



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
Goethe-Universität Frankfurt am Main

Horst Hammen

REFORM DES RECHTS DER
MEHRSTIMMRECHTSAKTIEN



WORKING PAPER No 170



Prof. Dr. Theodor Baums

Prof. Dr. Andreas Cahn

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
IM HOUSE OF FINANCE
DER GOETHE UNIVERSITÄT FRANKFURT
CAMPUS WESTEND
THEODOR-W.-ADORNO-PLATZ 3
60629 FRANKFURT AM MAIN

TEL.: +49 (0) 69/798-33753

FAX.: +49 (0) 69/798-33929

WWW.ILF-FRANKFURT.DE

Professor Dr. Horst Hammen

Reform des Rechts der Mehrstimmrechtsaktien

Institute for Law and Finance

WORKING PAPER SERIES NO. 170/2023

Reform des Rechts der Mehrstimmrechtsaktien

Professor Dr. Horst Hammen

I. Einführung

Das Stimmrecht ist das vornehmste Recht des Aktionärs. Es wird von den Aktionären in der Hauptversammlung ausgeübt (§ 118 Abs. 1 S. 1 AktG), in welcher Beschlüsse nach dem Grundsatz der einfachen Stimmenmehrheit gefasst werden (§ 133 Abs. 1 AktG). Deshalb spricht man gemeinhin von „Aktionärsdemokratie“.¹ Freilich unterscheidet sich diese Art Demokratie² von den demokratischen Verhältnissen, wie sie in einem demokratischen Staat wie der Bundesrepublik Deutschland bestehen. In einem solchen System besitzt jeder Staatsangehörige - Minderjährige und andere nicht Wahlberechtigte ausgenommen - bei Wahlen und Volksentscheiden je eine Stimme von gleichem Gewicht. Es gilt die Regel „one man, one vote“. Hierdurch unterscheidet sich diese Art demokratischer Teilhabe von Systemen wie demjenigen der preußischen Verfassung aus dem Jahre 1850, bei dem manchen Bürgern, nämlich Frauen,³ ein Wahl- bzw. Stimmrecht nicht zugestanden worden war und nach dem ein Dreiklassenwahlrecht herrschte, das den Stimmen der Wahlberechtigten nach Maßgabe der von ihnen zu entrichtenden Steuern unterschiedliches Gewicht beigemessen hatte (Art. 71).

Solchen Systemen nicht unähnlich gibt es unterschiedliche Stimmgewichtung auch in der Aktiengesellschaft. Erstens wird das Stimmrecht nicht nach Köpfen (one man, one vote), sondern grundsätzlich nach der Zahl der Aktien oder nach Aktiennennbeträgen ausgeübt (one share, one vote, § 134 Abs. 1 S. 1 AktG). Zweitens ist es zulässig, für Aktien, die mit einem Vorzug bei der Verteilung des Gewinns ausgestattet sind, das Stimmrecht auszuschließen (stimmrechtslose Vorzugsaktien, § 139 Abs. 1 AktG). Drittens kann, wenn einem Aktionär mehrere Aktien gehören das Stimmrecht - aber nur in einer nicht börsennotierten Gesellschaft - durch Festsetzung eines Höchstbetrags oder von Abstufungen beschränkt werden (Höchststimmrecht, § 134 Abs. 1 S. 2 AktG).

¹ Hans-Ueli Vogt, Aktionärsdemokratie, 2012; Daniel Flore, Mehr Aktionärsdemokratie wagen? 2010; Georg Vetter, Die neue Macht der Aktionäre: Der Weg zur Aktionärsdemokratie, 2005; Peter Ulmer, Aktionärsdemokratie, 2004; Casper ZHR 187 (2023) S. 5, 17: „Der als Ausfluss der Aktionärsdemokratie bis vor kurzem noch gefeierte Grundsatz „one share, one vote ...““

² Im Aktienrecht ist die Bezeichnung „Demokratie“ deplatziert, weil Demokratie „Herrschaft des Volkes“ bedeutet.

³ Während die Frauen in Deutschland das allgemeine Wahlrecht erst im Jahre 1918 erhielten, hatte das Reichsgericht schon im Jahre 1903 geurteilt, einen Unterschied in der Gestaltung des Stimmrechts durch die Satzung, „je nachdem der Aktionär ein Mann oder eine Frau ist, kennt das Gesetz nicht“ (RGZ 55, 41).

Umgekehrt gibt es Jurisdiktionen, etwa diejenigen Italiens, Hollands und Luxemburgs, die es erlauben, Aktien überproportionales Stimmrecht zu verleihen.⁴ Auch im deutschen Aktiengesetz hat es solche Mehrstimmrechtsaktien über bald ein Jahrhundert hinweg gegeben (nachfolgend II.). Seit dem Erlass des KonTraG im Jahre 1998⁵ konnten Mehrstimmrechtsaktien freilich nicht mehr geschaffen werden (vgl. § 12 Abs. 2 AktG).⁶ Gerade einmal 25 Jahre später steht indes eine Renaissance dieser Aktiengattung an. Im Dezember 2022 hat die EU-Kommission einen Vorschlag für eine Richtlinie über Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien unterbreitet (COM (2022) 761 final) (unten III. 2.). Auch der deutsche Gesetzgeber ist nicht untätig geblieben und hat im April 2023 einen Referentenentwurf für ein Zukunftsfinanzierungsgesetz vorgestellt, dessen Art. 12 es Aktiengesellschaften in einem bestimmten Rahmen ermöglichen soll, wieder Mehrstimmrechtsaktien zu schaffen (unten IV.).

II. Zur Geschichte der Mehrstimmrechtsaktien in Deutschland⁷

1. Vom preußischen Aktiengesetz zum 34. Deutschen Juristentag 1926

Die Geschichte der Mehrstimmrechtsaktien ist von Beginn an durch ein regulatorisches Ringen um die Stimmkraft von Aktien, nämlich um die Erhöhung bzw. die Begrenzung von Stimmgewicht bei Abstimmungen in der Hauptversammlung der Aktiengesellschaft geprägt. Die Anfänge kodifizierten Aktienrechts in Deutschland sind durch eine gesetzlich eingeräumte, weitreichende Freiheit der Aktionäre bei der Ausgestaltung der Satzung, nicht zuletzt auf dem Gebiet des Stimmrechts bestimmt. Das preußische Aktiengesetz vom 9. November 1843⁸ - das erste eigenständige Aktiengesetz auf deutschem Boden⁹ - hat die Ausgestaltung des Aktienstimmrechts vollständig in die Hände der Aktionäre gelegt. Ausschlaggebend hierfür war die Erwägung, die Regelung der inneren Verhältnisse der Gesellschaft sei den Statuten zu überlassen, weil diese nach der Beschaffenheit der jeweiligen Gesellschaft verschieden gestaltet werden müssten.¹⁰ „Im Interesse des Publikums“ sah § 2 S. 2 Nr. 7, 8 preuß. AktG vor, der im Amtsblatt bekanntzumachende Gesellschaftsvertrag müsse

⁴ Casper ZHR 187 (2023), S. 5, 22.

⁵ v. 27.4.1998, BGBl. I, 786.

⁶ Die Feststellung, in Deutschland beschränke sich das Verbot von Mehrstimmrechtsaktien auf Publikumsgesellschaften (Vorschlag für eine EU-Richtlinie über Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien (COM (2022) 761 final, Begründung 1 Abs. 11) ist unzutreffend.

⁷ Vgl. auch den „gerafften Blick zurück“ von Casper ZHR 187 (2023) S. 5, 20 ff.; ferner Peltzer AG Sonderheft 1997, 90 ff. und Nicolussi AG 2022, 753, 754 ff.

⁸ Gesetz-Sammlung für die Königlich Preussischen Staaten 1843, Nr. 31; vgl. Hadding/Kießling, Anfänge deutschen Aktienrechts: Das Preußische Aktiengesetz vom 9. November 1843; in: J. Eckert (Hrsg.), Der praktische Nutzen der Rechtsgeschichte, 2003, S. 159 ff.

⁹ Zum zuvor geltenden Recht vgl. Baums, in: Gesetz über die Aktiengesellschaften für die Königlich Preussischen Staaten vom 9. November 1843, Text und Materialien, herausgegeben und mit einer Einführung versehen von Theodor Baums, 1981, S. 12 ff.

¹⁰ Motive zu der Verordnung über Aktiengesellschaften, in: Gesetz über die Aktiengesellschaft, a.a.O., S. 74.

Bestimmungen über die Art und Weise enthalten, wie das Stimmrecht von den Aktionären ausgeübt werde.

