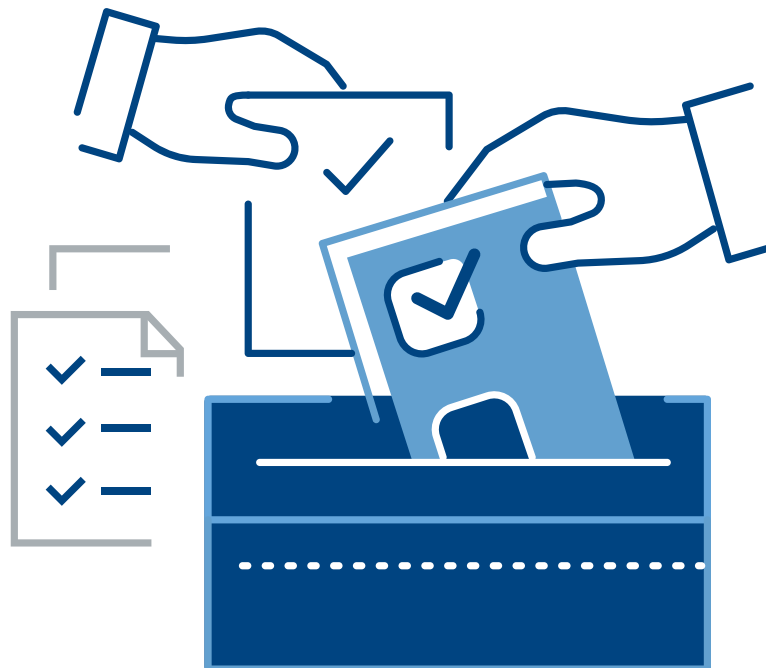




Prof. Dr. Dirk Schiereck | Bruno Fiesenig, M. Sc.

## Die Einführung von Mehrstimmrechtsaktien und ihr Einfluss auf die Zahl der Börsengänge

DIRK-Forschungsreihe, Band 32



Mehr Wert im Kapitalmarkt

**Bearbeitet von:**

Prof. Dr. Dirk Schiereck

Bruno Fiesenig, M. Sc.

**Impressum**

© 2024, DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V.

Reuterweg 81, 60323 Frankfurt am Main

Telefon +49 (0) 69. 9590 9490

Telefax +49 (0) 69. 9590 94999

Webseite [www.dirk.org](http://www.dirk.org)

Gestaltung und Satz:

METAFEX, Kevin Höbig, Markranstädt

Alle Rechte, einschließlich der Übersetzung in Fremdsprachen, vorbehalten. Kein Teil des Werkes darf in irgendeiner Form (Druck, Fotokopie, Mikrofilm, CD, Internet oder einem anderen Verfahren) ohne schriftliche Genehmigung des Herausgebers reproduziert oder unter Verwendung elektronischer Systeme verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden.

ISBN: 978-3-949851-03-2

1. Auflage Dezember 2024

**Disclaimer****Wichtiger Hinweis/Haftungsausschluss:**

Diese Veröffentlichung erfolgt ausschließlich zu dem Zweck, bestimmte Themen anzusprechen und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Die Komplexität und der ständige Wandel der Rechtsmaterie machen es notwendig, die Haftung und Gewähr für den Inhalt dieser Veröffentlichung und ihre Nutzung auszuschließen.

Diese Veröffentlichung stellt keine Rechtsberatung dar.

Sie kann eine ggf. erforderliche konkrete und verbindliche rechtliche Beratung unter Einbeziehung der im Einzelnen bestehenden rechtlichen und tatsächlichen Gegebenheiten auch nicht ersetzen. Weder der DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V. noch die Autoren übernehmen daher die Verantwortung für Nachteile und/oder Schäden, die auf der Verwendung dieser Veröffentlichung beruhen.



## Über die DIRK-Forschungsreihe

Die DIRK-Forschungsreihe stellt eine erfolgreiche Kooperation zwischen der Wissenschaft und dem DIRK – Deutscher Investor Relations Verband dar. Mittlerweile umfasst sie zahlreiche wissenschaftliche Studien, darunter herausragende Dissertationen und Masterarbeiten zu qualitativen und quantitativen IR-Themen und nimmt einen festen Platz in universitären Lehrinrichtungen ein. Aktuelle Forschungsthemen werden im Rahmen der Reihe veröffentlicht.

Bisher erschienen:

- Band 1: Krisenkommunikation
- Band 2: Corporate Governance Kodex
- Band 3: Behavioural Finance
- Band 4: Die Aktie als Marke
- Band 5: WpHG-Praxis für Investor Relations
- Band 6: Investor Relations-Qualität: Determinanten und Wirkungen
- Band 7: Bondholder Relations
- Band 8: IR-Maßnahmen aus Sicht von Finanzanalysten
- Band 9: Die IR-Arbeit in deutschen Unternehmen
- Band 10: EU-einheitliche Umsetzungspraxis
- Band 11: Investor Relations-Management
- Band 12: Investor Marketing
- Band 13: Changes in Corporate Governance and Corporate Valuation
- Band 14: Communication success factors in Investor Relations
- Band 15: Der Entry Standard–Erfolgsstory oder Abenteuerspielplatz für den Börsennachwuchs?
- Band 16: Die Zusammenarbeit von Juristen & Kommunikation in erfolgskritischen Situationen
- Band 17: Investor Relations und Social Media
- Band 18: Investor Relations-Herausforderungen für mittelständische B2B-Unternehmen
- Band 19: Karrierepfade der Investor Relations
- Band 20: Die neue Rolle des Aufsichtsrates in der Kapitalmarktkommunikation
- Band 21: Workforce diversity and personal policies:  
Capital market perception and shareholder wealth effects
- Band 22: Innovative Kommunikationstechnologien für Investor Relations-Aktivitäten –  
Eine umfassende Bestandsaufnahme
- Band 23: Digital Leadership in Investor Relations
- Band 24: Investoren und Aufsichtsrat im Dialog
- Band 25: Nachhaltigkeit in der Kapitalmarktkommunikation
- Band 26: Litigation IR – Kapitalmarktkommunikation in Rechtsstreitigkeiten als  
strategische Managementaufgabe
- Band 27: Rollen im Berufsfeld der Investor Relations
- Band 28: Influence of the growing ETF industry on active investor relations work
- Band 29: Kapitalmarktkommunikation für die neue „Generation Aktie“
- Band 30: Finfluencer Relations – Anforderungen an Kooperationen zwischen Finfluencern und  
börsennotierten Unternehmen
- Band 31: Ausrichtung der Investor Relations deutscher Aktiengesellschaften auf die Generation Z

## Über den DIRK

Der DIRK – Deutscher Investor Relations Verband ist der größte europäische Fachverband für die Verbindung von Unternehmen und Kapitalmärkten. Wir geben Investor Relations (IR) eine Stimme und repräsentieren rund 90 % des börsennotierten Kapitals in Deutschland. Als unabhängiger Kompetenzträger optimieren wir den Dialog zwischen Emittenten, Kapitalgebern sowie den relevanten Intermediären und setzen hierfür professionelle Qualitätsstandards.

Unsere Mitglieder erhalten von uns fachliche Unterstützung und praxisnahes Wissen sowie Zugang zu Netzwerken und IR-Professionals aus aller Welt. Zugleich fördern wir den Berufsstand der Investor Relations und bieten umfangreiche Aus- und Weiterbildungsmöglichkeiten in enger Zusammenarbeit mit Wissenschaft und Forschung.

## Der DIRK im Film

- ▶ DIRK im Film - Wir gestalten die Zukunft für Investor Relations
- ▶ Die DIRK-Konferenz - DAS Branchentreffen für Investor Relations in Deutschland
- ▶ CIRO – Certified Investor Relations Officer - Der Karriere-Boost für Investor Relations

## Wir informieren Sie auch auf

 DIRK – Deutscher Investor Relations Verband

 YouTube DIRK e.V.

## Kontakt

DIRK – Deutscher Investor  
Relations Verband e.V.  
Reuterweg 81, 60323 Frankfurt am Main  
T +49 (0) 69. 9590 9490  
F +49 (0) 69. 9590 94999  
info@dirk.org | [www.dirk.org](http://www.dirk.org)

## Vorwort des DIRK-Präsidenten

In politisch turbulenten Zeiten, die von den Kapitalmärkten einen besonders besonnenen Umgang mit außergewöhnlichen Risiken fordern, halten sich Börsenkandidaten mit Neunotierungen noch stärker zurück, als dies bislang ohnehin schon der Fall war. Zudem treiben die unsicheren Perspektiven immer mehr gelistete Unternehmen in das scheinbar planbarere Umfeld neuer Eigentümerstrukturen jenseits der Börse. So waren in den letzten Jahren zahlreiche Notierungseinstellungen in Frankfurt zu verzeichnen, und Unternehmen angefangen bei A wie Aarealbank, bis Z wie Zapf Creation – um nur zwei in der ganzen Breite der alphabetischen Spanne zu nennen – sind vom Kurszettel verschwunden. Die Zahl börsennotierter Unternehmen wird am Finanzplatz Deutschland insgesamt seit Jahren zusehends kleiner und erschwert der Investor Relations ihre Arbeit. Denn nicht nur der Kurszettel schrumpft, auch die Financial Community rund um die öffentlich notierten deutschen Unternehmen dünnt insgesamt sichtbar aus.

Für eine nachhaltige Trendwende waren Impulse von außen notwendig, und sie wurden mit dem Referentenentwurf zum ersten Gesetz zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsförderungsgesetz) und dem EU Listing Act von der Politik auch erbracht. Damals erläuterte das Bundesministerium der Finanzen, durch die Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien die geringe Zahl von Börsengängen am deutschen Finanzplatz zu steigern und damit den deutschen Kapitalmarkt zu stärken.

Nun ist es zwar viel zu früh, um den Erfolg dieses Impulses bereits abschließend zu bewerten, aber die Erwartungen der wichtigsten Gruppen von Kapitalmarktteilnehmern können den Finanzplatzverantwortlichen schon eine erste Indikation für die Nutzung von Mehrstimmrechten bieten. Dirk Schiereck und Bruno Fiesenig von der Technischen Universität Darmstadt präsentieren hier die erste Studie zu den aktuellen Einschätzungen unter Emittenten und Investoren und zeichnen dabei ein recht gemischtes Stimmungsbild. Ein Befund, der besonders augenfällig erscheint, ist die in großer Einigkeit herausgestellte Erkenntnis, dass die Unternehmen, die zuerst mit Mehrstimmrechtsstrukturen an die Börse kommen, in ihrer Investor Relations vor besondere kommunikative Herausforderungen gestellt sein werden.

Auch alle weiteren Befunde dieser Studie versprechen eine spannende Lektüre mit zahlreichen neuen Einsichten in Kapitalmärkte und Investor Relations. Ich wünsche allen Leserinnen und Lesern ein anregendes Lesevergnügen.

Frankfurt, Dezember 2024

**Thomas Denny**  
Präsident

DIRK – Deutscher Investor Relations Verband

## Vorwort des Autors

Die vorliegende Studie ist das Ergebnis einer ungewöhnlich langen Projektbearbeitung, die sich über fast ein ganzes Jahr erstreckt hat. Die Erstellung wurde begleitet von mehreren wissenschaftlichen Forschungsarbeiten, die inzwischen ihren Niederschlag in sehr renommierten Zeitschriftenveröffentlichungen gefunden haben und auf die in der Studie immer wieder Bezug genommen wird. Allein schon die lange Bearbeitungsdauer deutet darauf hin, dass die hier eingeflossenen Auswertungen sehr umfangreich ausgefallen sind. Hinzu kam aber noch, dass sich während der Bearbeitung zeigte, dass dem zunächst sehr eng gesetzten Thema eine fast schon existentielle, grundlegende Entwicklung an nahezu allen bedeutenden, börslich organisierten Eigenkapitalmärkten zugrunde liegt, die mit zahlreichen Detailfakten zu einem kritischen Gesamtbild zusammengeführt wurde, um die Bedeutung der Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien fundiert einordnen zu können.

Dadurch umfasst die Studie zwei große zentrale Bausteine, eine breite institutionelle Einordnung mit einem internationalen Vergleich zum aktuell gegebenen Einsatz von Mehrstimmrechtsaktien sowie eine empirische Erhebung zur Erfassung der Emittentenbewertung in Deutschland mit Blick auf die Wiedereinführung. Ergänzend findet sich dazu eine Validierung durch zusätzliche Expertenbefragungen mit institutionellen Investoren, die den Blick um eine Sicht potentieller Kapitalgeber erweitern. Wesentliche Einsichten wurden auf der DIRK-Mitgliederversammlung im Herbst 2024 präsentiert. Da wir uns entschlossen haben, auch nach

Erstellung dieser Studie die Expertenbefragungen fortzusetzen und somit die Erkenntnisbasis weiter zu verbreitern, werden die in weiteren Formaten erläuterten Zahlen von den hier präsentierten in Nuancen abweichen.

Darmstadt, Dezember 2024

[Prof. Dr. Dirk Schiereck](#)

Technische Universität Darmstadt

## Executive Summary

Die vorliegende Studie untersucht in zwei großen Analysepaketen die Potentiale aus der Wiedereinführung von **Mehrstimmrechtsaktien** in Deutschland im Rahmen des **Zukunftsfinanzierungsgesetzes**.

Das erste Analysepaket widmet sich im Rahmen einer **institutionellen und theoretischen Einordnung** den Ausgestaltungsmöglichkeiten von Mehrstimmrechtsaktien. So gilt es zum einen aufzuzeigen, in welchen Ländern in welchen Ausgestaltungsformen die Emission von Mehrstimmrechtsaktien gestattet ist. Zum anderen sind hier die konkreten rechtlichen Details für diese Wertpapiere in Deutschland einzuordnen, wo u.a. eine Zustimmungsquote von 100 Prozent für die Begebung von Mehrstimmrechtsaktien gefordert ist, was die **Nutzung** des Instruments **faktisch auf noch nicht börsennotierte Unternehmen beschränkt**. Diese Einordnung wäre aber unvollständig, wenn sie nicht auf den letztendlichen Grund für die Wiedereinführung dediziert eingehen würde, die seit langen Jahren schwindenden Notierungszahlen an allen großen westlichen Börsenplätzen.

Die Wiedereinführung der Mehrstimmrechtsaktien erfolgt in einer Zeit, in der der Finanzplatz Deutschland auf einen langen steilen **Abwärtstrend bei den Notierungszahlen** zurückblickt. Das soll sich nun ändern, insbesondere durch die Steigerung der Börsenneueinführungen. Allerdings hat sich das Wettbewerbsumfeld für alle großen westlichen Börsenplätze extrem verschärft, und der alternative Gang ins Ausland ist beim Börsengang nicht erst seit BionTech und Birkenstock eine inzwischen etablierte Überlegung. Vor diesem Hintergrund wird erläutert, wie kritisch die Notierungsdynamik am deutschen Kapitalmarkt inzwischen erscheint und wie dringend notwendig ein Erfolg der neuen Flexibilität bei der Emission verschiedener Aktienarten ist.

Das zweite Analysepaket widmet sich im Rahmen einer breiten Marktbefragung den Einschätzungen und Erwartungen wichtiger Gruppen von Finanzplatzinstitutionen, wie potentiellen Emittenten, institutionellen Investoren, Börsenplatzbetreibern, Finanzierungsberatern und der fachspezifischen Wirtschaftspresse. Dabei zeigt sich bei aller **Heterogenität zwischen verschiedenen Einzelmeinungen eine ganz überwiegend positive Bewertung** im Sinne einer erfreulichen Ausweitung der Emissionsgestaltungsmöglichkeiten im Sinne einer Angleichung an international übliche Gestaltungsoptionen. Einen **Gamechanger** zur Behebung der extremen Notierungsschwäche bei den Börsenneuzulassungen in Deutschland stellen die Mehrstimmrechtsaktien aber definitiv nicht dar. Der kritischen niedrigen Zahl börsennotierter Gesellschaften im Regulierten Markt wird durch die Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien nicht spürbar entgegengesteuert.

In der Zusammenfassung aller vorgenommenen Analysen zeichnet sich ein klares Auseinandergehen zwischen theoretischen Erwartungen und praktischen Hoffnungen ab, die den Mitgliedern des DIRK signalisiert, dass das Thema weiterverfolgt werden sollte und eine Überprüfung der vorliegenden Befunde in einigen Jahren sinnvoll erscheint.





## Inhaltsverzeichnis

1.	Einleitung	14
2.	Institutionelle Einordnung	17
2.1	Optionen zur Stimmrechtsausgestaltung bei Aktien	17
2.2	Nationale Erfahrungen mit Mehrstimmrechtsaktien	18
2.3	Internationale Verbreitung von Mehrstimmrechtsaktien	19
3.	Der globale Wettbewerb unter den großen Börsenplätzen	23
3.1.	Was zuletzt geschah	23
3.2.	Die besondere Notierungsschwäche in Deutschland	24
3.3.	Konsequenzen eines siechenden Ökosystems	25
3.3.1	Wertpapierbörsen als digitale Ökosysteme	25
3.3.2	Status des deutschen digitalen Börsenökosystems	26
4.	Mehrstimmrechtsaktien als Treiber von Börsenneuotierungen?	28
4.1.	Theoretische Einsichten und Kapitalmarktevidenz	28
4.1.1	Das Für und Wider zur Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien	28
4.1.2	Zwischenfazit	30
4.2	Experteneinschätzungen zur Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien	30
4.2.1	Ergebnisse der Umfrage für die Gesamtstichprobe	31
4.2.2	Ergebnisse nach Stakeholder-Gruppen	41
5.	Schlussfolgerungen	51
6.	Literaturverweise	55

## Abbildungsverzeichnis

Abb. D-1:	Formen der Verteilung von Stimmrechten für Stammaktien (vgl. EU-Richtlinie 2022/0406(COD)).	17
Abb. D-2	Anteil Unternehmen mit Mehrstimmrechtsaktien bei US-Börsengängen (vgl. Ritter, 2022)	22
Abb. D-3:	Anteil Unternehmen mit Mehrstimmrechtsaktien bei US-Börsengängen (vgl. Ritter, 2022)	31
Abb. D-4:	Profitabilitätserwartung durch Emission von Mehrstimmrechtsaktien.	32
Abb. D-5:	Bedeutung der erhöhten Anzahl an Stimmrechte für eine Aktie.	33
Abb. D-6:	Vorteilhaftigkeit von Mehrstimmrechtsaktien für einzelne Investoren.	33
Abb. D-7:	Präferenz zwischen Agenturkosten und Management-Flexibilität.	34
Abb. D-8:	Bedeutung von Mehrstimmrechtsaktien für Einfluss der Eigentümer.	35
Abb. D-9:	Erwartete Marktakzeptanz einer Erhöhung von Eigentümerinfluss.	35
Abb. D-10:	Interaktionsintensität zwischen Investoren und Mehrstimmrechtseigentümern.	36
Abb. D-11:	Präferenz von Fondsmanagern gegenüber Investments in Unternehmen mit oder ohne Mehrstimmrechtsaktien.	36
Abb. D-12:	Bewertung der Einführung von Treueaktien.	37
Abb. D-13:	Wahrnehmung von Treueaktien als Instrument der Unternehmenskontrolle.	38
Abb. D-14:	Beurteilung der Anwendung von Höchststimmrechten.	39
Abb. D-15:	Einfluss von Höchststimmrechte auf Governance des Unternehmens.	39
Abb. D-16:	Beurteilung von Auslaufklauseln.	40
Abb. D-17:	Einfluss von Auslaufklauseln auf Eigentümerinfluss.	40
Abb. D-18:	Akzeptanz der Einführung von Mehrstimmrechtsaktien bei einzelnen Stakeholdergruppen.	41
Abb. D-19:	Profitabilitätserwartung durch Emission von Mehrstimmrechtsaktien bei einzelnen Stakeholdergruppen.	41
Abb. D-20:	Bedeutung der erhöhten Anzahl an Stimmrechte für eine Aktie bei einzelnen Stakeholdergruppen.	42
Abb. D-21:	Vorteilhaftigkeit von Mehrstimmrechtsaktien für einzelne Investoren bei einzelnen Stakeholdergruppen.	43

Abb. D-22:	Präferenz zwischen Agenturkosten und Management-Flexibilität bei einzelnen Stakeholdergruppen. _____	44
Abb. D-23:	Bedeutung von Mehrstimmrechtsaktien für die Position und den Einfluss der Eigentümer bei einzelnen Stakeholdergruppen. _____	45
Abb. D-24:	Auswirkung der Erhöhung von Eigentümereinfluss auf die Marktakzeptanz bei einzelnen Stakeholdergruppen. _____	45
Abb. D-25:	Interaktionsintensität zwischen Investoren und Mehrstimmrechtseigentümern bei einzelnen Stakeholdergruppen. _____	46
Abb. D-26:	Präferenz von Fondsmanagern gegenüber Investments in Unternehmen mit oder ohne Mehrstimmrechtsaktien bei einzelnen Stakeholdergruppen. _____	46
Abb. D-27:	Bewertung der Einführung von Treueaktien bei einzelnen Stakeholdergruppen. _____	47
Abb. D-28:	Wahrnehmung von Treueaktien als Mittel zur Sicherung von Unternehmenskontrolle bei einzelnen Stakeholdergruppen. _____	48
Abb. D 29:	Beurteilung der Anwendung von Höchststimmrechten bei einzelnen Stakeholdergruppen. _____	48
Abb. D 30:	Einfluss von von Höchststimmrechte auf Governance des Unternehmens bei einzelnen Stakeholdergruppen. _____	49
Abb. D 31:	Beurteilung von Auslaufklauseln bei einzelnen Stakeholdergruppen _____	49
Abb. D 32:	Einfluss von Auslaufklauseln auf Eigentümereinfluss bei einzelnen Stakeholdergruppen. _____	50

## Tabellenverzeichnis

Tabelle B-1: Aktienklassen in Europa (OECD Corporate Governance Factbook 2023) \_\_\_\_\_ 20

Tabelle B-2: Aktienklassen außerhalb Europas (OECD Corporate Governance Factbook \_\_\_\_\_ 21

## 1. Einleitung

„Denk ich an Deutschland in der Nacht, dann bin ich um den Schlaf gebracht, ich kann nicht mehr die Augen schließen, und meine heißen Tränen fließen.“ Die berühmten **Nachtgedanken Heinrich Heines** werden dieser Tage 180 Jahre alt und beschreiben so erschreckend passend die allgemeine deutsche Gemütslage im Frühherbst 2024. Die Herausforderungen, die sich u.a. aus strukturellen Problemen der Wirtschaft, einer überalterten und zum Teil maroden Infrastruktur, demographischen Unwuchten und der Notwendigkeit einer digitalen und nachhaltigen Transformation abzeichnen, erscheinen gewaltig, und das Vertrauen in die Politik, diese Herausforderungen zu meistern, ist nicht überall sehr groß.

Das mag auch daran liegen, dass vielfach mit den umgesetzten bundespolitischen Gesetzesvorhaben die erreichten Verbesserungen eher inkrementellen Natur sind und zumindest auf den ersten Blick wenig geeignet erscheinen, bahnbrechende Veränderungen anzustoßen. Das gilt auch für das so positiv titulierte **Zukunftsfinanzierungsgesetz I**. Mit dem Referentenentwurf zu diesem ersten Gesetz zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz – ZuFinG) erklärte das Bundesministerium der Finanzen damals, zunächst einmal bessere Finanzierungsbedingungen für Start-Ups und KMUs schaffen zu wollen, aber auch – durch die Wiedereinführung von **Mehrstimmrechtsaktien** – die seit langem nur geringe Zahl von Börsengängen am deutschen Finanzplatz zu steigern und damit den **deutschen Kapitalmarkt zu stärken**. Eine Bewertung der künftig wieder erlaubten Emission von Mehrstimmrechtsaktien sollte daher nicht ohne eine intensive Diskussion der damit verfolgten Intention – die Stärkung des Kapitalmarktes – erfolgen.

