# Vorzugsaktien ohne Stimmrecht

Bezzenberger, Tilman

Köln [u.a.], 1991

Erstes Kapitel: Geschichte und Rechtstatsachen

urn:nbn:de:kobv:517-vlib-7386

# Erstes Kapitel: Geschichte und Rechtstatsachen

## § 1 Geschichte des Rechtsinstituts

### I. Vorzugsaktien mit Stimmrecht

#### *1. Entstehung und allgemeine Entwicklung*

##### *a) Gewinn-Vorzugsaktien*

Als »Prioritäts-Actien« bezeichnete Wertpapiere wurden in Deutschland seit dem Jahre 1840 von Eisenbahngesellschaften ausgegeben. Allein, den Inhabern waren zunächst feste Zinsen unabhängig von Gewinn und Verlust der Unternehmung verbrieft, auch ein Recht auf Rückzahlung des Kapitals gegeben; an Gewinnausschüttungen hatten sie nicht teil, das Stimmrecht in den Generalversammlungen war ihnen versagt. Der Sache nach handelte es sich mithin nicht um Aktien, sondern um Obligationen.[1]

Daß die »Prioritäts-Actionäre« in den Gesellschaftsstatuten gleichwohl als »Mitglieder der Eisenbahngesellschaft« bezeichnet wurden,[2] machte, auch nach damaliger Rechtslehre, keinen Sinn. Denn der Unterschied zwischen Aktie und Obligation war durchaus erkannt. Die Obligation ist Schuldverhältnis aufgrund verzinslichen Darlehens, die Aktie Anteilsrecht aus gesellschaftlichem Zusammenschluß; sie trägt »keine Zinsen, sondern Dividenden, d. h. Quoten des gewonnenen Reinertrags, viel, oder wenig, oder gar Nichts, je nach dem mehr oder weniger günstigen Erfolg des Unternehmens«.[3] Der Aktionär ist Mitglied, der Obligationeninhaber Gläubiger der Gesellschaft. Da aber gegenüber dem Gewinnanteil des ersteren die Zinsforderung des letzteren notwendig vorrangig, prioritätisch, war, mochte man wohl, wenn unter ›Actie‹ ganz allgemein die wertpapiermäßig verbriefte und ertragbringende Geldeinlage verstanden wurde, die Obligation

1 Meili, Prioritätsactien, S. 13–20; Goldschmidt, Lucca- Pistoja-Actien-Streit S. 26. Zu den Vorzugsaktien um die Mitte des 19. Jahrhunderts Keinath, Die Vorzugsaktie, S. 8–12; Kurz Schmalenbach, Aktiengesellschaft, S. 42 f. Zur damaligen Praxis der Unternehmensfinanzierung Bösselmann, Entwicklung des deutschen Aktienwesens, S. 95 ff.

2 Meili S. 17.

3 Savigny, Obligationenrecht, Bd. II, S. 113 f. Den Unterschied betonen auch Goldschmidt, a.a.O. S. 25–27 und Renaud S. 772–774.

auch als eine Art »Prioritäts-Actie« bezeichnen.[4] »Es geschieht sehr häufig, daß das ursprünglich berechnete, durch jene Aktien zusammengebrachte, Kapital zur Ausführung des Unternehmens nicht hinreicht. Eine sehr gewöhnliche Form, das fehlende Kapital zu beschaffen, besteht dann darin, daß die Corporation eine Schuld aufnimmt und für diese Schuld wiederum Schuldscheine auf den Inhaber ausstellt, welche man Prioritäts-Aktien nennt (im Gegensatz der ursprünglichen Stamm-Aktien). Dieses sind dann Urkunden über reine Obligationen, von welchen feste Zinsen gezahlt werden, nicht unbestimmte Dividenden«.[5]

