

Felix Selgert

Börsenzulassungsstellen, Reichsregierung und die (Selbst-)Regulierung der Mehrstimmrechtsaktie, 1919-1937

<https://doi.org/10.1515/jbwg-2018-0004>

Abstract: The German system of corporate governance changed considerably after the end of the Great War. This change was, among other things, marked by the rise of shares with multiple voting rights, often concentrated in the hands of incumbent business leaders. The development was publicly criticized by the promoters of a more equal corporate constitution and led the Imperial government as well as stock exchanges to consider reform. The article traces this debate based on source material from the Bundesarchiv and the Geheimes Staatsarchiv Preußischer Kulturbesitz. In doing so, I find that, contrary to John Coffee's claim, public regulation followed the practice of private regulation until the late 1920s but that the latter was dismissed as a role model during the Great Depression. The quantitative evidence furthermore shows that public as well as private actors achieved their regulatory targets. Yet, these targets did not include the full removal of shares with multiple voting rights.

JEL-Codes: G 32, G 34, G 38, N 24, N 44

Keywords: Corporate governance, multiple voting rights, regulation, stock exchange, Mehrstimmrechte, Regulierung, Börsenzulassung

1 Einleitung

Das Ende des Ersten Weltkriegs markierte einen deutlichen Bruch des deutschen Corporate Governance Systems.¹ Deutlich wird dieser Wandel unter anderem auch

¹ E.C. Perotti/E.-L. von Thadden, *The Political Economy of Corporate Control and Labor Rents*, in: *Journal of Political Economy* 1, 2006, S. 145-175.

in dem Aufkommen von Mehrstimmrechtsaktien, die ihren Inhabern im Vergleich zu Stammaktien mit gleichem Nominalkapital ein höheres Stimmrecht gewährten. Obwohl die Schaffung von Mehrstimmrechtsaktien bereits vor 1914 rechtlich möglich war, trat dieser Aktientyp erst nach dem Ende des Ersten Weltkriegs vermehrt auf. Ursprünglich dazu geschaffen, Übernahmen deutscher Aktiengesellschaften durch ausländische Investoren zu verhindern, entwickelte sich die Mehrstimmrechtsaktie nach dem Krieg rasch zu einem Instrument der Herrschaftssicherung in den Händen der eingesessenen Unternehmensleitungen. Diese Entwicklung löste eine intensive öffentliche Debatte aus und gab den Anstoß für staatliche und private Regulierungsüberlegungen.² Auf staatlicher Seite waren vor allem das Reichswirtschaftsministerium und das Preußische Ministerium für Handel und Gewerbe eingebunden, auf Seiten der Wirtschaft spielten die deutschen Börsenzulassungsstellen die mit Abstand wichtigste Rolle. Beide Seiten konnten sich jedoch trotz massiver öffentlicher Kritik an den Mehrstimmrechtsaktien nicht dazu durchringen, eine umfangreiche Stimmrechtsreform durchzuführen und der 1884 eingeführten Regel des *one share – one vote* wieder Geltung zu verschaffen.³ Erst das Aktiengesetz von 1937 führte ein Verbot der Mehrstimmrechtsaktie ein, ließ aber ministerielle Ausnahmen zu.⁴ Diese Regelung wurde im ersten bundesrepublikanischen Aktiengesetz aus dem Jahr 1965 übernommen.⁵ Die endgültige Abschaffung von Mehrstimmrechts-

² K.W. Nörr, Zur Entwicklung des Aktien- und Konzernrechts während der Weimarer Republik, in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht, 1986, S. 155-181, hier S. 163. Laut Nörr stellte die Entwicklung der Mehrstimmrechtsaktie einen wichtigen Anstoß für die intensive Reformdiskussion in der Weimarer Republik dar. Siehe dazu auch W. Schubert (Hg.), Die Aktienrechtsreform am Ende der Weimarer Republik. Die Protokolle der Verhandlungen im Aktienrechtsausschuß des Vorläufigen Reichswirtschaftsrats unter dem Vorsitz von Max Hachenburg, Berlin 1987, S. 25-34; Ders. (Hg.), Quellen zur Aktienrechtsreform der Weimarer Republik (1926-1931), Frankfurt a.M., 1999, S. 1-25; G. Spindler, Kriegsfolgen, Konzernbildung und Machtfrage als zentrale Aspekte der aktienrechtlichen Diskussion in der Weimarer Republik, in: W. Bayer/M. Habersack (Hg.), Aktienrecht im Wandel, Tübingen 2007, S. 440-569; S. Engelke/R. Maltshew, Weltwirtschaftskrise, Aktienskandale und Reaktionen des Gesetzgebers durch Notverordnungen im Jahr 1931, in: Bayer/Habersack (Hg.), Aktienrecht im Wandel, S. 570-618.

³ RGBl. Nr. 22, 1884, S. 123-170, Art. 190. Der Artikel gewährt jeder Aktie das Stimmrecht. Dieses wird nach Aktienbeträgen ausgeübt, kann aber von der Gesellschaft nach oben begrenzt werden, sofern ein Aktionär mehrere Aktien besitzt.

⁴ Zur Reformdiskussion der 1930er Jahre: W. Schubert/W. Schmid/J. Regge (Hg.), Akademie für Deutsches Recht, 1933-1945, Protokolle der Ausschüsse, Bd. 1: Ausschuß für Aktienrecht, Berlin 1986, XL-1; W. Bayer/S. Engelke, Die Revision des Aktienrechts durch das Aktiengesetz von 1937, in: Bayer/Habersack (Hg.), Aktienrecht im Wandel, S. 619-669.

⁵ BGBl. Nr. 48, 1965, S. 1089-1184, § 12.

aktien gelang erst Ende der 1990er Jahre.⁶ Die Frage, welche Anreize die Akteure bei ihren Regulierungsentscheidungen geleitet haben und wie sich private und staatliche Regulierung gegenseitig beeinflusst haben, stellt daher einen Schwerpunkt des vorliegenden Aufsatzes dar. Die Erfahrungen des ausgehenden 19. Jahrhunderts suggerieren dabei, dass die private Regulierung in der Lage war, Gesetzesvorschriften durch eine erfolgreiche Selbstregulierung zu beeinflussen.⁷

Einen zweiten Schwerpunkt bildet die Frage nach dem Effekt der Regulierungsbemühungen staatlicher und privater Akteure. Zwischen 1925 und 1939 veröffentlichte das Statistische Reichsamts in „Wirtschaft und Statistik“ Informationen zur Entwicklung des Mehrstimmrechts börsennotierter Aktiengesellschaften. Auch wenn sich die Erhebungsmethoden über die Zeit änderten, lassen sich doch Entwicklungstrends erkennen. So verfügten im Jahr 1925 über die Hälfte aller börsennotierten Aktiengesellschaften in Deutschland über Mehrstimmrechtsaktien, Ende 1938 nur noch ein gutes Viertel. Quantitative Informationen über die Verbreitung dieser Aktien und das Stimmrechtsverhältnis zwischen Stimm- und Stammaktien lassen zudem Aussagen darüber zu, inwiefern private und staatliche Regulierungsbemühungen den öffentlichen Forderungen nach strengerer Kontrolle der etablierten Unternehmensleitungen entgegengekommen sind.

Die beiden skizzierten Schwerpunkte werden in Abschnitt 3 und 4 behandelt. Zunächst soll aber in Abschnitt 2 eine Übersicht über die Entstehung der Mehrstimmrechtsaktie gegeben werden.

2 Die Entstehung von Mehrstimmrechtsaktien nach dem Ersten Weltkrieg

Unter Mehrstimmrechtsaktien werden im Folgenden Aktien verstanden, die im Vergleich zu den Stammaktien des gleichen Nennbetrags ein höheres Stimm-

⁶ B. Kropff, Reformbestrebungen im Nachkriegsdeutschland und die Aktienrechtsreform von 1965, in: Bayer/Habersack (Hg.), Aktienrecht im Wandel, S. 670-888, hier S. 794.

⁷ C. Burhop, Regulierung und Selbstregulierung am Berliner Aktienmarkt, in: Zeitschrift für Neuere Rechtsgeschichte 1/2, 2015, S. 32-49; J. Falke, Anlegerschutz und Unternehmenspublizität. Die Zulassung von Aktien zum Börsenhandel bis zur New Deal Gesetzgebung in vergleichender Sicht, in: N. Horn/J. Kocka (Hg.), Recht und Entwicklung der Großunternehmen im 19. und frühen 20. Jahrhundert. Wirtschafts-, sozial- und rechtshistorische Untersuchungen zur Industrialisierung in Deutschland, Frankreich, England und den USA, Göttingen 1979, S. 619-644.

recht in der Generalversammlung besaßen.⁸ Sie erlaubten es, die Generalversammlung und damit die Aktiengesellschaft mit einem relativ geringen Kapitaleinsatz zu beherrschen. Die Schaffung von Mehrstimmrechtsaktien wurde durch § 252 des Handelsgesetzbuchs (HGB) vom 1. Januar 1900 möglich, der das Recht einräumte, Vorzugsaktien ein höheres Stimmrecht als den Stammaktien zuzugestehen.⁹ Da sich die deutschen Zulassungsstellen in den meisten Fällen weigerten, Mehrstimmrechtsaktien zum Börsenhandel zuzulassen, wurde von dieser Möglichkeit bis zum Ende des Ersten Weltkriegs jedoch kaum Gebrauch gemacht.¹⁰ Die wenigen Mehrstimmrechtsaktien wurden in der Regel im Sanierungsfall geschaffen. Der Zweck dieser Aktien war es, dem rettenden Investor die Entscheidungsmacht zu sichern.¹¹ Eine Ausnahme von dieser Regel bildete vor 1919 lediglich die Hibernia AG, bei der im Jahr 1904 Mehrstimmrechtsaktien geschaffen wurden, um die feindliche Übernahme durch den preußischen Staat abzuwenden.¹²

Nach dem verlorenen Krieg gewann die Rechtsform der Mehrstimmrechtsaktie schlagartig an Bedeutung. Die nun offen zu Tage tretende Inflation und der Wertverlust der Mark gegenüber dem Dollar führten zu einer Konzentration großer Aktienpakete und einer Vervielfachung feindlicher Übernahmen.¹³ Dabei gerieten wohl auch größere Aktienpakete deutscher Industrieaktiengesellschaften in die Hände ausländischer Aktionäre.¹⁴ Weitere Gründe für den Zufluss auslän-

8 *Spindler*, Kriegsfolgen, S. 454-460; zeitgenössisch: *H. Horowitz*, Schutz- und Vorratsaktien, Berlin 1926, S. 1-5; *A. Nußbaum*, Aktionär und Verwaltung. Mit einem Anhang: Dokumente der Aktienrechtsreform, Berlin 1928, S. 1-4.

