. Rev. | New York University Law Review |
| NZG | Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht |
| NZKart | Neue Zeitschrift für Kartellrecht |
| o. A. | ohne Autor |
| oct. | octobre |
| OECD | Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung |
| Ohio St. Bus. L.J. | Ohio State Business Law Journal |
| Q.J. Econ. | The Quarterly Journal of Economics |
| Q.J. Econ. Bus. | The Quarterly Journal of Business and Economics |
| Organ. Behav. Human Dec. | Organizational Behavior and Human Decision Processes |
| RabelsZ | Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht |
| Rapp. | Rapport |
| re. | rechts |
| RefE | Referentenentwurf |
| RegE | Regierungsentwurf |
| Rép. | Réponse |

XX

Abkürzungsverzeichnis

| | |
|------------------------|---|
| Rev. banc. fin. | Revue de droit bancaire et financier |
| Rev. Corp. Fin. Stud. | Review of Corporate Finance Studies |
| Rev. Deriv. Res. | Review of Derivatives Research |
| Rev. Econ. Stud. | The Review of Economic Studies |
| Rev. Fin. | Review of Finance |
| Rev. Fin. Stud. | The Review of Financial Studies |
| Rev. soc. | Revue des sociétés |
| RG AMF | Règlement général de l'Autorité des marchés financiers |
| RGZ | Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen |
| RIW | Recht der Internationalen Wirtschaft |
| RLDA | Revue Lamy droit des affaires |
| RPS-TRV | Revue pratique des sociétés – Tijdschrift voor Rechtspersoon en Vennootschap |
| Rs. | Rechtssache |
| Rspr. | Rechtsprechung |
| RTD civ. | Revue Trimestrielle de Droit civil |
| RTD Com. | Revue Trimestrielle de Droit commercial |
| RTDF | Revue Trimestrielle de Droit financier |
| Rutgers L. Rev. | Rutgers Law Review |
| SBF | Société des Bourses Françaises |
| San Diego L. Rev. | San Diego Law Review |
| Seattle U. L. Rev. | Seattle University Law Review |
| SJZ | Schweizerische Juristen-Zeitung |
| Slg. | Sammlung der Rechtsprechung des Gerichtshofes und des Gerichts Erster Instanz |
| Sloan Manage. Rev. | Sloan Management Review |
| Stan. J.L. Bus. & Fin. | Stanford Journal of Law, Business & Finance |
| Stan. L. Rev. | Stanford Law Review |
| Stan. L. Rev. Online | Stanford Law Review Online |
| St. John's L. Rev. | St. John's Law Review |
| Strat. Mgmt. J. | Strategic Management Journal |
| st. Rspr. | ständige Rechtsprechung |
| TAR | The Accounting Review |
| Tex. L. Rev. | Texas Law Review |
| U.C. Davis L. Rev. | U.C. Davis Law Review |
| U. Chi. L. Rev. | The University of Chicago Law Review |
| U. Chi. Bus. L. Rev. | The University of Chicago Business Law |
| UCLA L. Rev. | UCLA Law Review |
| UCLJLJ | UCL Journal of Law and Jurisprudence |
| UK | United Kingdom |
| U. Pa. L. Rev. | University of Pennsylvania Law Review |
| Va. L. Rev. | Virginia Law Review |
| Vorb. | Vorbemerkung |

| | |
|-------------------------|--|
| VorstAG | Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung vom 31. Juli 2009, BGBl. I S. 2509 |
| Wake Forest L. Rev. | Wake Forest Law Review |
| Wash. U. L. Rev. | Washington University Law Review |
| Wis. L. Rev. | Wisconsin Law Review |
| WM | Wertpapier-Mitteilungen |
| Wm. & Mary Bus. L. Rev. | William and Mary Business Law Review |
| WpÜG | Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen vom 20. Dezember 2001, BGBl. I S. 3822, zuletzt geändert durch Art. 20 G zur begleitenden Ausführung der VO (EU) 2020/1503 und der Umsetzung der RL EU 2020/1504 |
| WpÜG-AngebotsVO | Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots (WpÜG-Angebotsverordnung) vom 27. Dezember 2001, BGBl. I S. 4263, zuletzt geändert durch Art. 8 Abs. 8 G zur weiteren Ausführung der EU-ProspektVO und zur Änd. von Finanzmarktgesetzen vom 8.7.2019, BGBl. I S. 1002 |
| WuW | Wirtschaft und Wettbewerb |
| Yale L.J. | Yale Law Journal |
| z. | zu |
| ZAkDR | Zeitschrift der Akademie für Deutsches Recht |
| ZEuP | Zeitschrift für Europäisches Privatrecht |
| ZG | Zeitschrift für Gesetzgebung |
| ZGR | Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht |
| ZHR | Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht |
| ZIP | Zeitschrift für Wirtschaftsrecht |
| zit. | zitiert |
| ZNR | Zeitschrift für Neuere Rechtsgeschichte |
| ZVglRWiss | Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft |

Einleitung

A. Problemaufriss

Treuestimmrechte sind en vogue. Immer mehr Rechtsordnungen ermöglichen es, langfristig beteiligten Aktionären doppelte Stimmkraft zu gewähren. Eine solche Loyalitätsprämie kennt das französische Recht seit mittlerweile 90 Jahren; 2014 stieg sie in börsennotierten Aktiengesellschaften zum gesetzlichen Regelfall auf.¹ Im selben Jahr erlaubte der italienische Gesetzgeber die Einführung von Treuestimmrechten,² der belgische folgte fünf,³ der spanische sieben Jahre später.⁴ Auch auf europäischer Ebene finden Treuestimmrechte zunehmend An-

¹ In börsennotierten Aktiengesellschaften existieren Treuestimmrechte seit dem Jahr 2014 kraft Gesetz, es sei denn, die Generalversammlung wählt sie mit satzungsändernder Mehrheit ab, Art. L. 22-10-46 Code de commerce. In nichtbörsennotierten Aktiengesellschaften bleibt es demgegenüber gemäß Art. L. 225-123 Abs. 1 C. com. beim traditionellen Opting-in-Modell. Zur sog. Loi Florange statt aller *Barrière/de Reals*, Rev. soc. 2014, 279; *Couret*, BJB 2014, 488; *Garel/Deniaud/Vermeille*, RTDF 2/2014, 81; *Pietrancosta*, RTDF 3/2014, 42; *Tezenas du Montcel/Martin*, JCP E 42/2015, 18; zuvor eingehend *Koering*, La règle ‚une action – une voix‘, S. 121 ff.; *Jaeglé*, L'actionnaire de court-terme dans les offres publiques, S. 351 ff.

² Treuestimmrechte sind in Italien gemäß Art. 127-*quinquies* Testo Unico della Finanza in börsennotierten Aktiengesellschaften die einzige zulässige Form überproportionaler Stimmkraft. In nichtbörsennotierten Aktiengesellschaften können nach Art. 2351 Abs. 4 Codice Civile Aktien mit bis zu dreifacher Stimmkraft ausgegeben werden. Zur italienischen Rechtslage etwa *Di Noia*, FS Skog, S. 393, 396 ff.; *Ghezzi/Mosca/Passador*, 1 U. Chi. Bus. L. Rev. 157, 174 ff. (2022); *Jung*, ZVglRWiss 120 (2021), 104, 110 ff.; *Mosca*, 8 Mich. Bus. & Entrepreneurial L. Rev. 245, 252 ff. (2019); *Santoro/Di Palma/Guarneri/Capogrosso*, 5 Bocconi Legal Papers 141, 153 ff. (2015); *Ventoruzzo*, ZVglRWiss 114 (2015), 192, 209 ff.

³ Treuestimmrechte sind in Belgien gemäß Art. 7:53 Code des sociétés et des associations (CSA) nur in börsennotierten Aktiengesellschaften die einzig zulässige Form überproportionaler Stimmkraft. In nichtbörsennotierten Aktiengesellschaften ist der Proportionalitätsgrundsatz gemäß Art. 7:52 CSA dispositiv, sodass alle Formen überproportionaler Stimmkraft zulässig sind. Zur belgischen Regelung statt aller *Houben/Meeusen*, ZEuP 2020, 11, 19 f.; *Jung*, ZVglRWiss 120 (2021), 104, 111; *Willermain*, RPS-TRV 2020, 125, 128 ff.

⁴ Art. 527 ter bis Art. 527 undecies Ley de Sociedades de Capital, eingeführt durch Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas, abgedruckt und veröffentlicht im Boletín Oficial del Estado vom 13.4.2021, Sec. I., S. 40928. Zu spanischen Treuestimmrechten etwa *de Enterría*, Spanish Loyalty Shares: Effects on the General Shareholders' Meeting, on Takeover Bids and on Signifi-

klang: Von der Kommission wiederholt erwogen,⁵ sprach sich kürzlich auch das Europäische Parlament dafür aus, langfristige Beteiligungen durch zusätzliche Stimmkraft und Steuervorteile zu belohnen⁶. Die Reflection Group on the Future of EU Company Law und der European Model Company Act befürworten Treuestimmrechte ebenfalls.⁷ Selbst in den Vereinigten Staaten erfahren sie wachsende Aufmerksamkeit, obwohl dort typischerweise Dual-class-Strukturen vorherrschen.⁸