Umgekehrt traten in den Jahren 1848 und 1850 als »Obligationen« bezeichnete Titel zu Tage, deren betraglich festgelegte »Zinsen« ebenso wie die zur »Tilgung« aufzuwendenden Raten nur aus den jährlichen Reingewinnen zu zahlen waren. Die Berechtigten hatten in der Generalversammlung ein Stimmrecht und sollten im Falle einer Auflösung der Gesellschaft nur aus dem nach Befriedigung der Gläubiger verbleibenden Liquidationsüberschuß »bis zum Belauf ihrer Kapitalforderungen nebst Zinsen« vorab bedient werden, bevor der gesamte verbleibende Rest »den Aktionären« zufallen würde. Es handelte sich also trotz wirtschaftlicher Angleichung an Obligationen rechtlich gesehen um vorrangige und einziehbare Aktien, obligationenähnliche Vorzugsaktien.[6]

Von diesen undeutlichen Erscheinungen abgesehen scheinen Vorzugsaktien, und zwar eigenartigerweise solche ohne Stimmrecht, erstmals 1844 aufgekommen zu sein. Deren Inhaber erhielten aus dem Ergebnis des jeweiligen Geschäftsjahrs eine Vorabdividende von 4 % des Aktiennennbetrages.[7] In weitere Übung kamen »Prioritäts-Actien« seit den späteren fünfziger Jahren, zuerst fast ausschließlich im Eisenbahnbau, dann auch in anderen Wirtschaftszweigen. Zumeist wurde jetzt das Gewinnvorrecht durch ein Recht auf Nachzahlung ausgefallener Vorzugsdividenden aus den Gewinnen späterer Jahre verstärkt.[8]

Anlaß zur Ausgabe von Vorzugsaktien war typischerweise eine Kapitalerhöhung zum Zwecke der Sanierung: War der Börsenkurs vorhandener

4 Das niederländische »actije« (<lat. actio, Klagbarkeit, Anspruch) bezeichnete auch und gerade den Dividendenanspruch. Umgekehrt wurden Gewinnanteile der Aktionäre in der damaligen Praxis mitunter als »Zinsen« bezeichnet, wenn und soweit nämlich die Gesellschaft statutarisch zur Auskehr des Gewinns gehalten war; eine weitergehende ermessensfreie Ausschüttung ergab dann »Dividende« oder »Superdividende«. Die Zahlung regelrechter Aktienzinsen verbot erst das preußische Aktiengesetz von 1843.

5 Savigny, a.a.O. S. 114 f. Kritisch gegen diesen Sprachgebrauch Goldschmidt und Renaud, je a.a.O.

6 Ladenburg, ZHR 6 (1863), 246–257.

7 Meili S. 20 f., Rhein. Eisenb.

8 A.a.O., S. 30–41.

Aktien geringer als der Nennbetrag, konnte neues Eigenkapital unter gleichrangigen Bedingungen nicht zu pari herangezogen werden; die alten Aktionäre mußten die neuen an den künftigen Gewinnen besser berechtigen.[9] Oder es wurden die Aktionäre zu ›freiwilligen‹ Zuzahlungen aufgerufen und die Anteile der Leistenden in Vorzugsaktien umgewandelt. Die wirtschaftliche Bedeutung dieser Anteilsform war nicht sehr groß. 1918 entfiel das Nominalkapital preußischer Aktiengesellschaften von insgesamt etwa 12 Mrd. Mark nur zu 477 Mio. Mark auf Vorzugsaktien.[10]

### *b) Mehrstimmrechts-Vorzugsaktien*

Stimmberechtigt mußten die Vorzugsaktien ebenso wie die Stammaktien von Gesetzes wegen zunächst nicht sein, denn noch das alte ADHGB von 1861/1870 überließ Gewähr und Höhe des Stimmrechts der Regelung des Gesellschaftsvertrages.[11] Doch scheint niemand mehr in diesen gesetzlichen Freiräumen eine stimmrechtslose Vorzugsaktie zusammengesetzt, einen Gewinnvorzug also gezielt als Ausgleich für das Fehlen des Stimmrechts eingeräumt zu haben.[12] Die Möglichkeit dazu endete auch mit der Aktienrechtsnovelle von 1884, die jeder Aktie nunmehr das Stimmrecht, »das vorzüglichste Recht des Aktionärs«, zwingend zuschrieb.[13]