9 Unter Vorzugsaktien versteht man Aktien, deren Besitzern ein bevorzugtes Gewinnbezugsrecht oder Vorzugsrechte bei der Vermögensverteilung zustehen. Vorzugsaktien existierten bereits vor dem Inkrafttreten des HGB am 1. Januar 1900.

10 *H. Planitz*, Die Stimmrechtsaktie. Ein Beitrag zur Reform des Aktienrechts, Leipzig 1922, S. 28.

11 *G.D. Feldman*, Foreign Penetration of German Enterprises after the First World War. The Problem of Überfremdung, in: *A. Teichova/M. Lévy-Leboyer/H. Nussbaum* (Hg.), Historical Studies in International Corporate Business, Cambridge 1989, S. 87-110, hier S. 97.

12 *Horowitz*, Schutz- und Vorratsaktien, S. 1; *D. Bleidick*, Die Hibernia-Affäre. Der Streit um den preußischen Staatsbergbau im Ruhrgebiet zu Beginn des 20. Jahrhunderts, Bochum 1999, S. 229-230, 245-250.

13 Bericht der Handels- und Gewerbekammer für den Kreis Meiningen vom 22.12.1920, in: Bundesarchiv Berlin (BArch) R 3101/17540.

14 Artikel in der Deutschen Bergwerkszeitung vom 19.10.1920 und 31.03.1921, in: ebda.; Bericht der Handelskammern Köln und Augsburg vom 19.10.1920 und 31.03.1921, in: ebda.; *M. Ahrends*, Geschichte der Interessengengensätze innerhalb der Aktiengesellschaft seit 1870 (Diss. Heidelberg 1935), S. 68 f.; *Spindler*, Kriegsfolgen, S. 445-448. Eine genaue Quantifizierung der Besitzkonzentration beziehungsweise des Aktienbesitzes in ausländischer Hand ist leider nicht möglich. Ein recht ausführlicher Überblick über die ausländischen Kapitalbeteiligungen bei deutschen

dischen Kapitals sind in der Flucht deutscher Investoren in ausländische Valuta und den gestiegenen, nicht mehr durch inländische Investoren zu deckenden Kapitalbedarf deutscher Aktiengesellschaften zu suchen.¹⁵ So gingen beispielsweise die linksrheinischen Fabriken von Mannesmann, Stumm und der Gelsenkirchener Bergwerks-AG im Winter 1919/20 an französische Investoren.¹⁶ Zudem scheint es Bemühungen französischer Investoren gegeben zu haben, sich bei Rheinmetall einzukaufen. Ähnliche Versuche gab es seitens der süddeutschen Industrie. Neben Aktienkäufen nutzten die Franzosen auch ihren Status als Besatzungsmacht, um sich in den Besitz fortgeschrittener deutscher Technologien der Chemieindustrie zu bringen.¹⁷ Neben den Franzosen, wie etwa Louis Loucher, waren auch österreichische, niederländische und schwedische Investoren in Deutschland aktiv.¹⁸ Zusammen mit Otto Wolff übernahm beispielsweise eine niederländische Investorengruppe die Aktienmehrheit bei der Phoenix AG, einen ähnlichen Verkauf des Bochumer Vereins verhinderte Hugo Stinnes im Herbst 1920. Stinnes war es auch, der im März 1922 ein größeres Aktienpaket der Berliner Handelsgesellschaft von einem tschechischen Investor übernahm. Im Zusammenspiel mit dem extrem günstigen Dollarkurs deutscher Aktien – im Februar 1920 war eine 1.000 M Stammaktie der Phoenix AG beispielsweise für 58,50 Dollar zu haben – und den unverhohlenen französischen Bemühungen das Rheinland und das Saargebiet zu einer französischen Interessenssphäre zu machen, befeuerten die Übernahmen durch ausländische Investoren ein Bedrohungsszenario des Ausverkaufs der gesamten deutschen Industrie.¹⁹ Die einge-

Unternehmen in den Jahren 1918 bis 1920 findet sich bei *H.J. von Kleist*, *Die ausländische Kapitalbeteiligung in Deutschland*, Berlin 1921, S. 53-92.

¹⁵ *Ebda.*, S. 47-50.

¹⁶ *Feldman*, *Überfremdung*, S. 94-96.

¹⁷ *J.A. Johnson*, *Die Macht der Synthese (1900-1925)*, in: *W. Abelshauser (Hg.)*, *Die BASF. Eine Unternehmensgeschichte*, München 2002, S. 117-220, hier S. 189. Industriespionage, insbesondere gegen die chemische Industrie, blieb die gesamten 1920er Jahre ein in Wirtschaftskreisen und der Öffentlichkeit breit diskutiertes Thema; vgl. dazu: *M. Daniels*, „Wirtschaftlicher Landesverrat“ im „Wirtschaftskampf gegen Deutschland“. Die deutsche Chemieindustrie und die Bekämpfung ausländischer Industriespionage in den 1920er Jahren, in: *HZ* 299/2, 2014, S. 352-383.

¹⁸ *Feldman*, *Überfremdung*, S. 94-96; *H. Kiehling*, *Die deutsche Börse in den Jahren 1920 bis 1923*, in: *Bankhistorisches Archiv* 21/2, 1995, S. 67-107, hier S. 87-89.

¹⁹ *Feldman*, *Überfremdung*, S. 92-93; *Kleist*, *Kapitalbeteiligung*, S. 55-56. Der Dollarkurs der Phoenixaktien wurde ursprünglich berechnet von: *S. Kurz*, *Die Überfremdungsgefahr der deutschen Aktiengesellschaften und ihre Abwehr*, Leipzig 1921, S. 9. Laut Feldman kam es trotz der skizzierten Einzelfälle nie zu einem großen Ausverkauf deutscher Industriewerte. Dies lag wohl daran, dass viele Investoren im Winter 1919/20 aufgrund der unklaren Entwicklung der deutschen Industrie trotz günstiger Aktienkurse von einem Engagement in Deutschland absahen.

sessenen Unternehmensleitungen wehrten sich gegen diese Entwicklung. Bereits im Mai und dann wieder im Oktober 1919 war die Zunahme des Aktienbesitzes in ausländischer Hand Gegenstand zweier geheimer Besprechungen zwischen Reichsregierung und Industrie.²⁰ Das Reichswirtschaftsministerium stand dabei vor einem Dilemma. Zwar wollte es die Kontrolle wichtiger Industrien durch Ausländer verhindern. Auf der anderen Seite war sich das Reichsjustizministerium aber darüber im Klaren, dass die Reparationsverpflichtungen den Import ausländischen Kapitals notwendig machen würden, ein Verbot ausländischen Aktienbesitzes also kontraproduktiv sein würde.²¹ Hinzu kam, dass Artikel 276 des Versailler Friedensvertrags eine offene Diskriminierung von Staatsangehörigen der alliierten Siegermächte in Wirtschaftssachen untersagte.²² Aus diesen Gründen legte das Reichswirtschaftsministerium den Unternehmerverbänden nahe, ihren Mitgliedern die Schaffung von Mehrstimmrechtsaktien zu empfehlen und die Kontrolle dieser Aktien in die Hände der bestehenden Unternehmensführungen zu legen. Dies kam einem staatlichen Freibrief gleich, musste die Reichsregierung zu diesem Zeitpunkt doch alle größeren Wertpapieremissionen genehmigen. Der Reichsverband der Deutschen Industrie (RDI) und der Deutsche Industrie- und Handelstag (DIHT) reagierten zustimmend und empfahlen ihren Mitgliedern Ende 1919 die Schaffung von Mehrstimmrechtsaktien zum Schutz vor „ausländischer Überfremdung“.²³ Der RDI empfahl diese Aktien als vinkulierte Namensaktien²⁴ zugunsten der Unternehmensleitung oder ihnen nahestehenden Gruppen auszugeben. Dabei verwiesen sie auf die Praxis der großen deutschen Schifffahrtlinien, der HAPAG und der Hamburg-Südamerika Linie, die bereits untereinander Mehrstimmrechtsaktien ausgetauscht hätten, um sich vor ausländischen Übernahmen zu schützen. Eine ähnliche Strategie verfolgten die seit 1904 in der Interessengemeinschaft der deutschen Teerfarbenindustrie zusammengeschlossenen Chemieunternehmen.²⁵ Neben der Ausgabe von Namensak-

20 Siehe das Protokoll der Besprechung vom 13.10.1919, in: BArch R 3101/17547; *Feldman*, Überfremdung, S. 89 f.

21 Reichswirtschaftsminister an geheimen Regierungsrat Bachern, Berlin im August 1919, in: BArch R 3101/17547.

22 In der Besprechung vom 13. Oktober 1919 verweist der Vertreter des Reichswirtschaftsministeriums explizit auf die durch Artikel 276 Versailler Vertrag gesetzte Begrenzung des Handlungsspielraums der Reichsregierung; Protokoll der Besprechung vom 13.10.1919, in: ebda.

23 Vgl. das Rundschreiben des RDI von November 1919, in: ebda.

24 Bei vinkulierten Namensaktien ist die Übertragung der Aktie an eine andere Person an die Zustimmung der Gesellschaft gebunden.

25 *Feldman*, Überfremdung, S. 97-98. Carl Duisberg hatte bereits im Mai 1919 die Schaffung von Mehrstimmrechtsaktien angeregt.

tien zugunsten des Vorstands oder des Aufsichtsrats und dem Austausch von Mehrstimmrechtsaktien zwischen befreundeten Unternehmen wurden letztere auch an Treuhänder übergeben, die sich verpflichteten, auf der Generalversammlung immer für die Entscheidungsvorschläge der Unternehmensleitung zu stimmen.²⁶ Für die Zeit vor 1925 lässt sich die Verbreitung der Aktien zwar aufgrund einer fehlenden systematischen Erhebung nicht exakt quantifizieren, Zeitungsberichte und Berichte von Handelskammern legen aber ein rasantes Wachstum bis Ende 1920 nahe. So berichtet die Berliner Handelskammer, dass sich die Schaffung von Mehrstimmrechtsaktien zwischen Oktober 1919 und Oktober 1920 immer mehr beschleunigt hätte.²⁷ Das hohe Tempo setzte sich 1921 fort. Laut einem Bericht der Neusten Münchener Nachrichten wurden allein in den ersten vier Monaten des Jahres Mehrstimmrechtsaktien mit einem Nennbetrag von 184 Mio. M gezeichnet.²⁸ Im Jahr 1925 besaßen nach einer Erhebung des Statistischen Reichsamts schließlich von 1.595 an einer deutschen Börse notierten Aktiengesellschaften 860 Gesellschaften, also etwa 54 Prozent, Mehrstimmrechtsaktien.²⁹ Dieses Tempo spiegelt auch die Geldentwertung der Jahre 1919 bis 1923 wieder, die die Aktiengesellschaften zwang, immer neues Kapital aufzunehmen.³⁰ So stieg allerdings auch die Gefahr für die eingessenen Verwaltungen und Besitzer, die Kontrolle über ihre Gesellschaften zu verlieren. Dabei richtete sich das Bemühen der alten Herrschaftsklasse nicht nur gegen feindlichen Übernahmen aus dem Ausland; schon bald war auch eine drohende Über-

26 Für eine noch feinere Differenzierung der Möglichkeit, Mehrstimmrechtsaktien zu schaffen und der eingessenen Unternehmensleitung die Kontrolle über diese Aktien zu sichern, siehe: Kurz, Überfremdungsgefahr, S. 37-48.