Hierzulande sind Treuestimmrechte demgegenüber unzulässig. Die Stimmkraft eines Aktionärs bemisst sich allein nach seiner Kapitalbeteiligung. Nur ausnahmsweise dürfen Aktiengesellschaften Vorzugsaktien ohne Stimmrecht ausgeben und Höchststimmrechte vorsehen.⁹ Auch rechtspolitisch wird die Einführung von Treuestimmrechten nicht erwogen. Zuspruch erfahren jüngst lediglich wieder die altbekannten Mehrstimmrechte.¹⁰ Sie gewähren – genau wie Treue-

cant Holdings; *Fernández Torres*, ECFR 2022, 556, 575 ff.; zu Treuestimmrechten aus spanischer Perspektive *Fernández Torres*, Los loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial; *Guerrea-Martínez*, Un análisis crítico sobre la posibilidad de permitir las acciones de lealtad an las sociedades cotizadas españolas; *Herrero Morant*, Los inversores institucionales en las sociedades cotizadas españolas, S. 319 ff.

⁵ Vgl. *European Commission*, Green Paper Long-Term Financing of the European Economy, COM(2013) 150 final, S. 15; *dies.*, Study on directors' duties and sustainable corporate governance, S. 52, 79 ff. insb. 88 ff. sowie Annex I S. 151 ff. Siehe ferner *European Securities and Markets Authority*, Undue short-term pressure on corporations, ESMA30-22-762, S. 70.

⁶ So berichtet es *Philipp*, EuZW 2021, 44; *ders.*, NZG 2021, 131. Zuvor befürwortete schon der Rechtsausschuss des Europäischen Parlaments Treuestimmrechte oder andere Loyalitätsprämien, Art. 3ea des Entwurfs einer legislativen Entschliessung des Europäischen Parlaments (COM(2014)0213 – C7-0147/2014 – 2014/0121(COD)).

⁷ Zum einen Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law, S. 46 f.; *dies.*, ECFR 2013, 304, 316; zum anderen EMCA, Section 5.06; dazu *J. Schmidt*, ZHR 181 (2017), 43, 56.

⁸ *Belinfanti*, 38 Del. J. Corp. L. 789, 834 (2014); *Berger/Davidoff Solomon/Benjamin*, 72 Bus. Law. 295 (2017); *Edelman/Jiang/Thomas*, 97 Tex. L. Rev. 991 (2019); *Rock*, 97 Cornell L. Rev. 849, 902 ff. (2012); *Roe*, Missing the Target, S. 139; *ders./Venezze*, 76 Bus. Law. 469 (2021); *Quimby*, 40 Fla. St. U. L. Rev. 389 (2013); *Willey*, Stock Market Short-Termism, S. 235. Zur Long-Term Stock Exchange, welche die Notierung ursprünglich an die Existenz von Treuestimmrechten knüpfen wollte, grundlegend *Ries*, The Lean Startup; zuletzt *Ghezzi/Mosca/Passador*, 1 U. Chi. Bus. L. Rev. 157, 166 ff. (2022). Zusammenfassend *Ghezzi/Mosca/Passador*, 1 U. Chi. Bus. L. Rev. 157, 171 (2022): „[...] but is also attracting interest in the US [...]“; *Jentsch*, SJZ 2022, 267, 270 f.; *Mio/Zaro/Fasan*, 29 Bus. Strat. Env. 1785, 1785 (2020): „The debate over this corporate governance tool is likely to grow in the future, with loyalty shares being implemented not only in Europe but also in the United States.“

⁹ Nach § 5 Abs. 1 EGAktG können zudem ausnahmsweise Mehrstimmrechte fortgelten.

¹⁰ Koalitionsvertrag 2021–2025 zwischen der Sozialdemokratischen Partei Deutschlands (SPD), BÜNDNIS 90/DIE Grünen und den Freien Demokraten (FDP), Mehr Fortschritt wagen, S. 169; Eckpunkte für ein Zukunftsfinanzierungsgesetz, S. 3 unter der Überschrift „Wir

stimmrechte – überproportionale Stimmkraft. Während Treuestimmrechte allerdings eine mehrjährige Mindesthaltedauer voraussetzen und allen Aktionären offenstehen, existieren Mehrstimmrechte unabhängig von einer Mindesthaltedauer und bilden als eigene Aktiegattung ein Sonderrecht bestimmter Aktionäre. Zudem fällt ihr Stimmkraftvorzug typischerweise deutlich höher aus als bei Treuestimmrechten.