Und in der Tat, beim Blick auf den Finanzplatz Deutschland ist man sehr schnell wieder bei Heines Nachtgedanken und erkennt kritische Tendenzen bei einer der bedeutendsten Institutionen der deutschen Wirtschaft. So bietet der Finanzplatz

nicht nur zahlreichen hoch qualifizierten Expertinnen und Experten – auch jenseits der Investor Relations – gut bezahlte Arbeitsplätze, sondern soll auch maßgeblich die digitale und nachhaltige Transformation der deutschen Volkswirtschaft durch die Bereitstellung von Kapital unterstützen, was letztlich seine Erwähnung im Zukunftsfinanzierungsgesetz erklärt. Nur hat die Attraktivität und Leistungsstärke dieses Finanzplatzes in den letzten Jahrzehnten stark gelitten und nähert sich kritischen (in der Biologie so bezeichneten) Kippunkten, wie die weiteren Ausführungen zeigen werden.

Dieser Aspekt lässt sich leicht veranschaulichen. Auch die Sorge um Artenvielfalt und **Biodiversität** im Tier- und Pflanzenreich treibt inzwischen die Kapitalmärkte und wird im Rahmen der Corporate Social Responsibility bei börsennotierten Unternehmen kritisch hinterfragt (Frank/Sudarshan, 2024). Bspw. leben gerade noch knapp 2.500 bengalische Tiger auf dem indischen Subkontinent, womit diese Art als **stark gefährdet** gilt. Im Ökosystem des deutschen Kapitalmarktes arbeiten kaum 300 hauptamtlich tätige Leiter Investor Relations börsennotierter Unternehmen mit insgesamt wohl eher weniger als 2.500 mitarbeitenden IR-Beschäftigten, und ihre Zahl nimmt schnell ab. Unternehmen wie Aareal Bank, CropEnergies, Encavis, Stemmer Imaging oder Zapf Creation sind nur einige aktuelle Beispiele deutscher Unternehmen, die ihre Börsennotierung zuletzt eingestellt haben oder gegenwärtig dabei sind, dieses umzusetzen. Sterben die IR-Verantwortlichen börsennotierter Unternehmen mit immer weniger Notierungen an den deutschen Wertpapierbörsen aus oder bringt das Zukunftsfinanzierungsgesetz die Rettung? Eine belastbare Antwort auf diese Frage zu finden, fällt gar nicht leicht, und die stetig sinkenden Notierungszahlen sind keinesfalls ein rein deutsches Problem, wie die weiteren Ausführungen zeigen.

Die vorliegende Studie analysiert den Vorstoß zur Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien

vor dem Hintergrund des global zunehmenden Wettbewerbs unter den großen Finanzplätzen und der international stark zurückgehenden Zahl an börsennotierten Unternehmen, wobei sichtbar wird, dass diese integrierte Sichtweise unbedingt erforderlich ist, um eine belastbare Einordnung bieten zu können. Literaturbasiert liefert die Studie dazu eine Vielzahl an Erkenntnissen aus empirischen Auswertungen und Vergleichsfällen, um eine umfassende, faktenbasierte und unemotionalisierte Auseinandersetzung mit dieser Thematik zu garantieren. Die Argumentationslinien bei den Fragen nach der Vorteilhaftigkeit von Mehrstimmrechtsaktien für Emittenten in Deutschland werden vorrangig mit **zwei Stoßrichtungen** verfolgt. Zum einen stellt sich die Frage, was grundsätzlich die **Kernidee von Mehrstimmrechtsaktien** ist und inwieweit die vorgesehene Ausgestaltung diese Kernidee angemessen erfüllt. Zum anderen ist zu klären, wer von der Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien profitiert, wer möglicherweise aus einer solchen Entscheidung **Nachteile** zu befürchten hat und welche Effekte für die Zahl von IPOs in Deutschland zu erwarten sind. Die Ausführungen lassen sich dabei in zwei Blöcke einteilen.

Im ersten Block werden die **Funktionen und Ausgestaltungsmöglichkeiten von Mehrstimmrechtsanteilen** allgemein erläutert. Dabei wird deutlich, dass zum einen deutsche Unternehmen schon heute rechtliche Ausgestaltungen nutzen können, um von den Eigentumsanteilen abweichende Stimmrechtsstrukturen zu etablieren. Zum anderen werden etablierte deutsche Aktiengesellschaften, die bereits börsennotiert sind, von den wieder erlaubten Mehrstimmrechtsaktien keinen Gebrauch machen können, weil dazu alle Eigentümer explizit zustimmen müssen, was nur bei konzentrierten Eigentümerstrukturen vor dem Börsengang umsetzbar erscheint. Angesichts dieser eher **restriktiven Nutzungsmöglichkeiten** stellt sich umso mehr die Frage, warum die Bundesregierung die Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien vornimmt und welche Erwartungen damit verbunden sind.

Da die Wiedereinführung der Mehrstimmrechtsaktien ganz offensichtlich für eine deutliche Zunahme von Initial Public Offerings führen soll, ist aufzuzeigen, warum dies einerseits auch dringend notwendig erscheint, um den deutschen Kapitalmarkt zu stärken, andererseits aber leider auch ein überaus schwieriges Unterfangen ist. Denn die **Entwicklung der Notierungszahlen** ist an allen westlichen Börsen rückläufig, der **globale Börsenwettbewerb** daher sehr hoch, und die absehbare Wirkung der zusätzlichen Ausgestaltungsoptionen bei Eigentum und Stimmrecht bleibt sehr überschaubar. Für den deutschen Kapitalmarkt erscheint allerdings die **IPO-Schwäche** besonders bedrohlich, und der Erfolgsdruck auf Politik und Finanzmarktinstitutionen ist extrem hoch.

Da sich die **Vorteilhaftigkeitsbewertung** zum Einsatz von Mehrstimmrechtsaktien eines Unternehmens **vor dem Börsengang** sehr stark von der einer dann **langfristig börsennotierten Gesellschaft** unterscheiden kann, werden literaturbasiert einige Governance-Aspekte erläutert, auf die sich Investor Relations-Verantwortliche einstellen müssen, wenn sie für ein Unternehmen tätig sind, das diese Aktienstruktur zukünftig etabliert. Mit diesen Ausführungen endet die Einordnung der Thematik in den Stand der empirischen Kapitalmarktforschung.

Jenseits einer breiten thematischen Verankerung stellt sich natürlich aber auch sehr konkret die Frage, ob denn die Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien überhaupt als Teil einer erfolgversprechenden Weiterentwicklung des Kapitalmarktes gesehen werden. Vor diesem Hintergrund wird im zweiten Block analysiert, wie wesentliche Gruppen von relevanten Entscheidungsträgern am deutschen Kapitalmarkt die Vor- und Nachteile von Mehrstimmrechtsaktien bewerten. Im Rahmen einer breit angelegten Befragung von potentiellen Börsenkandidaten und Finanzinvestoren, die den Börsengang als Exit nutzen können, von institutionellen Investoren sowie von Börsenplatzbetreibern, Finanzierungsberatern und Experten

aus der Wirtschaftspresse wird ein repräsentatives Stimmungsbild mit zahlreichen Detailfacetten vorgestellt, das durchaus überraschende Ergebnisse zeigt. Entgegen der eher kritischen Einordnung, die in der empirischen Kapitalmarktforschung zum Ausdruck kommt, schätzt die große **Mehrheit der Befragten die Neuerung recht positiv** ein. Allerdings bleiben die Erwartungen bezüglich der Auswirkungen der Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien auf die Stärkung des deutschen Kapitalmarktes sehr überschaubar.

Am Ende der Auswertungsblöcke werden die einzelnen Erkenntnisbausteine nochmals zusammengetragen, um daraus eine Empfehlung für den DIRK abzuleiten, inwieweit eine Nutzung von Mehrstimmrechtsaktien künftigen Mitgliedern des DIRK zu empfehlen ist. Dabei wird dann berücksichtigt, dass die grundsätzliche Entscheidung zur Wiedereinführung der Möglichkeit zur Emission von Mehrstimmrechtsaktien längst gefallen ist.



## 2. Institutionelle Einordnung

Mehrstimmrechtsaktien sind lediglich ein Instrument, mit dem eine Trennung von Eigentumsanteilen und Stimmrechten im Unternehmen ermöglicht wird. Darüber hinaus gibt es weitere Möglichkeiten, eine kontrollierende Minderheitsstruktur auch mit Einheitsaktien durchzusetzen, die auch in Deutschland rege Anwendung gefunden haben. Beispiele dafür sind Pyramidenstrukturen sowie Überkreuzbeteiligungen (Bebchuk et al., 2000).

1. Für **Pyramidenstrukturen** wird ein Minderheitsgesellschafter so eingesetzt, dass er eine Mehrheitsbeteiligung an einer Holdinggesellschaft besitzt, die wiederum eine Mehrheitsbeteiligung an dem operativen Geschäft hält. Diese Struktur ermöglicht es dem Aktionär, eine reduzierte Anzahl von Stammaktien zu halten, ohne dabei auf die Ausübung einer Stimmrechtsmehrheit innerhalb der Gesellschaft zu verzichten.
2. Eine **Überkreuzbeteiligung** beschreibt die gegenseitige Beteiligung von mehreren Unternehmen untereinander. Im Gegensatz zu Pyramidenstrukturen aggregieren sich die Stimmrechte der Unternehmen innerhalb der gesamten Gruppe, anstatt sie auf individuelle Aktionäre zu verteilen. Solche Überkreuzbeteiligung sind heute insbesondere im asiatischen Raum verbreitet (vgl. Claessens et al., 2000), werden aber gegenwärtig auch im Umfeld der in Schieflage geratenen Baywa AG intensiv diskutiert.

In der Vergangenheit zu Zeiten der ‚Deutschland AG‘ haben sowohl Überkreuzbeteiligungen als auch Pyramidenstrukturen auch eine erhebliche Relevanz am deutschen Kapitalmarkt gehabt (La Porta et al., 1999; Faccio/Lang, 2002). Es gibt also durchaus eine Tradition von ungleicher Verteilung von Stimmrechtseinfluss und Anteilseigentum in Deutschland, in dem zudem etwa 40 Prozent der börsennotierten Unternehmen im Familienbesitz sind bzw. unter erheblichem Einfluss von Familienmitgliedern stehen (Achleitner et al., 2019)

Auch Aktiengattungen mit unterschiedlicher Stimmrechtsausstattung sind lange bekannt.

### 2.1 Optionen zur Stimmrechtsausgestaltung bei Aktien

Wie auch Fiesenig et al. (2024) zeigen, ist die etablierteste Sonderform zur Differenzierung der Entscheidungsrechte in Deutschland die Vorzugsaktie, die in § 139 Absatz 1 AktG definiert ist. Danach kann das Stimmrecht bei Vorzugsaktien ausgeschlossen werden, wenn sie einen Vorzug bei der Gewinnausschüttung des Unternehmens besitzen. Nach § 139 Absatz 2 AktG ist die Emission von Vorzugsaktien ohne Stimmrechte auf maximal die Hälfte des Grundkapitals beschränkt, aber sie erlauben so trotzdem sehr weitreichend, die Verteilung der Stimmrechte unproportional zu der Kapitalverteilung zu gestalten.

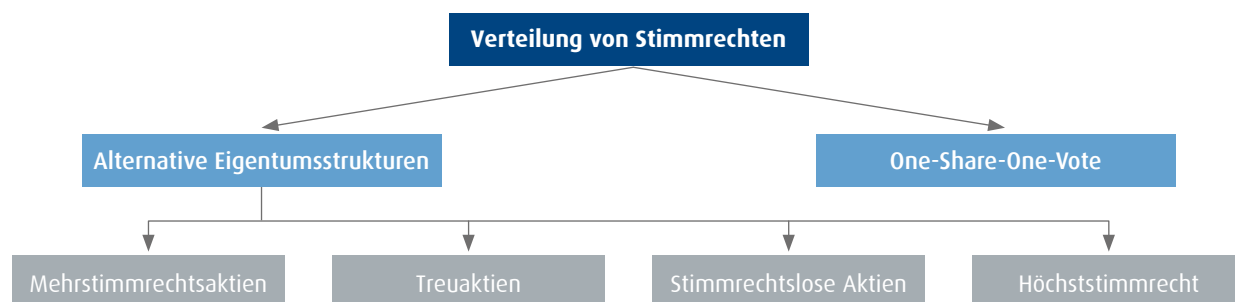


Abbildung D-1: Formen der Verteilung von Stimmrechten für Stammaktien (vgl. EU-Richtlinie 2022/0406(COD)).

Bei ausschließlicher Betrachtung von Stammaktien mit Stimmrecht als Finanzinstrument werden außerhalb Deutschlands die Stimmrechte auch unterschiedlich verteilt, auch wenn innerhalb der Ausgestaltungsvarianten von Unternehmensaktien das Prinzip „One-Share-One-Vote“ am weitesten verbreitet ist (Kim et al., 2018). Durch dieses Prinzip haben alle Eigentümer von Stammaktien das gleiche Stimmrecht, und es wird eine proportionale Verteilung der Stimmrechte in Bezug auf den Besitz geschaffen. Andererseits können Proportionalitätsbeschränkungen bei der Ausgabe von Stammaktien angewendet werden, um Stimmrechte von den Eigentumsrechten zu unterscheiden.

Abhängig von den jeweiligen länderspezifischen Vorschriften kann eine Stammaktie mehrere Stimmrechte aufweisen oder auch überhaupt keine. Einzelne Länder haben zudem hybride Formate eingeführt, bei denen bestimmte Bedingungen erfüllt sein müssen, um dem Inhaber der Aktie eine Erhöhung seiner Stimmrechte zu ermöglichen. Ein Beispiel dafür sind sogenannte Treuaktien, bei denen die Stimmrechte einer einzelnen Stammaktie mit dem zeitlichen Besitz der Aktie steigen. Auch Begrenzungsinstrumente wie Höchststimmrechte, wo das Stimmrecht auf einen bestimmten Prozentsatz am Grundkapital limitiert ist, sind anwendbar. Abbildung 1 illustriert die unterschiedlichen Möglichkeiten. Dabei gilt es zu beachten, dass **all diese Ausgestaltungsmöglichkeiten** seit sehr langer Zeit bekannt und damit sicherlich nicht innovativ sind. Es hat immer wieder Initiativen gegeben, bei denen Ausgestaltungsoptionen eingeschränkt oder ausgeweitet wurden, wie nachfolgend deutlich wird.

## 2.2 Nationale Erfahrungen mit Mehrstimmrechtsaktien

Entgegen mancher Erwartungen reichen die Erfahrungen und Diskussionen um den Einsatz von Mehrstimmrechten auch in Deutschland mittlerweile mehr als 100 Jahre zurück. Erstmals

erlangte die Mehrstimmrechtsaktienstruktur nach dem Ende des Ersten Weltkriegs breite Popularität in Deutschland und wurde bis zum Ende der 1920er Jahre regelmäßig angewendet. Dabei sollten Mehrstimmrechte vor allem den Aufkauf linksrheinischer deutscher Unternehmen in Zeiten der Hyperinflation durch französische Investoren verhindern. Sie wurden also damals als **Defense Measure** gegen feindliche Übernahmen etabliert.<sup>1</sup>

In der Folge der Weltwirtschaftskrise wurde der Einsatz von Mehrstimmrechtsaktien schon durch die Aktienreform im Jahr 1937 begrenzt. Jedoch stellte sich auch danach ein verstärktes Verlangen nach einer noch intensiveren Marktregulierung in der Verwendung dieser Struktur ein (Selgert, 2018), und mit einer weiteren Einschränkung durch die Aktienrechtsreform von 1965 durften Mehrstimmrechtsaktien ausschließlich als Ausnahme emittiert werden. Mit dem Inkrafttreten des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich am 1. Mai 1998 (KonTraG, BGBl. I 1998 S. 786, Artikel 1, Absatz 3) waren Mehrstimmrechtsaktien nicht länger erlaubt. Offensichtlich stehen Mehrstimmrechtsaktien für viele Marktteilnehmer im Widerspruch zu einer guten Corporate Governance.

Die nun anstehende Wiedereinführung basiert zwar letztendlich auf Vorgaben der EU, wurde aber von der Bundesregierung gerne übernommen. Daher stellt sich schon die Frage, ob ökonomische Vorteilhaftigkeitsüberlegungen hier den Ausschlag gaben oder ob eher nur die Behebung von Ungleichbehandlungen gegenüber alternativen Rechtsformen den Ausschlag gaben. Im letzteren Fall würden Mehrstimmrechtsaktien weniger zu einer höheren Notierungsdynamik führen, aber sie würden immerhin die Konsistenz innerhalb eines Regelungswerks verbessern. Denn auch wenn Mehrstimmrechtsaktien in Deutschland durch das Aktiengesetz verboten sind, erlaubt die Deutsche Börse Notierungsaufnahmen von Mehrstimmrechtsaktien an der Frankfurter Wertpapier-

<sup>1</sup> Für das Zusammenspiel von guter Corporate Governance und Investor Relations im Umfeld feindlicher Übernahmen vgl. Bassen, Schiereck und Zöllner (2007), Anti-Takeover-Maßnahmen aus Corporate-Governance-Sicht, im Herausgeberband des DIRK e.V.: Defense Communication – Kapitalmarkt-kommunikation bei der Abwehr nichtfreundlicher Übernahmen.

börse, so dass Unternehmen mit ausländischen Firmierungen die Möglichkeit haben, Mehrstimmrechtsaktien in Deutschland auszugeben.

Zudem sind Mehrstimmrechte im deutschen Gesellschaftsrecht abseits des Aktienrechts bspw. für die GmbH durchaus bekannt. Auch für die Europäische Aktiengesellschaft (SE) kann die Stimmrechtsanzahl eines Geschäftsanteils unabhängig von der Höhe der Kapitalbeteiligungen bestimmt werden, wenn die SE ihren Sitz in einem EU-Mitgliedsstaat hat, nach dessen Recht Mehrstimmrechtsaktien zulässig sind, also bspw. in Italien. Wenn also die Eigentümer eines Unternehmens in Deutschland ihre Stimmrechtsverteilung abweichend von den Eigentumsanteilen festlegen möchten, ist dies bisher schon möglich, was die Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien unter Gleichheitsüberlegungen über verschiedene Rechtsformen nachvollziehbar macht.

Nach dem Zukunftsfinanzierungsgesetz wird der Einsatz von Mehrstimmrechtsaktien in einer Art beschränkt, die restriktiver ist als in anderen westlichen Ländern. Bezüglich des Verhältnisses zwischen Stammaktien mit und ohne Mehrstimmrechten dürfen Mehrstimmrechtsaktien höchstens das Zehnfache an Stimmrechten haben (Artikel 13, Abs. 9, Entwurf ZuFinG), und die Ausgabe von Aktien mit Mehrstimmrechten erfordert die Zustimmung aller betroffenen Aktionäre, was die Ausgabe faktisch auf die Zeit vor einem Börsengang beschränkt. Die deutschen Mehrstimmrechte erlöschen im Fall der Übertragung der Aktie oder spätestens zehn Jahre nach der Börsennotierung der Gesellschaft (Artikel 13, Abs. 9, Entwurf ZuFinG), wenn diese Frist nicht um weitere zehn Jahre verlängert wird – die sogenannte Sunset-Regelung (Pfeufer/Görtz, 2024). Dafür muss eine Mehrheit von mindestens 75 Prozent des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals zustimmen (Artikel 13, Abs. 9, Entwurf ZuFinG).

Wenn ein börsennotiertes Unternehmen in Deutschland Mehrstimmrechtsstrukturen einführen möchte, ist das auch nach Einführung des Zukunftsfinanzierungsgesetzes nicht möglich. Wenn ein noch privat gehaltenes Unternehmen ähnliches plant, ginge das in Deutschland, aber andere Länder bieten hier deutlich mehr Freiräume, etwa bei der Laufzeit.

### 2.3 Internationale Verbreitung von Mehrstimmrechtsaktien

Durch eine Richtlinie des Europäischen Parlaments im Jahr 2022 wird der Vorschlag zur Implementierung und Standardisierung von Mehrstimmrechtsaktien mit dem Ziel verfolgt, Wettbewerbsungleichheiten innerhalb und außerhalb der Europäischen Union zu reduzieren und den Zugang von KMUs und Start-Ups zu Eigenkapital zu erleichtern. In Ländern wie Schweden und Dänemark werden Mehrstimmrechtsaktien bereits seit langer Zeit verwendet. Im Vorfeld der Verabschiedung der Richtlinie hatte es bemerkenswerterweise sehr kritische Einschätzungen zur Nutzung von Mehrstimmrechtsstrukturen durch Kim et al. (2018) und durch das Committee on Capital Markets Regulation (2020) speziell für die USA gegeben. Dennoch sind die neuen Hoffnungen in dieses Instrument groß. Einen Überblick über die Anwendung von Mehrstimmrechtsaktien und anderen Formen der Stimmrechtsverteilung in EU-Ländern, sowie in der Schweiz, Norwegen und im Vereinigten Königreich ist in Tabelle 1 dargestellt.

Tabelle B-1

## Emission einer Aktienklasse mit:

Land	Beschränkte Stimmrechte	Keine Stimmrechte	Keine Stimmrechte oder Vorzug auf Dividenden	Mehrstimmrechtsaktien	Höchststimmrecht
Belgien	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt (Aktien mit doppeltem Stimmrecht für börsennotierte Unternehmen)	Erlaubt
Dänemark	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt
Deutschland	Erlaubt	Erlaubt (max. 50%)	Nicht Erlaubt	Nicht Erlaubt	Nicht Erlaubt
Estland	Erlaubt	Erlaubt	-	-	Nicht Anwendbar
Finnland	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt
Frankreich	Erlaubt	Erlaubt (max. 25%)	-	Erlaubt (Aktien mit doppeltem Stimmrecht, die seit mehr als 2 Jahren gehalten werden)	Erlaubt
Griechenland	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt	Nicht Erlaubt	-
Irland	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt
Italien	Erlaubt (max. 50%, kumuliert für Aktien mit beschränkten und ohne Stimmrecht)	Erlaubt (max. 50%, kumuliert für Aktien mit beschränkten und ohne Stimmrecht)	Nicht Anwendbar	Erlaubt	Erlaubt
Lettland	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt	Nicht Erlaubt
Litauen	Erlaubt	Erlaubt (allgemeine Bestimmung, dass Vorzugsaktien nicht mehr als 1/3 des Kapitals ausmachen dürfen)	-	-	-
Luxemburg	Erlaubt	Erlaubt (max. 50%)	Nicht Anwendbar	Nicht Anwendbar	Nicht Anwendbar
Niederlande	Erlaubt	Nicht Erlaubt	-	-	Erlaubt
Norwegen	Erlaubt	Erlaubt	-	Erlaubt	Erlaubt
Österreich	Erlaubt	Erlaubt	Nicht Erlaubt	Nicht Erlaubt	Nicht Erlaubt
Polen	Erlaubt	Erlaubt	Nicht Erlaubt	Erlaubt	-
Portugal	Erlaubt	Erlaubt (max. 50%)	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt
Schweden	Erlaubt	Nicht Erlaubt	-	Erlaubt	Erlaubt
Schweiz	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt
Slowenien	Erlaubt	Erlaubt (max. 50%)	Nicht Erlaubt	Nicht Erlaubt	Nicht Erlaubt
Slowakische Republik	Erlaubt	Erlaubt	-	-	Erlaubt
Spanien	Erlaubt	Erlaubt (max. 50%)	Nicht Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt
Tschechische Republik	Erlaubt	Erlaubt (max. 90%)	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt
Ungarn	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt
Vereinigtes Königreich	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt

[ ] Erfordernis der Zulassungsvorschrift

- Keine spezifische Anforderung oder Empfehlung

Tabelle B-1: Aktienklassen in Europa (OECD Corporate Governance Factbook 2023).