27 Bericht der Berliner Handelskammer vom 11.10.1920, in: BArch R 3101/17540. Das Statistische Reichsamt veröffentlichte zwar bereits im Jahr 1921 einige Informationen zu Mehrstimmrechtsaktien, machte aber keine Angaben über die Grundgesamtheit der Beobachtungen. *Statistisches Reichsamt*, Die Ausgabe von Vorzugsaktien im Jahre 1920, in: *Wirtschaft und Statistik* 10, 1921, S. 483-485.

28 Bericht der Münchener Neusten Nachrichten vom 24.05.1921, in: BArch R 3101/17540.

29 *Statistisches Reichsamt*, Die Statistik der Stimmrechts- und Vorzugsaktien, in: *Wirtschaft und Statistik* 22, 1925, S. 737-740, hier S. 737 f. Der Anteil der an der Berliner Börse gehandelten Aktiengesellschaften mit Mehrstimmrechtsaktien lag mit etwa 29 Prozent (323 von 1100 Gesellschaften) deutlich niedriger als der reichsweite Durchschnitt; Zulassungsstelle der Berliner Börse an den Staatskommissar bei der Berliner Börse, 16.01.1929, in: BArch R 3103/8.

30 Bericht der Industrie- und Handelszeitung vom 15.11.1920, in: BArch R 3101/17540. Der Index der Großhandelspreise wuchs von Juni 1919 auf Juni 1920 um einen Faktor von 4,5; Berechnung nach O. Pfeleiderer, Die Reichsbank in der Zeit der großen Inflation, die Stabilisierung der Mark und die Aufwertung von Kapitalforderungen, in: *Deutsche Bundesbank (Hg.)*, Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876-1975, Frankfurt a.M. 1976, S. 157-202, hier S. 172.

nahme durch inländische Investoren wie Friedrich Flick, Hugo Stinnes oder Otto Wolff ein Argument für die Mehrstimmrechtsaktie.³¹ Ganz explizit zeigte sich dies bei der Orenstein und Koppel AG, deren Vorstand während der Generalversammlung im November 1920 deutlich machte, dass er bereits in der Übernahme größerer Aktienpakete durch einen deutschen Aktionär eine „Überfremdungsgefahr“ sehe.³² Auch Flick nutze im Jahr 1920 das Instrument der Mehrstimmrechtsaktie, um einen feindlichen Übernahmever such Thyssens auf die Charlottenhütte abzuwehren.³³ Aus einer ähnlichen Motivlage heraus schuf auch die Rheinische Braunkohlengesellschaft Mehrstimmrechtsaktien.³⁴ Ebenfalls sollten die Mehrstimmrechtsaktien der HAPAG und des Norddeutschen Lloyds die Einflussnahme neuer Großaktionäre, z.B. von Hugo Stinnes, abwehren.³⁵ Das Resultat dieser Bemühungen war eine Konzentration der Stimmenmehrheit in den Händen einer Kapitalminderheit. So berichtet die Handelskammer Berlin, dass sich die Unternehmen über das Jahr 1920 nur anfangs mit einer Verdoppelung oder Verdreifachung des Stimmrechts begnügten, das Stimmrecht der Mehrstimmrechtsaktien aber wohl bald auf das Fünf- bis Zehnfache, später gar auf das Zwanzig- bis Dreißigfache des Stimmrechts der Stammaktien stieg.³⁶ Nach der oben zitierten Erhebung des Statistischen Reichsamts machten Mehrstimmrechtsaktien im Jahr 1925 zwar nur 2,4 Prozent des Nominalkapitals aus. Auf sie entfielen aber 38,2 Prozent der auf der Generalversammlung gültigen Stimmen.³⁷ Dieser Durchschnittswert verdeckt dabei größere Schwankungen innerhalb einzelner Industriegruppen. So hatten zum 30. September 1925, dem Stichtag der Erhebung, 61,2 Prozent aller untersuchten Aktiengesellschaften in der verarbeitenden Industrie Mehrstimmrechtsaktien geschaffen. In der Grundstoff-

31 Ahrends, Interessengegensätze, S. 70 f.; Kiehling, Börse, S. 87-89.

32 Bericht der Vossischen Zeitung vom 23.11.1920 und Bericht der Handelskammer Augsburg vom 31.03.1921, in: BArch R 3101/17540.

33 D. Stegmann, Friedrich Flick. Vom industriellen Außenseiter zum Konzernstrategen, in: R. Hering/R. Nicolaysen (Hg.), Lebendige Sozialgeschichte. Gedenkschrift für Peter Borowsky, Wiesbaden 2003, S. 347-364, hier S. 348.

34 Feldman, Überfremdung, S. 99.

35 Ders., Hugo Stinnes. Biographie eines Industriellen 1870-1924, München 1998, S. 679 f.

36 Bericht der Berliner Handelskammer vom 11.10.1920, in: BArch R 3101/17540. Nach Berechnungen des Statistischen Reichsamts gewährten im Jahr 1920 gemessen am Nominalkapital 17,7 Prozent der geschaffenen Mehrstimmrechtsaktien ein Stimmrecht von zehn oder mehr Stimmen. Gemessen am Nominalkapital der Mehrstimmrechtsaktien wurden die meisten Stimmrechtsaktien im Maschinenbau geschaffen (75,4 Mio. M). Dahinter folgte das Berg- und Hüttenwesen (52,7 Mio. M), Spinnereien (28,1 Mio. M) und die Chemieindustrie (17,5 Mio. M); *Statistisches Reichsamt, Vorzugsaktien* (1921), S. 484.

37 *Statistisches Reichsamt, Stimmrechts- und Vorzugsaktien* (1925), S. 737-739.

industrie waren es 52,9 Prozent, bei den Banken lediglich 30,3 Prozent. Zudem tendierten größere Unternehmen stärker zur Schaffung dieser Aktien. Bei den Gesellschaften mit einem Grundkapital unter 500.000 RM besaßen 42 Prozent aller Gesellschaften zum Stichtag Mehrstimmrechtsaktien. Bei den Gesellschaften mit einem Grundkapital zwischen 500.000 RM und einer Mio. RM waren es bereits 48,8 Prozent, bei jenen mit einem Grundkapital zwischen einer Mio. RM und zehn Mio. RM erhöhte sich der Anteil auf 55,3 Prozent und jenen mit einem Grundkapital über zehn Mio. RM lag er schließlich bei 56,6 Prozent. In den meisten Fällen garantierten Mehrstimmrechtsaktien im Vergleich zu den Stammaktien mindestens das 20-fache Stimmrecht. Besonders häufig traten Mehrstimmrechtsaktien auf, die ihren Inhabern das 20- bis 250-fache des Stimmrechts zusprachen (vgl. Tab. 1). Dies führte dazu, dass Mehrstimmrechtsaktien in 47 Prozent der beobachteten Fälle mehr als 40 Prozent der Generalversammlungsstimmen ausmachten, die Generalversammlung mit ihrer Hilfe also leicht zu beherrschen war. Das auf die Mehrstimmrechtsaktien eingezahlte Kapital machte dabei in knapp 60 Prozent der Fälle nur 1 Prozent des gesamten Grundkapitals aus. Angesichts dieser Zahlen ist es durchaus korrekt, von einer Entkoppelung der Stimmrechts- von der Kapitalmacht zu sprechen.

Tab. 1: Verteilung des Stimmrechts der Mehrstimmrechtsaktien, 1925.

Aktien mitfach bevorzugtem Stimmrecht	AGs mit Mehrstimmrechtsaktien	relative Häufigkeit	kumuliert	kumulierte Häufigkeit
über 1-5	44	0,05	44	0,048
über 5-10	61	0,07	105	0,115
über 10-20	102	0,11	207	0,227
über 20-50	176	0,19	383	0,419
über 50-100	198	0,22	581	0,636
über 100-250	174	0,19	755	0,827
über 250-500	101	0,11	856	0,938
über 500-1.000	38	0,04	894	0,979
über 1.000	19	0,02	913	1
Summe	913	1		

Quelle: *Statistisches Reichsamt, Stimmrechts- und Vorzugsaktien (1925), S. 737-739, S. 739.*

Neben Mehrstimmrechtsaktien stand den Unternehmensleitungen noch ein zweiter Typ der Schutzaktie zur Verfügung – die Vorratsaktie.³⁸ Bei Vorratsaktien handelte es sich um von Dritten auf Rechnung der Gesellschaft übernommene Aktien, deren Stimmrechte durch Abschluss eines oft geheimen Bindungsvertrags bei der Gesellschaft verblieben. In diesem Sinne stellten Vorratsaktien ein Mittel dar, mit der Geldentwertung Schritt zu halten und die notwendigen Kapitalerhöhungen schnell und ohne Einberufung einer Generalversammlung zu realisieren. Da es sich bei Vorratsaktien faktisch um eigene Aktien der Gesellschaft in den Händen der Unternehmensleitung oder ihr nahestehenden Gruppen handelte, konnten diese Aktien aber auch dazu benutzt werden, die Kontrolle der Unternehmensleitung über die Gesellschaft zu festigen.³⁹ Anders als klassische Mehrstimmrechtsaktien, die eine eigene Aktiengattung darstellten, handelte es sich bei Vorratsaktien oft um Stammaktien. Damit konnten sie zur Herbeiführung positiver Beschlüsse, wie etwa eine Änderung des Gesellschaftsvertrags, genutzt werden. Bei klassischen Mehrstimmrechtsaktien war dies nicht möglich, da § 275 HGB bestimmte, dass in Fällen, in denen die Inhaber einer Aktiengattung durch einen Generalversammlungsbeschluss benachteiligt werden sollten, die unterschiedlichen Aktiengattungen dem Beschluss getrennt zustimmen mussten. Die Stammaktionäre hatten in einem solchen Fall also immer die Möglichkeit, der Satzungsänderung nicht zuzustimmen. Spindler und Nörr bezeichnen die Mehrstimmrechtsaktie daher auch als „defensives“, die Vorratsaktie dagegen als „aggressives“ Werkzeug in den Händen der Unternehmensleitung.⁴⁰ Diese Unterscheidung darf aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass auch den Mehrstimmrechtsaktien, mit ihrer Möglichkeit den Jahresabschluss und die Gewinnverteilung zu beschließen, dem Aufsichtsrat und dem Vorstand die Entlastung zu erteilen sowie den Aufsichtsrat zu bestimmen, bedeutende Herrschaftsmacht innewohnte. Inwieweit die deutschen Aktiengesellschaften nach der Stabilisierung der Mark Vorratsaktien mit Schutzcharakter besessen haben, ist unklar. Anders als im Fall der Mehrstimmrechtsaktien mussten die Gesellschaften hierüber in ihren Goldmarkbilanzen, die dem Statistischen Reichsamt als Grundlage für die im September 1925 durchgeführte Erhebung diente, nicht angeben. Nach Schätzungen des Statistischen Reichsamts existierten zum

38 Nußbaum, *Aktionär*, S. 19-25; Horowitz, *Schutz- und Vorratsaktien*, S. 1-5. Vgl. auch die Zusammenfassung bei Spindler, *Kriegsfolgen*, S. 454-460.