Die erste „gesamtdeutsche“ Regelung des Aktienrechts brachte dann das Allgemeine Deutsche Handelsgesetzbuch des Deutschen Bundes aus dem Jahre 1861.¹¹ Auch in diesem Gesetzeswerk war die Regulierung des Stimmrechts aber noch rudimentär. Erstmals im deutschen Recht findet sich der Grundsatz, jede Aktie gewähre ihrem Inhaber eine Stimme (Art. 224 Hs. 1 ADHGB). Freilich war dem Gesetzgeber seinerzeit schon bewusst, dass der Rechtsverkehr von Fall zu Fall anders geartete Gestaltungen des Stimmrechts wünsche. Deshalb galt der vorgenannte Grundsatz nur, „wenn nicht der Gesellschaftsvertrag ein Anderes festsetzt(e)“ (Art. 224 Hs. 2 ADHGB). Mithin herrschte auch im ADHGB bezüglich des Stimmrechts der Aktionäre anfänglich Satzungsautonomie mit der Folge, dass Mehrstimmrechtsaktien zulässig waren.¹² Dann aber führte das Reformgesetz vom 18.7.1884 zu einer wesentlichen Änderung. Denn es ließ den in Art. 224 ADHGB enthaltenen Halbsatz „wenn nicht der Gesellschaftsvertrag ein Anderes festsetzt“ entfallen. Hierdurch wurde die fortan geltende Bestimmung in Art. 190, 221 Abs. 2 ADHGB („Jede Aktie gewährt das Stimmrecht“) der Satzungsautonomie entzogen, wodurch es unmöglich wurde, durch Schaffung stimmrechtsloser Aktien die Stimmchtausübung gegebenenfalls opponierender Aktionärsgruppen zu begrenzen. Zur Begründung wurde angeführt, das Stimmrecht sei das vorzüglichste Recht des Aktionärs, das alleine ihm eine Einwirkung auf die Angelegenheiten der Gesellschaft erlaube.¹³ Zugleich ließ das Aktienrechtsreformgesetz von 1884 aber auch Höchststimmrechte ausdrücklich zu (Art. 190 Abs. 1 S. 2 ADHGB). Es müsse, so wurde gesagt, den Gesellschaften selbst überlassen bleiben, wenn ihr Charakter es erfordere, durch statutarische Bestimmung dem Übergewicht eines Großbesitzes eine Grenze zu setzen.¹⁴ Mehrstimmrechtsaktien kamen indes auch im Text des ADHGB i.d.F. durch das Reformgesetz von 1884 noch nicht vor; ihre Einführung war unzulässig.¹⁵

Letzteres änderte sich schon bald, als nämlich das HGB am 1.1.1900 das ADHGB ablöste. Zwar hielt das HGB, in dem das Aktienrecht damals noch untergebracht war, an dem Grundsatz fest: „Jede Aktie gewährt das Stimmrecht“ (§ 252 Abs.1 S. 1 HGB a.F.). Erstmals wurde hier indes im deutschen Aktienrecht das Mehrstimmrecht reguliert. Hiernach konnte der Gesellschaftsvertrag, wenn mehrere Gattungen von Aktien ausgegeben wurden, den Aktien einer Gattung ein höheres Stimmrecht beilegen als denjenigen einer anderen Gattung (§ 252 Abs. 1 S. 4 HGB a.F.¹⁶). In den 1920er Jahren

¹¹ Zur Vorgeschichte vgl. Entwurf eines allgemeinen Handelsgesetzbuches für Deutschland (1848/49), herausgegeben und mit einer Einleitung versehen von Theodor Baums, ZHR-Sonderheft 54, 1982, insbes. S. 116, 153 ff.

¹² Peltzer AG Sonderheft 1997, 90.

¹³ Schubert/Hommelhoff, Hundert Jahre modernes Aktienrecht, 1985, S. 465.

¹⁴ Schubert/Hommelhoff, a.a.O., S. 465.

¹⁵ Peltzer AG Sonderheft 1997, 90, 91.

¹⁶ Zur Zulässigkeit von Mehrstimmrechtsaktien auf der Grundlage dieser Vorschrift vgl. Peltzer AG Sonderheft 1997, 90, 91.

wurden Mehrstimmrechtsaktien zunehmend häufig eingerichtet, zunächst zum Schutz gegen Überfremdung durch seinerzeit vermehrt nach Deutschland fließendes, aber als unerwünscht empfundenen ausländisches Kapital, dann aber auch zur Abwehr „innerer Überfremdung“, also von dem Vorstand missliebigen Einflüssen.¹⁷ Im September 1925 hatten rund 53 % der an der Berliner Börse notierten deutschen Aktiengesellschaften Mehrstimmrechtsaktien ausgegeben.¹⁸ Diese Umstände lösten eine rechtspolitische Grundsatzdiskussion über das Aktienstimmrecht aus. Bei den Beratungen einer durch den 34. Deutschen Juristentag (1926) zur Prüfung einer Aktienrechtsreform eingesetzten Kommission meinten manche, das Mehrstimmrecht habe die ungünstige Folge, das Interesse am Aktienerwerb zu verringern. Zudem sei es geeignet, das Verantwortungsgefühl des Vorstands zu vermindern. Dem hielten andere entgegen, das Mehrstimmrecht sei ein geeignetes Mittel, die Verwaltung vor Zufallsmehrheiten zu schützen und zu verhindern, dass die Aktiengesellschaft ein Spielball spekulativer Interessen werde.¹⁹ Zudem empfahl die Kommission, reine Finanzierungs-Vorzugsaktien ohne Stimmrecht zu schaffen. Denn es seien viele Aktionäre am Stimmrecht nicht interessiert und es könne die Einführung stimmrechtsloser Aktien die Gefahr einer Überfremdung durch ausländisches Kapital beseitigen.²⁰

2. Das Stimmrecht im AktG 1937 und im AktG 1965

Die vorstehend skizzierte Diskussion führte im Aktiengesetz v. 31.1.1937,²¹ in welches das Aktienrecht vom HGB herkommend „ausgelagert“ worden war, zu einer Neuausrichtung des Aktienstimmrechts. Zwar behielt das neue Recht den Grundsatz bei, jede Aktie gewähre das Stimmrecht (§§ 12 Abs. 1 S. 1, 114 Abs. 1 S. 1 AktG 1937), relativierte ihn indes sogleich durch die Bestimmung, Vorzugsaktien könnten als Aktien ohne Stimmrecht ausgegeben werden (§ 12 Abs. 1 S. 2 AktG 1937). Die neue Regelung war insbesondere auf den Fall ausgerichtet, dass die Mehrheitsverhältnisse in einer Gesellschaft nicht durch die Hereinnahme neuen Kapitals verschoben werden sollten, es andererseits den Investoren nicht auf die Ausübung von Einfluss, sondern nur auf die Anlage von Geld gegen eine attraktive Rendite ankam.²² Während der Gesetzgeber mithin in diesem Bereich durch Stimmrechtsregulierung vermittelte Dominanz von Aktionären über das nicht stimmberechtigte Kapital gesetzlich möglich gemacht hat, überwog beim Mehrstimmrecht die Skepsis der Reformer des Jahres 1937. Deshalb erklärte § 12 Abs. 2 S. 1 AktG 1937 Mehrstimmrechtsaktien grundsätzlich für unzulässig, ließ dann aber Ausnahmen zu. Denn es konnte

¹⁷ GroßKommAktG/Mayer-Landrut, 1. Bd. 1. Halbbd., 3. Aufl. 1973, § 12 Anm. 3

¹⁸ Müller-Erzbach, Die Entartung des deutschen Aktienwesens seit der Inflationszeit, 1926, S. 12.

¹⁹ Bericht der durch den 34. Juristentag zur Prüfung einer Reform des Aktienrechts eingesetzten Kommission, hrsg. von der ständigen Deputation des deutschen Juristentages, 1928, S. 24 ff.

²⁰ Bericht a.a.O. S. 15.

²¹ RGBl., S. 107.

²² GroßKommAktG/Barz, 1. Bd. 2. Halbbd., 3. Aufl. 1973, § 139 Anm. 1.

der Reichswirtschaftsminister Mehrstimmrechtsaktien erlauben, wenn das Wohl der Gesellschaft oder gesamtwirtschaftliche Belange es forderten (§ 12 Abs. 2 S. 1 AktG 1937).

An diesem Rechtszustand änderte die nächste große Aktienrechtsreform durch das bis heute geltende Aktiengesetz aus dem Jahre 1965²³ lediglich ein, aber ein rechtspraktisch wesentliches Detail. In § 12 Abs. 2 S. 2 AktG 1965 wurde nämlich die Genehmigungsfähigkeit von Mehrstimmrechten „zur Wahrung des Wohls der Gesellschaft“ gestrichen. Das traf vor allem kommunale Versorgungsunternehmen. Denn der Gesetzgeber stellte das noch in den Ausschussberatungen des Bundesrats ins Feld geführte Interesse der öffentlichen Hand an einer Sicherung ihres Einflusses in Versorgungsunternehmen hinten. Das hatte zur Folge, dass solche Versorgungsunternehmen keine Mehrstimmrechtsaktien mehr ausgeben konnten, weil sich schwerlich argumentieren ließ, das Schicksal eines kommunalen Versorgungsunternehmens berühre „überwiegende gesamtwirtschaftliche Belange“, deren Wahrung auch noch nach dem AktG 1965 die Schaffung von Mehrstimmrechtsaktien erlaubte.²⁴

3. Abschaffung der Mehrstimmrechtsaktien und Beschränkung des Höchststimmrechts durch das KonTraG 1998

Mit dem Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich vom 27.4.1998²⁵ hat der Gesetzgeber das Mehr- und nun auch das Höchststimmrecht weiter beschnitten. Maßgeblich hierfür war seine Einschätzung, Stimmrechte und Eigentum sollten grundsätzlich korrelieren. Die Einräumung von Einfluss ohne korrespondierendes Anteilseigentum, so sagte man, entspreche nicht den Erwartungen des Kapitalmarkts. Vielmehr diene die Zurückdrängung lediglich aus der Satzung ablesbarer Stimmrechtsdifferenzierungen der Standardisierung der Aktie als Anlagepapier.²⁶ Deshalb wurde das Mehrstimmrecht nun gegen den Widerstand kommunaler Mehrstimmrechtsaktionäre bis auf einen „Altbestand“ (§ 5 Abs. 1 EGAktG) endgültig abgeschafft (§ 12 Abs. 2 AktG).

Dem Höchststimmrecht, das die Reformen der vergangenen Jahrzehnte mit kleinen Änderungen unbeschadet überdauert hatte, rückte man etwas zurückhaltender zu Leibe. Dieses bis dahin allen Aktiengesellschaften jedweder Ausrichtung gleichermaßen zur Verfügung stehende Mittel zur Einschränkung von Stimmrechtsmacht ließ man nämlich nur für börsennotierte Aktiengesellschaften (§ 3 Abs. 2 AktG) entfallen, deren Aktien also zum Handel am regulierten Markt einer Börse zugelassen sind, nicht indes für solche, deren Wertpapiere im Freiverkehr, an einem MTF oder gar

²³ v. 6.9.1965, BGBl. I, 1089.

²⁴ GroßKommAktG/Mayer-Landrut, 1. Bd. 1. Halbbd., § 12 Anm. 5.

²⁵ BGBl. I 786.