Mehrstimmrechte sind bereits Gegenstand zahlreicher Abhandlungen; ihre Vor- und Nachteile ökonomisch aufgearbeitet und in den juristischen Diskurs eingeflossen.¹¹ Ebenso klar ist, welches Ziel mit ihnen verfolgt wird: Sie sollen bestehende Machtverhältnisse gegen Veränderungen immunisieren und dadurch die Aufnahme von Eigenkapital erleichtern.¹² Treuestimmrechte sind demgegen-

verbessern die Möglichkeiten der Eigenkapitalgewinnung durch die Erleichterung von Kapitalerhöhungen und die Einführung von dual class shares.“; vgl. dazu *Denninger*, DB 2022, 2329; *Herzog/Gebhard*, ZIP 2022, 1893; *Mock/Mohamed*, NZG 2022, 1275; *Nicolussi*, AG 2022, 753; siehe ferner die Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie von *Oxera/Kaserer*, Wie können Börsengänge für Start-ups in Deutschland erleichtert werden?, S. 47; auf europäischer Ebene zudem der Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien in Gesellschaften, die eine Zulassung ihrer Anteile zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt beantragen, COM(2022) 761 final v. 7.12.2022.

Zu Mehrstimmrechten in Italien, Belgien und Frankreich siehe bereits Fußnoten 1–3; zu gegenwärtigen Reformüberlegungen in Italien *Ghezzi/Mosca/Passador*, 1 U. Chi. Bus. L. Rev. 157, 177 ff. (2022); zur aktuellen Diskussion in Frankreich *Haut Comité Juridique de la Place financière de Paris*, Rapport sur les droits de vote multiples v. 15.9.2022; dazu *Granotier*, Dr. soc. 11/2022, 25; *Maouche*, Dr. soc. 11/2022, 3; ferner *Daigre*, D. 42/2022, 2172; zur Reform in Großbritannien *Reddy*, 79 Cambridge L.J. 315 (2020); *Yan*, 42 Legal Studies 335 (2022); aus Schwedischer Perspektive dazu *Lidman/Skog*, 22 J. Corp. L. Stud. 83 (2022); zur österreichischen Debatte *Kalss/Nicolussi*, in: *Kalss/Torggler*, Reform des Kapitalgesellschaftsrechts, S. 59; *Nicolussi*, AG 2022, 753, 759; zu Reformen im asiatischen Raum *European Commission*, Impact Assessment Report, SWD(2022) 762 final, S. 142 f.

¹¹ Zuletzt *European Commission*, Impact Assessment Report, SWD(2022) 762 final, 7.12.2022, S. 145 („long standing debate“); *Ghezzi/Mosca/Passador*, 1 U. Chi. Bus. L. Rev. 157, 193 (2022); *Mock/Mohamed*, NZG 2022, 1275, 1275: „Mehrstimmrechtsaktien sind ein Phänomen des Aktienrechts, das in der deutschen Rechtsgeschichte seit über 85 Jahren immer wieder diskutiert wird.“

¹² Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien in Gesellschaften, die eine Zulassung ihrer Anteile zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt beantragen, COM(2022) 761 final v. 7.12.2022; hierzulande Koalitionsvertrag 2021–2025 zwischen der Sozialdemokratischen Partei Deutschlands (SPD), BÜNDNIS 90/DIE Grünen und den Freien Demokraten (FDP), Mehr Fortschritt wagen, S. 169; Eckpunkte für ein Zukunftsfinanzierungsgesetz, S. 3 unter der Überschrift „Wir verbessern die Möglichkeiten der Eigenkapitalgewinnung durch die Erleichterung von Kapitalerhöhungen und die Einführung von dual class shares.“; siehe ferner die Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie von *Oxera/Kaserer*, Wie können Börsengänge für Start-ups in Deutschland erleichtert werden?, S. 47.

über bislang kaum untersucht worden. Gerade hierzulande werden sie allenfalls beiläufig gestreift,¹³ teils mit Sympathien,¹⁴ teils ablehnend¹⁵. Das überrascht angesichts ihrer zunehmenden Verbreitung und den hohen Ambitionen, die mit ihnen verfolgt werden. Denn Gesetzgeber erwarten regelmäßig nicht weniger von Treuestimmrechten als die Überwindung des übermäßigen Kurzfristdenkens auf Kapitalmärkten. Ob sie dieses hochgesteckte Ziel tatsächlich erfüllen können, ist daher die zentrale Forschungsfrage der Arbeit.

Das tiefere Verständnis von Treuestimmrechten kann außerdem einer unnötigen Verengung der aktuellen Diskussion um eine verbesserte Eigenkapitalaufnahme entgegenwirken. Ihre Aufmerksamkeit richtet sich nämlich bislang ausschließlich auf die hierzulande wohlbekannten Mehrstimmrechte. Die Ergebnisse dieser Arbeit zeigen allerdings, dass Treuestimmrechte den Gang an den Kapitalmarkt ebenfalls erleichtern können. Darin liegt sogar ein wesentlicher Vorteil von ihnen. Deshalb bilden sie eine erwägenswerte, in der aktuellen Reformdebatte aber bislang übersehene,¹⁶ Regelungsalternative zu Mehrstimmrechten.