39 In diesen Fällen wurden Vorratsaktien oft nur zu einem Viertel ihres Nennwerts eingezahlt, erhielten aber trotzdem ihr komplettes Stimmrecht.

40 G. Spindler, *Kriegsfolgen, Konzernbildung und Machtfrage als zentrale Aspekte der aktienrechtlichen Diskussion in der Weimarer Republik*, in: Bayer/Habersack (Hg.), *Aktienrecht im Wandel*, S. 440-569, hier S. 458-460; Nörr, *Entwicklung*, S. 162-163.

Erhebungszeitpunkt 42 Vorratsaktienreihen, bei denen das Reichsamt einen Schutzcharakter vermutete.⁴¹

Der radikale und rasante Umbruch der Unternehmensverfassung in den Inflationsjahren wurde auch von den Zeitgenossen empfunden, jedoch ganz unterschiedlich bewertet. Während die Einen die Konzentration der Herrschaftsverhältnisse mit dem Argument befürworteten, die deutschen Aktiengesellschaften müssten sowohl von innerer als auch von äußerer Überfremdung geschützt werden, kritisierten Andere diese Herrschaftskonzentration. In erster Linie sahen die Kritiker die Einflussmöglichkeiten der freien Aktionäre auf die Geschäftspolitik und damit den Schutz der freien Aktionäre vor den Interessen der Großaktionäre gefährdet.⁴² Außerdem verwiesen sie auf die Notwendigkeit von Kapitalimporten aus dem Ausland. Der Graben verlief dabei jedoch nicht ausschließlich zwischen den Vertretungen der Unternehmensleitungen und der die Interessen der freien Aktionäre vertretenden Handelspresse. So gab es im Jahr 1920 auch innerhalb der Handelskammern unterschiedliche Ansichten über die Nützlichkeit von Mehrstimmrechtsaktien und die Notwendigkeit einer Regulierung. Die Handelskammer Köln sah in den Aktien beispielsweise einen wirksamen Schutz der Gesellschaft vor den Eigen- oder Sonderinteressen einzelner, nicht in der Unternehmensleitung engagierter Aktionäre, die im Zuge der Inflation in den Besitz größerer Aktienpakete gelangt waren. Die Kammer argumentierte, dass sich diese Sonderinteressen ohne Mehrstimmrechtsaktien in den Händen der Unternehmensleitung zum Schaden der Gesellschaft und dem Großteil der Aktionäre durchsetzen würden, da die meisten Aktionäre den Generalversammlungen fernblieben. Von dieser Warte aus betrachtet mussten sie als „Selbsthilfe des deutschen Wirtschaftslebens“ gegen die „ungesunden“ Entwicklungen der Inflationszeit gelten.⁴³ In den Augen der Berliner Handelskammer war das Überfremdungsargument oft nur ein Vorwand, mit dessen Hilfe sich die eingesessene Unternehmensleitung und die sie stützenden Aktionärsgruppen ihre Herr-

41 *Statistisches Reichsamt, Stimmrechts- und Vorzugsaktien* (1925), S. 738. Diese 42 Aktienreihen waren nicht an der Börse notiert. Daher ging das Reichsamt davon aus, dass diese Aktien nicht zu einer schnellen Kapitalvermehrung gedacht seien.

42 Bericht der Frankfurter Zeitung vom 28.10.1920 und Bericht der Kölnischen Zeitung vom 5.02.1922, in: BArch R 3101/17540; Bericht in der Handelszeitung des Berliner Tagblatts vom 7.03.1925 und Schreiben des Bürgermeisters der Stadt Altona an den Reichskanzler vom 6.03.1925, in: BArch R 3101/17553.

43 Bericht der Handelskammer Köln vom 19.10.1920, in: BArch R 3101/17540. Die Akte enthält Berichte anderer Handelskammern und des Deutschen Industrie- und Handelstags sowie einen Bericht der Industrie- und Handelszeitung vom 15.11.1920 und des Bayrischen Kuriers vom 9.03.1921, die ähnlich lauten.

schaft dauerhaft sichern wollten. Da die Handelskammer in einer Übernahme volkswirtschaftlich wichtiger Industrien durch das Ausland eine Gefahr sah, war sie aber trotz ihrer kritischen Sicht nicht bereit, auf die Mehrstimmrechtsaktie zu verzichten.⁴⁴ Ihre Notwendigkeit wurde somit kaum bestritten⁴⁵ – selbst wenn man wie die Kommanditgesellschaft Stenger, Hoffmann & Co heftige Metaphern fand. Die Kommanditgesellschaft bezeichnete die Mehrstimmrechtsaktie als „Krebsschaden der deutschen Wirtschaft“.⁴⁶ Einig waren sich die Skeptiker aber, dass die Schaffung von Mehrstimmrechtsaktie entweder per Gesetz oder durch die Verordnungskompetenz der Börsenzulassungsstellen strenger reguliert werden müsste.

3 Staatliche Regulierungsüberlegungen und die Selbstregulierung der deutschen Zulassungsstellen

Die rasante Zunahme von Mehrstimmrechtsaktien ab Ende 1919 und die öffentliche Kritik an dieser Entwicklung riefen bald die Reichsregierung auf den Plan. Bereits im März 1920 erkundigte sich das Reichswirtschaftsministerium beim Preußischen Ministerium für Handel und Gewerbe nach den Ergebnissen einer Sitzung der deutschen Börsenvorstände von Ende Februar.⁴⁷ Insbesondere war das Reichswirtschaftsministerium an der Frage interessiert, ob die Börsenvorstände auf der Sitzung Vorschläge für eine gesetzliche Regelung der Mehrstimmrechtsaktie entwickelt hatten. Hintergrund der Anfrage waren wohl verschiedene Presseberichte, die auf die zunehmende Praxis hinwiesen, diese zur Herrschaftssicherung der eingesessenen Verwaltungsgruppe zu nutzen und dabei die Gefahr eines drohenden Übernahmeversuchs aus dem Ausland lediglich vorzuschieben. Eine Aushöhlung der Eigentums- und Entscheidungsrechte der

⁴⁴ Bericht der Handelskammer Berlin vom 11.10.1920, in: ebda.

⁴⁵ *Nußbaum*, Aktionär, S. 11. Siehe auch die zahlreichen Zeitungsberichte, in: BArch R 3101/17540. *Horrwitz*, Schutz- und Vorratsaktien, S. 14, 22-23 fordert dagegen die Abschaffung der Mehrstimmrechtsaktie.

⁴⁶ Eingabe der Kommanditgesellschaft Stenger, Hoffmann & Co. an den Reichswirtschaftsminister vom 13.11.1920, in: BArch R 3101/17540

⁴⁷ Schreiben des Reichswirtschaftsministeriums an das Ministerium für Handel und Gewerbe vom 29.03.1920, in: Geheimes Staatsarchiv Preußischer Kulturbesitz (GStA PK), I. HA Rep. 120 Ministerium für Handel und Gewerbe, Abt. A XII 5 Nr. 1, Beiheft 1, Bd. 1.

Stammaktionäre war weder im Interesse der deutschen Börsenvorstände noch der preußischen Regierung oder der Reichsregierung.⁴⁸ Der Gefahr des Missbrauchs der Mehrstimmrechtsaktien standen aber in den Augen aller Beteiligten die Vorteile dieses Rechtsmittels gegenüber. So wurde sowohl von den Fachministern als auch von den Börsenvorständen betont, dass es die Mehrstimmrechtsaktie erlaube, Kapital aus dem Ausland zu importieren, ohne die Kontrolle wichtiger Industrien an ausländische Kapitalbesitzer abgeben zu müssen.

Solange noch die 1917 eingeführte Genehmigungspflicht für alle 300.000 M übertreffenden Kapitalerhöhungen bestand, konnten die Länder, allen voran Preußen, gegen die größten Missbräuche vorgehen, indem sie versuchten, durch Rückfragen sicherzustellen, dass tatsächlich die Gefahr einer Übernahme der Unternehmenskontrolle durch eine ausländische Gruppe bestand.⁴⁹ Gleichzeitig soll es nach Angaben des preußischen Handelsministeriums auf diese Weise möglich gewesen sein, die Ausübung von Mehrstimmrechten an gewisse Bedingungen zu knüpfen und so die Eingriffe in die Rechte der Stammaktionäre zu minimieren. Da jedoch die Aufhebung der Genehmigungspflicht anstand – sie erfolgte Mitte Oktober 1920⁵⁰ – war dies kein langfristig gangbarer Weg. Angestoßen durch die Anfrage Badens, das Vorschläge für eine reichsweite gesetzliche Regelung der Mehrstimmrechtsaktie unterbreitete, richtete das Reichswirtschaftsministerium daher Anfang September ein Rundschreiben an die übrigen Länderregierungen, ob und wie sie sich eine solche Intervention vorstellen könnten.⁵¹ Die Regierungen fragten wiederum bei ihren Handelskammern an, ob diesen Missbrauchsfälle bekannt seien. Die Antworten der Landesregierungen gingen ab Herbst 1920 ein und lieferten ein gemischtes Ergebnis.⁵² Zwar konnten alle größeren Länder Missbrauchsfälle benennen, für ein generelles Verbot der Mehrstimmrechtsaktie sprach sich aber nur Hamburg aus. Für eine strengere

48 Zur Position der Börsenvorstände: Sitzungsprotokoll der deutschen Börsenvorstände vom 21.02.1920, in: ebda. Zur Position des Ministeriums für Handel und Gewerbe und des Reichswirtschaftsministeriums: das oben zitierte Schreiben des Reichswirtschaftsministeriums an das Ministerium für Handel und Gewerbe vom 29.03.1920 und das Rundschreiben des preußischen Handelsministers an die preußischen Handelskammern vom 23.06.1920, in: BArch R 3101/17540.

49 Schreiben des Ministeriums für Handel und Gewerbe an das Reichswirtschaftsministerium vom 9.08.1920, in: ebda. Das preußische Vorgehen wurde wohl von Baden kopiert; Kopie des Schreibens des badischen Innenministeriums an das badische Außenministerium vom 14.06.1920, in: ebda.