²⁶ BT-Drucks. 13/9712, S. 12 f., 20.

nicht notiert werden.²⁷ Dabei war sich der Gesetzgeber durchaus bewusst, dass Höchststimmrechte bis dahin auch zur Erhaltung des Einflusses von Altgesellschaftern bei einem Börsengang eingesetzt wurden. Er meinte aber, solche Stimmrechte beeinträchtigten den Kapitalmarkt, weil sie Übernahmen beeinträchtigen würden. Bei geschlossenen Gesellschaften sah man solche kapitalmarktpolitischen Gründe nicht, weshalb man ihnen - typischerweise eher kleineren Aktiengesellschaften - diesbezüglich Satzungsautonomie beließ.²⁸ Auch die stimmrechtslosen Vorzugsaktien hielt der Gesetzgeber auch fürderhin für kapitalmarktpolitisch akzeptabel, weil dem Markt eine eigene Aktiengattung mit gesetzlich umrissenen, also durch die Satzung geprägten Rechten angeboten werde, die er auch entsprechend niedriger bewerte.²⁹ Dieser Rechtszustand besteht heute noch.

III. Mehrstimmrechte im Unionsrecht

1. Auf dem Weg zu einer EU-Richtlinie über Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien

Auf der Ebene des EU-Rechts hat die Entwicklung des Rechts der Stimmkraft von Aktien einen anderen Verlauf genommen. Der Schilderung dieser Entwicklung ist die Bemerkung voranzuschicken, dass die Struktur der Aktiengesellschaften mitgliedstaatlichen Rechts unionsrechtlich lediglich punktuell reguliert ist. Beispielsweise beschäftigt sich die Aktionärsrechterichtlinie 2007/36/EG, die aber nur für börsennotierte Aktiengesellschaften gilt, etwa mit der Stimmrechtsvertretung und der elektronischen Abstimmung in der Hauptversammlung. Eine Regulierung der Stimmkraft von Aktien als solcher fehlte indes bislang. Ein erster Anlauf hierzu wurde in der erstmals im September 1972 vorgeschlagenen Strukturrichtlinie unternommen. In Art. 33 Abs. 1 des Richtlinienvorschlags³⁰ war der Grundsatz verankert, das Stimmrecht entspreche dem durch die Aktie verkörperten Anteil am gezeichneten Kapital. Sodann erlaubte Abs. 2 dieser Bestimmung die Ausgabe stimmrechtsloser Vorzugsaktien und eine Beschränkung der Zahl der Stimmrechte für Aktien, die demselben Aktionär gehören. Mehrstimmrechte waren nicht vorgesehen. Freilich ist der Erlass der Strukturrichtlinie nicht zuletzt am Streit über die unternehmerische Mitbestimmung der Arbeitnehmer³¹ gescheitert.³²

Ein weiteres Mal wurde die Proportionalität von Kapital und Stimmkraft thematisiert, als im Jahre 2000 die Übernahmerichtlinie in Arbeit war. Da Mehrstimmrechte in Deutschland schon im Jahre 1998 abgeschafft und Höchststimmrechte auf nicht börsennotierte Aktiengesellschaften

²⁷ Lutter in K. Schmidt/Lutter (Hrsg.), AktG, I. Bd., 4. Aufl. 2020, § 3 Rn. 6; Koch, AktG, 17. Aufl. 2023, § 3 Rn. 6.

²⁸ BT-Drucks. 13/9712, S. 20.

²⁹ BT-Drucks. 13/9712, S. 12.

³⁰ In der Fassung vom 19.8.1983, abgedruckt bei Lutter, Europäisches Unternehmensrecht, ZGR-Sonderheft 1, 3. Aufl. 1991, S. 233, 244.

³¹ Vorgesehen war lediglich eine Drittelbeteiligung (Hammen, Der Konzern 2016, 105, 112).

³² Lutter/Bayer/Schmidt, Europäisches Unternehmensrecht, 6. Aufl. 2017, § 9 S. 160 Rn. 9.47.

zurückgedrängt worden waren, standen Aktiengesellschaften deutschen Rechts erheblich weniger Mittel zur Abwehr einer Übernahme zu Gebote als Emittenten aus anderen Mitgliedstaaten, in denen es solche Stimmrechte noch gab. Die Benachteiligung von Emittenten aus Ländern, in denen keine Mehr- oder Höchststimmrechte existierten, suchte man dadurch zu kompensieren, dass man den Mitgliedstaaten ein opt out aus der Neutralitätspflicht des Vorstands erlaubte. In diesem Zusammenhang tat die EU-Kommission in ihrem Aktionsplan „Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance in der europäischen Union“ v. 21.5.2003 (KOM (2003) 284) zwar kund, es spreche mittel- bzw. langfristig vieles dafür, auf eine echte Aktionärsdemokratie hinzuarbeiten.³³ Ende 2007 kam sie dann allerdings zu der Schlussfolgerung, es bestehe kein Bedarf für eine kurzfristige Regulierung der Stimmkraft von Aktien.³⁴ Mithin blieb es den EU-Mitgliedstaaten freigestellt, unterschiedliche Gewichtungen der Stimmkraft von Aktien, auch Mehrstimmrechtsaktien, zuzulassen.³⁵

2. Der Vorschlag für eine Richtlinie über Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien

Nur wenig mehr als ein Jahrzehnt später hat die EU-Kommission einen Perspektivwechsel vorgenommen. Der von ihr im Dezember 2022 vorgestellte Kommissionsvorschlag einer Richtlinie über Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien (COM (2022) 761 final) (zit.: RL-V)³⁶ enthält nämlich keineswegs eine auf den Weg zu mehr Aktionärsdemokratie (one share, one vote) führende einschränkende Regulierung von Mehrstimmrechtsaktien, wie sie in unterschiedlicher Form immer noch in einigen EU-Mitgliedstaaten existieren. Vielmehr soll es das europäische Recht zukünftig umgekehrt unionsweit vorschreiben, Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien für Gesellschaften vorzusehen, die eine Zulassung ihrer Anteile zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt (Art. 4 Abs. 1 Nr. 12 RL 2014/65/EU)³⁷ beantragen wollen - also auch und insbesondere für Mitgliedstaaten, die solche Strukturen bislang verbieten. Maßgeblich für diesen Perspektivwechsel waren zwei Gesichtspunkte. Erstens reagiert die Kommission mit ihrem Richtlinienvorschlag auf aus dem Kreis der Marktteilnehmer geäußerte Befürchtungen, wachstumsstarke Hightech-Emittenten könnten sich für eine Börsennotierung in Nicht-EU-Länder, insbesondere den USA und England entscheiden³⁸,

³³ Lutter/Bayer/Schmidt, Europäisches Unternehmensrecht, 5. Aufl. 2012, § 18 Rn. 15, S. 364.

³⁴ Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, SEC (2007) 1705; Lutter/Bayer/Schmidt, Europäisches Unternehmensrecht, § 18 Rn. 16, S. 364.

³⁵ Lutter/Bayer/Schmidt, Europäisches Unternehmensrecht, § 8 Rn. 55, S. 138.

³⁶ Zu dem Vorschlag vgl. Schlitt/Ries NZG 2023, 145; Gumpff BKR 2023, 82, 88; Denninger DB 2022, 2329; Herzog//Gebhard ZIP 2022, 1893; Mock/Mohamed NZG 2022, 1275; Nicolussi AG 2022, 753.

³⁷ In Deutschland ist nur Scale als Segment des Freiverkehrs der Deutsche Börse als KMU-Wachstumsmarkt registriert (Gumpff BKR 2023, 82, 89; Schlitt/Ries NZG 2023, 145).

³⁸ COM (2022) 761 final, S. 11. Zum englischen Recht der dual class shares vgl. Casper ZHR 187 (2023), S. 5, 23; Nicolussi AG 2022, 753, 754.

die ihnen in Bezug auf Mehrstimmrechtsaktien größere Flexibilität böten.³⁹ Der Kommission ist dabei durchaus bewusst, dass die europäischen Kapitalmärkte in einem intensiven Wettbewerb um Börsennotierungen stehen, der auch mittels der Gestaltung des jeweiligen nationalen Aktienrechts und der Listingbedingungen der mittlerweile weltweit agierenden Börsen ausgetragen wird.⁴⁰

Insbesondere aber möchte die Kommission zweitens im Rahmen ihres im September 2020 angenommenen Aktionsplans zur Kapitalmarktunion mit der vorgeschlagenen Richtlinie kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) besseren Zugang zu marktbasierter Finanzierungsquellen verschaffen.⁴¹ Dabei hat sie als einen Hauptgrund, der Gründer innovativer Unternehmen und Familienunternehmen von einem Börsengang absehen lässt, deren Befürchtung identifiziert, die Kontrolle über ihr Unternehmen zu verlieren. Deshalb ist es das Bestreben der Kommission, diesen Unternehmen den Zugang zu den eigens für KMU konzipierten KMU-Wachstumsmärkten attraktiver zu machen. Während die Kommission bereits verfügbare Instrumente zur Sicherung der Kontrolle, unter anderem stimmrechtslose Vorzugsaktien und Höchststimmrechte als zu starr ansah, hielt sie Eigentumsstrukturen mit Mehrstimmrechtsaktien für ein wirksames Mittel für Anteilseigner, eine Kontrollbeteiligung an ihrem Unternehmen behalten und sich zugleich über den Kapitalmarkt finanzieren zu können.⁴²

Mit ihrem Richtlinienvorschlag strebt die EU-Kommission keine Vollharmonisierung des Aktienstimmrechts in den Mitgliedstaaten an. Vielmehr möchte sie den Mitgliedstaaten gemäß den Grundsätzen der Subsidiarität und der Verhältnismäßigkeit (Art. 5 AEUV) bei der Integration der vorgeschlagenen Bestimmungen in das jeweilige nationale Recht hinreichende Flexibilität einräumen. Deshalb beschränkt sich der Richtlinienvorschlag auf eine Mindestharmonisierung, deren Kern es ist, die Mitgliedstaaten zu verpflichten, KMU, deren Aktien nicht zum Handel an einem Handelsplatz zugelassen sind, für die Zulassung ihrer Aktien zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt in einem Mitgliedstaat die Einführung von Mehrstimmrechtsaktien zu erlauben.⁴³ Dabei hat die Kommission aber nicht nur die Verbesserung der Finanzierungsmöglichkeiten von KMU im Blick, sondern auch eine gedeihliche Entwicklung der auf diese Unternehmen zugeschnittenen Handelsplätze. Sie hat nämlich in Rechnung gestellt, dass nicht alle an KMU-Märkten notierten Unternehmen KMU sind. Da das Listing solcher Unternehmen aber dazu beiträgt, das Geschäftsmodell der KMU-Wachstumsmärkte rentabel zu halten, schreibt der Richtlinienvorschlag vor, für alle Unternehmen, die eine Erstnotierung an einem KMU-

³⁹ Zu solchen „Wanderbewegungen“ Casper ZHR 187 (2023), S. 5, 29.