¹³ Aus Schweizer Sicht aber *Jung*, ZVglRWiss 120 (2021), 104; aus der deutschen Kommentarliteratur eingehender Großkomm/*Mock*, § 12 AktG Rn. 44; ansonsten noch *Storck/U.H. Schneider*, AG 2008, 700 (zur Rechtslage vor der sog. Loi Florange).

¹⁴ *Noack*, AG 2009, 227, 235; *U.H. Schneider*, Börsen-Zeitung v. 19.9.2008, S. 8; *Weber-Rey/Reps*, ZGR 2013, 597, 643; sehr engagiert *Inci*, Shareholder Engagement, S. 386–391; siehe ferner die Stellungnahme von *Breuer* in *Kamp/Krieger*, Die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland, 2005, S. 67. *Gerhard Cromme*, langjähriger Aufsichtsratschef von Siemens und ehemaliger Vorsitzender der Kodex-Kommission, hält Treuestimmrechte „für eine gute Idee und nachdenkenswert“, Börsen-Zeitung v. 26.1.2011, S. 11.

¹⁵ *Bachmann*, AG 2012, 565, 576; *Brass*, Hedgefonds als aktive Investoren, S. 353–355; *Jung*, ZVglRWiss 120 (2021), 104, 117 ff.; *Kumpan*, AG 2007, 461, 461 und 470; *ders.*, AnwBl 2012, 704, 707; *Ockert*, Die langfristige Bindung von Gesellschaftern, S. 159 ff.; *Seibert*, FS Westermann, S. 1505, 1508; *Spindler/Bednarz*, WM 2006, 601, 605; *Wenninger*, Hedge Fonds im Spannungsfeld des Aktien- und Kapitalmarktrechts, S. 146 ff.; zurückhaltend auch *Bressler*, Public Private Partnership, S. 206; eine Treuedividende bevorzugend *Mülbert*, ZHR 174 (2010), 375, 379 f.; *Seibert*, FS Hoffmann-Becking, S. 1101, 1106; ohne Festlegung *Hopt*, ZGR 2013, 165, 215; *Noack*, in: 50 Jahre AktG, S. 163, 184; *Windbichler*, NJW 2012, 2625, 2630.

¹⁶ Beispielfhaft auf Grundlage einer unvollständigen Auswertung des empirischen Forschungsstandes zuletzt der Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien in Gesellschaften, die eine Zulassung ihrer Anteile zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt beantragen, COM(2022) 761 final v. 7.12.2022, S. 4.

B. Gang der Untersuchung

Die Arbeit untersucht Treuestimmrechte in fünf Schritten: Zunächst verfolgt sie deren historische Spuren in Deutschland (Kapitel 1). Den hiesigen Erfahrungen stellt sie sodann die Entwicklungslinien französischer Treuestimmrechte gegenüber und beleuchtet deren aktuelle Regelung im Code de commerce (Kapitel 2). Die historisch-vergleichende Untersuchung zeigt, dass Treuestimmrechte auf beiden Seiten des Rheins fast zeitgleich und aus ähnlichen Beweggründen erwogen wurden: Stets gab die Sorge vor übermäßig kurzfristig orientierten (ausländischen) Aktionären Anlass zur Diskussion. Tatsächlich eingeführt hat Treuestimmrechte allerdings allein der französische Gesetzgeber. Nur er glaubte, der Einfluss kurzsichtiger Aktionäre sei schädlich und durch Treuestimmrechte zurückzudrängen. Der dritte Abschnitt untersucht daher, ob dieser im Kern ökonomische Begründungsansatz überzeugt und welche anderweitigen Gründe für die Einführung von Treuestimmrechten sprechen können (Kapitel 3). Anschließend lotet die Arbeit den Gestaltungsspielraum des Gesetzgebers aus. Dazu steckt sie die verfassungs- und europarechtlichen Grenzen ab, bevor sie darauf eingeht, wie sich Treuestimmrechte möglichst bruchlos in das geltende Aktienrecht einfügen (Kapitel 4). Darauf aufbauend wird anhand besonders relevanter Regelungaspekte herausgearbeitet, auf welche Weise sich die Vorteile von Treuestimmrechten heben und drohende Nachteile vermeiden lassen (Kapitel 5). Abschließend werden die Ergebnisse der Untersuchung zusammengefasst.