50 RGBl. Nr. 202, 1920, S. 1718.

51 Rundschreiben des Reichswirtschaftsministeriums an die Länderregierungen vom 8.09.1920 und Kopie des Schreibens des badischen Innenministeriums an das badische Außenministerium vom 14.06.1920, in: BArch R 3101/17540.

52 Aktenvermerk des Referats I/4 im Reichswirtschaftsministerium vom 2.08.1921, in: ebda.

reichsweite Regulierung bestand zwar durchaus Unterstützung bei den Ländern. Allerdings fehlte es an Einigkeit, wie diese Regulierung aussehen sollte. Das Hauptproblem war, wie die Regulierungsbehörde erkennen konnte, ob die von dem Unternehmen vorgebrachte Gefahr einer bevorstehenden ausländischen Kontrolle tatsächlich bestand und wie sichergestellt werden sollte, dass die ausgegebenen Schutzaktien in den Händen der ursprünglichen Treuhandaktionäre verblieben. Ein Vorschlag des badischen Finanzministeriums ging dahin, Mehrstimmrechtsaktien nur in Form von vinkulierten Namensaktien zuzulassen und die Übertragung dieser Aktien durch die lokalen Reichsbankstellen zu kontrollieren. Eine solche Lösung wäre wohl implementierbar, aber nur mit sehr großem Verwaltungsaufwand auf allen Seiten verbunden gewesen. Dies mag einer der Gründe gewesen sein, warum sich das Reichswirtschaftsministerium im August 1921 gegen eine gesetzliche Regelung aussprach.⁵³ Ein anderer Grund für die zunehmende Präferenz, die Mehrstimmrechtsaktie nicht gesetzlich zu regulieren, ist in der Tatsache zu suchen, dass auch Frankreich sie als legitimes Schutzmittel ansah.⁵⁴ Vor dem Hintergrund der Reparationsverhandlungen im ersten Halbjahr 1921 und der alliierten Besetzung Düsseldorfs, Duisburgs und Ruhrorts im März scheint dem Reichswirtschaftsministerium ein solches legitimes Schutzmittel in den Händen der deutschen Industrie besonders wichtig gewesen zu sein.⁵⁵ Dies gilt insbesondere, da der Versailler Vertrag eine direkte Diskriminierung ausländischer Wirtschaftssubjekte untersagte.

Die deutschen Zulassungsstellen beschäftigten sich wie bereits erwähnt Anfang des Jahres 1920 ebenfalls mit der Frage, inwiefern sie die Mehrstimmrechtsaktie regulieren sollten.⁵⁶ Ihr Entscheidungsdilemma glich dabei dem der für Wirtschaftsfragen zuständigen Ministerien des Reichs und der Länder. Auf ihrer gemeinsamen Sitzung Ende Februar 1920 einigten sich die deutschen Börsenvorstände, dem Vorschlag der Berliner Zulassungsstelle zu folgen und von den Gesellschaften zu verlangen, die Existenz von Mehrstimmrechtsaktien klar und deutlich in den Emissionsprospekten kenntlich zu machen. Zudem einigte man

53 Als einzige Maßnahme wurden Mehrstimmrechtsaktien durch das Kapitalverkehrssteuergesetz höher besteuert; Schreiben des Reichswirtschaftsministeriums an das badische Staatsministerium vom 21.10.1921, in: ebda.

54 Aktenvermerk des Referats I/4 im Reichswirtschaftsministerium vom 2.08.1921, in: ebda.

55 Einen knappen Überblick über die Reparationsproblematik gibt: *W. Benz/U. Büttner*, *Gebhardt. Handbuch der deutschen Geschichte*, Bd. 18: *Der Aufbruch in die Moderne – das 20. Jahrhundert/Weimar – die überforderte Republik 1919-1933*, Stuttgart 2010, S. 379-384.

56 Die folgende Darstellung basiert auf dem Protokoll der Sitzung der deutschen Börsenvorstände vom 21.02.1920, in: *GStA PK, I. HA Rep. 120* Ministerium für Handel und Gewerbe, Abt. A XII 5 Nr. 1, Beiheft 1, Bd. 1.

sich, darauf hinzuwirken, die Kurse von Unternehmen mit Mehrstimmrechtsaktien im amtlichen Kursblatt besonders kenntlich zu machen. Damit entschieden sich die deutschen Börsenvorstände ganz bewusst dafür, *nur* ihrer gesetzlichen Aufklärungspflicht gegenüber der Öffentlichkeit nachzukommen. Sie verzichteten dagegen darauf, die Zulassung von Mehrstimmrechtsaktien an bestimmte Bedingungen zu knüpfen und so Vorsorge gegen Angriffe auf die Eigentums- und Entscheidungsrechte der Stammaktionäre zu treffen und in die Privatrechtsautonomie einzugreifen. Wichtig war es den Börsenvorständen zudem, mit ihren Maßnahmen dem Gesetzgeber zuvorkommen. Hier tat sich besonders einer der Direktoren der Discontogesellschaft, Eduard Mosler, hervor, der an die schlechten Erfahrungen mit der seit 1917 geltenden Genehmigungspflicht für Kapitalerhöhungen erinnerte und die Gefahr drohender Sozialisierungen beschrieb. In der Tat machte sich zum Beispiel Wirtschaftsredakteur und SPD-Mitglied Fritz Naphtali einige Monate später in der Zeitschrift *Plutus* für die Einschränkung der privaten Verfügungsgewalt über die Aktiengesellschaft als einen wirksamen Schutz vor einer ausländischen Kontrolle der deutschen Industrie stark.⁵⁷ Umgekehrt, so wieder Mosler, könnten die Zulassungsstellen mit ihren Vorgaben durchaus positiv auf die Gesetzgebung wirken. Als Beispiel erinnerte er an die zunächst von den Zulassungsstellen aufgestellten und dann in das Börsengesetz übernommenen Bestimmungen über die inhaltliche Gestaltung der Emissionsprospekte.⁵⁸ Und auch jetzt hatte die Selbstregulierung der Zulassungsstellen wieder Vorbildcharakter für die staatliche Regulierung. In der sechsten Durchführungsverordnung zur Goldbilanzverordnung bestimmte der Reichswirtschaftsminister, dass die Zulassungsstellen bei Einführung der auf Goldmark lautenden Aktien im Emissionsprospekt unter anderem die Offenlegung der Stimmrechtsverhältnisse zu verlangen hätten.⁵⁹

Die Entscheidung des Reichswirtschaftsministeriums, auf einen grundlegenden gesetzgeberischen Eingriff zu verzichten, sowie die Praxis der Zulassungsstellen, in den Emissionsprospekten lediglich einen Hinweis auf die Existenz von Mehrstimmrechtsaktien zu verlangen, hatte bis Mitte 1925 Bestand. Nach der Währungsstabilisierung stellte sich die Frage, wie Mehrstimmrechts- und die mit ihnen verwandten Vorzugsaktien zu behandeln seien, erneut. In seiner Eröffnungsrede zum 6. Deutschen Bankierstag Mitte September in Berlin machte Reichswirtschaftsminister Neuhaus (DNVP) klar, dass er in den Mehrstimmrechts-

57 Artikel in *Plutus* vom 4.08.1920, in: ebda.

58 So auch: *Burhop*, Regulierung, S. 48 und *Falke*, Anlegerschutz, S. 623 f.

59 RGBl. Nr. 66, 1924, S. 734 f.

und Vorratsaktien Relikte der Inflationszeit erblicke.⁶⁰ Zwar sprach er sich gegen einen – vielfach in der Öffentlichkeit geforderten – sofortigen gesetzlichen Eingriff aus und setzte auf die Initiative der Banken und Börsen. Gleichzeitig kündigte der Minister jedoch an, die Entwicklung des Mehrfachstimmrechts künftig durch das Statistische Reichsamt erfassen zu lassen und im Fall einer nicht zufriedenstellenden Entwicklung zu einem späteren Zeitpunkt doch noch gesetzgeberisch tätig zu werden. Der ebenfalls auf dem Bankierstag sprechende preußische Minister für Handel und Gewerbe, Walther Schreiber (DDP), schloss sich dieser Drohung an, indem er betonte, die Entwicklung an den deutschen Börsen ebenfalls genau zu beobachten.⁶¹ Die Reichsregierung handelte im Spätsommer 1925 jedoch nur scheinbar aus einer Position der Stärke heraus. Der Verzicht der Reichsregierung auf einen gesetzgeberischen Eingriff lag wohl in der Angst begründet, der Reichstag könne weitergehende Änderungen am Handelsgesetzbuch beschließen, sobald die Regierung ihr Änderungsgesetz einbringen würde.⁶² Daher trat die Regierung an die Berliner Zulassungsstelle mit der Bitte heran, die Regulierung zu übernehmen und Überzeugungsarbeit bei den anderen Börsenzulassungsstellen zu leisten. Die Berliner Zulassungsstelle, die zu diesem Zeitpunkt schon von der Notwendigkeit einer Einschränkung der Rechte der Mehrstimmrechtsaktien überzeugt war, stimmte dem Ersuchen der Regierung zu.⁶³ Die öffentliche Stellungnahme des Reichswirtschaftsministers muss dann als eine Unterstützung gewollter, privater Regulierungsbemühungen interpretiert werden, deren Ziel es war die übrigen Deutschen Zulassungsstellen sowie die Vorstände und Aufsichtsräte der Aktiengesellschaften von den Zielen der Berliner Zulassungsstelle zu überzeugen. Die konzertierten Bemühungen waren erfolgreich. In einer gemeinsamen, durch die Berliner Zulassungsstelle eingebrachten Resolution forderten die deutschen Zulassungsstellen Mitte September von den Industrieunternehmen einen Rückbau ihrer Schutzaktien. Zwar

60 Rede von Reichswirtschaftsminister Neuhaus auf dem 6. Deutschen Bankierstag (Berlin) am 14.09.1925, in: *Centralverband des deutschen Bank- und Bankiergewerbes*, Verhandlungen des VI. Allgemeinen Deutschen Bankiertages, Berlin 1925, S. 13.

61 Rede des preußischen Ministers für Handel- und Gewerbe auf dem 6. Deutschen Bankierstag (Berlin) am 14.09.1925, in: ebda., S. 14-16. Der Bankierstag erteilte einem gesetzgeberischen Eingriff eine klare Absage; siehe dazu die Entschließung des Bankierstags zu Thema IV: Effektenverkehr und Börsenterminhandel (16.09.1925), in: *Centralverband des deutschen Bank- und Bankiergewerbes*, Verhandlungen, S. 208.