Tabelle B-2

## Emission einer Aktienklasse mit:

Land	Beschränkte Stimmrechte	Keine Stimmrechte	Keine Stimmrechte oder Vorzug auf Dividenden	Mehrstimmrechtsaktien	Höchststimmrecht
Argentinien	Erlaubt	Erlaubt	Nicht Erlaubt	Nicht Erlaubt	Erlaubt
Australien	[Erlaubt für Vorzugsaktien]	[Nicht Erlaubt]	[Nicht Erlaubt]	[Nicht Erlaubt]	[Nicht Erlaubt]
Brasilien	Erlaubt (max. 50%)	Erlaubt (max. 50%)	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt
Chile	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt	Nicht Erlaubt	Erlaubt
China	Erlaubt	Erlaubt	Nicht Erlaubt	Nicht Erlaubt	Nicht Erlaubt
Colombia	Erlaubt	Erlaubt (max. 50%)	Nicht Erlaubt	Nicht Erlaubt	Nicht Erlaubt
Costa Rica	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt	Nicht Erlaubt	Erlaubt
Hong Kong	Erlaubt für Vorzugsaktien	Erlaubt für Vorzugsaktien	-	[Erlaubt]	-
Indien	Erlaubt	Erlaubt	Nicht Erlaubt	Erlaubt unter Bedingungen	Erlaubt
Indonesien	Nicht Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt unter Bedingungen	Erlaubt
Island	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt	-	-
Israel	Nicht Erlaubt	Nicht Anwendbar	-	Nicht Erlaubt	Nicht Erlaubt
Japan	Erlaubt (max. 50%)	Erlaubt (max. 50%)	Erlaubt	Nicht Erlaubt	Nicht Erlaubt
Kanada	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt
Malaysia	Erlaubt	Erlaubt	-	-	-
Mexiko	Erlaubt mit Genehmigung (max. 25%)	Erlaubt mit Genehmigung (max. 25%)	Nicht Erlaubt	Erlaubt	Nicht Erlaubt
Neuseeland	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt
Peru	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt	-	-
Saudi-Arabien	Erlaubt	Erlaubt	Nicht Erlaubt	Nicht Erlaubt	-
Singapur	Erlaubt	Erlaubt	-	[Erlaubt]	[Nicht Erlaubt]
Südkorea	Erlaubt (max. 25%, kumuliert für Aktien mit beschränkten und ohne Stimmrecht)	Erlaubt (max. 25%, kumuliert für Aktien mit beschränkten und ohne Stimmrecht)	Erlaubt	Nicht Erlaubt	Nicht Erlaubt
Südafrika	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt	Nicht Erlaubt
Türkei	-	-	-	Erlaubt	Erlaubt
Vereinigte Staaten von Amerika	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt	Erlaubt

[ ] Erfordernis der Zulassungsvorschrift  
 - Keine spezifische Anforderung oder Empfehlung

Tabelle B-2: Aktienklassen außerhalb Europas (OECD Corporate Governance Factbook 2023).

Die Tabellen B-1 und B-2 illustrieren eindrucksvoll, dass Mehrstimmrechtsaktien nicht nur in den meisten Ländern innerhalb der Europäischen Union erlaubt sind. Darüber hinaus sind aber auch andere

Formen der Stimmrechtsdifferenzierung weit verbreitet. Zum Beispiel hat Frankreich die Anwendung von Treuaktien bei der Ausgabe von öffentlichen Aktien standardisiert, wodurch die Anzahl der

Stimmrechte von Aktionären, die Aktien seit über zwei Jahren halten, verdoppelt wird. Auch die Emission von Stammaktien ohne Stimmrechte scheint sich über das europäische Gebiet zu verbreiten. Im Gesamtkontext lässt sich erkennen, dass Deutschland mit seinen engen Regelungen zur Ausgestaltung von Stimmrechten börsennotierter Unternehmen eher eine Minderheitsposition einnimmt. In einem interkontinentalen Kontext sieht das anders aus. Asiatische Länder, die für ihre Kultur der Überkreuzbeteiligungen bekannt sind, zeigen tendenziell die Neigung, Mehrstimmrechtsaktien auf ihren Märkten nicht zuzulassen, während im angelsächsischen Raum die Kultur von Mehrstimmrechtsaktien recht etabliert ist.

Nun stellt sich allerdings nicht nur die Frage, ob der Einsatz bestimmter Instrumente erlaubt ist,

sondern es ist ebenfalls bedeutsam, wie intensiv das, was erlaubt ist, auch genutzt wird. Hier liefert insbesondere der US-amerikanische Kapitalmarkt eindrucksvolle Evidenz, wo in den letzten 40 Jahren die Ausgabe von Mehrstimmrechtsaktien eine rasante Entwicklung vollführt hat. Bei den Börsengängen an den US-Wertpapierbörsen im Zeitraum von 1980 bis 2022 ist der Anteil der Neunotierungen mit einer dualen Aktienstruktur erheblich gestiegen, von 1,4 Prozent im Jahr 1980 auf 21,1 Prozent im Jahr 2022. Noch deutlich höher ist der Anteil bei Börsengängen von Technologieunternehmen, wo im Jahr 2022 jede zweite Notierungsaufnahme eine duale Klassenstruktur aufweist (Ritter, 2022). Abbildung D-2 veranschaulicht diese Entwicklung im Zeitablauf.

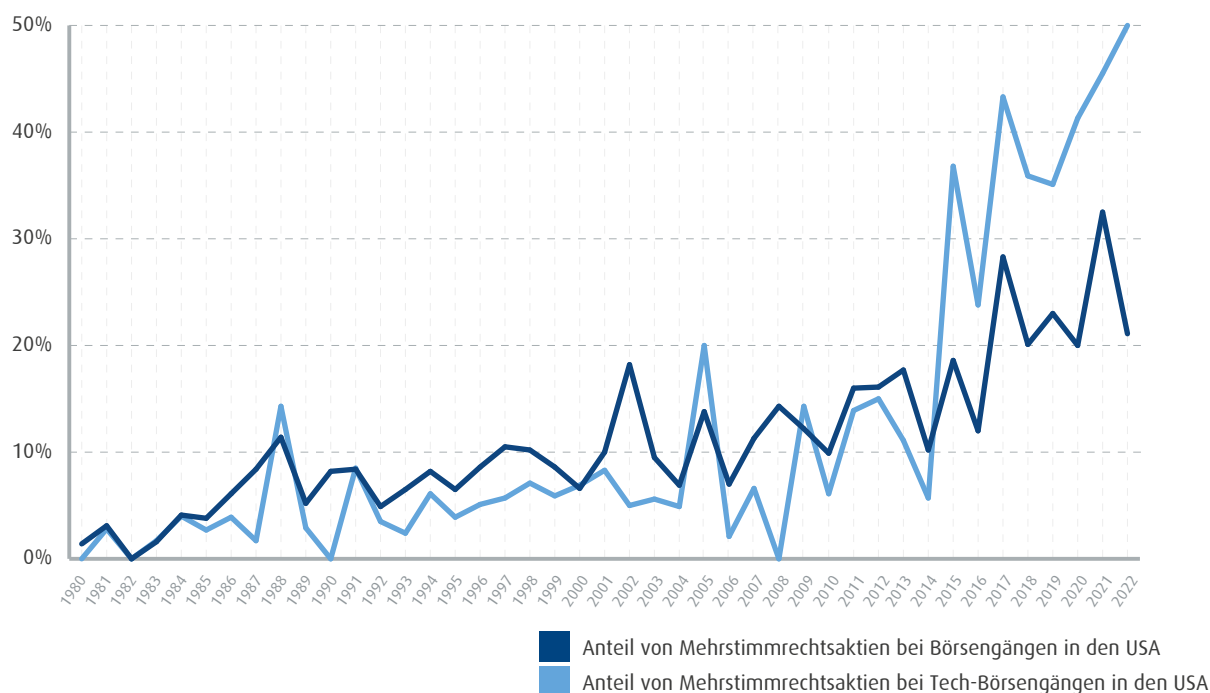


Abbildung D-2: Anteil Unternehmen mit Mehrstimmrechtsaktien bei US-Börsengängen (vgl. Ritter, 2022)

Aber selbst für die USA ist die Nutzung von Mehrstimmrechtsaktien keine klar dominante Strategie. Während die Anzahl der Börsengänge mit einer Mehrstimmrechtsaktienstruktur in den letz-

ten Jahren zugenommen hat, ist die Anzahl etablierter Unternehmen, die diese Struktur nutzen, von 10 Prozent in 2006 auf 6 Prozent im Jahr 2017 gesunken (Field/Lowry, 2022).

### 3. Der globale Wettbewerb unter den großen Börsenplätzen

Wie im einführenden Abschnitt bereits deutlich wurde, ist die Wiedereinführung der Mehrstimmrechtsaktien vor allem auch eine Reaktion auf die stark abnehmende Zahl börsennotierter deutscher Unternehmen. Aber in welchem aktuellen Börsenumfeld kommt dieses Instrument denn künftig zum Einsatz? Welche längerfristigen strukturellen Abwärtsbewegungen in den Notierungszahlen fordern politische Reaktionen? Und warum ist es überhaupt kritisch, wenn die Notierungszahlen stetig weiter sinken? Diese Fragen sollen nachfolgend detaillierter diskutiert werden.

#### 3.1 Was zuletzt geschah

Nicht nur in Deutschland wird seit längerem über ein sehr schwaches IPO-Geschehen geklagt. Die **höchsten IPO-Volumina in Europa** wurden im ersten Halbjahr 2024 nach einer Auswertung der Börsen-Zeitung (unter IPOs mit mindestens 50 Mio. Euro) in **Madrid, Amsterdam und Zürich** erzielt und damit nicht an den Börsenplätzen mit der höchsten gelisteten Marktkapitalisierung. Die **Frankfurter Wertpapierbörse** verzeichnete zwar mit ihren zwei IPOs Renk und Douglas ein Platzierungsvolumen von 1,4 Mrd. Euro, aber beide Unternehmen sind mit ihren Wiederaufnahmen der Börsennotierungen **nur bedingt als Neunotierungen** zu klassifizieren. Das mag die Freude darüber trüben, dass die IPO-Volumina in Paris, London und Athen noch niedriger ausfielen (o.V. 2024a).

Als tatsächlichen Erfolg im Wettbewerb der europäischen Finanzplätze darf die Deutsche Börse allerdings die **Entscheidung der TUI AG** im Februar 2024 verbuchen, bei der auf der 65. ordentlichen Hauptversammlung die Voraussetzung für das geplante Delisting von der Londoner Börse und die Aufnahme des Handels im Prime Standard in Frankfurt geschaffen wurde. Auch dieser Wechsel des Hauptlistings zeugt von dem hohen Wettbewerb unter den nationalen Kapitalmärkten und kann als weiteres Indiz für die schwierige Position des Finanzplatzes London gewertet werden.

An der **London Stock Exchange** haben die **Notierungszahlen am Alternative Investment Market (AIM)** trotz der höchsten Eigenkapitalemissionsvolumina in Europa in 2024 (inkl. Kapitalerhöhungen) den **niedrigsten Stand seit 2002** erreicht (Hippin 2024). Traumatische Entscheidungen wie die Wahl des britischen Chipdesigners Arm, den Börsengang in New York durchzuführen, und von The London Tunnels für eine Börseneinführung in Amsterdam (o.V., 2024c) sollen durch die Gewinnung ausländischer Emittenten zum Börsengang in London kompensiert werden. Neben Air Astana und der schwedischen European Green Transition waren unter den fünf internationalen IPOs im ersten Halbjahr 2024 auch drei US-amerikanische Unternehmen, nämlich AOTI, Helix Exploration und Microsalt, die mit Marktkapitalisierungen um die 30 Mio. Dollar zu klein für ihre heimischen Börsen waren. Auch die drei deutschen in London notierten Unternehmen Proton Motor Power Systems, Phoenix Spree Deutschland und Sirius Real Estate sind der breiteren Kapitalmarktöffentlichkeit eher weniger bekannt.

Die Bemühungen der London Stock Exchange, nach dem Scheitern bei der Börsenplatzentscheidung von Arm zumindest den größten türkischen Sodaprozenten WE Soda als Zugang zu gewinnen, scheiterte; der Börsengang wurde abgesagt. Und beim anstehenden Börsengang von Klarna wird wohl die London Stock Exchange wieder nicht zum Zuge kommen, das erreichbare Bewertungsniveau wird wohl in New York höher ausfallen (o.V., 2024d; o.V., 2024e). Nun soll eine rechtliche Anpassung bei den Möglichkeiten zur Emission von **Mehrstimmrechtsaktien** für mehr IPOs sorgen, wenn künftig nicht nur natürliche Personen Mehrstimmrechtsaktien erhalten dürfen, sondern auch **juristische Personen** wie Private Equity- und Venture Capital-Gesellschaften (o.V., 2024b).

Ein weiteres Resultat der europaweiten Schwäche des IPO-Marktes zeigt sich in der recht dynamischen



schen Entwicklung von Sekundärmarktplattformen zum vorbörslichen Handel von Anteilen an jungen Unternehmen. Venture Capital-Firmen wie G Squared bieten mit großen Fonds Mitarbeiterinnen und Altaktionären alternative Veräußerungsmöglichkeiten ihrer Aktien in Zeiten, wo ein Börsengang kaum möglich erscheint. Aber auch sie brauchen selbst Exit-Kanäle. Je etablierter diese Sekundärmarktplattformen werden, desto bedeutsamer werden sie als Alternative zum organisierten Börsenhandel mit negativen Konsequenzen für zukünftige Börsengänge.

Auch die New York Stock Exchange und die Nasdaq bemühen sich intensiv um Auslandsnotierungen – vor allem aus Japan und Deutschland – und werden von White & Case als ‚globale Magneten für grenzübergreifende Listings‘ verstanden (Wehnert, 2024). Dabei kommt den beiden New Yorker Börsen auch ihr erfolgreiches Finanzplatzmarketing zugute, während die Deutsche Börse selbst Defizite in der Vermarktung des eigenen Kapitalmarktes sieht (Habdanck, 2024).

Im Zusammenblick der verschiedenen aktuellen Beobachtungen wird deutlich, dass der internationale Wettbewerb um Börsenneuotierungen gegenwärtig eine Intensität erreicht hat, die es so in den zurückliegenden Jahrzehnten nicht gab. Ein wesentlicher Grund dafür liegt in den stark zurückgehenden Notierungszahlen an allen wichtigen westlichen Finanzplätzen, für die jeweils Kompensationen im Ausland gesucht werden.

### 3.2 Die besondere Notierungsschwäche in Deutschland

Mit der **europäischen Kapitalmarktunion** wurde bereits im Jahr 2015 eine konzertierte Aktion zur Stärkung des Marktes für Eigenkapital in Europa auf den Weg gebracht. Die **Zahl börsennotierter Unternehmen in der EU** ist seither **um mehr als 600 zurückgegangen** und hat damit einen seit 20 Jahren abwärts verlaufenden Trend ungebrochen fortgesetzt. Denn die Notierungszahlen gehen ins-

gesamt an allen großen Börsenplätzen der westlichen Industriestaaten zurück, wobei sowohl sinkende Notierungsaufnahmen als auch vermehrte Notierungseinstellungen (Delistings) zu beobachten sind. Konsistent dazu zeigen Gao et al. (2013), dass es in den USA von 1980 bis 2000 noch durchschnittlich 310 Initial Public Offerings pro Jahr gab, während es ab 2001 nur noch 110 waren. Neben dem Rückgang der IPOs war auch hier gleichzeitig die Zahl der Delistings hoch, getrieben durch eine steigende Zahl an Unternehmensübernahmen und -zusammenschlüssen, aber auch durch einen wachsenden Aufwand aus regulatorischen Verpflichtungen. Im Ergebnis sank die Anzahl der börsennotierten US-Unternehmen von 7.002 im Jahr 1997 auf 3.766 im Jahr 2015.

Die europäischen Börsen zeigen ähnliche Muster. Von 2006 bis 2018 ging die Anzahl der gelisteten Unternehmen an der London Stock Exchange um insgesamt 604 Unternehmen (19,5%) zurück, Diese Zahl ist im gesamteuropäischen Kontext noch dramatischer, wo im Rekordjahr der letzten Dekade in Deutschland im Jahr 2021 insgesamt nur 26 Börsengänge verzeichnet wurden, was bereits die eklatante Notierungsschwäche des Finanzplatzes Frankfurt andeutet. Im Regulierten Markt gab es eine dramatische Reduzierung der Notierungen von 434 gelisteten Unternehmen im Jahr 2002 hin zu 238 Unternehmen zum Jahresende 2022, eine Verkürzung des Kurszettels um 45,2 % bzw. einem Nettorückgang von 9,8 Unternehmen pro Jahr (Kuhnke et al., 2024). Während die Diskussion um die sinkenden Notierungszahlen am Finanzplatz Frankfurt schon sehr lange geführt wird (vgl. etwa Mainert, 2020), hat sich das Umfeld – wie bereits angedeutet – zuletzt deutlich verändert. Dabei erscheinen insbesondere drei Aspekte von besonderer Relevanz.

1. Jenseits der organisierten Kapitalmärkte haben sich Finanzierungssysteme im Bereich des Private Equity in einem Ausmaß etabliert, die als vielfach attraktivere Alternative zur



- Eigenkapitalaufnahme über die Börse agieren. So erreichte der im ersten Halbjahr 2024 von der selbst börsennotierten Beteiligungsgesellschaft EQT vorgestellte neue europäische Private-Equity-Fond eines der höchsten Anlagevolumina aller Zeiten mit 22 Mrd. Euro. Insgesamt werden die mit solchen Investmentvehikeln aufgenommenen Mittel sichtbare Auswirkungen auf die Notierungsdynamik in Deutschland haben. Denn die Gelder dürften für weitere Aufkäufe börsennotierter Gesellschaften führen wie etwa bei Suse S.A., Vantage Towers AG oder der Software AG und damit den Trend bei den Notierungseinstellungen fortsetzen. Gleichzeitig bieten die Beteiligungsgesellschaften stark wachsenden privat gehaltenen Unternehmen auch in späten Finanzierungsrunden so umfangreiche Eigenkapitalvolumina, dass ein Börsengang gar nicht erst erfolgt.
2. Wie die oben vorgestellte jüngste Evidenz unterstreicht, hat sich die Wettbewerbsintensität unter den großen westlichen Börsenplätzen stark zugespitzt. Mit dem Rückgang der Notierungszahlen überall in Europa und Nordamerika nehmen die Bemühungen, grenzüberschreitend um Notierungsaufnahmen zu werben, deutlich zu. Eine typische Charakteristik bei intensiven Konkurrenzsituationen im Finanzdienstleistungsbereich ist zum einen das Streben, sich durch Innovationen von seinen Wettbewerbern zu differenzieren. Zum anderen gibt es aber auch die kurze Halbwertszeit von solchen Vorteilen, die regelmäßig schnell kopiert werden können. Für Institutionen, die sich in einem solchen Umfeld im Hintertreffen befinden, wird es sehr schwer, ihre Position zu verbessern. Die Wiedereinführung der Mehrstimmrechtsaktien soll vorrangig Wettbewerbsvorteile anderer Börsenplätze ausgleichen und keine eigenen generieren.
  3. Schließlich ist neben der Zahl an Börsengängen und Notierungseinstellungen auch das inzwischen erreichte Niveau an noch verbliebenen börsennotierten Gesellschaften von Bedeutung. Ähnlich wie in der Biologie, wo beim Artenschutz auf kritische Mindestbestände bei vom Aussterben bedrohten Gattungen gesprochen wird, gibt es auch in digitalen Ökosystemen solche kritischen Untergrenzen, wie nachfolgend erläutert wird. Insbesondere die Finanzplätze in Frankfurt und Mailand laufen Gefahr, sich bezüglich ihrer Notierungszahlen solch kritischen Untergrenzen zu nähern.

Gerade durch die sehr lange Vorgeschichte und die seit Jahrzehnten andauernde Diskussion über notwendige Anpassungen kommt der Eindruck auf, dass viele relevante Entscheidungsträger nicht verstanden haben, dass durch das veränderte Wettbewerbsumfeld sich nicht nur ein bedauerlicher Prozess fortsetzt, sondern inzwischen existentielle Risiken die Kernfunktionen des organisierten Kapitalmarktes in Deutschland gefährden und der Handlungsdruck kaum mehr steigen kann. Die einzige, spezifisch hier zuordbare Maßnahme ist die Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien, womit bereits ein deutliches Enttäuschungspotential garantiert erscheint.

### 3.3 Konsequenzen eines siechenden Ökosystems

Natürlich muss jenseits der sich direkt aufdrängenden Fragen nach Erklärungsansätzen und Korrekturmöglichkeiten für den Trend abnehmender Notierungszahlen auch die Relevanz dieser Entwicklung hinterfragt werden, um politische Dringlichkeiten zu unterstreichen.

#### 3.3.1 Wertpapierbörsen als digitale Ökosysteme

Die Diskussion um die Notierungszahlen an deutschen Börsen konzentriert sich sehr eng auf die Frage, wie neue Unternehmen für einen Börsengang gewonnen werden können (vgl. etwa Gao et

al., 2013). Diese einseitige Perspektive birgt allerdings die Gefahr einer unangemessenen Relativierung, denn es entsteht der Eindruck, dass mit einigen zusätzlichen Börsengängen – woher auch immer diese kommen mögen – nur eine unrunde statistische Kennzahl gerade zu rücken ist. Die Börse ist aber ein lebenswichtiges Organ eines jeden global erfolgreichen Finanzzentrums, für das heute gerne die Einordnung als digitales Ökosystem genutzt wird (Nassr/Wehinger, 2016; Glavina, 2013). Digitale Ökosysteme umfassen Interaktionen von zahlreichen miteinander interagierenden Wirtschaftseinheiten, die gefährdet sind, wenn einzelne Elemente kritische Größen unterschreiten. In verschiedenen ähnlichen Kontexten, wie etwa in der Ökologie, werden solche Grenzwerte als Kipppunkte bezeichnet.

Das Ökosystem einer Wertpapierbörse und damit auch eines Finanzplatzes ist vor dem Hintergrund der Intermediärsfunktion der Börse zu begreifen, dem Zusammenbringen von Kapitalangebot und Kapitalnachfrage. Im Rahmen der digitalen Transformation bezeichnen Schiereck und Hinrichsen (2022) die Börse deshalb auch als plattformbasiertes Geschäftsmodell mit Netzwerkeffekten oder auch als mehrseitigen Markt (multi-sided market). Dieses Geschäftsmodell lebt von Interdependenzen und ist umso erfolgreicher, je mehr Anleger bzw. Kapitalanbieter auf der einen Marktseite über die Börse finanzielle Mittel bereitstellen und Investments tätigen, denn dadurch wird die Börse auf der anderen Marktseite auch attraktiver für Kapital suchende Emittenten. Und je mehr Unternehmen an einer Börse notiert sind, desto mehr Investmentmöglichkeiten bieten sich den Anlegern. Es kommt zu Netzwerken, die umso wertvoller sind, je größer diese Netzwerke werden. So profitiert jedes börsennotierte Unternehmen von weiteren Börsengängen und damit einem wachsenden Netzwerk, weil es mit breiterem Anlagespektrum auch für sekundäre Finanzdienstleistungen attraktiver wird, fokussierte Dienstleistungen – bspw. über Informationsangebote in Form von Akti-

enresearch und Finanzpresseberichterstattung – anzubieten.