C. Grenzen der Untersuchung

Treuestimmrechte sind nicht die einzig denkbare Loyalitätsprämie. Als Alternativen kommen insbesondere Treuedividenden, steuerliche Begünstigungen und Treueaktien in Betracht. Sie alle nannte der Rechtsausschuss des Europäischen Parlaments in seinem Richtlinienvorschlag.¹⁷ Im Mittelpunkt der rechtspoliti-

¹⁷ Im Original lautete Art. 3ea Abs. 2 des Entwurfs einer legislativen Entschliessung des Europäischen Parlaments (COM(2014)0213 – C7-0147/2014 – 2014/0121(COD): „In dem in Absatz 1 genannten Mechanismus ist mindestens einer der folgenden Vorteile für langfristige Aktionäre vorgesehen: zusätzliche Stimmrechte, Steueranreize, Treuedividenden, Treueanteile.“ Siehe auch die Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses, BT-Drucks. 17/6506, S. 6 Nr. 11: „Bezogen auf eine langfristige Orientierung der Anteilseigner kann darüber nachgedacht werden, ob eine Zahlung höherer Dividenden an langfristige Anteilseigner/ Investoren zielführend ist.“; ferner *Seibert*, FS Hoffmann-Becking, S. 1101, 1106–1108. Rechtsvergleichend zur italienischen und französischen Regelung einer Treuedividende *Jung*, ZVglRWiss 120 (2021), 104, 112 f. Zur Schweizer Diskussion um Treuedividenden *Burck-*

schen Diskussion stehen indes Treuestimmrechte.¹⁸ Auf sie richtet sich daher der Fokus dieser Arbeit.¹⁹

Aufgrund des multidisziplinären Forschungsansatzes lassen sich zudem nicht alle Einzelfragen des jeweiligen Fachgebiets adressieren. So konzentrieren sich die rechtsvergleichenden Ausführungen auf Frankreich, da die dortigen Vorschriften regelmäßig als Referenzmodell dienen und aufgrund ihrer mittlerweile 90 Jahre langen Erprobung einen besonders reichhaltigen Erfahrungsschatz versprechen. Regelungen anderer Mitgliedstaaten werden ergänzend herangezogen, wo sie zusätzlichen Erkenntnisgewinn versprechen: Für die Diskussion um die optimale Ausgestaltung von Treuestimmrechten wird beleuchtet, inwieweit andere Gesetzgeber vom französischen Regelungsmodell abgewichen sind. Ferner werden die rechtstatsächlichen Befunde französischer Studien anhand der Erfahrungen in anderen Ländern überprüft und ergänzt. Schließlich steht die Untersuchung auf den Schultern der ökonomischen Short-termism-Forschung, deren Befunde nicht allgemein dargestellt, sondern allein zur Analyse und Bewertung von Treuestimmrechten herangezogen werden.

hardt, FS Vogt, S. 367; v. *der Crone/Mohasseb*, AJP 2019, 781, 792 f.; *Daeniker*, in: Tschäni, Mergers & Acquisitions XVII, S. 139; jüngst zur Treuedividende und weiteren „Loyalitätsaktiven“ *Jentsch*, SJZ 2022, 267, 271 ff.; für einen Kurzüberblick über die europäischen Regelungen zuvor auch *ders.*, Jusletter v. 9.12.2019, 1; zum Stand gesetzgeberischer Diskussionen in der Schweiz *ders.*, ZHR 186 (2022), 883, 886 f., 895, 940 f. m.w.N. Zu Treuedividenden in Deutschland de lege lata, *Ockert*, Die langfristige Bindung von Gesellschaftern, S. 182 ff.; *Roth*, ZGR 2011, 516, 554 f.; *Seibert*, FS Hoffmann-Becking, S. 1101, 1106 f.

¹⁸ Statt aller *Möslein/Sørensen*, 24 Colum. J. Eur. L. 391, 426 (2018): „Long-term shareholders can be rewarded either with more influence or economic rewards. The most common, and effective, way of granting long-term shareholders more influence would be to provide them additional voting rights.“; allgemeiner zuletzt *Fernández Torres*, ECFR 2022, 556, 563 („centre of the international debate“).

¹⁹ Siehe zu den anderen Loyalitätsprämien aber 4. Teil: A.I.2.b).

1. Teil:

Rechtsgeschichte

Über die Geschichte von Treuestimmrechten ist hierzulande wenig bekannt.¹ Das überrascht, denn die Idee einer Stimmrechtsprämie für langfristige Aktionäre hat auch in Deutschland Tradition. Sie wird seit den Reformdiskussionen in der Weimarer Republik von unterschiedlichen Akteuren immer wieder erwogen. Eine historische Spurensuche verspricht dabei in dreifacher Hinsicht Erkenntnisgewinn: Erstens lässt sich verstehen, auf welche Anlässe und Überlegungen die historischen Diskussionen um Treuestimmrechte zurückgehen. Zweitens zeigt die rechtsgeschichtliche Rückschau die Gründe für die fortwährende Ablehnung von Treuestimmrechten und bereitet damit den Boden, um zu überprüfen, ob diese Gründe (weiterhin) überzeugen. Drittens kann die historische Analyse Modellregelungen zu Tage fördern und so als „Ideensteinbruch“ die rechtspolitische Debatte bereichern.² Es wird sich zeigen, dass Treuestimmrechte wiederholt aus denselben Motiven diskutiert, letztlich aber stets aus ähnlichen Gründen abgelehnt wurden.