62 Geheimes Protokoll der Sitzung der Berliner Zulassungsstelle vom 26.08.1925, in: BArch R 3103/47. Das Aktienrecht war im HGB kodifiziert. Wollte man die Mehrstimmrechtsaktie gesetzlich regulieren, musste ein Änderungsgesetz zum HGB in den Reichstag eingebracht werden.

63 Resolution der deutschen Zulassungsstellen vom 17.09.1925, in: BArch R 3101/17553.

war man immer noch nicht bereit, die Rücknahme aller Schutzaktien zur Voraussetzung einer weiteren Notierung zu machen. Es wurde aber beschlossen, keine Stammaktien zuzulassen, wenn daneben Mehrstimmrechtsaktien bestanden, deren Stimmrecht proportional zu einer Kapitalerhöhung zunahm oder bei denen die Mehrstimmrechtsaktien nicht voll eingezahlt waren. Zudem machten die Zulassungsstellen nun einige Vorgaben für die Neuausgabe von Mehrstimmrechts- und Vorzugsaktien. So sollte das Mehrstimmrecht auf die Fälle Wahl des Aufsichtsrats, Satzungsänderung und Auflösung der Gesellschaft beschränkt werden. Mehrstimmrechtsaktien sollten außerdem kein „unangemessen hohes“ Stimmrecht mehr tragen. Diese recht vage Formulierung wurde in der Praxis wohl dahingehend präzisiert, dass das Stimmrecht solcher Aktien in der Regel nicht mehr als zwischen einem Fünftel und einem Sechstel aller Stimmen ausmachen solle.⁶⁴ Von diesen Vorgaben wurde aber abgewichen, wenn tatsächlich die Gefahr einer ausländischen Kapitalmehrheit bestand und es sich um eine volkswirtschaftlich relevante Schlüsselindustrie, wie etwa die Chemieindustrie, handelte. Bezüglich der Vorratsaktien sah die Resolution vom September 1925 vor, dass die Verwendung der Aktien im Vorfeld vertraglich festgelegt werden sollte und die Ausübung des Stimmrechts dieser Aktien ruhen sollte.

Der Kern der Regulierungsbemühungen der Zulassungsstellen war es, ein generelles Verbot der Mehrstimmrechtsaktie zu verhindern, die Anwendung des Mehrstimmrechts jedoch auf die sogenannten Steuerungsfälle der Wahl des Aufsichtsrats, Satzungsänderungen und der Auflösung der Gesellschaft zu beschränken und ganz allgemein Übertreibungen im Stimmrecht entgegenzuwirken. Durch diese Maßnahmen sollten staatliche Regulierungsbemühungen obsolet werden.

Bis Mitte der 1930er Jahre gelang dies sehr gut, obwohl die verzerrten Stimmrechtsverhältnisse in der zweiten Hälfte der 1920er Jahre zu einer intensiven Reformdebatte führten.⁶⁵ Die Notverordnung über Aktienrecht, Bankenaufsicht und die Steueramnestie vom 19. September 1931 – die sogenannte „kleine Aktienrechtsreform“ – erweiterte lediglich die bereits seit 1920 von den Zulassungsstellen praktizierte Offenlegungspflicht der Stimmrechtsverhältnisse, indem nun in Bilanz und Geschäftsbericht Angaben über vorhandene Mehrstimmrechts- und Vorratsaktien zu machen waren.⁶⁶

⁶⁴ Protokoll der deutschen Zulassungsstellen vom 27.06.1928, in: BArch R 3103/8.

⁶⁵ Zusammenfassend: *Nörr*, Entwicklung; *Schubert*, Aktienrechtsreform, S. 25 f.

⁶⁶ RGBl. Nr. 63, 1931, S. 493-509, Art. V, §§ 260a, 261a. Die 1925 aufgestellten Grundsätze waren 1934 immer noch in Kraft; siehe die Richtlinien zur Zulassung von Aktien zum Börsenhandel aus dem Jahr 1934, in: BArch R 3103/51.

Vergleicht man jedoch die Praxis der Zulassungsstellen mit den beiden nie in Kraft getretenen Entwürfen eines Aktiengesetzes aus den Jahren 1930 und 1931 zeigt sich, dass die Reichsregierung die Mehrstimmrechtsaktie viel weitgehender zu regulieren gedachte.⁶⁷ Die beiden Entwürfe sahen vor, diese nur als Namensaktien zuzulassen, ihre Schaffung und Übertragung an die Zustimmung einer Kapitalmehrheit zu binden und der Generalversammlung nach fünf Jahren die Möglichkeit zu geben, die Mehrstimmrechtsaktien mit einer einfachen Kapitalmehrheit wieder einzuziehen oder das Mehrstimmrecht herabzusetzen.⁶⁸ Zudem schränkten die beiden Entwürfe den Wirkungsbereich der Mehrstimmrechtsaktien weiter ein, als dies üblicherweise von den Zulassungsstellen verlangt worden war. Indem die Entwürfe an vielen Stellen auf nach dem Kapital berechneten Mehrheiten abstellten, blieb das Mehrstimmrecht auf die Wahl des Aufsichtsrats, die Wahl der Bilanzprüfer sowie auf die Abstimmung über die Bilanz und die Gewinnverteilung beschränkt. Insbesondere sollte damit über Satzungsänderungen und auch über Kapitalerhöhungen, Fusionen, Rechtsformwechsel und die Liquidation nach Kapitalanteilen abgestimmt werden.

Um die Einführung von Mehrstimmrechtsaktien durch die Hintertür zu verhindern, bestimmten die Entwürfe zudem, dass nicht voll gezahlte Aktien, ihr Stimmrecht nur nach dem Bruchteil ihres eingezahlten Betrags ausüben durften. In der Frage des Stimmrechts gebundener Aktien folgten die Entwürfe dagegen der seit 1925 geübten Praxis der deutschen Zulassungsstellen. Aktien, bei denen die Ausübung der Aktionärsrechte zugunsten der Gesellschaft vertraglich gebunden waren, sollten in der Regel ihr Stimmrecht verlieren, es sei denn die Ausübung läge im überwiegenden Interesse der Gesellschaft oder der Allgemeinheit.⁶⁹ In Summe folgten Reichsjustizministerium und Reichswirtschaftsministerium in den beiden Entwürfen vornehmlich den Empfehlungen reformorientierter Juristen. Besonders hervorzuheben ist hierbei Arthur Nussbaum, der als Mitglied einer Sonderkommission des Juristentags, die die Notwendigkeit einer Aktienrechtsreform prüfte, und als Autor zahlreicher Fachbeiträge die Bestimmungen über Stimmrechtsaktien maßgebend prägte.⁷⁰ Der Einfluss der deutschen Zulassungsstellen auf die Entwürfe war im Vergleich dazu geringer.

⁶⁷ Die beiden Entwürfe finden sich in: *Schubert*, Weimarer Republik, S. 847-927 (Entwurf 1930) und *Ders.*, Aktienrechtsreform, S. 849-902 (Entwurf 1931).

⁶⁸ §§ 93-96 (Entwurf 1930) und §§ 95-98 (Entwurf 1931).

⁶⁹ In Konfliktfällen sollte eine Schiedsstelle entscheiden (§ 95, Entwurf 1931).

⁷⁰ Exemplarisch: *A. Nussbaum*, Gesellschaftsrechtliche Abhandlungen, Berlin 1926-1933. Die Protokolle der Sonderkommission des Juristentags finden sich in: *Schubert*, Weimarer Republik, S. 35-117; siehe insbesondere die Protokolle der sich mit Stimmrechtsfragen befassenden Unterkommission vom 28.09.1927, 5.10.1927 und 19.01.1928, in: *ebda.*, S. 74-85.

Mit der Machtübernahme durch die Nationalsozialisten änderte sich das für die Regulierung der Mehrstimmrechtsaktie relevante politische Umfeld entscheidend. Nationalsozialistische Wirtschaftsdenker und Ideologen standen diesen sehr skeptisch gegenüber und empfahlen Anfang 1934 ihre Abschaffung.⁷¹ Einen ersten Schritt dahin stellte die Ausdehnung der 1931 eingeführten staatlichen Emissionskontrolle auf Aktienemissionen dar, die dem Reichswirtschaftsminister die Möglichkeit gab, die Schaffung neuer Mehrstimmrechtsaktien zu verhindern.⁷² Anfang 1937 erklärte die Reichsregierung schließlich in § 12 des Aktiengesetzes Mehrstimmrechtsaktien für unzulässig, ließ jedoch die Möglichkeit ministerieller Ausnahmegenehmigungen zu.⁷³ Das zugehörige Einführungsgesetz sah vor, bestehenden Mehrstimmrechtsaktien zu einem noch anzukündigenden Termin das Mehrstimmrecht zu entziehen.⁷⁴ Dazu kam es jedoch nicht. In der dritten Durchführungsverordnung zum Aktiengesetz vom 21. Dezember 1938 wurde lediglich die Möglichkeit der Einziehung von Mehrstimmrechtsaktien nach den Regeln der ordentlichen Kapitalherabsetzung eingeführt.⁷⁵ Die Nutzung dieser Aktien wurde mit diesen Maßnahmen zwar nicht unmöglich, aber doch stark eingeschränkt.

4 Der Effekt von staatlicher und privater Regulierung auf die Entwicklung der Mehrstimmrechtsaktie, 1925-1938

Dank den Anstrengungen des Statistischen Reichsamts, den Bestand der Mehrstimmrechtsaktien deutscher Aktiengesellschaften fortlaufend zu erfassen, ist es möglich Aussagen über den Erfolg der staatlichen und privaten Regulierungsbemühungen zwischen 1925 und 1938 zu treffen. Tabelle 2 zeigt die Entwicklung des Anteils der börsennotierten Aktiengesellschaften mit Mehrstimm-

⁷¹ Bericht des Vorsitzenden des Aktienrechtsausschusses der Akademie für Deutsches Recht vom April 1934, in: *Schubert/Schmid/Regge*, Akademie, S. 473-496. Aufschlussreich sind auch die Protokolle der Verhandlungen des Aktienrechtsausschusses, insbesondere die Protokolle der Sitzungen vom 9. und 10.02.1934, in: *ebda.*, S. 19-149.

⁷² *J. Beer*, Der Funktionswandel der deutschen Wertpapierbörsen in der Zwischenkriegszeit (1924-1939), Frankfurt a.M./New York 1999, S. 266-268, 289-292.

⁷³ RGBl. Nr. 15, 1937, S. 107-165.

⁷⁴ *Ebda.*, S. 166-170.