Für einen Finanzanalysten lohnt sich eine branchenfokussierte Spezialisierung und der teure Aufbau von tiefgründigem Industrie-Knowhow nur, wenn es sich für zahlreiche Analyseobjekte anwenden lässt und die dabei erstellten Berichte in ausreichender Zahl fachkundige Leserinnen und Investoren finden. Mit dem Rückgang der Notierungszahlen an einer Börse sinken die Monetarisierungsmöglichkeiten von spezialisiertem Wissen, und es lassen sich tatsächlich strukturelle Brüche bei den Finanzanalysten am Finanzplatz Frankfurt beobachten. Insbesondere kleinere Unternehmen mit sehr besonderen Geschäftsmodellen finden in Deutschland viel schwerer detailkundige Analysten, die den Kapitalmarkt mit Informationen versorgen, als bspw. in New York.

### 3.3.2 Status des deutschen digitalen Börsenökosystems

Da seit zwei Jahrzehnten immer weniger börsennotierte Unternehmen ihre Aktien in Frankfurt handeln lassen, werden auch insgesamt daraus abgeleitete Dienstleistungen immer weniger nachgefragt, und das digitale Ökosystem des Finanzplatzes insgesamt schrumpft. Ein Blick auf den Seitenumfang der Börsen-Zeitung im Zeitverlauf der letzten Jahrzehnte gibt hier einen guten Indikator. Im Kontext einer Plattformökonomie ausgedrückt, wird das Netzwerk kleiner, der Nutzen, den die verbliebenen Mitglieder aus ihrer Zugehörigkeit ziehen, reduziert sich, und das Netzwerk verliert auch an Attraktivität für mögliche künftige Mitglieder, diesem Netzwerk beizutreten. Es droht eine sich selbst verstärkende Abwärtsspirale mit negativer Notierungsdynamik.

In einem zunehmend globaleren Wettbewerb der Börsenplätze signalisieren die Entscheidungen von Emittenten beim Börsengang, wie nah ein Finanzplatz-Ökosystem sich seinem Kipppunkt nähert. Für ein deutsches Unternehmen mit bedeutsamen

Produktmärkten in Deutschland ist ein Börsengang im Inland, an der ‚Heimatbörse‘, traditionell eine an sich natürliche Entscheidung. Das Unternehmen sollte vergleichsweise gut bekannt sein und im Rahmen der Road Show zum Börsengang damit recht einfach das Interesse der Investoren finden. Aber mit abnehmender Zahl der bereits notierten Unternehmen an der Wertpapierbörse wird es in aller Regel unwahrscheinlicher, darunter Unternehmen mit ähnlichen Geschäftsmodellen zu finden. In der Konsequenz fällt es den Investoren dann sehr viel schwerer, durch Vergleich mit schon bekannten ähnlichen Unternehmen die Bewertung potentieller Börsenneulinge einzuordnen.

Umgekehrt geht eine leichtere Bewertung mit einer Reduktion von asymmetrischen Informationsstrukturen zwischen dem Emittenten und seinen Investoren einher, es steigt der mögliche Emissionspreis, und die Ersttagesrendite beim Börsengang, das Underpricing, fällt kleiner aus. Dem Emittenten fließen mehr Mittel zu, was den Börsengang für ihn attraktiver macht. Können sich größere Finanzplätze auf viele erfahrene Investoren mit spezialisierten Kenntnissen stützen, werden dort Informationsasymmetrien schneller und einfacher abgebaut. Dadurch fällt es diesen Finanzplätzen häufig recht leicht, sich als alternativer Börsenplatz zur Notierungsaufnahme im traditionellen Inland anzubieten. Das zeigen die in Deutschland gegründeten, aber in New York an die Börse gegangenen Unternehmen Birkenstock Holding PLC, trivago N. V., BioN-Tech SE und Curevac N. V. Mit jedem Börsengang eines deutschen Emittenten, der nicht am Finanzplatz Frankfurt stattfindet, wird gleichzeitig der alternativ gewählte Finanzplatz gestärkt. Denn es profitieren alle börsennotierten Gesellschaften von jedem Börsenneuling, der selbst positive Netzwerkeffekte erzeugt, die dann wiederum auf das Finanzzentrum insgesamt ausstrahlen und dort für Arbeitsplätze und Wachstum sorgen.

Je mehr deutsche Unternehmen sich für New York als Notierungsstandort entscheiden, umso leichter fällt es allen zukünftigen Börsengängen, eine Notierungsentscheidung für New York auch an der Wallstreet zu kommunizieren. Gegenwärtig macht sich der Eindruck breit, dass alle größeren deutschen Börsenkandidaten, die eine Notierungsaufnahme anstreben, zumindest eine Auslandsnotierung in Erwägung ziehen, was auch als indikative Antwort auf die Frage nach der Dringlichkeit gegensteuernder Maßnahmen und der noch gegebenen Entfernung von einem Kipppunkt interpretiert werden kann.

## 4. Mehrstimmrechtsaktien als Treiber von Börsenneuotierungen?

Angesichts vergleichbarer struktureller Notierungsprobleme an allen großen westlichen Börsenplätzen sollen Mehrstimmrechtsaktien nicht nur in Deutschland – mit Gesetz zur Finanzierung von zukunftsichernden Investitionen (Zukunftsförderungsgesetz – ZuFinG) – die Notierungsdynamik anregen. Ende Oktober 2023 hat auch der italienische Senat ein neues Kapitalmarktgesetz (Interventi a sostegno della competitività dei capitali) eingeführt, um insbesondere die Abwanderung von Börsengängen italienischer Unternehmen an die Euronext Amsterdam zu stoppen. So wurde an der Mailänder Börse zuletzt für den Luxusmodekonzern Tod's von seinen Gründern und dem Finanzinvestor L Catterton eine Going Private-Transaktion angekündigt, während zugleich mehrere italienische Unternehmen, wie Campari und Exor, sich für einen Wechsel an die Euronext nach Amsterdam entschieden (Schiereck, 2024). Zwar waren in Italien Mehrstimmrechtsaktien schon länger etabliert, aber mit der neuen gesetzlichen Basis wird die maximal erlaubte Zahl an Stimmrechten in Mehrstimmrechtsaktien von drei auf zehn erhöht.

Mit der Wiedereinführung der Mehrstimmrechtsaktien wird also keine Differenzierung erreicht, sondern bestenfalls die Attraktivität beim Leistungsangebot im Wettbewerb mit anderen Finanzplätzen erhalten, während gleichzeitig auch andere Finanzplätze versuchen, ihre Attraktivität für Börsenneuotierungen auch durch Weiterentwicklungen bei Stimmrechtsgestaltungen zu steigern. Das Zukunftsförderungsgesetz sieht eine Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien mit einem Stimmrecht von bis zu 10:1 vor (Artikel 13, Abs. 9, Entwurf ZuFinG). Die hohen Erwartungen, die das Vorhaben vielfach weckt, müssen schon deshalb überraschen, weil Mehrstimmrechtsaktien in Deutschland 1998 auf Basis ökonomischer Argumente für unzulässig erklärt wurden. Mit der Abschaffung sollte seinerzeit die Übereinstimmung zwischen Stimmrechtsein-

fluss und Anteilseigentum gesichert werden und die Eigentümerkontrolle gestärkt (Bundestagsdrucksache 13/9712, S. 12). Eine überzeugende Stellungnahme der Bundesregierung, die erklärt, warum die damalige Position heute keinen Sinn mehr macht oder weshalb die Abschaffung sich rückblickend als Fehler herausgestellt hat, steht noch aus.

### 4.1 Theoretische Einsichten und Kapitalmarktevidenz

Jenseits rechtlich regulatorischer Überlegungen stellt sich natürlich auch die Frage, warum Mehrstimmrechtsaktien ökonomisch sinnvoll sein können.

#### 4.1.1 Das Für und Wider zur Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien

Modelltheoretische Analysen zeigen, dass die Trennung von Anteilseigentum und Stimmrecht das Principal-Agent-Problem zwischen Vorstand und Eigentümern in Unternehmen verschärfen kann, was die sogenannten Agenturkosten, wie von Jensen und Meckling (1976) beschrieben, erhöht. Diesen Agenturkosten stehen allerdings die Vorteile aus konzentrierter Eigentümerschaft, die durch einen einzelnen kontrollierenden Aktionär mit erhöhten Eigentumsrechten entstehen, entgegen (Bebchuk et al., 2000). Je nachdem, welche dieser beiden Komponenten den Trade-off dominiert, ist der Nettoeffekt positiv oder negativ.

Ein ungleiches Verhältnis von wirtschaftlichen Anteilsrechten und Stimmrechten verstärkt nicht nur den Nettoeffekt, sondern führt zu einer Verschiebung in der Beziehung zwischen dem Eigentümer einer Mehrstimmrechtsaktie und anderen Aktionären. Da die Eigentümer von Mehrstimmrechtsaktien in der Regel Unternehmensinsider sind und häufig auch führende Positionen im Management einnehmen, kann von einer Informationsasymmetrie zum Nachteil außenstehender Anteilseigner ausgegangen werden kann.

Dadurch wird die Möglichkeit für Insider, unter „Moral Hazard“ zu handeln (Holmström, 1979), erleichtert.

Allerdings liegt auch empirische Evidenz für den Bereich Entrepreneurship vor, die zeigt, dass Start-ups und allgemein innovative Unternehmen andere strukturelle Anforderungen haben als weniger wachstumsstarke Unternehmen. Um transformative Technologien einzuführen und disruptive Produkte auf dem Markt zu bringen, müssen Unternehmen ein anderes Attributpaket anbieten als diejenigen, die Kunden historisch schätzen (Bower/Christensen, 1995). Dazu benötigen Entrepreneure die Flexibilität, frei nach eigener Entscheidungsfreiheit zu handeln und von aktiver Beteiligung zu profitieren (Baker/Nelson, 2005; Fisher, 2012). Eingeführt wurde dafür der Begriff „Agreeable Moral Hazard“ (Cowden et al., 2020), der die Notwendigkeit erläutert, dass außenstehende Investoren ein gewisses Maß an Moral Hazard in der Beziehung mit den entsprechenden Agenten (Gründer, Entrepreneur) erlauben, um dadurch die notwendige Flexibilität des Start-ups zu sichern und letztendlich die Verfolgung der Disruption und Innovation zu ermöglichen. Dafür müssen Investoren auf die Rechte zur Durchsetzung bestimmter Marktaktionen im Unternehmen verzichten. Die Einführung von Mehrstimmrechtsaktien wird für Start-Ups und KMUs als eine mögliche Lösung betrachtet, diese Beziehung mit Investoren zu erreichen und damit Disruption zu fördern (Fiesenig et al., 2024). Das Zukunftsfinanzierungsgesetz hat in der Tat die Einführung von Mehrstimmrechtsaktien für solch innovative Unternehmen geplant und beschränkt die Ausübungsrechte dahingehend, dass die Mehrstimmrechte bei Verkauf erlöschen und zudem generell eine zeitliche Begrenzung vorgesehen ist.

Die Nutzung von Mehrstimmrechtsaktien kann also für ein Unternehmen (temporär) ökonomisch sinnvoll sein. Langfristig überwiegt allerdings in der empirischen Kapitalmarktforschung die Skep-

sis. Gerade in Deutschland mit seinen zahlreichen von Familien dominierten Unternehmen, die auch börsennotiert durch hohe Stimmrechtskonzentrationen gekennzeichnet sind, muss eine weitere Option zur noch stärkeren Stimmrechtskonzentration auch kritisch hinterfragt werden.<sup>2</sup> Und tatsächlich findet sich empirische Evidenz, die darauf hinweist, dass deutsche Unternehmen, die einen Börsengang planen, das Instrument der Mehrstimmrechtsaktien vielleicht nicht (langfristig) nutzen sollten. Mehrstimmrechten führen zu einer weiteren Zunahme der Stimmrechtskonzentration bei börsennotierten deutschen Gesellschaften und damit zu einer Manifestierung von Strukturen, die den deutschen Kapitalmarkt schon über die gesamte Nachkriegszeit prägen.

Hierzu zeigen Gödecke und Schiereck (2024a) über den Zeitraum von 1995 bis 2014, dass höhere Eigentümerkonzentrationen mit niedrigeren Verschuldungsgraden einhergehen, was zwar bei Familienunternehmen etwas schwächer ausgeprägt ist, aber auch dort gilt. Diese Evidenz lässt sich durch eine größere Risikoaversion bei Eigentümern erklären, die den größten Teil ihres Vermögens in Eigentumsanteilen an einem einzigen Unternehmen halten. Ergänzend beobachten Gödecke und Schiereck (2024b) eine geringere Neigung zu Unternehmensakquisitionen und Gödecke, Kiesel und Schiereck (2024) eine Aversion gegen die Nutzung von Aktien als Akquisitionswährung in Unternehmensübernahmen. Höhere Eigentümer- (und Stimmrechts-) Konzentration bremst also anorganisches Unternehmenswachstum durch M&A und mit einer (freiwilligen) Begrenzung der Verschuldungskapazitäten auch die Investitionsmöglichkeiten. Da das erwartete Unternehmenswachstum auch als zentrale Komponente in die Unternehmensbewertung eingeht, führen schwächere Wachstumserwartungen zu niedrigeren Börsenbewertungen und größeren Schwierigkeiten in der Eigenkapitalaufnahme.

<sup>2</sup> Es empfiehlt sich in diesem Zusammenhang auch ein Blick in die laufende Diskussion der familiendominierten Stimmrechtskonzentration im VW-Konzern, die u.a. auch mit Blick auf das Instrument der stimmrechtslosen Vorzugsaktien geführt wird.

Diese geringeren Erwartungen für das langfristige Unternehmenswachstum durch die Einführung von Mehrstimmrechtsaktien lassen sich am italienischen Aktienmarkt konkret beobachten. Auf die entsprechende Ankündigung zur Gesetzesnovellierung, mit der im Oktober 2023 die mögliche Obergrenze bei Mehrstimmrechten von drei auf zehn Stimmen angehoben wurde, wurden die italienischen Gesellschaften mit Mehrstimmrechtsaktionären an der Mailänder Börse mit einer durchschnittlichen negativen Kursanpassung von -3,07% abgestraft.

Wenn die empirische Evidenz insgesamt eher negative langfristige Konsequenzen aus der Nutzung von Mehrstimmrechten erwarten lässt, liegt die Vermutung nahe, dass mit der Wiedereinführung dieser Aktiengestaltungsform keine positive Notierungsdynamik am Finanzplatz Frankfurt ausgelöst wird. Dabei ist noch nicht berücksichtigt, dass die deutschen Ausgestaltungsdetails für die Interessenten an Mehrstimmrechtsaktien weniger attraktiv erscheinen als die rechtlichen Regelungen an anderen internationalen Finanzplätzen. Wer also unbedingt als deutsches Unternehmen Mehrstimmrechtsaktien nutzen will, sollte über einen Börsengang an ausländischen Börsenplätzen nachdenken. Bei diesen Perspektiven stellt sich dann aber auch sehr fundamental die Frage, inwieweit die Politik über das Handels- und Gesellschaftsrecht überhaupt in der Lage ist, mit attraktiven, innovativen Gestaltungsoptionen die Börsennotierungen in Deutschland zu steigern oder ob entsprechende Impulse eher aus dem Finanzmarkt selbst kommen müssen.

#### 4.1.2 Zwischenfazit

Der Rückblick auf die lange Historie, über die schon Elemente zur Steigerung der Attraktivität von Börsennotierungen in Deutschland diskutiert wurden, zeigt, dass mit weiteren neuen rechtlichen Regelungen zwar durchaus bestehende Hemmnisse reduziert werden können. Aber die daraus resultierenden inkrementellen Anpassungen werden keine sprunghaft veränderten Rahmenbedingungen erzeugen können, die zu

einer nachhaltigen starken Verbesserung der Notierungsdynamik führen. Und selbst wenn sehr überraschend eine solche Verbesserung gefunden würde, muss vermutet werden, dass sie von den Wettbewerbern an anderen Finanzplätzen leicht kopierbar ist und somit bestenfalls einen temporären Wettbewerbsvorteil erzeugt (Schiereck, 2024). Diese Einschätzung bedeutet nicht, dass gesetzgeberische Anpassungen im Unternehmens- und Gesellschaftsrecht grundsätzlich nicht zu attraktiveren Rahmenbedingungen führen. Sie bedeutet aber schon, dass die dauerhafte Trendumkehr in der Zahl der Börsennotierungen nur von juristischen Neuregelungen begleitet werden wird und die Treiber aus der Politik in einer Kombination von erzeugter Aufbruchstimmung mit viel neu geweckter Kapitalmarktbegeisterung und einem klaren Bekenntnis zur Aktie als Instrument der privaten Altersvorsorge und damit von Impulsen auf der Investorensseite kommen müssen. Neue Dynamik durch Erleichterungen auf der Emittentenseite ist nicht erkennbar.

Die letzten Ausführungen deuten bereits an, dass der Erfolg aus der Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien nicht allein durch ökonomische Vorteilhaftigkeitsüberlegungen getragen sein wird, sondern auch durch eine emotionale Komponente, wenn denn deutsche Unternehmen in größerer Zahl dieses Instrument zukünftig nutzen, um damit einen Börsengang umzusetzen. Diese auch emotionale, subjektive Wahrnehmung wird von den Einschätzungen der relevanten Kapitalmarktteilnehmer getragen, die im Rahmen der folgenden empirischen Studie bestimmt wird.

#### 4.2 Experteneinschätzungen zur Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien

Während die Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien durch das neue Zukunftsfinanzierungsgesetz I gemäß §135a AktG eindeutig die positive Einstellung der Gesetzgeber zur Umsetzung von Mehrstimmrechtsaktien zeigt, kann die Implementierung eines solchen Instruments sowohl Vor- als auch Nachteile für verschiedene Gruppen, die am Kapitalmarkt aktiv sind, mit sich bringen.



Um die allgemeine Wahrnehmung der aktiven Teilnehmer des deutschen Aktienmarktes zu untersuchen, wurde eine Umfrage durchgeführt, die relevante Marktteilnehmer umfasst, die von der Einführung der neuen Eigentümerstruktur betroffen sind. Dazu gehören Manager, die Kapital suchen und einen Börsengang auf dem deutschen Markt in Betracht ziehen, Private-Equity-Akteure, Asset-Managers, Beratungsdienstleister und Mitglieder von deutschen Börsen. Auf diese Weise sind in der Umfrage beide Transaktionsseiten, Kapitalnehmer und Kapitalgeber, vertreten.<sup>3</sup>

Für die Erhebung wurde ein allgemein übliches, zweistufiges methodisches Vorgehen gewählt, um Validität und Klarheit der abgeleiteten Erkenntnisse sicherzustellen. In einem ersten Schritt wurde über persönliche Interviews mit einem vorläufigen Fragebogen die Verständlichkeit und Vollständigkeit der interessierenden Fragen überprüft. Im zweiten Schritt wurden dann nach leichten Anpassungen die Zugangsdaten für den Online-Fragebogen an ca. 50 ausgesuchte Expertinnen und Experten unterschiedlicher Stakeholder unter Zusicherung der Anonymität versendet. Die Datenerhebung richtet sich konkret an Expertinnen und Experten

aus den Bereichen Börsenverantwortliche, Institutionelle Investoren (Fondsgesellschaften), Finanzierungsberater, IPO-Kandidaten und erfolgreiche IPOs, Private Equity und Wirtschaftspresse.

Der Rücklauf war mit fast 50% der Angeschriebenen zwar erfreulich hoch, weist aber eine Schwäche insbesondere im Rücklauf bei einer Befragungsgruppe auf, nämlich den IPO-Kandidaten, die dadurch leider deutlich unterrepräsentiert sind. Wir erachten dies aber als nicht besonders schwerwiegend, weil zahlreiche Finanzinvestoren aus ganz Europa mitgemacht haben. Da gerade im Technologiebereich nahezu alle IPOs venture-backed erfolgen und alle Eigentümer der Einführung von Mehrstimmrechtsaktien zustimmen müssen, ist die Emittentenseite angemessen in der Stichprobe repräsentiert.

#### 4.2.1 Ergebnisse der Umfrage für die Gesamtstichprobe

In einem ersten Untersuchungsschritt wurden die Expertinnen und Experten gebeten, ihre allgemeine Wahrnehmung hinsichtlich der Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien am deutschen Aktienmarkt gesamthaft einzuordnen.

### Wie bewerten Sie grundsätzlich den Vorschlag zur Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien im deutschen Markt durch das Zukunftsfinanzierungsgesetz (ZuFinG)? 0 (= sehr negativ) und 10 (= sehr positiv).

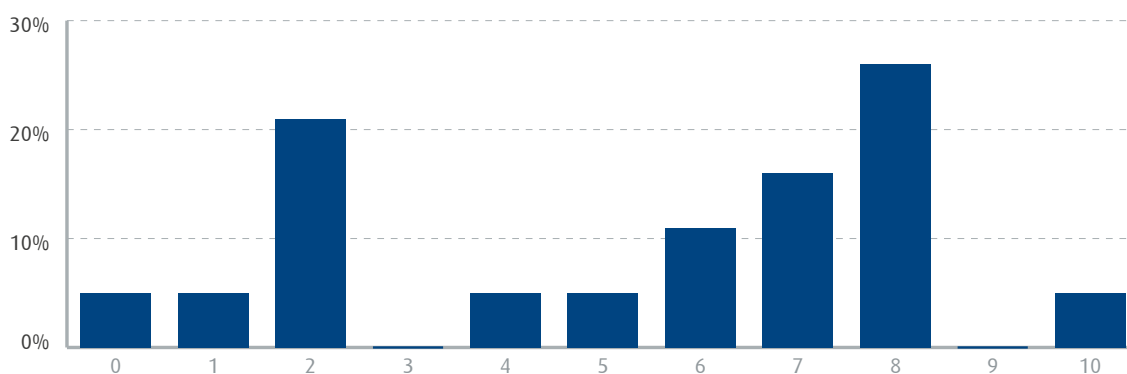


Abbildung D-3: Anteil Unternehmen mit Mehrstimmrechtsaktien bei US-Börsengängen (vgl. Ritter, 2022)

<sup>3</sup> Diese Erhebung wäre in diesem Umfang nicht möglich gewesen ohne die überaus engagierte Unterstützung durch die Anna Hinrichsen Kommunikationsberatung, der sehr, sehr großer Dank für ihre Mitwirkung bei Fragebogengestaltung, Expertenansprache und Ergebnisinterpretation gebührt.

Die in Abbildung D-3 zusammengefassten Ergebnisse zeigen zunächst einmal die große Heterogenität in der Wahrnehmung von Mehrstimmrechtsaktien. Die gesamte Bewertungsspanne findet sich in den Antworten wieder inklusive der Extrempositionen. Insgesamt überwiegen dabei aber positive Einstellungen der Marktteilnehmer gegenüber den zukünftig nutzbaren Mehrstimmrechtsaktien. Insgesamt äußern 58% der Teilnehmer eine positive Wahrnehmung, 37% eine negative und 5% eine neutrale Wahrnehmung des neuen Instruments.

Bei der Frage, ob die Trennung von Stimmrechten und Kapitalflussrechten für die Emittenten

von Mehrstimmrechtsaktien profitabel sein kann, zeigen die Teilnehmer konsistent zu den Ergebnissen der ersten Frage erneut eine leicht positive Tendenz gegenüber Mehrstimmrechtsaktien. 47% der Expertinnen und Experten in der Stichprobe erwarten positive Effekte aus der Emission dieser Aktienklasse, während 32% eine negative Erwartung haben.

Allerdings traut sich jede fünfte Befragte hier keine eindeutige Aussage zu, was erneut die heterogene Meinung zur Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien unterstreicht.

### Können Ihr Unternehmen bzw. andere Unternehmen, die Sie betreuen, mit der Emission von Mehrstimmrechtsaktien profitieren?