⁴⁰ Zur rechtsökonomischen Diskussion um Mehrstimmrechtsaktien vgl. Casper ZHR 187 (2023), S. 5, 24 ff.; Denninger DB 2022, 2329, 2331 ff.; Herzog/Gebhard ZIP 2022, 1893, 1895 ff.

⁴¹ COM (2022) 761 final, S. 1.

⁴² COM (2022) 761 final, S. 3.

⁴³ COM (2023) 761 final, S. 5, 10.

Wachstumsmarkt anstreben, Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien zuzulassen (Art. 4 Abs. 1 S. 1 RL-V).⁴⁴ Dabei wird den Mitgliedstaaten nicht nur aufgegeben, für die geschilderten Fälle solche Strukturen gesellschaftsrechtlich zu verankern, sondern es wird ihnen auch kapitalmarktrechtlich verboten, eine Zulassung von Aktien zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt mit der Begründung zu unterbinden, die Gesellschaft verfüge über eine Struktur mit Mehrstimmrechtsaktien (Art. 4 Abs. 1 S. 2 RL-V).

Nun hat die Kommission nicht nur die mit der Einführung von Mehrstimmrechtsaktien verbundenen Vorteile für den Kapitalmarktzugang kleinerer und mittlerer Unternehmen gesehen. Vielmehr ist ihr auch die Gefahr bewusst, dass kontrollierende Anteilseigner ihre Kontrolle zu ihrem eigenen Vorteil ausnutzen können, ohne die Interessen anderer Aktionäre zu berücksichtigen.⁴⁵ Deshalb flankiert der Richtlinienvorschlag die vorgesehene Einführung solcher Aktien zum Schutz der Interessen von Anteilseignern, die keine Mehrstimmrechtsaktien halten, mit einigen Schutzmaßnahmen für eine faire und diskriminierungsfreie Behandlung der Anteilseigner, die für alle Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien gelten, gleichgültig ob sie von den Mitgliedstaaten im Rahmen der Mindestharmonisierung gemäß Art. 4 RL-V eingeführt werden oder ob der jeweilige Mitgliedstaat die Freiräume nutzt, die Art. 3 RL-V gewährt (dazu sogleich). Hierfür müssen die Mitgliedstaaten insbesondere die Auswirkungen des Stimmgewichts von Mehrstimmrechtsaktien begrenzen. Dabei stellt ihnen das europäische Recht zwei Instrumente zur Verfügung, von denen sie eines wählen müssen (Art. 5 Abs. 1 lit. b) RL-V: „eine der folgenden Möglichkeiten“), aber auch beide einsetzen dürfen (hierzu vgl. Art. 5 Abs. 2 S. 2 Hs. 1 RL-V: „insbesondere“). Sie können entweder eine maximale gewichtete Stimmquote einführen „und“ hierzu einen maximalen prozentualen Anteil des ausgegebenen Aktienkapitals vorgeben, der durch den Gesamtbetrag der Mehrstimmrechtsaktien repräsentiert wird, oder aber eine Beschränkung der Ausübung der mit Mehrstimmrechtsaktien verbundenen Stimmrechte bei mit qualifizierter Mehrheit zu fassenden Beschlüsse bestimmen (Art. 5 Abs. 1 S. 2 lit. b) RL-V).

Nicht zu beanstanden ist es, dass die Kommission ihren Vorschlag auf die Ermächtigungsgrundlage in Art. 50 Abs. 1 und Abs. 2 lit. g AEUV stützt, wonach die Union die Schutzbestimmungen koordinieren darf, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften im Interesse der Gesellschafter - hier: der Aktionäre, die über Mehrstimmrechtsaktien verfügen, und der „Minderheitsaktionäre“ - vorgeschrieben sind. Nicht unproblematisch, wenngleich im Ergebnis unerheblich ist es hingegen, wenn die Kommission die vorgeschlagene Richtlinie auch auf Art. 114 AEUV stützen will. Diese

⁴⁴ COM (2022) 761 final, S. 5.

⁴⁵ COM (2022) 761 final, S. 4 mit Fn. 16. Zur Beurteilung unangemessener Verwendung von Mehrstimmrechtsaktien in der Rechtsprechung des Reichsgerichts vgl. die Nachweise bei GroßKommAktG/Mayer-Landrut, 1. Bd. 1. Halbbd., § 12 Anm. 3 II. 1.

Kompetenznorm erlaubt der Union Maßnahmen zur Angleichung von Rechtsvorschriften der Mitgliedstaaten unter anderem, wenn nationale Bestimmungen spürbare Wettbewerbsverzerrungen verursachen.⁴⁶ Hieran angelehnt hat die Kommission konstatiert, die bestehenden Unterschiede in den nationalen Regelungen für Mehrstimmrechtsaktien führten zu Wettbewerbsungleichheit zwischen den Unternehmen in verschiedenen Mitgliedstaaten, weil die Unternehmen in einigen Mitgliedstaaten unter Einführung einer Struktur mit Mehrstimmrechtsaktien eine Finanzierung über den Kapitalmarkt realisieren könnten, während diese Finanzierungsmöglichkeit Unternehmen aus anderen Mitgliedstaaten verschlossen sei.⁴⁷ Ob die vorgeschlagene Richtlinie die geschilderten Wettbewerbsverzerrungen zu beseitigen vermag, darf indes bezweifelt werden. Der Vorschlag zielt nämlich keineswegs lediglich auf eine Mindestharmonisierung des Rechts der Mehrstimmrechtsaktien ab. Vielmehr eröffnet er den Mitgliedstaaten eine Vielzahl optionaler Gestaltungsmöglichkeiten, deren Nutzung das Recht der Mehrstimmrechtsaktien jenseits seines in Art. 4 Abs. 1, 5 RL-V festgezurrten Kernbestands in einer Weise aufzusplintern vermag, dass Wettbewerbsungleichheiten fortbestehen können:

Zunächst erlaubt es Art. 3 RL-V den Mitgliedstaaten, Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien auch dann einzuführen oder beizubehalten, wenn das betreffende Unternehmen nicht die Absicht hat, eine Notierung seiner Aktien an einem KMU-Wachstumsmarkt zu beantragen. Hiernach ist die Einführung solcher Strukturen unionsweit europarechtlich zulässig, gleichgültig ob das Unternehmen eine Zulassung zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt, an einem anderen MTF oder an einer EU-inländischen oder EU-ausländischen Börse plant oder an einem Going public kein Interesse hat. Die Mitgliedstaaten können es aber auch bei der Umsetzung der geschilderten Mindestvorgaben nach Art. 4 des Richtlinienvorschlags belassen. Spielräume bei der Umsetzung der zwingenden Vorgaben des Richtlinienvorschlags gibt es beispielsweise bei der Einführung der maximal gewichteten Stimmquote, weil die Festsetzung der Höhe dieser Quote mangels einer Festlegung in dem Vorschlag hierzu in das Ermessen der Mitgliedstaaten gestellt ist.⁴⁸

Eine vergleichbare Bandbreite an Gestaltungsmöglichkeiten gibt es bei den Schutzmaßnahmen für eine faire Behandlung der Anteilseigner, die die Mitgliedstaaten neben den in Art 5 Abs. 1 S. 2 lit.b) RL-V zwingend vorgegebenen Maßnahmen gemäß Art. 5 Abs. 2 RL-V zusätzlich vorsehen „können“. Beispielsweise können sie bestimmen, dass die mit Mehrstimmrechtsaktien verbundenen erweiterten Stimmrechte nach Ablauf eines bestimmten Zeitraums (zeitbasierte Verfallklausel) oder bei Übertragung dieser Aktien auf Dritte oder beim Ableben ihres ursprünglichen Inhabers entfallen

⁴⁶ EuGH C-376/98 Rn. 106; Leible/Schröder in Streinz, EUV/AEUV, 3. Aufl. 2018, Art. 114 AEUV Rn. 43-46.

⁴⁷ COM (2022) 761 final, S. 5, 9.

⁴⁸ Auch die Frage, auf welche Beschlussgegenstände der Einsatz von Mehrstimmrechten begrenzt werden soll (Art. 5 Abs. 1 S. 2 b) ii) RL-V), bleibt offen (Casper ZHR 187 (2023), S. 5, 30).

(übertragungsbasierte Verfallsklausel). Die Mitgliedstaaten können aber auch andere Maßnahmen ergreifen weil Art. 5 RL-V nicht abschließend ist (“insbesondere“, Art. 5 Abs. 2 S. 2 Hs. 1 RL-V).