Als dann 1897 das neue HGB bestimmte, es könne, wo verschiedene Gattungen von Aktien bestünden, den Anteilen der einen Gattung ein höheres Stimmrecht als denen der anderen beigemessen werden,[14] wurden im Gegenteil, da gerade auch in der bevorrechtigten Gewinnteilhabe eine solche Gattungsverschiedenheit lag,[15] Aktien mit Dividendenvorzug mitunter zugleich als Mehrstimmrechts-Aktien ausgestaltet. Der aktienrechtliche Gleichlauf von Kapitalrisiko und Stimmeneinfluß war dadurch nicht notwendig außer Geltung gesetzt. Meist hatten die Vorzugsaktionäre tatsächlich höhere Kapitaleinlagen erbracht, etwa freiwillige Zuzahlungen geleistet

9 Bekker, ZHR 16 (1871), 32 (57 f.); Schmalenbach, Aktiengesellschaft, S. 44.

10 Statist. Jahrbuch für den Freistaat Preußen, Bd. XXVII, S. 150.

11 Art. 224 II, 190 ADHGB.

12 Ganz selten hatten die Vorzugsaktien ein geringeres Stimmrecht als die Stammaktien; meist standen beide Gattungen gleich. Siehe Meili S. 41 f. Vgl. auch Renaud S. 465, 771.

13 Art. 221 II i.V.m. Art. 190 I 1 des Gesetzes, betreffend die Kommanditgesellschaften auf Aktien und die Aktiengesellschaften vom 18. Juli 1884. Allg. Begr. RegE bei Schubert/Hommelhoff, Hundert Jahre, S. 407 (465).

14 § 252 I 4 HGB a.F.

15 Ein Gattungsunterschied war Voraussetzung für das Mehrstimmrecht und konnte nicht allein in diesem selbst liegen, A. Hueck: Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht, 1922, S. 31–40; Düringer/Hachenburg-Bing § 185, 11; wohl auch RGZ 119, 248 (254) und damals h.M.

oder in Zeiten der Krise neue Aktien über dem Börsenkurs der alten übernommen.[16] Dennoch erschien den Damaligen das Mehrstimmrecht als solches durchaus anstößig. Im Jahre 1912 etwa schritt die Zulassungsstelle der Berliner Börse gegen eine Gesellschaft ein, die Vorzugsaktien mit doppeltem Stimmrecht ausgegeben hatte.[17] Bis zum Ende der Monarchie blieben Mehrstimmrechts-Vorzugsaktien seltene Ausnahmeerscheinung.

Eine ganz neue Richtung nahm die Entwicklung nach der Niederlage von 1918 und insbesondere in den Jahren der großen Inflation. Aktien mit zehn-, zwanzig- oder vieldutzendfachem Stimmrecht kamen jetzt auf.[18] Deren vermögensrechtliche Sonderstellung war oft nur Anknüpfungspunkt für das letztlich erstrebte Mehrstimmrecht. Zur Rechtfertigung wurde zunächst das Bild einer »äußeren Überfremdung« emporgehalten, die Gefahr des Anteilaufkaufs aus Ländern mit starker Währung. Doch die Ausländer kauften regelmäßig nicht zum Zwecke unternehmerischer Einflußnahme. So mußte die Rechtfertigung des Mehrstimmrechts vorzugsweise in der Abwehr »innerer Überfremdung« gesucht werden; die Unternehmungen sollten in den Händen ›verdienter Gründer‹ oder doch unter ›bewährter Leitung‹ bleiben. Letztlich ging es um den Abwehrkampf des alten Besitzes gegen den neuen in einer Zeit gesellschaftlicher Umwälzung. Die schnelle Geldentwertung und der Verschleiß der Anlagen machten dauernde Kapitalerhöhungen notwendig. Eingesessene Mehrheitsgruppen konnten die zusätzlichen Mittel nicht mehr aufbringen und wollten dennoch nicht hochgekommenen Unternehmensmetzgern und Konzernbauern weichen. Nur mochte das Abwehrmittel der Stimmrechtsaktie ebensogut jenen Gestalten als Angriffsmittel dienen. Man erwarb die Aktienmehrheit auf Kredit, setzte dann die Ausgabe von Mehrstimmrechts-Vorzugsaktien an sich selbst durch und verkaufte anschließend die Stammaktien wieder, um die Schuld zu tilgen.