¹ Zur Geschichte von Mehrstimmrechten hingegen *Anderson*, Stimmrechtsproportionalität im Aktienrecht, S. 65 ff.; *Peltzer*, AG/S 1997, 90, 90–93; *Selgert*, Jahrbuch für Wirtschafts-geschichte 59 (2018), 77 (für den Zeitraum 1919–1937); *Zeißig*, Mitgliedschaft und Stimmrechtsmacht in der Aktiengesellschaft, S. 48 ff.; ferner *Spindler*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel, Bd. 1, S. 440, 454, 452.

² Zur „Inspirationsfunktion“ historischen Materials *Grigoleit*, ZNR 2008, 259, 268, 270 (mit Blick auf die Rechtsfortbildung); ferner *Looschelders*, ZNR 2008, 282, 285. Grundsätzlich *Conrad*, Deutsche Rechtsgeschichte, Bd. 1, S. XVII.: „Die zuverlässige Kenntnis der Grundkräfte der Rechtsentwicklung in der Vergangenheit gibt das Rüstzeug für eine Mitarbeit an der Ausgestaltung und Neugestaltung unseres Gegenwartsrechts.“

A. Treuestimmrechte in der Weimarer Reformdiskussion

Am Anfang ist das Mehrstimmrecht. Im Jahr 1897 erklärt § 252 Abs. 1 S. 4 HGB erstmals ausdrücklich³ Mehrstimmrechte für zulässig: „Werden mehrere Gattungen von Aktien ausgegeben, so kann der Gesellschaftsvertrag den Aktien der einen Gattung ein höheres Stimmrecht beilegen als den Aktien der anderen Gattung.“ In den Folgejahren setzt die Kautelarpraxis Mehrstimmrechte insbesondere als Sanierungsinstrument ein. Mit ihnen sollen Aktionäre gewürdigt werden, die in Zeiten wirtschaftlicher Schieflage die Gesellschaft unterstützt haben, etwa durch freiwillige Zuzahlungen oder die Übernahme von Aktien zu einem über dem Börsenkurs liegenden Preis.⁴ Als Instrument der Herrschaftssicherung spielen Mehrstimmrechte zunächst nur in Ausnahmefällen eine Rolle.⁵

Das ändert sich in den Inflationsjahren nach dem Ersten Weltkrieg schlagartig: Plötzlich erfahren Mehrstimmrechte eine „spektakuläre Konjunktur“⁶ und gelten

³ Bereits unter dem ADHGB konnten Aktien mit mehrfachem Stimmrecht ausgegeben werden, weil der Gesellschaftsvertrag sowohl das Stimmrecht als auch die Stimmkraft festsetzen konnte, siehe nur *Frank-Fahle*, Die Stimmrechtsaktie, S. 10; v. *Völderndorff*, Das Reichsgesetz betreffend die Kommanditgesellschaften auf Aktien und die Aktiengesellschaften vom 18. Juli 1884, S. 549. Von dieser Möglichkeit machte die Praxis aber keinen Gebrauch, vgl. *Zeißig*, Mitgliedschaft und Stimmrechtsmacht in der Aktiengesellschaft, S. 49 m. w. N. Die Aktienrechtsnovelle von 1884 schränkte diesen gesellschaftsvertraglichen Gestaltungsspielraum ein und ließ nur noch Höchststimmrechte als Abweichung vom Proportionalitätsgrundsatz zu. Mehrstimmrechte waren nach Art. 190 Abs. 1, 221 Abs. 2 ADHGB 1884 unzulässig, so die Allgemeine Begründung des Entwurfs eines Gesetzes, betreffend die Kommanditgesellschaft auf Aktien und die Aktiengesellschaft, 1884, abgedruckt bei Schubert/Hommelhoff, Hundert Jahre modernes Aktienrecht, S. 407, 424.

⁴ Vgl. *A. Hueck*, Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht, S. 8 f.; *Schlegelberger*, Die Entwicklung des Deutschen Rechts, S. 75; rückblickend *T. Bezenberger*, Vorzugsaktien ohne Stimmrecht, S. 7 f.; *Horrwitz*, Schutz- und Vorratsaktien, S. 23 weist darauf hin, dass dabei das Dividendenvorrecht im Vordergrund stand und „das Mehrstimmrecht nur als eine verhältnismäßig gleichgültige Zugabe“ betrachtet wurde.