Dem Zeitgeist verpflichtet ist die Regelung, die Mitgliedstaaten dürften sicherstellen, dass die Mehrstimmrechte nicht zur Blockade von Entscheidungen der Hauptversammlung genutzt werden können mit denen nachteilige Auswirkungen der Tätigkeiten der Gesellschaft auf Menschenrechte und Umwelt verhindert oder abgestellt werden sollen (Art. 5 Abs. 2 S. 2 lit. d) RL-V). Ob und inwieweit all diese Varianten das schließlich in den Mitgliedstaaten umgesetzte Richtlinienrecht der Mehrstimmrechtsaktien fragmentieren werden, lässt sich noch nicht abschätzen. Prognostiziert werden kann indes schon, dass sich das zukünftige deutsche Recht dieser Aktien nicht mit der Umsetzung der durch die vorgeschlagene Richtlinie vorgegebenen Mindestharmonisierung begnügen wird:

IV. Mehrstimmrechtsaktien im Referentenentwurf des Zukunftsfinanzierungsgesetzes

1. Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien in das deutsche Recht

Während die vorgeschlagene EU-Richtlinie die Mitgliedstaaten im Wege der Mindestharmonisierung lediglich zur Einführung von Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien für Gesellschaften verpflichtet, die eine Zulassung ihrer Aktien zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt anstreben, hat der Referentenentwurf des Zukunftsfinanzierungsgesetzes die den Mitgliedstaaten durch Art. 3 des Richtlinienvorschlages belassenen Freiheiten genutzt und einen umfassenden Ansatz bei der Regulierung der Mehrstimmrechtsaktien gewählt. Hierbei soll in einem ersten Schritt das in § 12 Abs. 2 AktG enthaltene Verbot von Mehrstimmrechtsaktien ersatzlos gestrichen werden. Sodann bestimmt die neu eingefügte Vorschrift in § 135 Abs. 2 AktG Ref.entw., so wie es Art. 3 RL-V den Mitgliedstaaten freistellt, ohne irgendwelche Einschränkungen, dass die Satzung Namensaktien mit Mehrstimmrechten vorsehen kann.⁴⁹ Hiernach können deutsche Aktiengesellschaften auch dann Mehrstimmrechtsaktien einführen, wenn sie keine Zulassung zu einem KMU-Wachstumsmarkt beantragen wollen, sondern eine Notierung an einem anderen MTF oder an einer in- oder ausländischen Börse anstreben oder den Kapitalmarkt überhaupt nicht in Anspruch nehmen wollen. Mithin kehrt das deutsche Aktienrecht, was die Zulässigkeit von Mehrstimmrechtsaktien angeht, zu dem Rechtszustand zurück, wie ihn das HGB vom 1.1.1900 geschaffen hatte.

2. Schutzmaßnahmen zugunsten der anderen Aktionäre

⁴⁹ Die Gesellschaften, die über Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien verfügen, müssen in der in Art. 6 RL-V beschriebenen Weise Transparenz herstellen.

Die Vorgaben des Richtlinienvorschlags bezüglich der zum Schutz derjenigen Aktionäre zu ergreifenden Maßnahmen, die keine Mehrstimmrechtsaktien halten, will der deutsche Gesetzgeber in zwei Schritten umsetzen. Zunächst enthält § 134 Abs. 2 AktG Ref.entw. Schutzmaßnahmen, die zu ergreifen der Richtlinienvorschlag die Mitgliedstaaten verpflichtet. In Umsetzung von Art. 5 Abs. 1 S. 2 lit. a) RL-V regelt § 134 Abs. 2 S. 3 AktG Ref.entw. für alle Aktiengesellschaften gleichermaßen, in der Satzung sei vorzusehen, dass der Beschluss zur Ausgabe von Aktien mit Mehrstimmrechten der Zustimmung aller betroffenen Aktionäre bedarf.⁵⁰ In § 134 Abs. 2 S. 2 AktG Ref.entw. hat der Entwurf dann aus den in Art. 5 Abs. 1 lit. b) RL-V zur Wahl stehenden Schutzmaßnahmen diejenige in lit. i) dieser Vorschrift beschriebene umgesetzt und festgelegt, die Mehrstimmrechte dürften höchstens das Zehnfache des Stimmrechts nach § 134 Abs. 1 S. 1 AktG betragen.

Während die Bestimmungen in § 134 Abs. 2 S. 1-3 AktG Ref.entw. alle Aktiengesellschaften mit Mehrstimmrechten betreffen, gleichgültig ob und auf welchem Weg sie den Kapitalmarkt in Anspruch nehmen oder nicht, will der deutsche Gesetzgeber in einem zweiten Schritt andere Schutzmaßnahmen, zu deren Einführung er nicht unionsrechtlich verpflichtet ist, deren Einführung in das Recht der Mitgliedstaaten vielmehr durch den Richtlinienvorschlag lediglich angeregt wird, nur bei Aktiengesellschaften zur Anwendung gebracht sehen, die börsennotiert sind, nicht also bei Gesellschaften, die an einem KMU-Wachstumsmarkt oder an einem anderen MTF zum Handel zugelassen sind oder kapitalmarktfern agieren; offenbar schreibt der Gesetzgeber im Bereich der Stimmrechte das Kriterium der Börsennotierung fort, das schon bei den Höchststimmrechten eingesetzt worden ist. In Umsetzung von Art. 5 Abs. 2 S. 2 lit. b) RL-V (zeitbasierte Verfallsklausel) sieht § 134 Abs. 2 S. 4 AktG Ref.entw. vor, dass die Mehrstimmrechte spätestens zehn Jahre nach Börsennotierung erlöschen.⁵¹ Diese Regelung wird in Umsetzung von Art. 5 Abs. 2 S. 2 lit. a) RL-V (übertragungsbasierte Klausel) durch die Vorschrift ergänzt, dass die Mehrstimmrechte auch „im Fall der Übertragung der Aktie“ erlöschen (§ 134 Abs. 2 S. 4 AktG Ref.entw.). Freilich ist die Vorschrift enger gefasst als ihre unionsrechtliche Grundlage. Während es nämlich die Mitgliedstaaten, so sagt es Art. 5 Abs. 2 S. 2 lit. a) RL-V, auch vorsehen können, dass die Mehrstimmrechte erlöschen, wenn ihr ursprünglicher Inhaber stirbt, gibt es eine solche Ausprägung einer übertragungsbasierten Verfallsklausel, was nach dem Richtlinienvorschlag auch ohne weiteres zulässig ist, in § 134 Abs. 2 AktG Ref.entw. nicht. Denn das deutsche Recht gebraucht den Terminus „Übertragung“ - übrigens in Übereinstimmung mit dem Richtlinienvorschlag („auf Dritte übertragen werden oder nach Ableben“, Art. 5 Abs. 2 S. 2 lit. a) RL-V) - nur für die rechtsgeschäftliche Überleitung von Rechten auf andere (§§ 398, 413, 929 BGB), nicht hingegen für die Sukzession beim Ableben des Rechtsinhabers, für die der Terminus „Übergang“ verwendet wird (vgl. § 1922 BGB).

⁵⁰ Zu der Frage, ob Einstimmigkeit intendiert ist, vgl. Casper ZHR 187 (2023), S. 5, 29.

⁵¹ Es gibt eine Verlängerungsmöglichkeit nach Maßgabe von § 135 Abs. 2 S. 5-7 AktG Ref.entw.

V. Zur Bewertung des Referentenentwurfs

Die Regulierung der Mehrstimmrechtsaktien in dem Referentenentwurf für das Zukunftsfinanzierungsgesetz kann unionsrechtlich und rechtspolitisch bewertet werden. Fragt man, ob der Referentenentwurf die vorgeschlagene Richtlinie in unionsrechtlich ordnungsgemäßer Weise umsetzt, ist, was die verbindlichen Teile des Richtlinienvorschlags angeht, ein Defizit zu vermerken. Art. 5 Abs. 1 S. 2 lit. b) RL-V verpflichtet die Mitgliedstaaten, eine der beiden dort alternativ aufgeführten Schutzmaßnahmen zur Begrenzung der Auswirkungen des Stimmgewichts von Mehrstimmrechtsaktien auf die Stimmrechtsausübung anderer Anteilseigner in ihr nationales Recht zu übernehmen. Der Referentenentwurf hat sich entschieden, in Umsetzung der ersten Alternative dieser Vorschrift eine Stimmquote einzuführen, nämlich zu bestimmen, die Mehrstimmrechte dürften höchstens das Zehnfache des Stimmrechts nach § 134 Abs. 1 S. 1 AktG betragen (§ 134 Abs. 2 S. 2 AktG Ref.entw.). Diese Regelung genügt den unionsrechtlichen Anforderungen freilich noch nicht. Denn Art. 5 Abs. 1 S. 2 lit. b) RL-V fordert nicht nur die Einführung einer maximal gerichteten Stimmquote in das jeweilige nationale Recht, sondern auch („und“) die Festlegung einer Vorgabe für den maximalen prozentualen Anteil des ausgegebenen Aktienkapitals, der durch den Gesamtbetrag der Mehrstimmrechtsaktien repräsentiert werden kann. Mithin muss § 134 Abs. 2 AktG Ref.entw. um einen entsprechenden Passus ergänzt werden.

Auch rechtspolitisch betrachtet ist der Referentenentwurf noch verbesserungsfähig. Vorstehend ist erläutert worden, dass die Vorschrift in § 134 Abs. 2 S. 4 AktG Ref.entw. die Mehrstimmrechte im Fall einer Übertragung der Aktien erlöschen lassen möchte, nicht hingegen beim Ableben des Inhabers dieser Stimmrechte. Die Mehrstimmrechte beim Tod ihres Inhabers fortbestehen zu lassen, ist sachgerecht. Denn Familienunternehmen, die dem Richtlinienvorschlag ja besonders am Herzen liegen,⁵² könnten von einem Börsengang abgehalten werden, wenn die Familie damit rechnen muss, nach einem Börsengang wegen eines nicht erwarteten Ablebens des Stimmrechtsinhabers alsbald die Kontrolle über das Unternehmen zu verlieren. Unsachgemäß ist es allerdings, die Mehrstimmrechte undifferenziert bei einer Übertragung der Aktien enden zu lassen. Kaum zu erklären ist es nämlich beispielsweise, wieso Mehrstimmrechte beim Übergang der Aktien auf einen Abkömmling ihres verstorbenen Inhabers (§ 1922 BGB) in der Familie fortbestehen können, hingegen erlöschen sollen, wenn der Inhaber der Mehrstimmrechte seine Aktien aus Altersgründen vorab rechtsgeschäftlich auf den Abkömmling übertragen will. Zudem: Was soll gelten, wenn der Unternehmer kurz vor seinem Tod seine Aktien auf ein als Nachfolger befähigtes Familienmitglied überträgt, das aber, aus welchen Gründen auch immer, nicht Erbe werden soll?