Nach der Währungsneuordung von 1923/1924 gingen diese Erscheinungen allmählich zurück. Bestanden im Jahre 1925 Mehrstimmrechte noch bei 842 der 1.595 Gesellschaften mit börsengehandelten Anteilen,[19] so war dies 1935 nur noch bei 332 von 888 Börsengesellschaften der Fall.[20] Die aufgeworfenen Rechtsfragen blieben bestehen. Erst das neue Aktiengesetz von

16 A. Hueck, Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht, S. 8 f.

17 Passow, Aktiengesellschaft, S. 244.

18 Zur Mehrstimmrechts-Vorzugsaktie insbesondere Düringer/Hachenburg-Bing § 185, 35–43; KK-Zöllner § 12 mit ausf. Nw.; kurzer Abriß bei Nörr, Privatrechtsgeschichte S. 115 f.

19 Solmssen, Verhdlgen. des 34. DJT, Bd. II, S. 720.

20 Die Entwicklung der Mehrstimmrechtsverhältnisse bei den Aktiengesellschaften seit dem Jahre 1920, in: Statistisches Reichsamt (Hrsg.): Wirtschaft und Statistik, 1937, S. 113. Nach dem 2. Weltkrieg, insbesondere in den fünfziger Jahren, kam es zu einer weiteren Welle des gezielten Abbaus von Mehrstimmrechtsaktien durch Umwandlung in Stammaktien, siehe Keinath, Vorzugsaktie, S. 178 f.

1937 sollte Mehrstimmrechte für unzulässig erklären und das Fortbestehen alter Stimmenvorrechte in das Belieben des Reichswirtschaftsministers stellen.[21] Bis dahin ließ das Reichsgericht Mehrstimmrechte grundsätzlich gelten und nur in kraß gelagerten Fällen den Einwand der Sittenwidrigkeit durchgreifen.[22]

Die breite Öffentlichkeit – oder jedenfalls die Handelspresse – sah das anders; bei ihr stießen diese Aktien auf entschiedenen Widerwillen. Der öffentlichen Debatte konnte sich die aktienrechtliche Diskussion nicht entziehen,[23] mögen auch ihre Wortführer den Mehrstimmrechten eher wohlgesonnen gewesen sein. Es kam zu langen und grundsätzlichen Ausführungen, daß die Mehrstimmrechte ein so grundsätzliches Problem nicht seien und so lange Ausführungen nicht verdienten. Der Begriff der ›Vorzugsaktie‹ schien mit demjenigen der Mehrstimmrechts-Vorzugsaktie zusammengefallen zu sein.

### 2. *Vermögensrechtliche Ausgestaltungen*

So große Aufmerksamkeit zogen die Mehrstimmrechte auf sich, daß darüber der vermögensrechtliche Vorzug leicht außer acht treten konnte. Gerade hier aber fanden sich gewichtige Unterschiede.[24]

#### *a) Partizipierende Vorzugsaktien*

Die Vorzugsaktien der älteren Zeit waren zumeist ›partizipierend‹, gaben also über den Vorzugssatz hinaus an der Gewinnausschüttung Anteil. Wenn der Voraus abgedeckt und auch für die Stammaktien eine Dividende in bestimmter Höhe gewährleistet war, verteilte sich die noch verbleibende Ausschüttungssumme mehr oder minder gleichmäßig auf die Aktien beiderlei Gattung.[25] Das Gewinnrecht war damit nur teilweise als Vorrecht gesichert und neben die eigentliche Vorzugsdividende trat die nicht bevorrechtigte weitere Dividendenzahlung. Der Vorzug bezeichnete hier eine beson-

21 § 12 II AktG 1937 und § 9 EGAktG 1937.