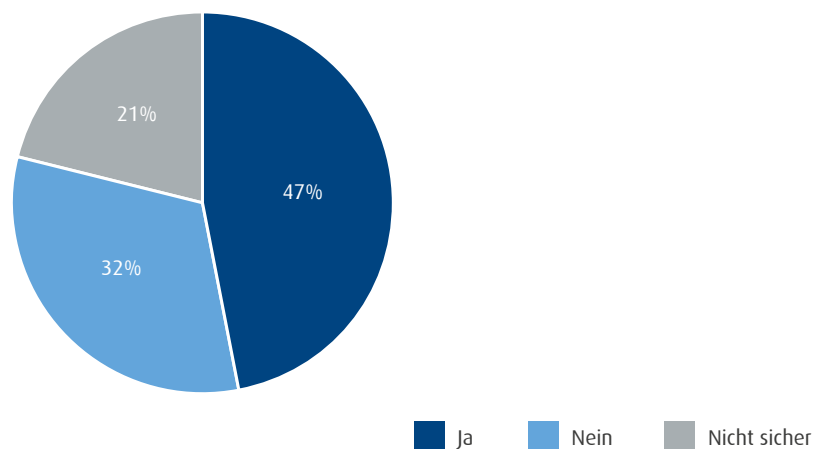


Abbildung D-4: Profitabilitätserwartung durch Emission von Mehrstimmrechtsaktien.

Mit den Antworten zur dritten Frage wird in Kombination mit den Antworten der vorangegangenen Frage ein Interesseneinklang von Emittentin und wesentlichen Aktionären deutlich. Auf die Frage nach der Wichtigkeit eines höheren Stimm-

rechtsanteils zeigt sich eine recht klare Bedeutung für die Inhaber der Mehrstimmrechtsaktien.



### Wie wichtig ist für Sie die Möglichkeit, mehrere Stimmrechte für eine Aktie zu haben?

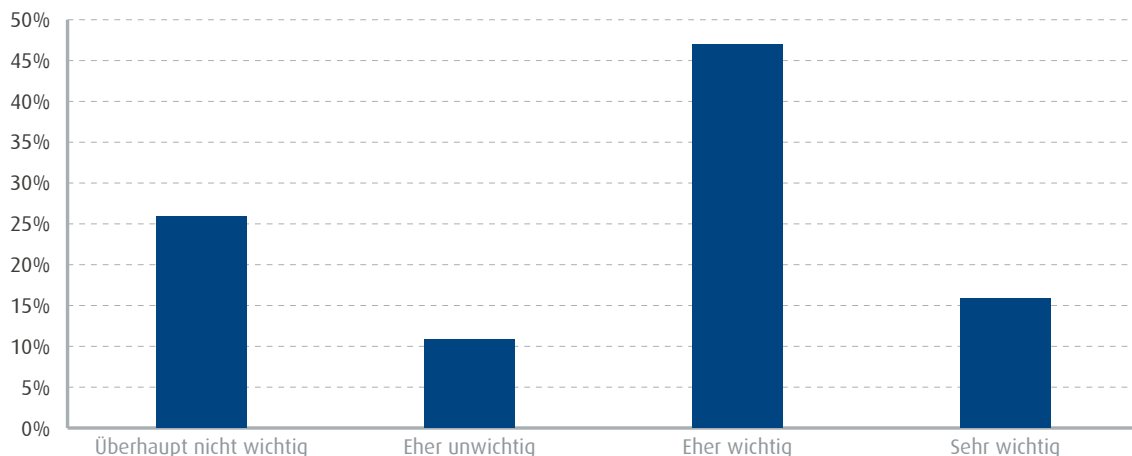


Abbildung D-5: Bedeutung der erhöhten Anzahl an Stimmrechte für eine Aktie.

Wie in Abbildung D-5 dargestellt, betrachten 63% der Befragten die Erlangung eines überproportionalen Stimmrechtsanteils als wichtig, davon jeder vierte sogar als sehr wichtig. Demgegenüber stufen nur 26% eine erhöhte Anzahl von Stimmrechten für vollkommen unwichtig ein. Angesichts der Möglichkeit, die Entscheidungshoheit im Unternehmen auch über die Steuerung bzw. Restriktion der Zulassung weiterer Aktionäre zu kontrollieren, können diese Erkenntnisse auch als indirekter Indikator interpretiert werden, dass durch die Zulassung von Mehrstimmrechtsaktien eine höhere

Streubesitzquote und damit eine höhere Liquidität für Emittenten mit mehreren Aktienklassen erzielbar ist.

Mit Blick auf die Vorteile einer erhöhten Anzahl von Stimmrechten für einzelne Aktionäre zeigt Abbildung D-6 ein konsistentes Muster zur vorherigen Frage. Während die Mehrheit der Befragten es wieder als vorteilhaft für Einzelpersonen ansieht, Mehrstimmrechtsaktien zu besitzen (58% stimmen teilweise oder vollständig zu), betrachten aber 42% dies als nachteilig oder irrelevant.

### Glauben Sie, dass eine höhere Anzahl von Stimmrechten für einzelne Aktionäre von Vorteil ist?

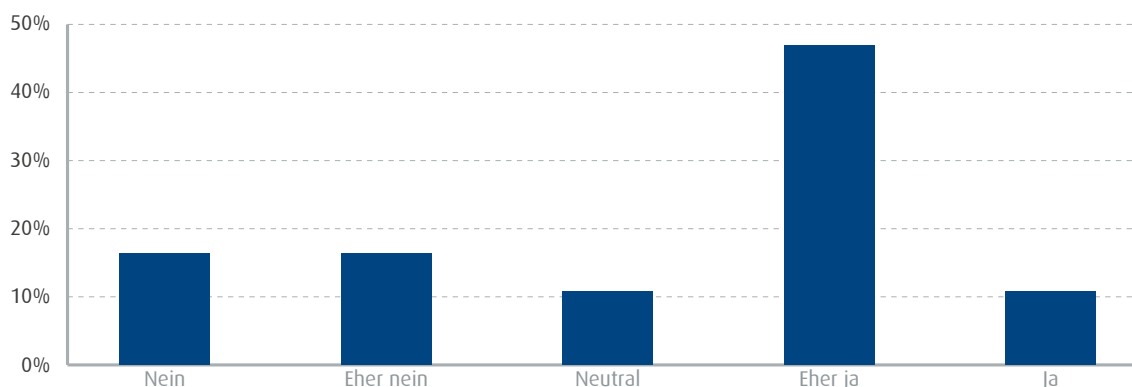


Abbildung D-6: Vorteilhaftigkeit von Mehrstimmrechtsaktien für einzelne Investoren.

Einer der Hauptgründe für die Ausgabe von Mehrstimmrechtsaktien kann aus Unternehmenssicht in der Erhöhung der Managementflexibilität gesehen werden, da die meist in leitender Funktion tätigen Hauptinhaber dieser Wertpapiere dadurch größere Handlungsspielräume erhalten. Dies ermöglicht es den Managern gerade in einem sehr dynamischen Umfeld mit technologischen Unsicherheiten, schneller auf Marktchancen zu reagieren und ausreichendes Kapital für entsprechende Investitionen bereitzustellen.

Jedoch führt die Konzentration von Stimmrechten in den Händen des Topmanagements dazu, dass Entscheidungen getroffen werden können, ohne die weiteren außenstehenden Investoren vorab einzubeziehen. Dies wird in der Regel zu einer

Erhöhung der Agenturkosten führen, da die Investoren unsicher sind, ob das Management im besten Interesse des Unternehmens oder zu eigenem Vorteil handelt. Offensichtlich ist der Nettoeffekt aus höherer Flexibilität und steigenden Agenturkosten kritisch zu hinterfragen.

Dieser Aspekt wurde in der nachfolgenden Frage aufgegriffen, um den erwarteten Nettoeffekt zu ermitteln. Abbildung D-7 illustriert die Gesamtwahrnehmung der Marktteilnehmer in Bezug auf dieses Problem. Eine leichte Minderheit (26%) sieht die Reduzierung der Agenturkosten als dominierend an, während 32% eine höhere Managementflexibilität für wichtiger erachten. Die verbleibenden 42% der Befragten sehen beide Faktoren als gleich wichtig an.

### Was halten Sie für wichtiger: die Verringerung von Agenturkosten oder die Erhöhung der Flexibilität des Managements?

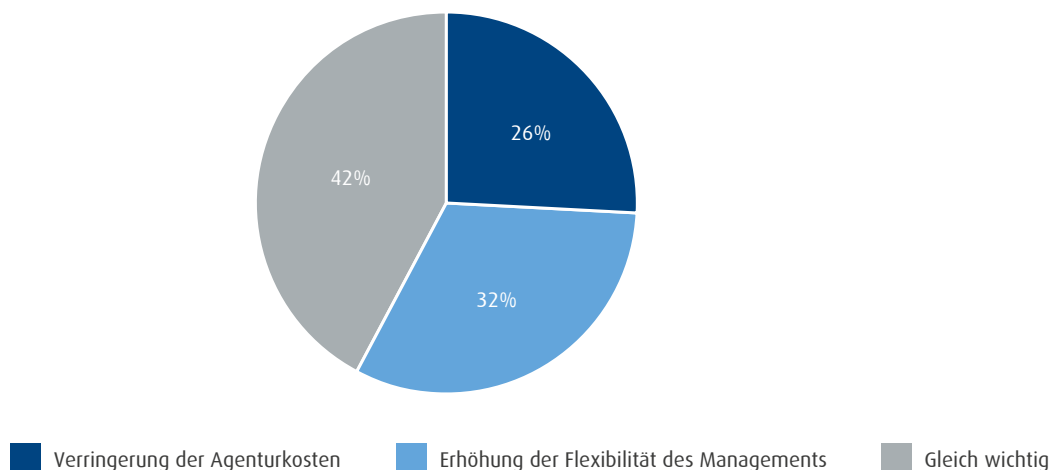


Abbildung D-7: Präferenz zwischen Agenturkosten und Management-Flexibilität.

Dass mit der Einführung von Mehrstimmrechtsaktien eine Machtverschiebung hin zu den Managern innerhalb des Unternehmens eintritt, sieht ein breiter Konsens, wie Abbildung D-8 veranschaulicht.

### Wie könnten Mehrstimmrechtsaktien allgemein die Position und den Einfluss der Eigentümer stärken?

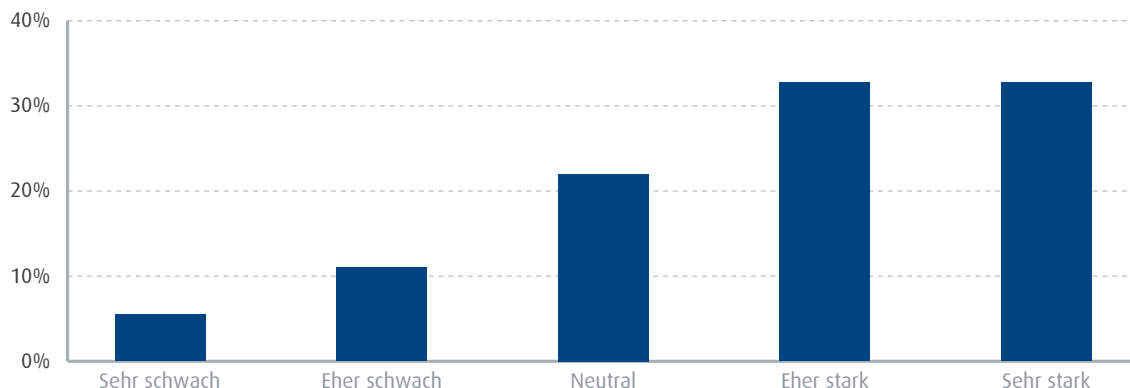


Abbildung D-8: Bedeutung von Mehrstimmrechtsaktien für Einfluss der Eigentümer.

Nur 16% der Teilnehmer sind der Ansicht, dass die Einführung von Mehrstimmrechtsaktien den Einfluss und die Kontrolle des Topmanagements nicht verstärken. Im Gegensatz dazu glauben 32% an eine moderate und weitere 32% an eine deutliche Erhöhung des Einflusses durch dieses Instrument.

Im Einklang mit der in Kapitel C vorgestellten Evidenz über langfristige Effekte für Unternehmen mit Mehrstimmrechtsaktien sehen auch die Teilnehmerinnen und Teilnehmer dieser Befragung eher

kritische Auswirkungen auf die Marktakzeptanz, wie Abbildung D-9 veranschaulicht. Zwar herrscht zwischen den Befragten durch Uneinigkeit, aber 42% erwarten eine negative Marktakzeptanz, und nur 21% gehen von einem eher positiven Einfluss aus. Offensichtlich differenzieren die Expertinnen und Experten also über unterschiedliche Zeithorizonte, mit durchweg eher positiven Einschätzungen über die kurze Frist und längerfristig eher kritischen Erwartungen.

### Wie könnte die Veränderung des Eigentümerinflusses die Marktakzeptanz beeinflussen?

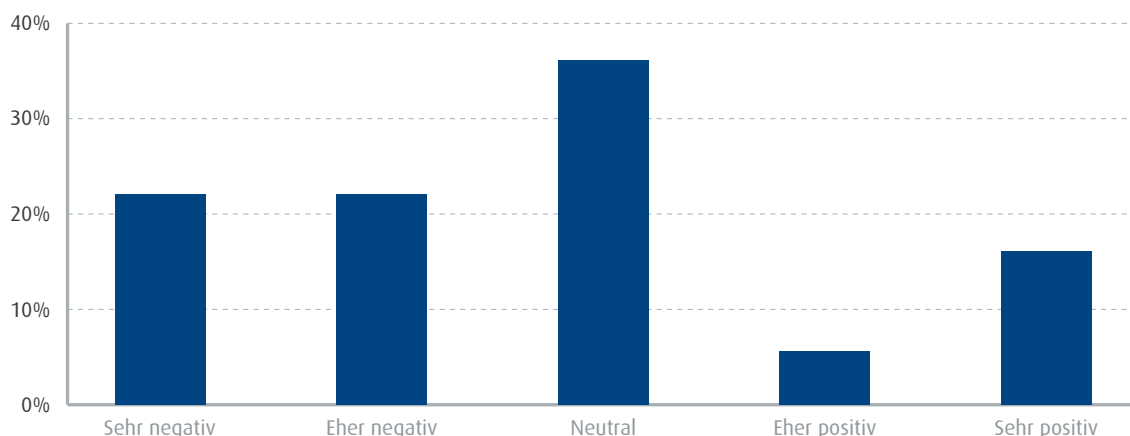


Abbildung D-9: Erwartete Marktakzeptanz einer Erhöhung von Eigentümerinfluss.

Die insgesamt eher skeptische Perspektive auf die Kapitalmarktakzeptanz legt nahe, dass die Unternehmen, die das Instrument der Mehrstimmrechtsaktien nutzen wollen, die Kommunikation zwischen Investoren und Mehrstimmrechtseigentümern aktiv steuern müssen. Und genau diese Erwartung wird auch in der Befragung deutlich,

wie Abbildung D-10 zeigt. 79% der Befragten sind der Meinung, dass zwischen den Inhabern von Mehrstimmrechtsaktien und den Investoren eine aktive Interaktion stattfinden muss, während nur 5% glauben, dass eine passive Interaktion zwischen diesen beiden Stakeholdergruppen angemessen wäre.

### Wie sollte die Interaktion zwischen Investoren und Mehrstimmrechtseigentümern in Unternehmen mit Mehrstimmrechtsaktien gestaltet sein?

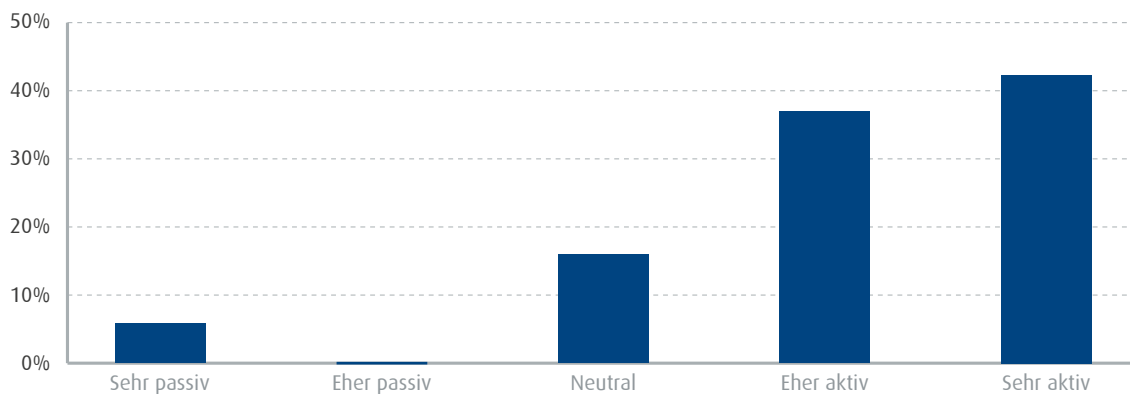


Abbildung D-10: Interaktionsintensität zwischen Investoren und Mehrstimmrechtseigentümern.

Mit Fokus auf institutionelle Investoren wurden die Teilnehmer abschließend gefragt, ob sie glauben, dass Fondsmanager bevorzugt in Unternehmen

mit einer dualen Aktienstruktur oder in solche investieren würden, die dem Prinzip "One-share-one-vote" folgen.

### Was erwarten Sie für Präferenzen bei Fondsmanagern, die zwischen ansonsten ähnlichen Unternehmen mit und ohne Mehrstimmrechtsaktionären wählen können?

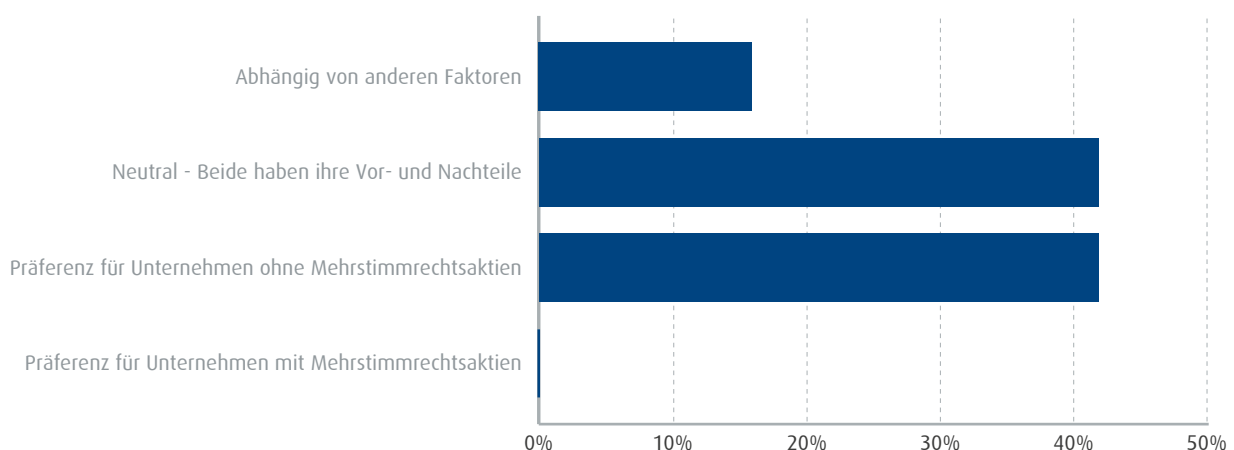


Abbildung D-11: Präferenz von Fondsmanagern gegenüber Investments in Unternehmen mit oder ohne Mehrstimmrechtsaktien.

Abbildung D-11 illustriert in Konsistenz zu den vorangegangenen Erkenntnissen, dass alle Expertinnen und Experten einen einhelligen Konsens dahingehend zeigen, dass Fondsmanager nicht strikt bevorzugt in Unternehmen mit Mehrstimmrechtsaktien investieren würden, während immerhin 42% der Teilnehmer davon ausgehen, dass Fondsmanager strikt bevorzugt in Unternehmen investieren würden, die keine Mehrstimmrechtsaktien haben. Ähnlich viele Befragte erwarten, dass die Investitionsentscheidung nicht allein auf diesem Faktor basieren sollte, da eine duale Aktienstruktur sowohl Vor- als auch Nachteile bietet und es andere relevante Faktoren zu berücksichtigen gibt. Unternehmen, die Mehrstimmrechtsaktien nutzen wollen, müssen sich also auf einen langfristig anspruchsvolleren Investorendialog einstellen.

Als Gegenmaßnahme zu den erhöhten Agenturkosten und den potenziellen Risiken, die mit der Einführung von Mehrstimmrechtsaktien an den Aktienmärkten verbunden sind, könnten zusätzliche Anpassungen an diesen Aktienklassen vorgenommen werden. Solche Anpassungen könnten die genannten Risiken begrenzen, jedoch auch die Flexibilität einschränken, die durch die Einführung des neuen Wertpapiertyps angestrebt wird.

Ein mögliches alternatives Instrument, das bspw. von einer SE genutzt werden kann, ist die Einführung von Treueaktien. Mit dem Hauptziel, langfristiges Aktienengagement zu fördern, bieten Treueaktien den Investorinnen, die ihre Aktien über einen vordefinierten Zeitraum hinaus halten, eine Erhöhung ihrer Stimmrechte als Kompensation. Eine längere Halteperiode wird daher als mit einem höheren Engagement der Aktionäre für das Wachstum des Unternehmens korreliert angenommen. Diese Praxis wurde kürzlich in mehreren europäischen Ländern wie Spanien und Italien eingeführt und ist sogar zu einem Standardverfahren für französische Aktien geworden (OECD Corporate Governance Factbook 2023).

Auf die Frage nach der allgemeinen Stimmung gegenüber der Einführung von Treueaktien äußerten die Befragten allerdings eine eher negative Einschätzung.

### Wie bewerten Sie den Einsatz von Treueaktien?

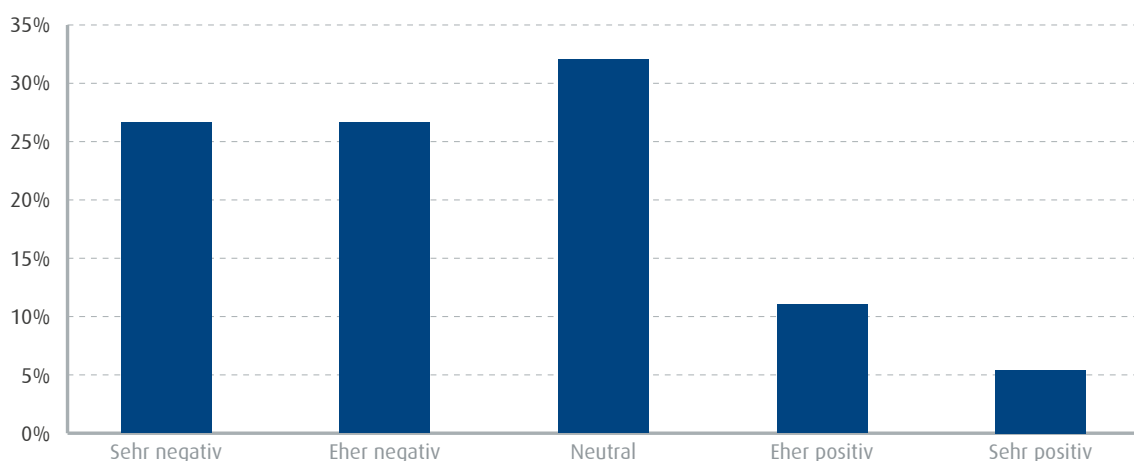


Abbildung D-12: Bewertung der Einführung von Treueaktien.

Abbildung D-12 zeigt, dass 52% der Teilnehmer die Einführung von Treueaktien negativ bewerten und nur 16% der Befragten eine positive Wahrnehmung haben.

Ein ähnliches Bild zeigt sich in Abbildung D-13. Auf die Frage, ob sie die Verwendung von Treueak-

tien eher als förderliches Instrument zur Kontrolle des Managements oder als Hindernis betrachten, sehen 58% Treueaktien eher als Hindernis. Darüber hinaus glauben nur 5%, dass Treueaktien unbedingt als Kontrollinstrument verwendet werden sollten.