⁵² COM (2022) 761 final, S. 3 f.

Zu kritisieren ist schließlich, dass der Referentenentwurf Mehrstimmrechtsaktien der betreffenden Gesellschaft dann, wenn sie börsennotiert ist, mit der geschilderten zeit- bzw. übertragungsbasierten Verfallsklausel belastet. Das macht einen Börsengang für KMU und damit eine Finanzierung über die liquidesten Märkte unattraktiver. Sollte sich ein Unternehmen deshalb gegen einen Antrag auf Zulassung zum Handel am regulierten Markt einer Börse entscheiden, bleibt ihm damit von vornherein auch der Zugang zu den Indices der DAX-Familie verschlossen. Unicorns, Start-up-Unternehmen mit einer Bewertung von über einer Milliarde US-Dollar, dürften in einer solchen Situationen going public an ausländischen Börsen in Betracht ziehen, bei den zeit- und übertragungsbasierte Verfallsklauseln fehlen. Deshalb ist dem Gesetzgeber zu raten, diese Klauseln in § 134 Abs. 2 S. 4-7 AktG Ref.entw. nur dann beizubehalten, wenn gewährleistet ist, dass die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Börsen hierdurch nicht beeinträchtigt wird.

WORKING PAPERS

1. Andreas Cahn Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht im
Übernahmerecht und Rechtsschutz Betroffener; (publ. In: ZHR 167 [2003], 262 ff.)
2. Axel Nawrath Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Deutschland: Ziele und Aufgaben der Politik,
insbesondere des Bundesministeriums der Finanzen
3. Michael Senger Die Begrenzung von qualifizierten Beteiligungen nach § 12 Abs. 1 KWG; (publ. in: WM
2003, 1697 ff.)
4. Georg Dreyling Bedeutung internationaler Gremien für die Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland
5. Matthias Berger Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Schwerpunkt Börsen- und Wertpapierrecht
6. Felicitas Linden Die europäische Wertpapierdienstleistungsrichtlinie- Herausforderungen bei der Gestaltung
der Richtlinie
7. Michael Findeisen Nationale und internationale Maßnahmen gegen die Geldwäsche und die Finanzierung des
Terrorismus – ein Instrument zur Sicherstellung der Stabilität der Finanzmärkte
8. Regina Nößner Kurs- und Marktpreismanipulation – Gratwanderung zwischen wirtschaftlich sinnvollem und
strafrechtlich relevantem Verhalten
9. Franklin R. Edwards The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and Investor Protection; (publ. in:
Baums/Cahn [Hrsg.], Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004, S. 30 ff.)
10. Ashley Kovas Should Hedge Fund Products be marketed to Retail Investors? A balancing Act for
Regulators; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.], Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004, S. 91
ff.)
11. Marcia L. MacHarg Waking up to Hedge Funds: Is U.S. Regulation Taking a New Direction?; (publ. in:
Baums/Cahn [Hrsg.], Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004, S. 91 ff.)
12. Kai-Uwe Steck Legal Aspects of German Hedge Fund Structures; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge
Funds, Risks and Regulation, 2004, S. 91 ff.)
13. Jörg Vollbrecht Investmentmodernisierungsgesetz – Herausforderungen bei der Umsetzung der OGAW –
Richtlinien
14. Jens Conert Basel II – Die Überarbeitung der Eigenkapitalmarktregelungen der Kreditinstitute im Fokus
von Wirtschaft- und Wettbewerbspolitik
15. Bob Wessels Germany and Spain lead Changes towards International Insolvencies in Europe
16. Theodor Baums /
Kenneth E. Scott Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and in
Germany; (publ. in: AmJCompL LIII [2005], Nr. 4, S. 31 ff.; abridged version in: Journal of
Applied Corporate Finance Vol. 17 [2005], Nr. 4, S. 44 ff.)
17. Bob Wessels International Jurisdiction to open Insolvency Proceedings in Europe, in particular against
(groups of) Companies
18. Michael Gruson Die Doppelnotierung von Aktien deutscher Gesellschaften an der New Yorker und Frankfurter
Börse: Die sogenannte Globale Aktie; (publ. in: Die AG 2004, S. 358 ff.)
19. Michael Gruson Consolidated and Supplementary Supervision of Financial Groups in the European Union;
(publ. in: Der Konzern 2004, S. 65 ff. u. S. 249 ff.)
20. Andreas Cahn Das richterliche Verbot der Kreditvergabe an Gesellschafter und seine Folgen; (publ. in: Der
Konzern 2004, S. 235 ff.)
21. David C. Donald The Nomination of Directors under U.S. and German Law
22. Melvin Aron Eisenberg The Duty of Care in American Corporate Law; (deutsche Übersetzung publ. in: Der Konzern
2004, S. 386 ff.)
23. Jürgen Than Rechtsfragen bei der Festlegung von Emissionsbedingungen für Schuldverschreibungen unter
besonderer Berücksichtigung der Dematerialisierung und des Depotgesetzes; (publ. in:
Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 3 ff.)
24. Philipp von Randow Inhaltskontrolle von Emissionsbedingungen; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.], Die Reform des
Schuldverschreibungsrechts, 2004)
25. Hannes Schneider Die Änderung von Anleihebedingungen durch Beschluß der Gläubiger; (publ. in:
Baums/Cahn [Hrsg.], Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004)
26. Hans-Gert Vogel Die Stellung des Anleihetreuhänders nach deutschem Recht; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.],
Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004)
27. Georg Maier-Reimer Rechtsfragen der Restrukturierung, insbesondere der Ersetzung des Schuldners; (publ. in:
Baums/Cahn [Hrsg.], Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004)
28. Christoph Keller Umschuldung von Staatenanleihen unter Berücksichtigung der Problematik einer Aggregation
aller Anleihegläubiger; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.], Die Reform des
Schuldverschreibungsrechts, 2004)

29. René Bösch Die Emission von Schuldverschreibungen nach schweizerischem Recht – ein Rechtsvergleich mit dem geplanten deutschen Schuldverschreibungsrecht; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.], Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004)
30. Lachlan Burn Bond Issues under U.K. law: How the proposed German Legislation compares; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.], Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004)
31. Patrick S. Kenadjian Bond Issues under New York and U.S. Law: Considerations for the German Law Maker from a U.S. Perspective; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.], Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004)
32. Andreas Cahn Bankgeheimnis und Forderungsverwertung; (publ. in: WM 2004, S. 2041 ff.)
33. Michael Senger Kapitalkonsolidierung im Bankkonzern; (publ. in: Der Konzern 2005, S. 201 ff.)
34. Andreas Cahn Das neue Insiderrecht; (publ. in: Der Konzern 2005, S. 5 ff.)
35. Helmut Siekmann Die Unabhängigkeit von EZB und Bundesbank nach dem geltenden Recht und dem Vertrag über eine Verfassung für Europa
36. Michael Senger Gemeinschaftsunternehmen nach dem Kreditwesengesetz
37. Andreas Cahn Gesellschafterfremdfinanzierung und Eigenkapitalersatz; (publ. in: Die AG 2005, S. 217 ff.)
38. Helmut Siekmann Die Verwendung des Gewinns der Europäischen Zentralbank und der Bundesbank
39. Guido Ferrarini Contract Standards and the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID): An Assessment of the Lamfalussy Regulatory Architecture; (publ. in: European Contract Law Review 2005, p. 19 ff.)
40. David C. Donald Shareholder Voice and Its Opponents; (publ. in: The Journal of Corporate Law Studies, Vol. 5, Issue 2, 2005)
41. John Armour Who should make Corporate Law? EC Legislation versus Regulatory Competition; (publ. in: 58 Current Legal Problems [2005], p. 369 ff.)
42. David C. Donald The Laws Governing Corporations formed under the Delaware and the German Corporate Statutes
43. Garry J. Schinasi / Pedro Gustavo Teixeira The Lender of the Last Resort in the European Single Financial Market; (publ. in: Cross Border Banking: Regulatory Challenges, Gerard Caprio Jr., Douglas D. Evanoff, George G. Kaufman [eds.], 2006)
44. Ashley Kovas UCITS – Past, Present and Future in a World of Increasing Product Diversity
45. Rick Verhagen A New Conflict Rule for Securitization and other Cross- Border Assignments – A potential threat from Europe; (publ. in: Lloyd’s Maritime and Commercial Law Quarterly 2006, p. 270 ff.)
46. Jochem Reichert / Michael Senger Berichtspflicht des Vorstands und Rechtsschutz der Aktionäre gegen Beschlüsse der Verwaltung über die Ausnutzung eines genehmigten Kapitals im Wege der allgemeinen Feststellungsklage; (publ. in: Der Konzern 2006, S. 338 ff.)
47. Guido A. Ferrarini One Share – One Vote: A European Rule?; (publ. in: European Company and Financial Law Review, 2006, p. 147 ff.)
48. Theodor Baums Die Fremdkapitalfinanzierung der Aktiengesellschaft durch das Publikum; (publ. in: Bayer/Habersack [Hrsg.], Aktienrecht im Wandel, Band II, 2007, 952 ff.)
49. Ulrich Segna Anspruch auf Einrichtung eines Girokontos aufgrund der ZKA-Empfehlung „Girokonto für jedermann“?; (publ. in: BKR 2006, S. 274 ff.)
50. Andreas Cahn Eigene Aktien und gegenseitige Beteiligungen; (publ. in: Bayer/Habersack [Hrsg.] Aktienrecht im Wandel, Band II, 2007, S. 763 ff.)
51. Hannes Klühs / Roland Schmidtbleicher Beteiligungstransparenz im Aktienregister von REIT- Gesellschaften; (publ. in: ZIP 2006, S. 1805 ff.)
52. Theodor Baums Umwandlung und Umtausch von Finanzinstrumenten im Aktien- und Kapitalmarktrecht; (publ. in: Festschrift für Canaris, Bd. II, 2007, S. 3 ff.)
53. Stefan Simon / Daniel Rubner Die Umsetzung der Richtlinie über grenzüberschreitende Verschmelzungen ins deutsche Recht; (publ. in: Der Konzern 2006, S. 835 ff.)
54. Jochem Reichert Die SE als Gestaltungsinstrument für grenzüberschreitende Umstrukturierungen; (publ. in: Der Konzern 2006, S. 821 ff.)
55. Peter Kindler Der Wegzug von Gesellschaften in Europa; (publ. in: Der Konzern 2006, S. 811 ff.)
56. Christian E. Decher Grenzüberschreitende Umstrukturierungen jenseits von SE und Verschmelzungsrichtlinie; (publ. in: Der Konzern 2006, S. 805 ff.)