⁷⁵ *Bayer/Engelke*, Revision, S. 654, Fn. 206.

rechtsaktien. Dieser betrug im September 1925 knapp 54 Prozent. Bis zum 30. Juni 1926 war er kaum gefallen. Erst Ende 1927 zeigt sich ein etwas größerer Rückgang auf 49,5 Prozent, der sich bis Ende 1928 fortsetzte. Während des Jahres 1929 stagnierte der Rückgang, um dann 1930 noch einmal einzusetzen. Ende Dezember 1930 betrug der Anteil börsennotierter Aktiengesellschaften, die über Mehrstimmrechtsaktien verfügten 46,1 Prozent, 1931 lag er bei 45,3 Prozent, bis Ende 1934 sank er auf 38,8 Prozent. Zwar sind die Zahlen vor und nach 1931 nicht vollständig vergleichbar, da seit 1931 auch nicht voll gezahlte Stammaktien zu den Mehrstimmrechtsaktien gezählt wurden, wenn ihnen das Stimmrecht entsprechend ihrem Nominalbetrag zustand und die Gesellschaft auch voll eingezahlte Stammaktien besaß.⁷⁶ Sofern sich der Anteil nicht voll gezahlter Mehrstimmrechtsaktien in der zweiten Hälfte der 1920er Jahre nicht wesentlich verschoben hat, kann man aber von einem rückläufigen Trend zwischen 1925 und 1931 ausgehen. Denkbar ist allerdings auch, dass die Unternehmen auf die strengere Regulierung dieser Aktien mit der vermehrten Schaffung nicht voll gezahlter Stammaktien reagierten. In diesem Fall müssten die Zahlen für die Jahre 1926 bis 1930 als eine Untergrenze interpretiert werden. Trendaussagen wären dann nur für die Teilperiode 1925 bis 1930 und nur für reine Mehrstimmrechtsaktien möglich.

Von einem merklichen Rückgang bis zur Weltwirtschaftskrise kann angesichts dieser Zahlen jedoch kaum die Rede sein. Auch fünf beziehungsweise sechs Jahre nach dem Entschluss der Zulassungsstellen, die Mehrstimmrechtsaktie strenger zu regulieren, blieb dieser Aktientyp ein wichtiges Instrument der Herrschaftssicherung in den Händen der eingesessenen Unternehmensverwaltungen. Eine Ursache für den langsamen Rückgang ist sicherlich auch in der Entscheidung der deutschen Zulassungsstellen zu suchen, nicht aktiv auf die Abschaffung dieses Aktientyps zu drängen, sondern nur Übertreibungen im Stimmrecht zu verhindern. Nach der Machtübernahme der Nationalsozialisten beschleunigte sich der Rückgang des Anteils börsennotierter Aktiengesellschaften, die über Mehrstimmrechtsaktien verfügten. Insbesondere scheinen die Einführung der Emissionskontrolle für Aktien Ende Februar 1935 und in einem noch größeren Ausmaß die Maßnahmen des Aktiengesetzes von 1937 zu einem Rückgang der Mehrstimmrechtsaktie beigetragen zu haben. Ende 1935 lag der Anteil börsennotierter Aktiengesellschaften mit Mehrstimmrechtsaktien bei 37,4 Prozent, 1938 war er auf 26,4 Prozent gefallen.

⁷⁶ *Statistisches Reichsamt*, Das Stimmrecht bei den deutschen Aktiengesellschaften am 30. Juni 1931, in: *Wirtschaft und Statistik* 2, 1932, S. 59 f. (im Folgenden: 1932a), hier S. 59.

Tab. 2: Entwicklung AGs mit Mehrstimmrechtsaktien am 31. Dezember, 1925-1938 (^a Stichtag 30.09.1925, ^b Stichtag 30.06.1926, ^c Stichtag 31.07.1927).

Jahr	Anzahl börsennotierter AGs	AGs mit Mehrstimmrechtsaktien			
		Anzahl Gesellschaften	Anteil (%)	Kapitalanteil (%)	Stimmenanteil (%)
1925 ^a	1.595	860	53,9	2,4	38,2
1926 ^b	1.580	845	53,5	2,3	36,9
1927 ^c	1.499	742	49,5	2,8	34,9
1928	1.400	671	47,9	2,7	29,6
1929	1.321	624	47,2	2,6	27,6
1930	1.259	580	46,1	2,6	27,6
1931	1.171	530	45,3	2,95	33,0
1932	1.075	452	42,0	4,4	33,3
1933	976	403	41,3	4,5	32,0
1934	913	354	38,8	4,4	33,4
1935	888	332	37,4	4,6	33,8
1937	847	293	34,6	4,8	34,4
1938	834	220	26,4	6,0	34,4

Statistisches Reichsamt, Stimmrechts- und Vorzugsaktien (1925); Dass., Die Stimmrechtsverhältnisse bei den deutschen Aktiengesellschaften Ende Juni 1926, in: Wirtschaft und Statistik 13, 1926, S. 434 f.; Dass., Die Statistik der Stimmrechts- und Vorzugsaktien, in: Wirtschaft und Statistik 14, 1927, 635 f., 684; Dass., Das Stimmrecht bei den Aktiengesellschaften, in: Wirtschaft und Statistik 19, 1929, S. 804 f.; Dass., Die Statistik der Stimmrechts- und Vorzugsaktien, in: Wirtschaft und Statistik 2, 1929, S. 65 f.; Dass., Das Stimmrecht bei den Aktiengesellschaften, in: Wirtschaft und Statistik 6, 1930, S. 257 f. (im Folgenden: 1930a); Dass., Das Stimmrecht bei den deutschen Aktiengesellschaften am 30. Juni 1930, in: Wirtschaft und Statistik 20, 1930, S. 845 f. (im Folgenden: 1930b); Dass., Das Stimmrecht bei den deutschen Aktiengesellschaften am 31. Dezember 1930, in: Wirtschaft und Statistik 4, 1931, S. 169 f.; Dass., Das Stimmrecht bei den deutschen Aktiengesellschaften am 31.12.1931, in: Wirtschaft und Statistik 13, 1932, S. 417 f. (im Folgenden: 1932b); Dass., Das Stimmrecht der deutschen Aktiengesellschaften am 31.12.1932, in: Wirtschaft und Statistik 21, 1933, S. 677 f.; Dass., Das Stimmrecht bei den Aktiengesellschaften am 31. Dezember 1934, in: Wirtschaft und Statistik 16, 1935, S. 609 f.; Dass., Die Entwicklung der Mehrstimmrechtsverhältnisse bei den Aktiengesellschaften seit dem Jahre 1920, in: Wirtschaft und Statistik 3, 1937, S. 113-115; Dass., Die Bedeutung des Mehrstimmrechts bei den Aktiengesellschaften Ende 1937, in: Wirtschaft und Statistik 20, 1938, S. 834 f.; Dass., Der Umfang des Mehrstimmrechts bei den Aktiengesellschaften 1938, in: Wirtschaft und Statistik 17/18, 1939, S. 666 f.

Die private Regulierung der Zulassungsstellen hat in der Summe demnach weniger zu diesem Rückgang beigetragen als die staatliche Regulierung. Die Zu-

rückdrängung der Mehrstimmrechtsaktie an sich war jedoch, anders als bei der staatlichen Regulierung der 1930er Jahre, auch nicht das primäre Ziel privater Regulierung. Der Anteil börsennotierter Aktiengesellschaften mit Mehrstimmrechtsaktien ist somit nicht der korrekte Indikator, wenn man nach der Effektivität privater Regulierung fragt. Erklärtes Ziel der Zulassungsstellen war die Zurückdrängung von Stimmrechtsübertreibungen. Ein besseres Maß für die Zielerreichung der Zulassungsstellen stellt daher der Stimmenanteil der Mehrstimmrechtsaktien an der Gesamtstimmzahl dar.

In der Tat sank der durchschnittliche Stimmenanteil der Mehrstimmrechtsaktien börsennotierter Aktiengesellschaften bereits von September 1925 bis zum Sommer 1926 von 38,2 auf 36,9 Prozent. Der Rückgang beschleunigte sich in den folgenden beiden Jahren. Ende 1928 lag er bei 29,6 Prozent, um dann bis Ende 1929 weiter auf 27,6 Prozent zu fallen. 1931 stieg der durchschnittliche Stimmenanteil zwar wieder auf 33 Prozent. Dies mag aber auch mit einer Unterschätzung der Mehrstimmrechtsaktien durch das Statistische Reichsamt bis Ende 1930 zusammenhängen. Es ist daher recht wahrscheinlich, dass der durchschnittliche Stimmenanteil von September 1925 bis Ende 1929 leicht zurückging und ab 1930 oder 1931 mehr oder weniger stagnierte beziehungsweise wieder etwas zunahm.

Dieser Abbau des durchschnittlichen Stimmenanteils der Mehrstimmrechtsaktien in der zweiten Hälfte der 1920er Jahre wurde hauptsächlich, wie von den Zulassungsstellen intendiert, durch die Rücknahme besonders hoher Stimmrechtsvorteile erreicht. Wie Tabelle 3 zeigt, nahm der Anteil der Mehrstimmrechtsaktien, die mehr als 40 Prozent der auf den Generalversammlungen gültigen Stimmen hielten, bereits von 1925 auf 1927 deutlich ab und sank auch in den folgenden drei Jahren merklich. Der Anteil der Mehrstimmrechtsaktien, die unter 40 Prozent der Generalversammlungsstimmen ausmachten, nahm dagegen von knapp 53 Prozent auf 70 Prozent zu. Bis zur Mitte der 1930er Jahre stagnierte der Rückgang zunächst, in der zweiten Hälfte pendelte er sich dann um die 75 Prozent ein.

Die Strategie der deutschen Zulassungsstellen, das Mehrstimmrecht zwar zu erhalten, aber gegen Übertreibungen im Stimmrecht vorzugehen, zeigt sich auch in Tabelle 4. Hier wird der Zahl der Gesellschaften, die im Zeitraum von September 1925 bis Dezember 1930 ihre Stimmrechtsaktien aufgehoben haben, die Zahl der Gesellschaften gegenübergestellt, die im gleichen Zeitraum das Stimmrecht ihrer Stimmrechtsaktien reduziert beziehungsweise vergrößert haben. In diesen knapp viereinhalb Jahren hoben lediglich 105 Gesellschaften ihre Stimmrechtsaktien auf, mehr als doppelt so viele (253) reduzierten das Stimmrecht ihrer Mehrstimmrechtsaktien.

Tab. 3: Entwicklung des Stimmrechtsanteils der Mehrstimmrechtsaktien, 1925-1930.

Jahr	Stichtag	Anteil der Mehrstimmrechtsaktien an den Stimmen auf der Generalversammlung		
		1-40 %	40-50 %	über 50 %
1925	01.09	0,53	0,41	0,06
1927	31.07	0,60	0,33	0,06
1928	31.12	0,65	0,28	0,07
1929	31.12	0,67	0,27	0,06
1930	31.12	0,70	0,24	0,06
1931	31.12	0,70	0,23	0,06
1932	31.12	0,71	0,22	0,07
1934	31.12	0,77	0,17	0,06
1935	31.12	0,77	0,18	0,05
1937	31.12	0,75	0,19	0,06

Statistisches Reichsamt, Stimmrechts- und Vorzugsaktien (1925); Dass., Stimmrecht (1927); Dass., Stimmrechts- und Vorzugsaktien (1929); Dass., Stimmrecht (1929); Dass., Stimmrecht (1931); Dass., Stimmrecht (1932b); Dass., Stimmrecht (1933); Dass., Stimmrecht (1935); Dass., Stimmrecht (1937); Dass., Stimmrecht (1938).