⁵ *Statistisches Reichsamt*, Wirtschaft und Statistik 1937, Nr. 3, 113, 113; *Hedemann*, Grundzüge des Wirtschaftsrechts, S. 17; *A. Hueck*, Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht, S. 9; vgl. aus jüngerer Zeit *Anderson*, Stimmrechtsproportionalität im Aktienrecht, S. 68; *Selgert*, Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte 59 (2018), 77, 80.

⁶ *Peltzer*, AG/S 1997, 90, 91.

als „auffallendste Erscheinung, welche die Nachkriegszeit auf dem Gebiet des Aktienwesens mit sich“ bringt.⁷ Sie sollen die bestehenden Machtverhältnisse stärken und die drohende Gefahr einer „Überfremdung“ deutscher Aktiengesellschaften eindämmen. Dahinter steht anfangs vor allem die Sorge, ausländische Investoren könnten durch die einsetzende Inflation und den Wertverlust der Mark gegenüber dem Dollar günstig Anteile an deutschen Aktiengesellschaften erwerben.⁸ Später sollen Mehrstimmrechte auch unerwünschte inländische Investoren fernhalten.⁹ Beide Investorengruppen gelten als kurzfristig orientierte „Spekulationsaktionäre“ ohne Interesse am langfristigen Wohlergehen der Aktiengesellschaften.¹⁰

Die von § 252 Abs. 1 S. 4 HGB 1897 gewährte Freiheit nutzen Aktiengesellschaften, um Kapitalbeteiligung und Stimmgewicht weitgehend zu entkoppeln. Einer zeitgenössischen Untersuchung von 1.595 börsennotierten deutschen Aktiengesellschaften zufolge, repräsentieren Mehrstimmrechte durchschnittlich nur noch 2,4 % des Nominalkapitals, vermitteln aber 38,2 % der Stimmrechte.¹¹ Prominentes Anschauungsmaterial bietet die Hamburger Hochbahn AG. In § 22 ih-

⁷ A. Hueck, Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht, S. 7. Der rasante Aufstieg von Mehrstimmrechten zeigt sich bereits mit Blick auf das statistische Zahlenmaterial: 1923 gaben 368 von 906 an der Berliner Börse notierten deutschen Unternehmen Mehrstimmrechte aus, Frank-Fahle, Die Stimmrechtsaktie, S. 20; Hoffmann, Betrachtungen zur deutschen Aktienrechtsreform, S. 20. Zwei Jahre später waren es 860 der 1.595 an den deutschen Börsen zugelassenen Aktiengesellschaften, Statistisches Reichsamt, Wirtschaft und Statistik 1925, Nr. 22, 737, 737 f.; dass., Wirtschaft und Statistik 1937, Nr. 3, 113, 114; Horowitz, Schutz- und Vorratsaktien, S. 8 f. Nach Spindler, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel, Bd. 1, S. 440, 454 besaßen ein Drittel aller börsennotierten Aktiengesellschaften und 47,9 % aller Aktiengesellschaften Aktien mit mehrfachem Stimmrecht.

⁸ Frank-Fahle, Die Stimmrechtsaktie, S. 112; Hoffmann, Betrachtungen zur deutschen Aktienrechtsreform, S. 19; Ludewig, Hauptprobleme der Reform des Aktienrechts, S. 86 f.; rückblickend v. Hein, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland, S. 126; Selgert, Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte 59 (2018), 77, 82.

⁹ Dippel, DRiZ 1965, 315, 318; Horowitz, Schutz- und Vorratsaktien, S. 1, 3; Keinath, Die Vorzugsaktie, S. 15 ff., 146 ff.; Ludewig, Hauptprobleme der Reform des Aktienrechts, S. 87; Nörr, ZHR 150 (1986), 155, 162; Ohlendorf, Das Stimmrecht der Aktiengesellschaft, S. 82.

¹⁰ Bueren, Short-termism im Aktien- und Kapitalmarktrecht, 2. Teil, § 2, I., 2., a) m. w. N.; Spindler, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel, Bd. 1, S. 440, 452 f.; ähnlich aus italienischer Perspektive Sandrelli/Ventoruzzo, in: Wells, Research Handbook on the History of Corporate and Company Law, S. 269, 284; grundlegend zuvor bereits Rathenau, Vom Aktienwesen – Eine geschäftliche Betrachtung, S. 26 ff.

¹¹ Statistisches Reichsamt, Wirtschaft und Statistik 1925, Nr. 22, 737, 739 (untersucht wurden 1595 börsennotierte Aktiengesellschaften, die nach ihrem Nominal-Kapital 64,5 % und nach ihrer Anzahl 13,5 % aller deutschen Aktiengesellschaften darstellten); siehe allgemein Dippel, DRiZ 1965, 315, 318.