57. Theodor Baums Aktuelle Entwicklungen im Europäischen Gesellschaftsrecht; (publ. in: Die AG 2007, S. 57 ff.)
58. Theodor Baums European Company Law beyond the 2003 Action Plan; (publ. in: European Business Organization Law Review Vol. 8, 2007, S. 143 ff.)
59. Andreas Cahn / Jürgen Götz Ad-hoc-Publizität und Regelberichterstattung; (publ. in: Die AG 2007, S. 221 ff.)
60. Roland Schmidtbleicher/ Anh-Duc Cordalis „Defensive bids“ für Staatsanleihen – eine Marktmanipulation?; (publ. in: ZBB 2007, S. 124 ff.)
61. Andreas Cahn Die Auswirkungen der Kapitaländerungsrichtlinie auf den Erwerb eigener Aktien; (publ. in: Der Konzern 2007, S. 385 ff.)
62. Theodor Baums Rechtsfragen der Innenfinanzierung im Aktienrecht
63. Theodor Baums The Law of Corporate Finance in Europe – An Essay; (publ. in: Krüger Andersen/Engsig Soerensen [Hrsg.], Company Law and Finance 2008, S. 31 ff.)
64. Oliver Stettes Unternehmensmitbestimmung in Deutschland – Vorteil oder Ballast im Standortwettbewerb?; (publ. in: Die AG 2007, S. 611 ff.)
65. Theodor Baums / Astrid Keinath / Daniel Gajek Fortschritte bei Klagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse? Eine empirische Studie; (publ. in: ZIP 2007, S. 1629 ff.)
66. Stefan Brass / Thomas Tiedemann Die zentrale Gegenpartei beim unzulässigen Erwerb eigener Aktien; (publ. in: ZBB 2007, S.257 ff.)
67. Theodor Baums Zur Deregulierung des Depotstimmrechts; (publ. in: ZHR 171 [2007], S. 599 ff.)
68. David C. Donald The Rise and Effects of the Indirect Holding System: How Corporate America ceded its Shareholders to Intermediaries
69. Andreas Cahn Das Wettbewerbsverbot des Vorstands in der AG & Co. KG; (publ. in: Der Konzern 2007, S. 716 ff.)
70. Theodor Baums/ Florian Drinhausen Weitere Reform des Rechts der Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen; (publ. in: ZIP 2008, S. 145 ff.)
71. David C. Donald Die Übertragung von Kapitalmarktpapieren nach dem US- Amerikanischen *Uniform Commercial Code* (UCC)
72. Tim Florstedt Zum Ordnungswert des § 136 InsO; (publ. in: ZInsO 2007, S. 914 ff.)
73. Melanie Döge / Stefan Jobst Abmahnung von GmbH-Geschäftsführern in befristeten Anstellungsverhältnissen; (publ. in: GmbHR 2008, S. 527 ff.)
74. Roland Schmidtbleicher Das „neue“ acting in concert – ein Fall für den EuGH?; (publ. in: Die AG 2008, S. 73 ff.)
75. Theodor Baums Europäische Modellgesetze im Gesellschaftsrecht; (publ. in: Kley/Leven/Rudolph/Schneider [Hrsg.], Aktie und Kapitalmarkt. Anlegerschutz, Unternehmensfinanzierung und Finanzplatz, 2008, S. 525 ff.)
76. Andreas Cahn / Nicolas Ostler Eigene Aktien und Wertpapierleihe; (publ. in: Die AG 2008, S. 221 ff.)
77. David C. Donald Approaching Comparative Company Law
78. Theodor Baums / Paul Krüger Andersen The European Model Company Law Act Project; (publ. in: Tison/de Wulf/van der Elst/Steennot [eds.], Perspectives in Company Law and Financial Regulation. Essays in Honour of Eddy Wymeersch, 2009, S. 5 ff.)
79. Theodor Baums « Lois modèles » européennes en droit des sociétés; (publ. in: Revue des Sociétés 2008, S. 81 ff.)
80. Ulrich Segna Irrungen und Wirrungen im Umgang mit den §§ 21 ff. WpHG und § 244 AktG; (publ. in: Die AG 2008, S. 311 ff.)
81. Reto Francioni/ Roger Müller/ Horst Hammen Börsenkooperationen im Labyrinth des Börsenrechts
82. Günther M. Bredow/ Hans-Gert Vogel Kreditverkäufe in der Praxis – Missbrauchsfälle und aktuelle Reformansätze; (publ. in: BKR 2008, S. 271 ff.)
83. Theodor Baums Zur AGB-Kontrolle durch die BaFin am Beispiel des Bausparrechts; (publ. in: Entwicklungslinien im Bank- und Kapitalmarktrecht. Festschrift für Nobbe, 2009, S. 815 ff.)
84. José Engrácia Antunes The Law of Corporate Groups in Portugal
85. Maike Sauter Der Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG); (publ. in: ZIP 2008, S. 1706 ff.)

86. James D. Cox /
Randall S. Thomas /
Lynn Bai
There are Plaintiffs and... There are Plaintiffs: An Empirical Analysis of Securities Class
Action Settlements
87. Michael Bradley /
James D. Cox /
Mitu Gulati
The Market Reaction to Legal Shocks and their Antidotes: Lessons from the Sovereign Debt
Market
88. Theodor Baums
Zur monistischen Verfassung der deutschen Aktiengesellschaft. Überlegungen de lege
ferenda; (publ. in: Gedächtnisschrift für Gruson, 2009, S. 1 ff.)
89. Theodor Baums
Rücklagenbildung und Gewinnausschüttung im Aktienrecht; (publ. in: Festschrift für K.
Schmidt, 2008, S. 57 ff.)
90. Theodor Baums
Die gerichtliche Kontrolle von Beschlüssen der Gläubigerversammlung nach dem
Referentenentwurf eines neuen Schuldverschreibungsgesetzes; (publ. in: ZBB 2009, S. 1 ff.)
91. Tim Florstedt
Wege zu einer Neuordnung des aktienrechtlichen Fristensystems; (publ. in: Der Konzern
2008, S. 504 ff.)
92. Lado Chanturia
Aktuelle Entwicklungen im Gesellschaftsrecht der GUS
93. Julia Redenius-Hövermann
Zur Offenlegung von Abfindungszahlungen und Pensionszusagen an ein ausgeschiedenes
Vorstandsmitglied; (publ. in: ZIP 2008, S. 2395 ff.)
94. Ulrich Seibert /
Tim Florstedt
Der Regierungsentwurf des ARUG – Inhalt und wesentliche Änderungen gegenüber dem
Referentenentwurf; (publ. in: ZIP 2008, S. 2145 ff.)
95. Andreas Cahn
Das Zahlungsverbot nach § 92 Abs. 2 Satz 3 AktG – aktien- und konzernrechtliche Aspekte
des neuen Liquiditätsschutzes; (publ. in: Der Konzern 2009, S. 7 ff.)
96. Thomas Huertas
Containment and Cure: Some Perspectives on the Current Crisis
97. Theodor Baums /
Maike Sauter
Anschleichen an Übernahmeziele mittels Cash Settled Equity Derivaten – ein
Regelungsvorschlag; (publ. in: ZHR 173 [2009], 454 ff.)
98. Andreas Cahn
Kredite an Gesellschafter – zugleich eine Anmerkung zur MPS-Entscheidung des BGH; (publ.
in: Der Konzern 2009, S. 67 ff.)
99. Melanie Döge /
Stefan Jobst
Aktienrecht zwischen börsen- und kapitalmarktorientiertem Ansatz; (publ. in: BKR 2010,
S. 136 ff.)
100. Theodor Baums
Der Eintragungsstopp bei Namensaktien; (publ. in: Festschrift für Hüffer, 2010, S. 15 ff.)
101. Nicole Campbell /
Henny Mächler
Die Haftung der Verwaltungsgesellschaft einer fremdverwalteten
Investmentaktiengesellschaft
102. Brad Gans
Regulatory Implications of the Global Financial Crisis
103. Arbeitskreis
„Unternehmerische
Mitbestimmung“
Entwurf einer Regelung zur Mitbestimmungsvereinbarung sowie zur Größe des
mitbestimmten Aufsichtsrats; (publ. in: ZIP 2009, S. 885 ff.)
104. Theodor Baums
Rechtsfragen der Bewertung bei Verschmelzung börsennotierter Gesellschaften; (publ. in:
Gedächtnisschrift für Schindhelm, 2009, S. 63 ff.)
105. Tim Florstedt
Die Reform des Beschlussmängelrechts durch das ARUG; (publ. in: AG 2009, S. 465 ff.)
106. Melanie Döge
Fonds und Anstalt nach dem Finanzmarktstabilisierungsgesetz; (publ. in: ZBB 2009,
S. 419 ff.)
107. Matthias Döll
„Say on Pay: Ein Blick ins Ausland und auf die neue Deutsche Regelung“
108. Kenneth E. Scott
Lessons from the Crisis
109. Guido Ferrarini /
Niamh Moloney /
Maria Cristina Ungureanu
Understanding Director’s Pay in Europe: A Comparative and Empirical Analysis
110. Fabio Recine /
Pedro Gustavo Teixeira
The new financial stability architecture in the EU
111. Theodor Baums
Die Unabhängigkeit des Vergütungsberaters; (publ. in: AG 2010, S. 53 ff.)
112. Julia Redenius-Hövermann
Zur Frauenquote im Aufsichtsrat; (publ. in: ZIP 2010, S. 660 ff.)
113. Theodor Baums /
Thierry Bonneau /
André Prüm
The electronic exchange of information and respect for private life, banking secrecy and the
free internal market; (publ. in: Rev. Trimestrielle de Droit Financier 2010, N° 2, S. 81 ff.)
114. Tim Florstedt
Fristen und Termine im Recht der Hauptversammlung; (publ. in: ZIP 2010, S. 761 ff.)
115. Tim Florstedt
Zur organhaftungsrechtlichen Aufarbeitung der Finanzmarktkrise; (publ. in: AG 2010,
S. 315 ff.)