### Sehen Sie Treueaktien als Mittel zur Sicherung von Unternehmenskontrolle oder eher als Hindernis?

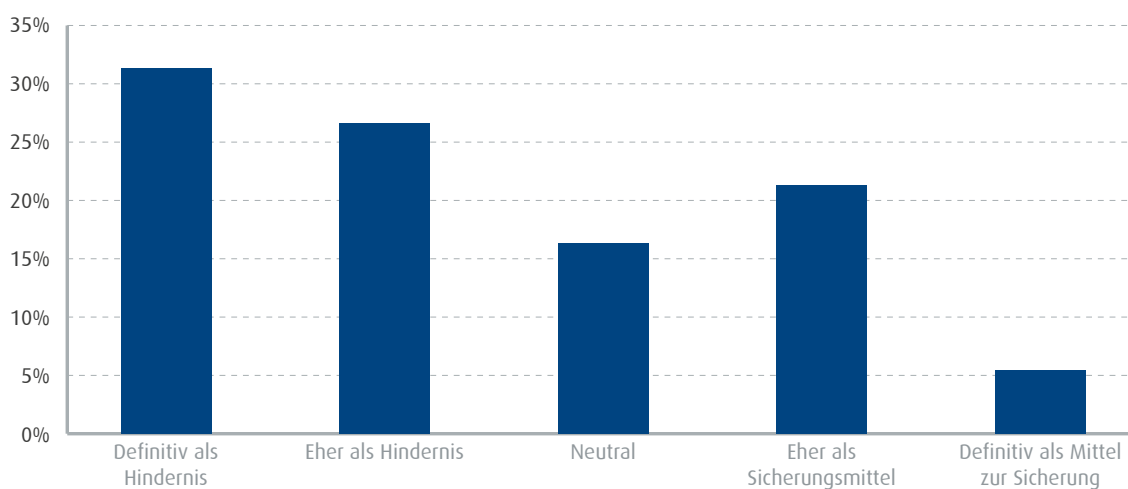


Abbildung D-13: Wahrnehmung von Treueaktien als Instrument der Unternehmenskontrolle.

Im Gegensatz zur Idee der Mehrstimmrechtsaktien lässt sich die maximale Anzahl von Stimmrechten für einzelne Investoren auch explizit begrenzen. Durch eine Höchststimmrechtsregelung wird der Einfluss des Managements auf ein vordefiniertes Niveau begrenzt und eine Interessenkongruenz aller Aktionärsgruppen erreicht.

Wie in Abbildung D-14 ersichtlich ist, besteht unter den Befragten zwar keine einhellige Zustimmung zur Anwendung von Höchststimmrechten, aber 57% der Teilnehmer äußern sich eher positiv zur Idee von Höchststimmrechten als Kontrollmechanismus. Andererseits lehnen 32% die Einführung von Höchststimmrechten zur Begrenzung der maximalen Stimmrechte entschieden ab.

Dieser Befund überrascht und erstaunt, denn Höchststimmrechte können über die Satzung von Aktiengesellschaften implementiert werden, sind aber seit den Zeiten von Clemens Vedder und Klaus-Peter Schneidewind und ihren Transaktionen im deutschen Einzelhandel aus der Mode gekommen und wurden letztmalig intensiver diskutiert bei der versuchten Übernahme der S IMMO durch die IMMOFINANZ. Wenn sich nun zahlreiche Expertinnen und Experten derart positiv zu dem absoluten Gegenteil der Mehrstimmrechtsaktie äußern, sollte das Höchststimmrecht offensichtlich wieder intensiver diskutiert werden.

### Unterstützen Sie die Idee eines Höchststimmrechts, um die überdurchschnittliche Konzentration von Stimmrechten zu begrenzen?

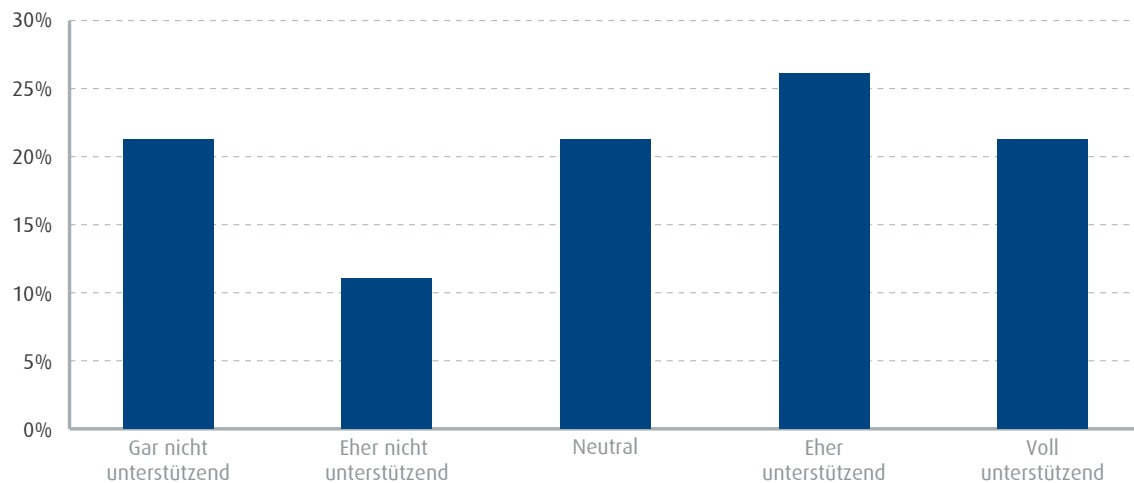


Abbildung D-14: Beurteilung der Anwendung von Höchststimmrechten.

Bemerkenswerterweise bleiben die Gründe für den positiven Grundtenor zur Stimmrechtsbegrenzung unklar, denn auf die Frage nach den Auswirkungen von Höchststimmrechten auf die

Unternehmensführung nehmen die Teilnehmer ganz überwiegend eine neutrale Position ein. Wie Abbildung D-15 verdeutlicht, erwarten 53% der Befragten keine direkten Auswirkungen.

### Wie könnten Höchststimmrechte die Governance Ihres Unternehmens beeinflussen?

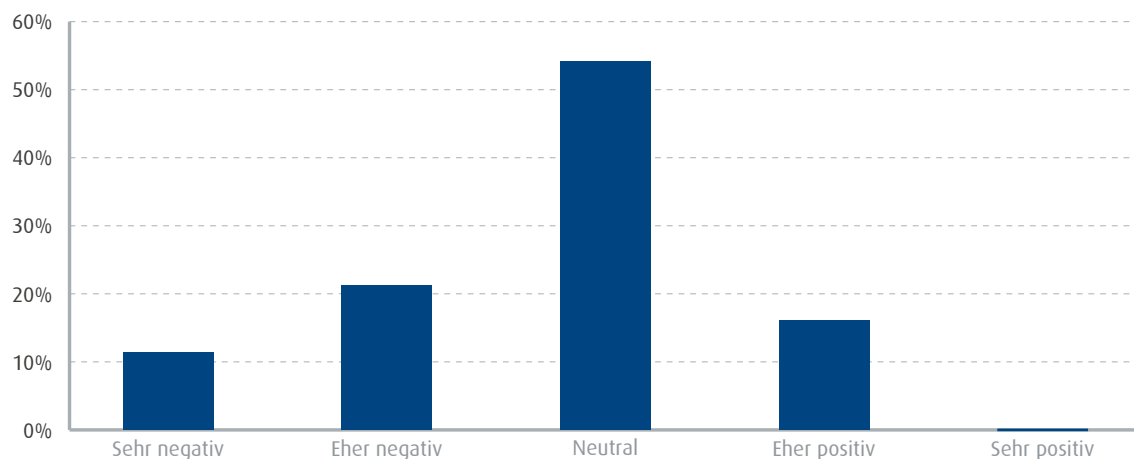


Abbildung D-15: Einfluss von Höchststimmrechte auf Governance des Unternehmens.

Als letzte vorgestellte Lösung, um den Zugang zu Kapital zu sichern und gleichzeitig die Nachteile von Mehrstimmrechtsaktien zu begrenzen, wur-

den die Einstellungen zu Auslaufklauseln abgefragt. Diese sind auch in §135a Abs. 2 AktG enthalten und besagen, dass die erhöhte Anzahl von

Stimmrechten für Mehrstimmrechtsaktien ein Ablaufdatum hat. Im deutschen Aktienrecht ist diese Ablauffrist auf zehn Jahre nach dem Börsengang festgelegt.

Für diese Regelung zeigt Abbildung D-16, dass die Mehrheit der Befragten Auslaufklauseln als positive Maßnahme betrachtet (56% mit teilweise und vollständig positiven Bewertungen) und nur 12% diese Maßnahme als nachteilig erachten.

### Wie beurteilen Sie Auslaufklauseln, die die Dauer von Mehrstimmrechtsrechten begrenzen?

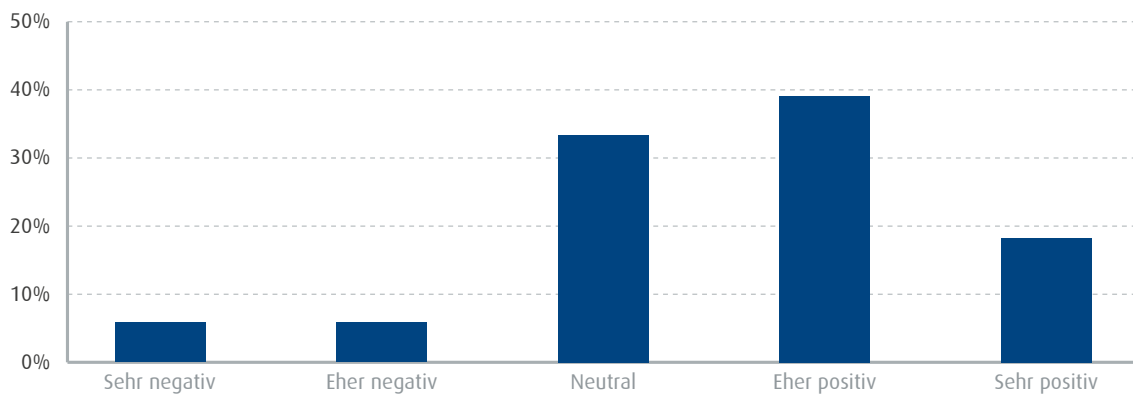


Abbildung D-16: Beurteilung von Auslaufklauseln.

Wiederum mit Fokus auf die Auswirkungen von Auslaufklauseln auf die Einflussmöglichkeiten von Investoren unterstreicht Abbildung D-17 die zuvor

geäußerte Einstellung, wobei 44% der Befragten neutral gegenüber dieser Aussage eingestellt ist.

### Wie könnte eine solche Begrenzung den langfristigen Einfluss der Aktionäre beeinflussen?

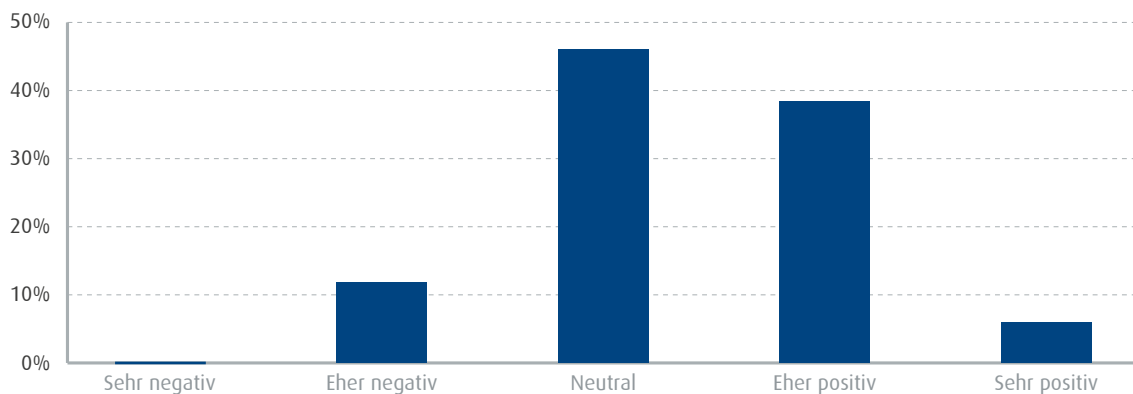


Abbildung D-17: Einfluss von Auslaufklauseln auf Eigentümerinfluss.



Es herrscht allgemeiner Konsens, dass Auslaufklauseln den Einfluss der Aktionäre in Unternehmen mit dualer Aktienstruktur nicht negativ beeinträchtigen. Die Befragten sind somit mit den im Zukunftsfinanzierungsgesetz vorgeschlagenen Maßnahmen einverstanden.

#### 4.2.2 Ergebnisse nach Stakeholder-Gruppen

Während die bisherigen Ergebnisse ein allgemeines Bild zur Akzeptanz von Mehrstimmrechtsaktien und möglichen Anpassungen davon zeichnen, sind verschiedene Stakeholdergruppen unterschiedlich von der Einführung dieser neuen Aktienklasse betroffen. Dies führt zu der Frage, inwieweit sich die Heterogenität im Stimmungsbild zur Einführung von Mehrstimmrechtsaktien durch eine Kontrolle für diese Gruppen erklären lässt.

Um beide Seiten des Finanzmarktes abzubilden, wurden die Befragten in zwei Gruppen unterteilt: Kapitalnehmer und Kapitalgeber. Unter den

Kapitalsuchenden befinden sich Manager privater Unternehmen, die einen Börsengang in Erwägung ziehen, sowie Partner und Geschäftsführer von Private-Equity-Firmen, die einen erfolgreichen Exit ihrer Investments durch einen IPO anstreben. Auf Seiten der Kapitalgeber befinden sich institutionelle Investoren (Asset Manager), Verantwortliche bei Börsenplatzbetreibern sowie Berater.

Intuitiv wird erwartet, dass Kapitalsuchende dem Instrument der Mehrstimmrechtsaktien eher positiv gegenüberstehen, da diese ihnen mehr Flexibilität und Einfluss im Unternehmen bieten, ohne dass Entscheidungsrechte abgegeben werden müssen. Auf der anderen Seite ist zu vermuten, dass Kapitalgeber tendenziell eher kritisch gegenüber Mehrstimmrechtsaktien eingestellt sind, da ihre erworbenen Aktien ihnen weniger Einfluss gewähren als Aktien in Unternehmen, die dem Prinzip „one-share-one-vote“ folgen.

### Wie bewerten Sie grundsätzlich den Vorschlag zur Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien im deutschen Markt durch das Zukunftsfinanzierungsgesetz (ZuFinG)? 0 (= sehr negativ) und 10 (= sehr positiv).

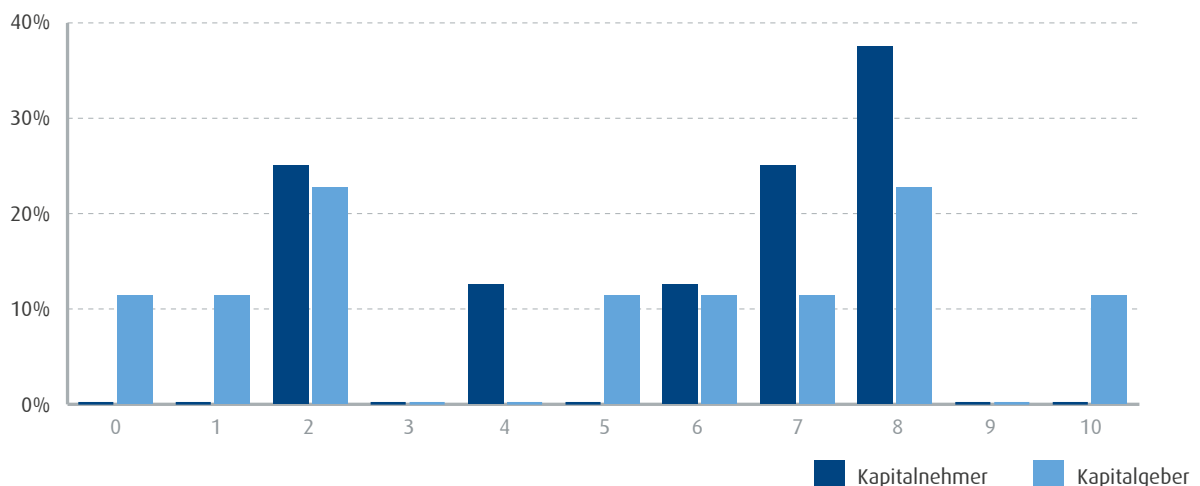


Abbildung D-18: Akzeptanz der Einführung von Mehrstimmrechtsaktien bei einzelnen Stakeholdergruppen.

Wie Abbildung D-18 verdeutlicht, ist das heterogene Stimmungsbild nicht bei allen Fragen so einfach aufzuspalten. Offensichtlich gibt es keine

eindeutige Präferenz einer der beiden Gruppen hinsichtlich der Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien an den deutschen Aktienmärkten.

Auf Seiten der Kapitalnehmer zeigt sich eine tendenziell positive Präferenz gegenüber der Aktienklasse (66%), wobei jedoch kein Kapitalsuchender die Möglichkeit zur Emission von Mehrstimmrechtsaktien als stark positiv bewertet. Interessanterweise bewerten auch 22% der Kapitalnehmer die Wiedereinführung dieser Aktienklasse mit einer 2 auf einer Skala bis 10, was auf Widerstand gegenüber der Idee dieses neuen Ausgestaltungsinstruments hinweist.

Die Antworten der Kapitalgeber fallen sehr unterschiedlich aus. Während einige Mehrstimmrechtsak-

tien als sehr positiv bewerten, sehen andere sie als sehr nachteilig an. Aus den insgesamt in Abbildung D-16 aggregierten Ergebnissen lässt sich daher keine klare, einheitliche Schlussfolgerung zur allgemeinen Haltung in der Gruppe der Kapitalgeber ziehen.

Auf die Frage, ob die von ihnen repräsentierten Unternehmen oder Unternehmen, deren Aktien sie in ihrem Portfolio aufnehmen können, von der neuen Regelung profitieren könnten, zeigen beide Gruppen dagegen ähnliche Ergebnisse, wie in Abbildung D-19 zu sehen ist.

### Können Ihr Unternehmen bzw. andere Unternehmen, die Sie betreuen, mit der Emission von Mehrstimmrechtsaktien profitieren?

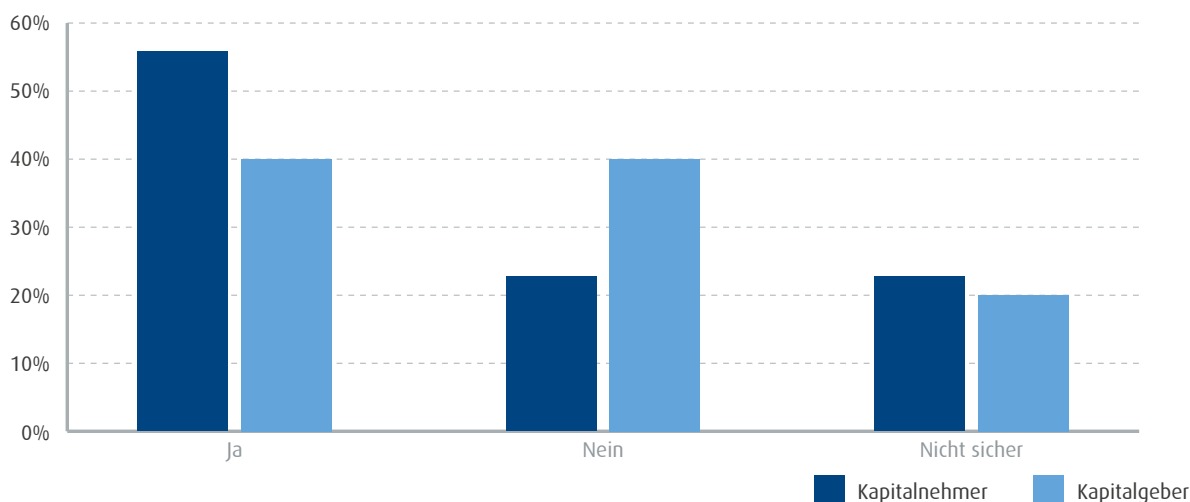


Abbildung D-19: Profitabilitätserwartung durch Emission von Mehrstimmrechtsaktien bei einzelnen Stakeholdergruppen.

Zwar haben Kapitalnehmer eine marginal höhere Erwartung an ein vorteilhaftes Ergebnis durch den Einsatz von Mehrstimmrechtsaktien, aber die Verteilung der Antworten ist in beiden Gruppen ähnlich.

Bezüglich der Wichtigkeit des Erhalts zusätzlicher Stimmrechte zeigen Kapitalsuchende eine weniger polarisierte Meinung, wie in Abbildung D-20 zu erkennen ist. 78% der Befragten halten dies für

wichtig, wobei 33% es als sehr wichtig einstufen. Auf der anderen Seite sehen 50% der Kapitalgeber den Erhalt von Stimmrechten als eher wichtig an, während 40% überhaupt keine Relevanz im Erhalt von Stimmrechten sehen.

### Wie wichtig ist für Sie die Möglichkeit, mehrere Stimmrechte für eine Aktie zu haben?

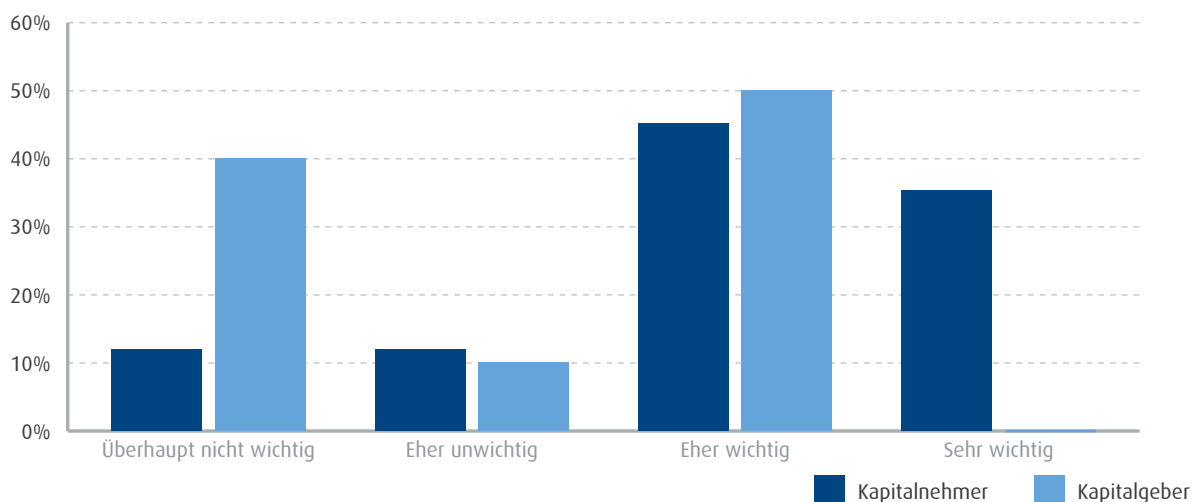


Abbildung D-20: Bedeutung der erhöhten Anzahl an Stimmrechte für eine Aktie bei einzelnen Stakeholdergruppen.

Mit Blick auf die allgemeinen Vorteile für einzelne Stakeholder, die eine größere Anzahl von Stimmrechten behalten, zeigt sich in Abbildung D-21

erneut eine ähnliche Verteilung zwischen den beiden Kapitalgebern und -nehmern.