Die 53 Gesellschaften, die ihr Stimmrecht erhöhten, fallen dagegen kaum ins Gewicht, vor allem, weil es sich dabei in 20 Fällen um kleinere Stimmrechtsverschiebungen aufgrund einer über die Einziehung eines Teils der Stammaktien realisierten Kapitalherabsetzung handelte.⁷⁷ In den Jahren zwischen 1931 und 1937 blieb die Zahl der Stimmrechtsaufhebungen auf einem ähnlichen Niveau wie in der zweiten Hälfte der 1920er Jahre und variierte zwischen 10 (1936) und 36 (1932) Fällen. Die Zahl der Stimmrechtsherabsetzungen ging in diesem Zeitraum im Vergleich mit den Jahren 1927 bis 1930 zurück. Das Verhältnis Stimmrechtsreduzierungen und Stimmrechtsaufhebungen fiel in den 1930er Jahren demnach deutlich positiver zugunsten Letzterer aus, als dies in der zweiten Hälfte der 1920er Jahre der Fall gewesen war. Besonders deutliche Stimmrechtsaufhebungen sind jedoch nur in den Jahren 1932 (36), dem ersten vollen Kalenderjahr nach der kleinen Aktienrechtsreform, und 1938 (65), dem ersten vollen Kalenderjahr nach dem Ausgabeverbot neuer Mehrstimmrechtsaktien und der angekündigten Abschaffung bestehender Stimmrechtsaktien, zu beobachten.

⁷⁷ In 33 Fällen wurde das Stimmrecht der Mehrstimmrechtsaktien erhöht oder die Mehrstimmrechtsaktien vermehrt. In lediglich zwei Fällen wurden neue Mehrstimmrechtsaktien geschaffen.

Insbesondere das Aktiengesetz von 1937 scheint somit das proklamierte Regulierungsziel einer deutlichen Reduktion der Mehrstimmrechtsaktie erreicht zu haben. Ob der Anstieg der Stimmrechtsreduktionen von 17 im Jahr 1931 auf 36 im Jahr 1932 direkt auf die durch die „kleine Aktienrechtsreform“ eingeführte Offenlegung der Stimmrechtsverhältnisse zurückgeführt werden kann, ist dagegen weniger eindeutig, da die Weltwirtschaftskrise viele Unternehmen dazu zwang, ihr Kapital herabzusetzen. Dieser Zwang erklärt wohl auch den deutlichen Anstieg der Stimmrechtserhöhungen von 17 Fällen im Jahr 1931 auf 62 Fälle im Jahr 1932. In den meisten Fällen stieg das Stimmrecht der Mehrstimmrechtsaktien wohl aufgrund der Herabsetzung des Stammkapitals.⁷⁸

Tab. 4: Veränderung des Bestands an Mehrstimmrechtsaktien, 1925-1938.

Zeitraum	Gesellschaften, bei denen der Stimmrechtsvorzug		
	aufgehoben wurde	kleiner geworden ist	größer geworden ist
1.9.1925-30.6.1926	16	18	
1.7.1927-31.12.1928	40	109	19
1.1.1929-31.12.1929	23	71	25
1.1.1930-31.12.1930	26	55	9
1931	17	34	17
1932	36	38	62
1933	22	k.A.	k.A.
1934	27	18	2
1935	17	19	11
1936	10		
1937	21	18	10
1938	65	19	2

Statistisches Reichsamt, Stimmrecht (1926); Dass., Stimmrechts- und Vorzugsaktien (1929); Dass., Stimmrecht (1929); Dass., Stimmrecht (1930a); Dass., Stimmrecht (1930b); Dass., Stimmrecht (1931); Dass., Stimmrecht (1931); Dass., Stimmrecht (1932a); Dass., Stimmrecht (1932b); Dass., Stimmrecht (1933); Dass., Stimmrecht (1935); Dass., Stimmrecht (1938); Dass., Stimmrecht (1939); Dass., Stimmrecht (1937); Dass., Stimmrecht (1938); Dass., Stimmrecht (1939).

⁷⁸ *Statistisches Reichsamt, Stimmrecht (1933), S. 678.*

Obwohl die Bemühungen der deutschen Zulassungsstellen höchstwahrscheinlich dazu beitrugen, Stimmrechtsübertreibungen abzubauen, hielten die Verwaltungen deutscher Aktiengesellschaften bei fast der Hälfte der börsennotierten Gesellschaften auch noch 1930 mehr als 25 Prozent aller Stimmen. Zieht man die wohl realistischeren Zahlen von 1931 heran, entfielen auf Mehrstimmrechtsaktien immer noch ein Drittel aller auf der Generalversammlung gültigen Stimmen. Damit verfügten die eingesessenen Unternehmensleitungen weiterhin über eine Sperrminorität, mit der sich Kapitalveränderungen, Fusionsentscheidungen oder die Entscheidung über die Liquidation der Gesellschaft verhindern ließen. Die freien Aktionäre, die typischerweise Stammaktien hielten, blieben also weiterhin benachteiligt, auch wenn ihre Einflussmöglichkeiten wieder etwas zugenommen haben mögen. Von einer anlegerfreundlichen, der öffentlichen Kritik entgegenkommenden Regulierung der Zulassungsstellen zu sprechen, wäre daher sicherlich nicht richtig. Anders als in den 1880er Jahren scheinen entsprechende Anreize nicht bestanden zu haben oder wurden vielmehr von dem Ziel, die Aktiengesellschaft von äußeren Einflüssen aus dem Aus- und Inland abzuschirmen, überlagert.⁷⁹ Von der Handelspresse, die regelmäßig die Interessen kleinerer Aktionäre vertrat, wurde ihnen dies auch immer wieder vorgeworfen.⁸⁰ Die staatliche Regulierung nach der Machtergreifung der Nationalsozialisten kam der öffentlichen Kritik an der Mehrstimmrechtsaktie stärker entgegen. Von einer anlegerfreundlichen Politik zu sprechen wäre in diesem Zusammenhang aber ebenfalls verfehlt, schränkte das Aktiengesetz von 1937 doch die Befugnisse der Generalversammlung und des Aufsichtsrats massiv ein und stärkte die Entscheidungskompetenzen des Vorstands.

5 Fazit

Anfang der 1920er Jahre war es zunächst die private Regulierung der Börsenzulassungsstellen, die auf die staatliche Regulierung wirkte. So übernahm die Reichsregierung in der Durchführungsverordnung zur Goldbilanzverordnung die seit Anfang 1920 von den Zulassungsstellen praktizierte Offenlegungspflicht in Bezug auf die Existenz von Mehrstimmrechtsaktien. Ihre Verstetigung erfuhr die Offenlegungsverpflichtung dann in der Notverordnung von 1931. Der größte

⁷⁹ *Burhop*, Regulierung.

⁸⁰ Magazin der Wirtschaft Nr. 2, 1926 und Berliner Börsencourier vom 26.09.1926, in: BArch R 3001/2935; Antworten der Vereinigung der Berliner Handelsredakteure auf den Fragebogen IV des Reichsjustizministeriums über eine Reform des Aktienrechts, 1929, in: BArch R 3001/3012.

Erfolg der Börsenzulassungsstellen war es aber sicherlich, ein Verbot beziehungsweise eine strengere staatliche Regulierung bis 1937 zu verhindern. Das Scheitern eines Weimarer Aktiengesetzes überdeckt dabei jedoch, dass die Börsenzulassungsstellen bereits in der Weltwirtschaftskrise nicht mehr das entscheidende Vorbild für staatliche Regulierung waren. Die Reformentwürfe aus den Jahren 1930 und 1931 sahen eine wesentlich stärkere Einschränkung der Anwendungsfälle von Mehrstimmrechtsaktien vor, als dies seit 1925 von den Börsenzulassungsstellen praktiziert wurde. Entscheidender waren allerdings die in den Weimarer Entwürfen vorgesehenen Rechte der Stammaktionäre zur Einziehung der Mehrstimmrechtsaktien. Die Schwäche der Weimarer Reichsregierungen führte jedoch dazu, dass der Staat lange Zeit privaten Institutionen die Regulierung der Mehrstimmrechtsaktie überlassen musste. Erst mit der „Machtergreifung“ der Nationalsozialisten stellte sich wieder die Reichsregierung an die Spitze der Regulierungsbemühungen.

Fragt man nach dem Effekt privater und staatlicher Regulierungsbemühungen zeigt sich, dass die Börsenzulassungsstellen in der zweiten Hälfte der 1920er Jahre ihrem Ziel näherkamen, Stimmrechtsübertreibungen abzubauen. Gleiches gilt für das Ziel der Reichsregierung nach 1933, die Mehrstimmrechtsaktie an sich zurückzudrängen. Gemessen an den jeweiligen Regulierungszielen lässt sich somit von einer erfolgreichen Regulierung sprechen. Im Sinne der freien Aktionäre war jedoch weder die Politik der Zulassungsstellen, noch die Regulierung unter den Nationalsozialisten. In beiden Fällen wurde davon abgesehen, den eingesessenen Unternehmensleitungen ihre Macht zu nehmen. Trotz Stimmrechtseinschränkungen war es auch 1931 noch möglich, mit Hilfe von Mehrstimmrechtsaktien die Generalversammlung zu beherrschen. Eduard Mosler bemerkte dazu während einer Sitzung der Berliner Zulassungsstelle im Sommer 1928 treffend, man müsse in diesen „so bewegten Zeiten“ nicht nur die Interessen der Aktionäre und der Börse, sondern auch die Interessen der Industrie berücksichtigen.⁸¹ Die Regulierungsbemühungen der Nationalsozialisten drängten zwar die Mehrstimmrechtsaktie zurück, stärkten jedoch gleichzeitig die Entscheidungskompetenz des Vorstands gegenüber Aufsichtsrat und Generalversammlung.

⁸¹ Protokoll der geheimen Sitzung der Berliner Zulassungsstelle vom 27.06.1928, in: BArch R 3103/8.

Bionote

Felix Selgert

ist akademischer Rat am Institut für Geschichtswissenschaft an der Universität Bonn. Er studierte zwischen 2003 und 2007 Geschichte und Volkswirtschaftslehre an der Universität Mannheim. Von 2007 bis 2013 wissenschaftlicher Mitarbeiter am Seminar für Wirtschaftsgeschichte an der Universität Mannheim. Zwischen 2013 und 2016 Postdoktorant am Institut für Wirtschafts- und Sozialgeschichte der Universität Wien.