116. Philipp Paech Systemic risk, regulatory powers and insolvency law – The need for an international instrument on the private law framework for netting
117. Andreas Cahn / Stefan Simon / Rüdiger Theiselmann Forderungen gegen die Gesellschaft als Sacheinlage? – Zum Erfordernis der Forderungsbewertung beim Debt-Equity Swap
118. Theodor Baums Risiko und Risikosteuerung im Aktienrecht; (publ. in: ZGR 2011, S. 218 ff.)
119. Theodor Baums Managerhaftung und Verjährungsfrist; (publ. in: ZHR 174 [2010], S. 593 ff.)
120. Stefan Jobst Börslicher und Außerbörslicher Derivatehandel mittels zentraler Gegenpartei
121. Theodor Baums Das preußische Schuldverschreibungsgesetz von 1833; (publ. in: Bechtold/Jickeli/Rohe [Hrsg.], Recht, Ordnung und Wettbewerb. Festschrift für Möschel, 2011, S. 1097 ff.)
122. Theodor Baums *Low Balling, Creeping in* und deutsches Übernahmerecht; (publ. in: ZIP 2010, S. 2374 ff.)
123. Theodor Baums Eigenkapital: Begriff, Aufgaben, Sicherung; (publ. in: ZHR 2011, S. 160 ff.)
124. Theodor Baums Agio und sonstige Zuzahlungen im Aktienrecht; (publ. in: Festschrift für Hommelhoff, 2012, S. 61 ff.)
125. Yuji Ito Das japanische Gesellschaftsrecht - Entwicklungen und Eigentümlichkeiten
126. Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law
127. Nikolaus Bunting Das Früherkennungssystem des § 91 Abs. 2 AktG in der Prüfungspraxis – Eine kritische Betrachtung des IDW PS 340; (publ. in: ZIP 2012, S. 357 ff.)
128. Andreas Cahn Der Kontrollbegriff des WpÜG; (publ. in: Mülbert/Kiem/Wittig (Hrsg.), 10 Jahre WpÜG, ZHR-Beiheft 76 (2011), S. 77 ff.)
129. Andreas Cahn Professionalisierung des Aufsichtsrats; (publ. in: Veil [Hrsg.], Unternehmensrecht in der Reformdiskussion, 2013, S. 139 ff.)
130. Theodor Baums / Florian Drinhausen / Astrid Keinath Anfechtungsklagen und Freigabeverfahren. Eine empirische Studie; (publ. in: ZIP 2011, S. 2329 ff.)
131. Theodor Baums / Roland Schmidbleicher Neues Schuldverschreibungsrecht und Altanleihen; (publ. in: ZIP 2012, S. 204 ff.)
132. Nikolaus Bunting Rechtsgrundlage und Reichweite der Compliance in Aktiengesellschaft und Konzern; (publ. in: ZIP 2012, S. 1542 ff.)
133. Andreas Cahn Beratungsverträge mit Aufsichtsratsmitgliedern; (publ. in: Der Konzern 2012, S. 501 ff.)
134. Andreas Cahn/Henny Mächler Produktinformationen nach MiFID II – Eingriffsvoraussetzungen und Auswirkungen auf die Pflichten des Vorstands von Wertpapierdienstleistungsunternehmen; (publ. in: BKR 2013, S. 45 ff.)
135. Hannes Schneider Ist das SchVG noch zu retten?
136. Daniel Weiß Opt-in ausländischer Altanleihen ins neue Schuldverschreibungsgesetz
137. Hans-Gert Vogel Der Rechtsschutz des Schuldverschreibungsgläubigers
138. Christoph Keller / Nils Kößler Die Bedeutung des Schuldverschreibungsgesetzes für deutsche Staatsanleihen im Lichte der jüngsten Entwicklungen
139. Philipp v. Randow Das Handeln des Gemeinsamen Vertreters – Engagiert oder „zur Jagd getragen“? Rückkoppelungseffekte zwischen business judgment rule und Weisungserteilung
140. Andreas Cahn Die Mitteilungspflicht des Legitimationsaktionärs – zugleich Anmerkung zu OLG Köln AG 2012, 599; (publ. in: AG 2013, S. 459 ff.)
141. Andreas Cahn Aufsichtsrat und Business Judgment Rule; (publ. in: WM 2013, S. 1293 ff.)
142. Reto Francioni / Horst Hammen Internationales Regulierungsgefälle und Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Frankfurt am Main
143. Andreas Cahn/Patrick Kenadjian Contingent Convertible Securities from Theory to CRD IV (publ. in: Busch/Ferrarini (Hrsg.), The European Banking Union, Oxford University Press, 2015, S. 217 ff.)
144. Andreas Cahn Business Judgment Rule und Rechtsfragen (publ. in: Der Konzern 2015, 105 ff.)
145. Theodor Baums Kündigung von Unternehmensanleihen

146. Andreas Cahn Capital Maintenance in German Company Law (publ. in: Fleischer/Kanda/Kim/Mülbert (Hrsg.), German and Asian Perspectives on Company Law, Mohr Siebeck, 2016, S. 159 ff.)
147. Katja Langenbacher Do We Need A Law of Corporate Groups?
148. Theodor Baums The Organ Doctrine. Origins, development and actual meaning in German Company Law (publ. in: Prüm (ed.), Cent ans de droit luxembourgeois des sociétés, Brüssel 2016, S. 289 ff.)
149. Theodor Baums Unabhängige Aufsichtsratsmitglieder (publ. in: ZHR 183 (2019), 605-616)
150. Andreas Cahn Rechtsverlust der Tochter bei Mitteilungspflichtverletzung durch die Mutter (publ. in: Der Konzern 2017, S. 217 ff.)
151. Melanie Döge The Financial Obligations of the Shareholder; (publ. in: Birkmose [ed.], Shareholders' Duties, 2017, p. 283 ff.)
152. Felix Hufeld Regulation – a Science of its Own
153. Alexander Georgieff/
Stephanie Latsky “Merger of Equals” Transactions – An Analysis of Relevant Considerations and Deal Trends
154. Julia Redenius-Hövermann/
Hendrik Schmidt Zur Unabhängigkeit von Aufsichtsratsmitgliedern - Überlegungen zur Einordnung und Definition des Unabhängigkeitsbegriffs
155. Alexander Georgieff/Frank
Bretag Key drivers of global mergers & acquisitions since the financial crisis
156. Andreas Cahn Die sog. gespaltene Auslegung im Kapitalmarktrecht (publ. in: Klöhn/Mock (Hrsg.) Festschrift 25 Jahre WpHG, 2019, S. 37 ff.)
157. Alexander Georgieff Shareholder Considerations in Public Mergers and Acquisitions in the Context of Increased Ownership Concentration and Institutional Investor Stewardship
158. Andreas Cahn Sekundäre Schadensersatzpflichten des Aufsichtsrats wegen unterlassener Anspruchsdurchsetzung – Nachlese zur Easy Software-Entscheidung des BGH (publ. in: ZHR 184 (2020), S. 297 ff.)
159. Theodor Baums Institutionelle Investoren im Aktienrecht (publ. in: ZHR 183, 2019, 605 – 616)
160. Theodor Baums Bestellung eines Unternehmensmonitors im Ordnungswidrigkeitenverfahren (publ. in: Bachmann u.a. (Hrsg.), Festschrift für C. Windbichler, 2020, S.521 – 533)
161. Theodor Baums/Julia von
Buttlar Der Monitor im Unternehmensrecht (publ. in: ZHR 184, 2020, 259 – 296)
162. Theodor Baums Das Recht zum ersten Angebot (publ. in: Dauner-Lieb u.a. (Hrsg.), Festschrift für Grunewald, 2021, S. 55 – 78)
163. Patrick Kenadjian Non-executive directors of European Union financial institutions: a precious resource that should be put to better use
164. Katharina
Muscheler/Christopher
Hunt Recent legal developments in the area of crypto-assets and a digital euro
165. Theodor Baums Bankeinlagen und „Negativzins“ im Privatrecht
166. Andreas Cahn Die Reichweite des Verbots insolvenzverursachender Zahlungen an Gesellschafter nach § 15b Abs. 5 InsO (publ. in: Der Konzern 2022, S. 45 ff.)
167. Andreas Cahn Das Zahlungsverbot nach Insolvenzzreife und seine Grenzen (publ. in: Der Konzern 2022, S. 221 ff.)
168. Mathias Hanten/Moritz
Maier Back-Branching – The role of branches in the United Kingdom in accessing the EEA market
169. Theodor Baums Klimaschutzverträge. Differenzverträge als Instrumente staatlicher Investitionslenkung
170. Horst Hammen Reform des Rechts der Mehrstimmrechtsaktien



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

Goethe-Universität Frankfurt am Main

A large, light blue graphic of the letters 'ILF' is centered on the page. The letters are set against a background of a complex, overlapping grid of curved lines that create a sense of depth and movement. The lines are arranged in a way that they appear to be part of a larger, three-dimensional structure.