### Glauben Sie, dass eine höhere Anzahl von Stimmrechten für einzelne Aktionäre von Vorteil ist?

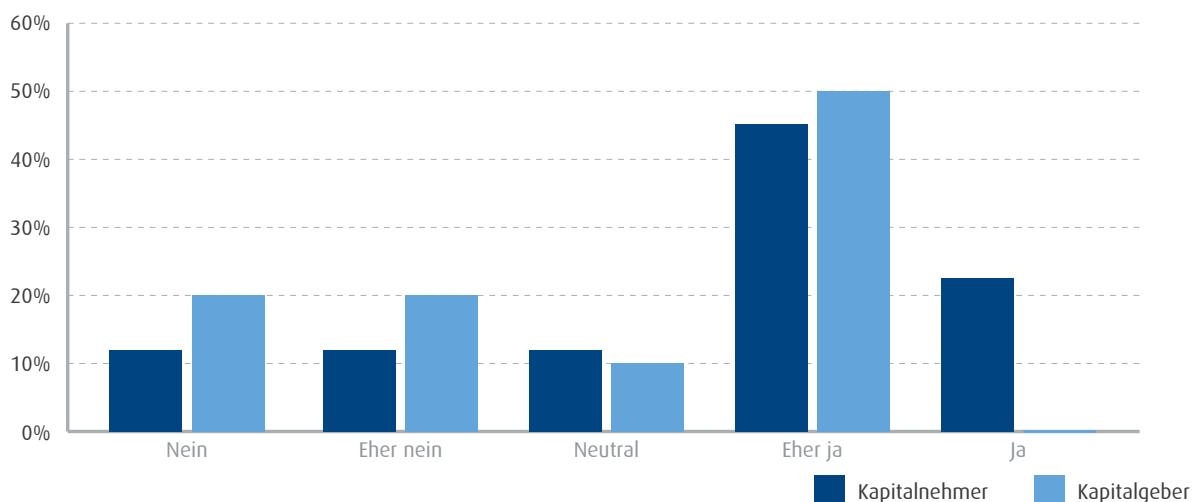


Abbildung D-21: Vorteilhaftigkeit von Mehrstimmrechtsaktien für einzelne Investoren bei einzelnen Stakeholdergruppen.

Es ist allerdings auffällig, dass 22% der Kapitalnehmer einen konkreten Vorteil darin sehen, wenn einzelne Stakeholder eine höhere Anzahl von

Stimmrechten behalten, während auf der Seite der Kapitalgeber kein Befragter diese Ansicht teilt.

Hinsichtlich des Gleichgewichts zwischen Managementflexibilität und der Reduzierung von Agenturkosten zeigt Abbildung D-22 eine erwartete Tendenz der Kapitalnehmer, den Fokus auf die

Managementflexibilität zu legen, während die Kapitalgeber eher die Reduzierung von Agenturkosten zwischen Investoren und internen Akteuren des Unternehmens priorisieren.

### Was halten Sie für wichtiger: die Verringerung von Agenturkosten oder die Erhöhung der Flexibilität des Managements?

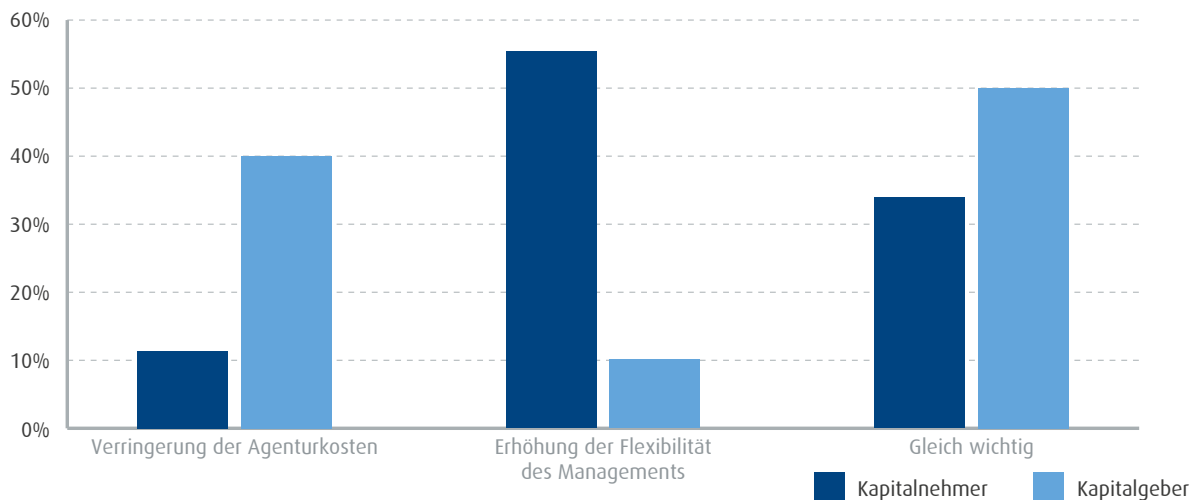


Abbildung D-22: Präferenz zwischen Agenturkosten und Management-Flexibilität bei einzelnen Stakeholdergruppen.

Insgesamt sieht aber ein erheblicher Anteil der Befragten (50% der Kapitalgeber und 33% der Kapitalnehmer) die Managementflexibilität und die Reduzierung von Agenturkosten als gleichermaßen relevant an.

Insgesamt sind sich die Befragten recht einig über den spürbaren Anstieg im Einfluss der Besitzer von Mehrstimmrechtsaktien, der die Kapitalnehmer noch höher einstufen als die Kapitalgeber.

Auf die Frage an die Expertinnen und Experten, wie stark Mehrstimmrechtsaktien den Einfluss von einzelnen Eigentümern bei einer Emittentin erhöhen können, zeigt sich in beiden Gruppen ein ähnliches Muster, wie Abbildung D-23 illustriert.

### Wie könnten Mehrstimmrechtsaktien allgemein die Position und den Einfluss der Eigentümer stärken?

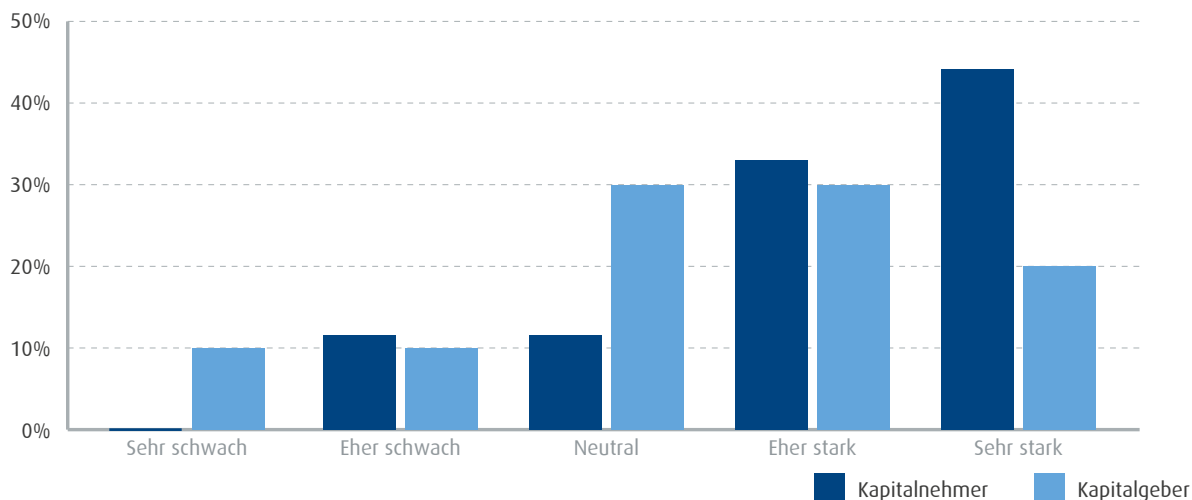


Abbildung D-23: Bedeutung von Mehrstimmrechtsaktien für die Position und den Einfluss der Eigentümer bei einzelnen Stakeholdergruppen.

Ein signifikanter Unterschied zwischen Kapitalgebern und -nehmern besteht jedoch darin, dass 11% der Befragten unter den Kapitalnehmern den Einflusszuwachs als eher schwach bewerten, während 20% der Kapitalgeber einen allgemein schwachen Anstieg des Eigentümerinflusses erwarten, davon 10% sogar einen sehr schwachen Anstieg.

dass mit der Erhöhung des Eigentümerinflusses die Marktakzeptanz der Aktien nicht leidet, netto also die zusätzliche Liquidität den Stimmrechtsnachteil der außenstehenden Aktionäre kompensiert. Daneben zeigt sich eine deutliche Polarisierung unter den Kapitalgebern. Während 20% von einer positiven Marktakzeptanz ausgehen, erwarten 60% eine negative Marktakzeptanz infolge des Anstiegs des Eigentümerinflusses, jeder zweite davon sogar eine sehr negative Wirkung auf die Marktakzeptanz.

Wie Abbildung D-24 zusammenfassend dokumentiert, ist die Mehrheit der Kapitalnehmer der Ansicht,

### Wie könnte die Veränderung des Eigentümerinflusses die Marktakzeptanz beeinflussen?

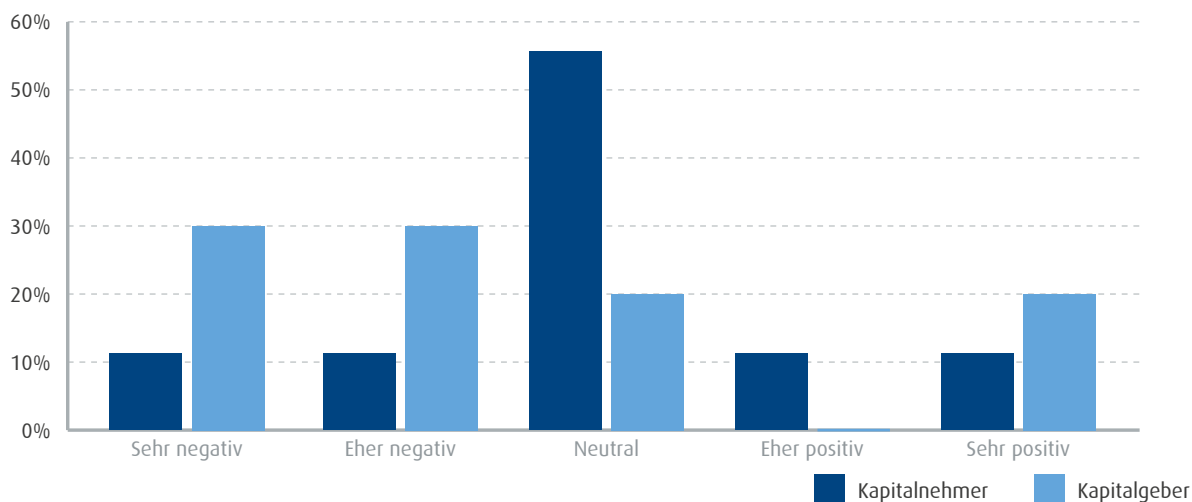


Abbildung D-24: Auswirkung der Erhöhung von Eigentümerinfluss auf die Marktakzeptanz bei einzelnen Stakeholdergruppen.

Bezüglich der Interaktion zwischen Investoren und Eigentümern von Mehrstimmrechtsaktien sind sich beide Gruppen erneut weitgehend einig, dass

eine aktive Kommunikation zwischen den Investoren und Mehrstimmrechtsaktionären erforderlich ist.

### Wie sollte die Interaktion zwischen Investoren und Mehrstimmrechtseigentümern in Unternehmen mit Mehrstimmrechtsaktien gestaltet sein?

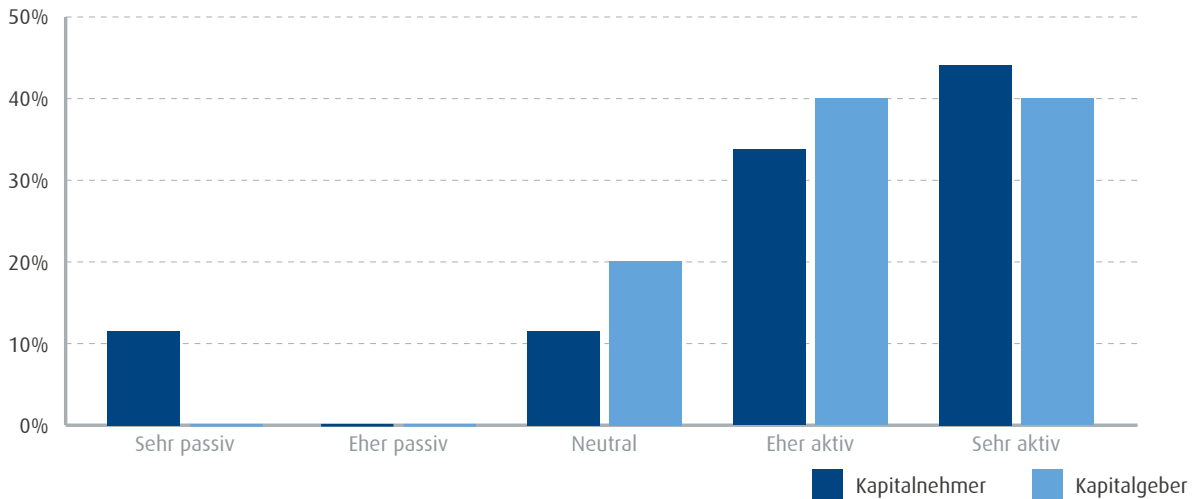


Abbildung D-25: Interaktionsintensität zwischen Investoren und Mehrstimmrechtseigentümern bei einzelnen Stakeholdergruppen.

Abbildung D-25 zeigt jedoch auch, dass zumindest einige Kapitalsuchende (11%) eine möglichst passiv gestaltete Interaktion zwischen Mehrstimm-

rechtsinhabern und den verbleibenden Investoren bevorzugen.

### Was erwarten Sie für Präferenzen bei Fondsmanagern, die zwischen ansonsten ähnlichen Unternehmen mit und ohne Mehrstimmrechtsaktionären wählen können?

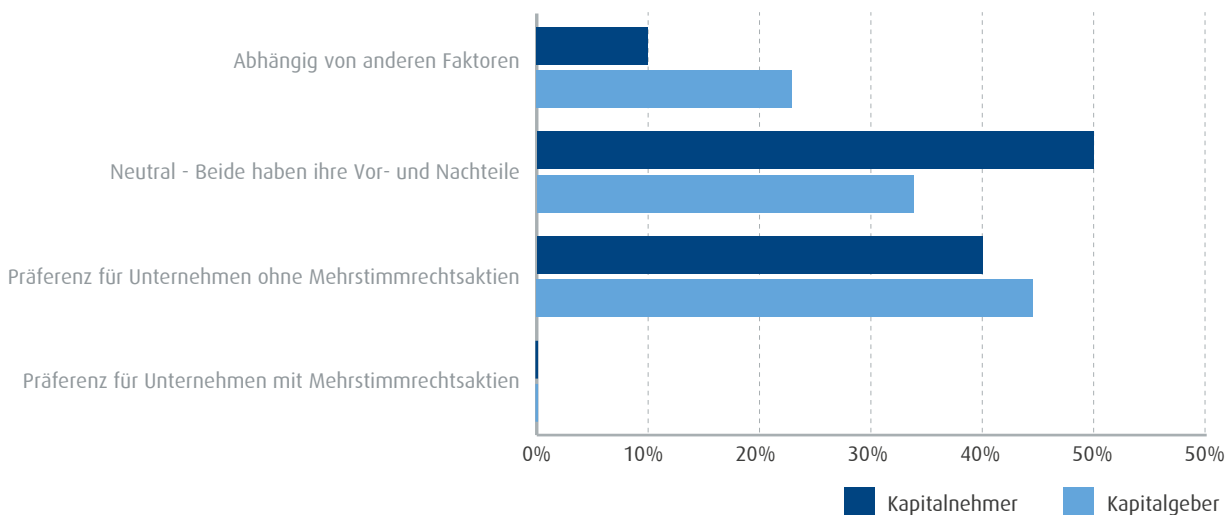


Abbildung D-26: Präferenz von Fondsmanagern gegenüber Investments in Unternehmen mit oder ohne Mehrstimmrechtsaktien bei einzelnen Stakeholdergruppen.

Hinsichtlich der erwarteten Präferenzen von institutionellen Investoren liegen die Antworten von Kapitalgebern und -nehmern zwar recht eng beieinander. Abbildung D-26 zeigt aber doch, dass 44% der Kapitalsuchenden davon ausgehen, dass institutionelle Investoren Unternehmen mit dem traditionellen „one-share-one-vote“-Prinzip bevorzugen. Im Gegensatz dazu zeigen 50% der befragten institutionellen Investoren eine neutrale Haltung gegenüber der Entscheidung, in Unternehmen mit oder ohne Mehrstimmrechtsaktien zu investieren, da solche Unternehmen sowohl Vor- als auch Nachteile bieten. Kapitalgeber sehen Mehrstimmrechtsaktien für Investments also weniger kritisch als Kapitalnehmer.

Wie in Abbildung D-10 zu sehen ist, wird der Einsatz von Treueaktien zur Belohnung treuer Investoren mit einem erhöhten Stimmrechtsanteil pro Aktie von den Teilnehmern insgesamt tendenziell negativ bewertet. Abbildung D-27 verdeutlicht jedoch, dass die extrem negative Wahrnehmung sowie die leicht positive Wahrnehmung von Treueaktien hauptsächlich bei den Kapitalgebern vorherrschen, während nur Vertreter der Kapitalnehmer auch eine stark positive Einstellung gegenüber der Anwendung von Treueaktien äußern. In beiden Gruppen nimmt aber die Mehrheit der Befragten eine negative Haltung gegenüber Treueaktien ein.

### Wie bewerten Sie den Einsatz von Treueaktien?

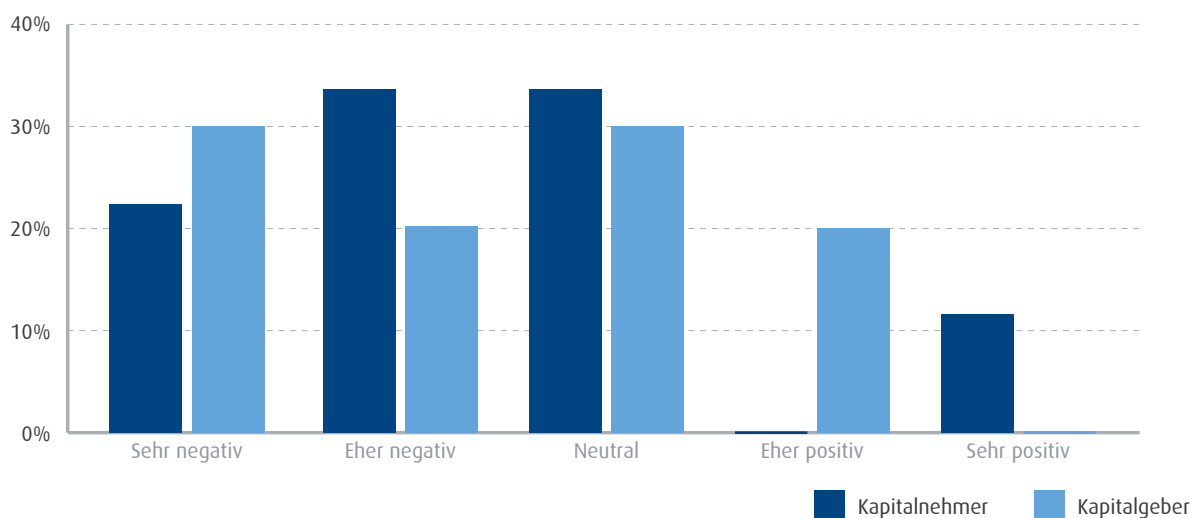


Abbildung D 27: Bewertung der Einführung von Treueaktien bei einzelnen Stakeholdergruppen.

Bei der Frage, ob Treueaktien als Mittel zur Sicherung der Unternehmenskontrolle oder als Hindernis angesehen werden, zeigt Abbildung D-28, dass 67% der Kapitalnehmer sie als Hindernis betrachten, während die Verteilung unter den Kapitalgebern ausgewogener erscheint. Dennoch bewerten die Kapitalgeber, die Treueaktien als

Hindernis sehen, diese kritischer als die Kapitalnehmer: 30% von ihnen sehen Treueaktien definitiv als ein Hindernis an, gegenüber 22% von der Kapitalgeberseite.

### Sehen Sie Treueaktien als Mittel zur Sicherung von Unternehmenskontrolle oder eher als Hindernis?

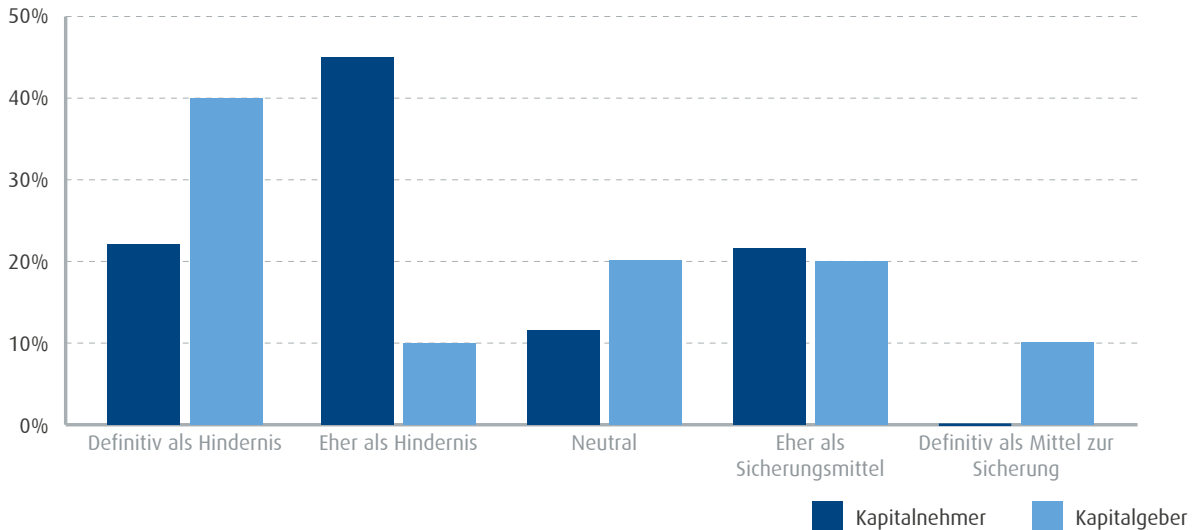


Abbildung D 28: Wahrnehmung von Treueaktien als Mittel zur Sicherung von Unternehmenskontrolle bei einzelnen Stakeholdergruppen.

Die Meinungen zur Begrenzung der zulässigen Anzahl von Stimmrechten für einen einzelnen Investor fallen zwischen Kapitalgebern und Kapitalnehmern recht homogen, insgesamt aber sehr heterogen aus.

Abbildung D-29 zeigt, dass ein Drittel beider Gruppen dem Konzept der Höchststimmrechte ableh-

nend gegenübersteht und gleichzeitig der Anteil der Befürworter für die Einführung von Höchststimmrechten in beiden Gruppen geringfügig höher als der Anteil der Ablehnenden ist. Dieses unklare Stimmungsbild für ein kaum noch genutztes Instrument überrascht und fordert weitere Analysen, die den Rahmen dieser Erhebung aber überschreiten.

### Unterstützen Sie die Idee eines Höchststimmrechts, um die überdurchschnittliche Konzentration von Stimmrechten zu begrenzen?