22 A. Hueck, RG-Festgabe, Bd. IV (1929), 167 (176 ff., 181 ff.); Düringer/Hachenburg-Bing § 185, 38; Kurze Rspr.übersicht auch bei Solmssen, Verhdlgen. des 34. DJT, Bd. II, S. 725–727.

23 Vgl. auch Begr. RegE 1930, S. 94: Das Problem der Herrschaft ohne entsprechendes Kapitalrisiko »bietet den Ausgangspunkt für die Wünsche nach der Erneuerung des deutschen Aktienrechts«.

24 Einen Überblick gibt Schmalenbach, Aktiengesellschaft, S. 44–56.

25 Meili, Prioritätsactien, S. 24–27; Schmalenbach, Aktiengesellschaft, S. 45–48.

dere Verteilungsordnung lediglich des Mangels und wurde in Jahren reichlicher Gewinnausschüttung zu einer unsichtbaren Größe.

Nicht selten gewährten diese Aktien ein weiteres Vorrecht beim Anfall des Gesellschaftsvermögens im Falle der Auflösung und Abwicklung, einen Liquidationsvorzug.[26] Selbst dann aber sollte sich der Vermögensanfall regelmäßig nicht in dem Vorweganteil erschöpfen. Der Aktionär war vielmehr nur in bestimmter Höhe besonders gesichert, etwa derjenigen des Nennbetrages zuzüglich früher ausgefallener Vorzugsdividenden. Was dann und nach einer entsprechenden Befriedigung der Stammaktionäre noch verbliebe, würde allen gleichmäßig zustehen.

Der Inhaber einer partizipierenden Vorzugsaktie hatte somit an den Gesellschaftsergebnissen und dem Wert des gesellschaftlichen Vermögens in vollem Maße Anteil. Hiernach bemaß sich der Wert seiner Aktie nicht viel anders als der einer Stammaktie. Beider Kursentwicklung folgte im wesentlichen denselben Strömungen. Bei gutem Geschäftsgang und hohem Gesellschaftsvermögen mochte sich dasjenige, was ein Verkäufer als Preis für die alten oder die Gesellschaft als Einlage auf neue Aktien billigerweise fordern konnte, weit über den Nennbetrag erheben. Damit verloren die Vorzugsrechte an Bedeutung, denn sie blieben statutarisch auf den Nennwert festgeschrieben. Wer eine vierprozentige Vorzugsaktie mit Liquidationsvorrecht in Höhe des Nennwerts von 1.000 Mark für 3.000 Mark und mit der Aussicht auf eine Gesamtdividende von 90 Mark erwarb, hatte ein effektives Gewinnvorrecht in Höhe von nur einem und einem Drittel Prozent und, im gedachten Falle der Auflösung, Aussicht auf vorrangige Auskehr lediglich eines Drittels seines Vermögenswerts. Ein so berechtigter Vorzugsaktionär war am Gewinn und Verlust nicht wesentlich anders beteiligt als die übrigen Aktionäre und daher interessenmäßig ähnlich wie diese in den Gang der Gesellschaftsangelegenheiten mit eingebunden.