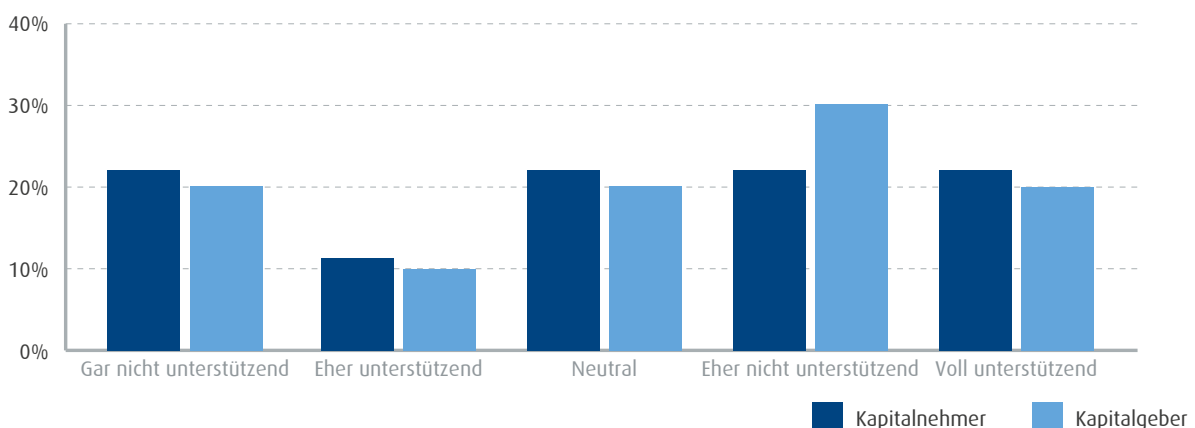


Abbildung D 29: Beurteilung der Anwendung von Höchststimmrechten bei einzelnen Stakeholdergruppen.



Hinsichtlich der Auswirkungen von Höchststimmrechten auf die Governance von Unternehmen, die eine Dual-Class-Struktur implementieren, sind

die meisten Kapitalnehmer der Ansicht, dass die Governance dadurch nicht beeinflusst wird.

### Wie könnten Höchststimmrechte die Governance Ihres Unternehmens beeinflussen?

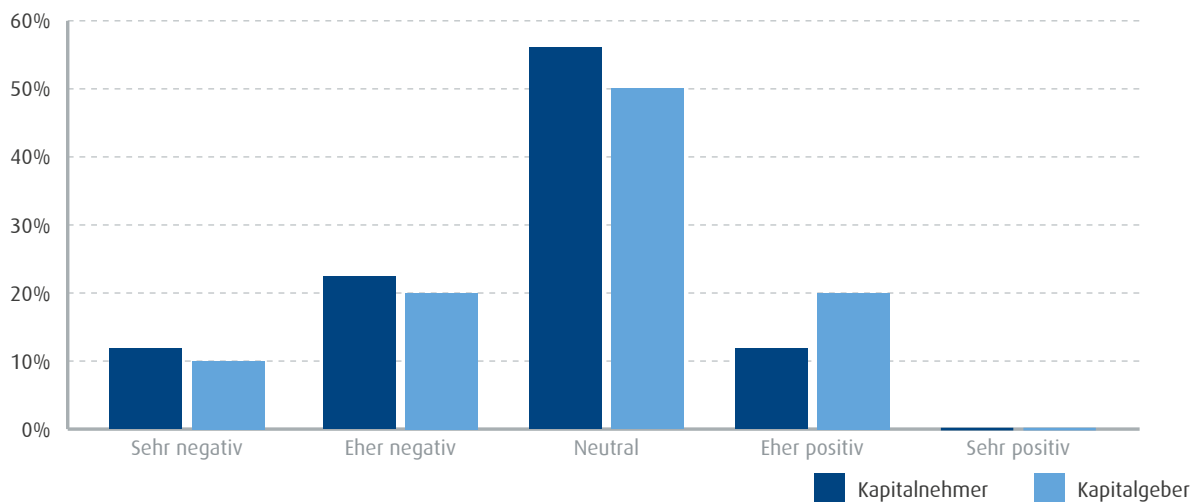


Abbildung D 30: Einfluss von Höchststimmrechte auf Governance des Unternehmens bei einzelnen Stakeholdergruppen.

Abbildung D-30 unterstreicht, dass Kapitalgeber und Kapitalnehmer auch innerhalb ihrer jeweiligen Gruppen sehr uneins darüber sind, welche

Auswirkungen von Höchststimmrechten auf die Governance von Unternehmen mit Mehrstimmrechtsaktien ausgehen.

### Wie beurteilen Sie Auslaufklauseln, die die Dauer von Mehrstimmrechtsrechten begrenzen?

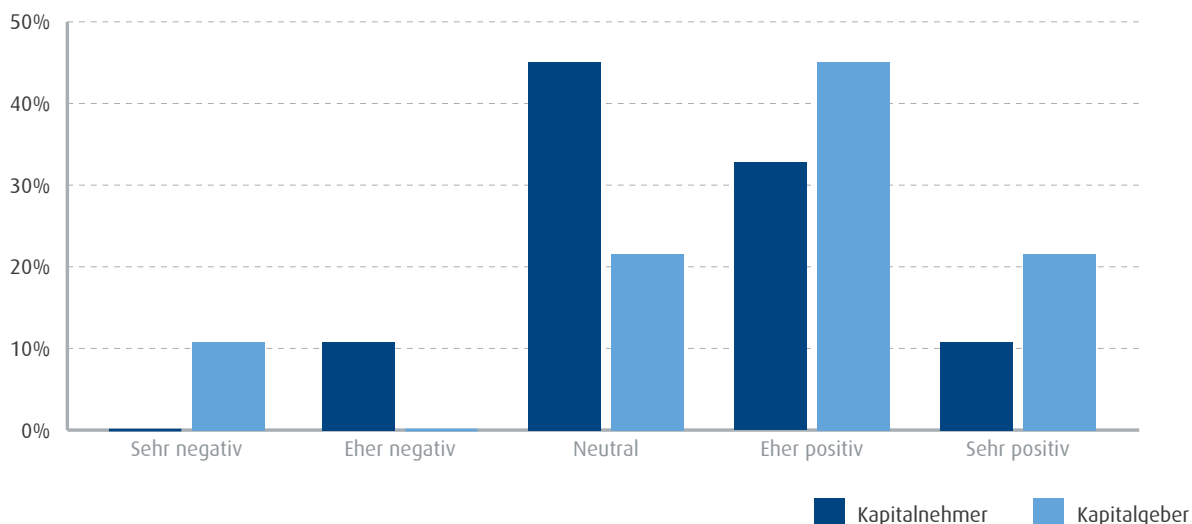


Abbildung D 31: Beurteilung von Auslaufklauseln bei einzelnen Stakeholdergruppen

Abschließend zeigt sich bei den Auslaufklauseln eine überwiegend positive Bewertung, wobei Unterschiede zwischen den Gruppen erkennbar sind. Kapitalnehmer tendieren eher zu einer neutralen Haltung, während Kapitalgeber eine positivere Sicht auf die Auslaufklauseln haben, wobei sich die Meinungen gleichmäßig zwischen neut-

raler, relativ positiver und stark positiver Einschätzung verteilen.

Abbildung D-32 ergänzt die bisherigen Erkenntnisse, indem sie zeigt, wie beide Gruppen die Auswirkungen von Auslaufklauseln auf den langfristigen Einfluss der Aktionäre einschätzen.

### Wie könnte eine solche Begrenzung den langfristigen Einfluss der Aktionäre beeinflussen?

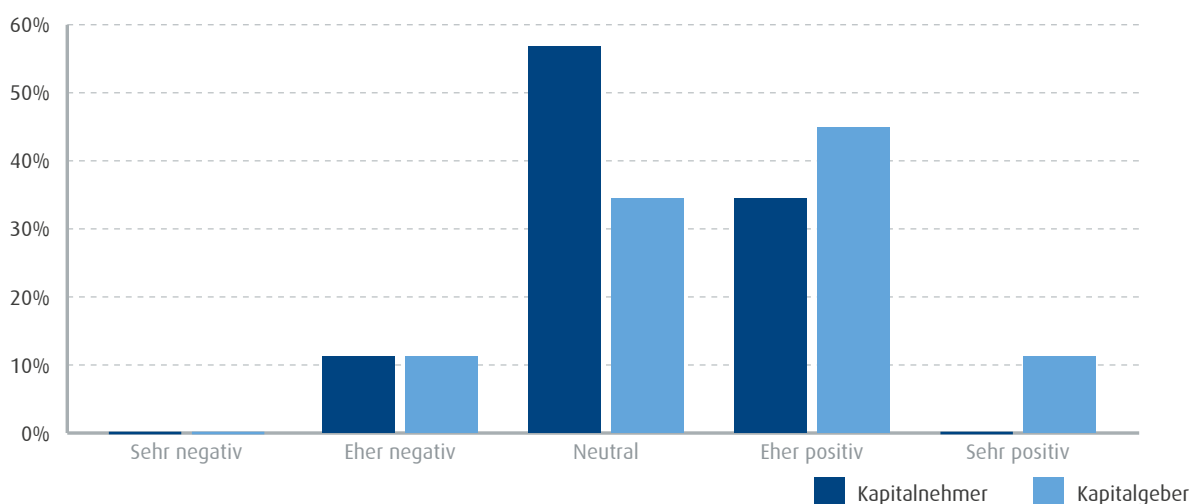


Abbildung D 32: Einfluss von Auslaufklauseln auf Eigentümereinfluss bei einzelnen Stakeholdergruppen.

Es lässt sich feststellen, dass die negativen Ausreißer auf der Seite der Kapitalnehmer konzentriert sind, von denen 11% die Einschränkung als eher negativ empfinden. Die Mehrheit beider Gruppen steht allerdings den Auswirkungen neutral oder eher positiv gegenüber, wobei besonders bei den Kapitalgebern eine tendenziell positivere Einschätzung vorherrscht.

positiver ausfallen als bei den Kapitalgebern, die Probleme für die Governance sehen. Für Investor Relations-Verantwortliche bedeuten diese Einsichten auf jeden Fall einen erheblichen zusätzlichen kommunikativen Aufwand, wenn Unternehmen mit Mehrstimmrechten in Deutschland einen Börsengang planen.

Insgesamt müssen die hier präsentierten Befunde dahingehend interpretiert werden, dass die Marktteilnehmer weit davon entfernt sind, eine einheitliche Bewertung der rechtlichen Neuerung vornehmen zu können. Der Grundtenor fällt insgesamt positiv aus, wobei sich – wenig überraschend – zumindest leichte Anzeichen dafür finden, dass auf Seiten der Kapitalnehmer die Einschätzungen

## 5. Schlussfolgerungen

Die vorliegende Studie untersucht in zwei großen Analysepaketen die Potentiale aus der Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien in Deutschland im Rahmen des ersten Zukunftsfinanzierungsgesetzes, mit dem auch der deutsche Kapitalmarkt gestärkt und die Zahl der Börsengänge spürbar erhöht werden soll.

Das erste Analysepaket widmet sich im Rahmen einer institutionellen und theoretischen Einordnung zunächst den Ausgestaltungsmöglichkeiten von Mehrstimmrechtsaktien. So gilt es zum einen aufzuzeigen, in welchen Ländern in welchen Ausgestaltungsformen die Emission von Mehrstimmrechtsaktien gestattet ist. Zum anderen sind hier die konkreten rechtlichen Details für diese Wertpapiere in Deutschland einzuordnen, wo u.a. eine Zustimmungsquote von 100% für die Begebung von Mehrstimmrechtsaktien gefordert ist, was die Nutzung des Instruments faktisch auf noch nicht börsennotierte Unternehmen beschränkt. Diese Einordnung wäre aber unvollständig, wenn sie nicht auf den letztendlichen Grund für die Wiedereinführung dediziert eingehen würde, die seit langen Jahren schwindenden Notierungszahlen an allen großen westlichen Börsenplätzen.

Die Wiedereinführung der Mehrstimmrechtsaktien erfolgt in einer Zeit, in der der Finanzplatz Deutschland auf einen langen steilen Abwärtstrend bei den Notierungszahlen zurückblickt. Das soll sich nun ändern, insbesondere durch die Steigerung der Börsenneueinführungen. Allerdings hat sich das Wettbewerbsumfeld für alle großen westlichen Börsenplätze extrem verschärft, und der alternative Gang ins Ausland ist beim Börsengang nicht erst seit BionTech und Birkenstock eine inzwischen etablierte Überlegung. Vor diesem Hintergrund wird erläutert, wie kritisch die Notierungsdynamik am deutschen Kapitalmarkt inzwischen erscheint und wie dringend notwendig ein Erfolg der neuen Flexibilität bei der Emission verschiedener Aktienarten ist.

Die Erkenntnisse dieses ersten Studienteils verstehen sich vor diesem Hintergrund aber auch als Weckruf, dass mit weiteren neuen rechtlichen Regelungen zwar durchaus bestehende Hemmnisse reduziert werden, dass aber die daraus resultierenden inkrementellen Anpassungen keine sprunghaft veränderten Rahmenbedingungen erzeugen können, die zu einer nachhaltigen starken Verbesserung der Notierungsdynamik führen. Diese Einschätzung bedeutet, dass die dauerhafte Trendumkehr in der Zahl der Börsennotierungen nur von juristischen Neuregelungen begleitet werden wird und die Treiber aus der Politik in einer Kombination von erzeugter Aufbruchstimmung mit viel neu geweckter Kapitalmarktbegeisterung und einem klaren Bekenntnis zur Aktie als Instrument der privaten Altersvorsorge und damit von Impulsen auf der Investorensseite kommen müssen.

Die Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien ist deshalb sicherlich kein Allheilmittel für die strukturellen Defizite des deutschen Kapitalmarktes, kann aber immerhin positive Impulse setzen, wenn diese Maßnahme am Kapitalmarkt positiv bewertet wird. Das zweite Analysepaket widmet sich daher im Rahmen einer breiten Marktbefragung den Einschätzungen und Erwartungen wichtiger Gruppen von Finanzplatzinstitutionen, wie potentiellen Emittenten, institutionellen Investoren, Börsenplatzbetreibern, Finanzierungsberatern und der fachspezifischen Wirtschaftspresse. Dabei zeigt sich bei aller Heterogenität zwischen verschiedenen Einzelmeinungen eine ganz überwiegend positive Bewertung im Sinne einer erfreulichen Ausweitung der Emissionsgestaltungsmöglichkeiten im Sinne einer Angleichung an international übliche Gestaltungsoptionen.

Das Stimmungsbild unterstreicht aber auch, dass die Marktteilnehmer weit davon entfernt sind, eine einheitliche Bewertung der rechtlichen Neuerung vornehmen zu können. Der Grundtenor

fällt insgesamt auch deshalb positiv aus, weil – wie viele Äußerungen in begleitenden Expertengesprächen gezeigt haben – viele Befragte die sehr grundsätzliche Position beziehen, dass mehr Ausgestaltungsoptionen generell immer begrüßenswert sind. Dabei zeigen sich – wenig überraschend – zumindest leichte Anzeichen dafür, dass auf Seiten der Kapitalnehmer die Einschätzungen positiver ausfallen als bei den Kapitalgebern, die Probleme für die Governance sehen. Für Investor Relations-Verantwortliche bedeuten diese Einsichten auf jeden Fall einen erheblichen zusätzlichen kommunikativen Aufwand, wenn Unternehmen mit Mehrstimmrechten in Deutschland einen Börsengang planen.

Damit ist die Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien aus sich der befragten Expertinnen und Experten insgesamt eine begrüßenswerte rechtliche Neuregelung. Einen Gamechanger zur Behebung der extremen Notierungsschwäche bei den Börsenneuzulassungen in Deutschland stellen die Mehrstimmrechtsaktien aber definitiv nicht dar. Der kritischen niedrigen Zahl börsennotierter Gesellschaften im Regulierten Markt wird durch die Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien nicht spürbar entgegengesteuert.



## Literaturverzeichnis

*Achleitner, A.K.; Braun, R.; Kaserer, C.; Jarchow, S.; Keppler, H.; Szewczyk, J. (2019):* Börsennotierte Familienunternehmen in Deutschland: Bedeutung, Merkmale, Performance. Stiftung Familienunternehmen / Foundation for Family Businesses.

*Baker, T.; Nelson, R. E. (2005):* Creating Something from Nothing: Resource Construction through Entrepreneurial Bricolage. *Administrative Science Quarterly*, 50(3), 329-366.

*Bassen, A.; Schiereck, D.; Zöllner, C. (2007):* Anti-Takeover-Maßnahmen aus Corporate-Governance-Sicht, DIRK e.V. (Hrsg.): *Defense Communication – Kapitalmarktkommunikation bei der Abwehr nichtfreundlicher Übernahmen*, Wiley-VCH, Weinheim 2007, S. 53-64.

*Bebchuk, L.; Kraakman R.; Triantis, G. (2000):* Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights. NBER Chapters, in: *Concentrated Corporate Ownership*, p. 295-318, National Bureau of Economic Research, Inc.

*Bower, J. L.; Christensen, C. M. (1995):* Disruptive Technologies: Catching the Wave. *Harvard Business Review*, 73(1), p. 43-53.

*Claessens, S.; Djankov, S.; Lang, L. (2000):* The separation of ownership and control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 81-112.

*Claessens, S.; Djankov, S.; Fan, J. P. H.; Lang, L. H. P. (2002):* Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771.

*Cowden, B. J.; Bendickson, J. S.; Bungcayao, J.; Womack, S. (2020):* Unicorns and agency theory: Agreeable moral hazard? *Journal of Small Business Strategy*, 30(2), 17-25.

*Faccio, M.; Lang, L. (2002):* The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65(3), 365-395.

*Field, L.; Lowry, M. (2022):* Bucking the trend: Why do IPOs choose controversial governance structures and why do investors let them? *Journal of Financial Economics*, 146(1), 27-54.

*Fiesenig, B.; Kuhnke, J.; Schiereck, D. (2024):* Die Bedeutung der deutschen Wertpapierbörsen als Markt für Eigenkapital seit 1950, *Corporate Finance*, 15, 129-133.

*Fiesenig, B.; Rapp, M. S.; Schiereck, D. (2024):* Zukunftsfinanzierungsgesetz und Börsenneunotierungen: Was lässt die Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien erwarten? *Corporate Finance*, 15, 17-23.

*Fiesenig, B.; Schiereck, D. (2024):* More is less? Wealth effects of Italian stocks to the increase in allowed voting rights. *Finance Research Letters*, 62, 105166.

- Fisher, G. (2012): Effectuation, Causation, and Bricolage: A Behavioral Comparison of Emerging Theories in Entrepreneurship Research. Entrepreneurship Theory and Practice, 36(5), 1019-1051.*
- Frank, E.; Sudarshan, A. (2024): The Social costs of Keystone Species Collapse: Evidence from the Decline of Vultures in India. American Economic Review, 114(10), 3007-3040.*
- Gao, X.; Ritter, J. R.; Zhu, Z. (2013): Where have all the IPOs gone? Journal of Financial and Quantitative Analysis, 48(6): 1663-1692.*
- Glavina, S. (2013): European IPO Market – Global and Regional Stock Exchanges, Economics and Management, 18(4), 632-642.*
- Gödecke, T.; Schiereck, D. (2024): Voting Stake of the Largest Shareholder, Ownership Concentration and Leverage. Journal of Risk Finance, 25, im Erscheinen.*
- Gödecke, T.; Schiereck, D. (2024): Corporate Control and M&A Activity: The Role of the Largest Shareholder's Voting Stake. Working Paper, TU Darmstadt.*
- Gödecke, T.; Kiesel, F.; Schiereck, D. (2024): Ownership Concentration and the Aversion to Dilution: Evidence from Acquisition Financing. Working Paper, TU Darmstadt.*
- Habdank, P. (2024): Deutsche Börse hinkt im Marketing hinterher. Börsen-Zeitung, 20.07.2024, S. 4.*
- Hippin, A. (2024): Schaufenster für eine internationale Investorenbasis. Börsen-Zeitung, 25.07.2024, S. 4.*
- Holmström, B. (1979): Moral Hazard and Observability. The Bell Journal of Economics, 10(1), 74–91.*
- Jensen, M.; Meckling, W. (1976): Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, 3(4), 305-360.*
- Kahle, K. M.; Stulz, R. M. (2017): Is the US public corporation in trouble? Journal of Economic Perspectives, 31(3), 67-88.*
- Kim, J.; Matos, P.; Xu, T. (2018): Multi-class shares around the world: the role of institutional investors. [http://web.nbs.ntu.edu.sg/general/NTUFinanceConference2019/downloadpapers/paperfolder/FC2019D1\\_Multi ClassShares.pdf](http://web.nbs.ntu.edu.sg/general/NTUFinanceConference2019/downloadpapers/paperfolder/FC2019D1_Multi ClassShares.pdf).*
- Kim, H.; Michaely, R. (2019): Sticking around Too Long? Dynamics of the Benefits of Dual-Class Voting. European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 590/2019, Swiss Finance Institute Research Paper No. 19-09, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3145209>.*
- La Porta, R., De-Silanes, F. L.; Shleifer, A. (1999): Corporate Ownership Around the World, Journal of Finance, 54(2), 471-517.*

*Mainert, I. (2020):* Neue Börsengänge braucht das Land. Börsen-Zeitung, 05.06.2020.

*Nassr, I. K.; Wehinger, G. (2016):* Opportunities and limitations of public equity markets for SMEs, OECD Journal: Financial Market Trends, Issue 1, 49-84.

*o. V. (2024a):* Frankfurt bei Börsengängen auf Platz vier in Europa. Börsen-Zeitung, 20.07. 2024, S. 1.

*o. V. (2024b):* Listing-Regime entschlackt. Börsen-Zeitung, 12.07.2024.

*o. V. (2024c):* London Tunnels geht Lieber in Amsterdam an die Börse. Börsen-Zeitung, 26.06.2024.

*o. V. (2024d):* Klarna engt den Kreis der Banken für geplantes IPO ein. Börsen-Zeitung, 18.07.2024.

*o. V. (2024e):* Klarna-Anteile gehen über Sekundärmarkt. Börsen-Zeitung, 07.08.2024.

*Ritter, J. (2022):* Initial Public Offerings: Dual Class Structure of IPOs Through 2022. University of Florida.

*Schiereck, D. (2024):* Unternehmensfinanzierung in Umbruchzeiten: Herausforderungen und Perspektiven aus betriebswirtschaftlicher Sicht, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, (2024), S. 1-22.

*Schiereck, D.; Hinrichsen, A. V. (2022):* Aktie und Kapitalmarkt: Funktion und Wirkung, Hoffmann, C. P.; Schiereck, D.; Zerfaß, A. (Hrsg.): Handbuch Investor Relations und Finanzkommunikation, Springer, Heidelberg, 67-84.

*Selgert, F. (2018):* Börsenzulassungsstellen, Reichsregierung und die (Selbst-)Regulierung der Mehrstimmrechtsaktie, 1919-1937. Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte, 59(1), 77-103.

*Wehnert, A. (2024):* US-Börsenriesen drängen in neue Geschäftsfelder. Börsen-Zeitung, 06.09.2024, S. 3.





## Über die Autoren



### **Prof. Dr. Dirk Schiereck**

ist Leiter des Fachgebiets Unternehmensfinanzierung an der TU Darmstadt. Seine Forschungsschwerpunkte liegen in der (kapitalmarktorientierten) Unternehmensfinanzierung, dem Asset Management und der Digitalisierung der Finanzindustrie.

Er ist bzw. war Aufsichtsratsmitglied bei der BayernInvest und der creditshelf sowie Mitglied in verschiedenen Wissenschaftlichen Beiräten. Die WirtschaftsWoche zählt ihn zu den 30 forschungstärksten Betriebswirten im deutschsprachigen Raum.



### **Bruno Fiesenig, M.Sc.**

ist wissenschaftlicher Mitarbeiter und Doktorand am Fachgebiet Unternehmensfinanzierung an der TU Darmstadt. Seine Forschungsschwerpunkte liegen in der der kapitalmarktorientierten Unternehmensfinanzierung.

Darüber hinaus arbeitet er als Associate in einer auf Mergers & Acquisitions (M&A) spezialisierten Boutique in Frankfurt am Main.

**DIRK – Deutscher Investor Relations Verband**

Reuterweg 81 | 60323 Frankfurt am Main

T +49 (0) 69 . 9590 9490

F +49 (0) 69 . 9590 94999

info@dirk.org | **www.dirk.org**

Gestaltung & Satz: METAFEX, Kevin Höbig, Markranstädt