### *b) Obligationenähnliche Vorzugsaktien*

Eine ganz andere Art aktienmäßiger Beteiligung vermittelte die obligationenähnliche Vorzugsaktie.[27] Ihre Inhaber erhielten einen bestimmten Pro-

26 Heute unüblich, aber bei älteren Vorzugsaktien noch oft zu finden. Ausführl. Keinath, Vorzugsaktie, S. 98–103.

27 Hierzu etwa Hintner, Die Betriebswirtschaft 1941, 71 (73–76); ders., Der Wirtschaftstreuhänder 1941, 131 (132 f.). Düringer/Hachenburg-Bing § 285 HGB, 25 ff.; Schmalenbach, Aktiengesellschaft, S. 48–50; Passow, Die Aktiengesellschaft, S. 241 f.; Pinner, Bank-Archiv 23 (1923/24), S. 127; Hartmann, a.a.O. S. 107 (111–113); Keinath, Vorzugsaktie, S. 83–87 (m. zahlr. Bsp.); Quassowski/Susat: VO über Goldbilanzen, 2. DVO § 28 (S. 239 ff.); Herold, Soz. Prax. 1941, 835 (838 f.).

zentsatz der Aktiennennwerte als Vorausdividende und die gesamte weitere Gewinnausschüttung blieb den Stammaktionären vorbehalten. Das Gewinnrecht war also betragsmäßig auf den Voraus wie auf einen festen Zinssatz festgeschrieben, der Gewinnvorzug nicht bevorrechtigte Teildividende, sondern zugleich Höchstdividende.[28] Konsequenterweise begrenzte die Satzung dann auch das Recht auf Beteiligung am Abwicklungserlös auf eine bevorrechtigte Rückzahlung der Aktiennennbeträge zuzüglich vielleicht eines gewissen Aufgeldes. Die Vorzugsaktionäre waren damit vom Wertzuwachs des Gesellschaftsvermögens ausgeschlossen, dafür aber Gewinn- und Vermögensteilhabe im vollen Umfang als Vorrechte abgesichert. Nicht selten sah das Statut eine spätere Einziehung derartiger Vorzugsaktien gegen Auszahlung des Liquidationsbetrages vor.[29] Zu Recht definierte der Gesetzgeber solche »Aktien, bei denen der Gewinnanteil und der Anteil am Liquidationserlöse sowie im Falle der Einziehung . . . der Rückzahlungsbetrag auf einen Hundertsatz des Nennbetrages beschränkt ist«, als »schuldverschreibungsähnliche Vorzugsaktien«.[30]

Obligationenähnliche Vorzugsaktien haben in Deutschland eine zahlenmäßig erhebliche Rolle gespielt.[31] Doch selten nur wurden sie zur börsenmäßigen Kapitalbeschaffung an das Publikum begeben. Dafür waren die meisten Mehrstimmrechtsaktien vermögensmäßig so ausgestaltet.[32] Denn wenn die Gewinn- und Vermögensteilhabe auf feste Sätze begrenzt wurde, ließ sich trotz hohen Gesellschaftsvermögens und entsprechender Aktienkurse eine Ausgabe der neuen Mehrstimmrechts-Vorzugsaktien zum Nennbetrag rechtfertigen. Gelang es dann noch, die Vorzugsaktien unter Ausschluß des allgemeinen Bezugsrechts lediglich den »gesellschaftstreuen Aktionären« und anderen »Freunden der AG« zuzuweisen, konnte die Mehr-

28 Daher mitunter die Bezeichnung ›limitierte Vorzugsaktien‹, ›Vorzugsaktien mit Limitation‹.

29 Düringer/Hachenburg-Flechtheim § 227 HGB, 2; Keinath, Vorzugsaktie, S. 100–103, 117–120 und Anlage zu S. 194; Flechtheim, Bank-Archiv 23 (1923/24), 86 (89). So lag es inbesondere bei den 1922 ausgegebenen Vorzugsaktien der AEG, Passow, Aktiengesellschaft, S. 241 f., 244.

30 § 18 der 3. Steuernotverordnung vom 14.2.1924, RGBl. I, 74 (78).

31 Keinath (Vorzugsaktie, S. 87 und Anlage nach S. 194) zählte 1954 unter den Gesellschaften mit börsennotierten Anteilen nur 32 Fälle partizipierender Vorzugsaktien im Gegensatz zu 79 Fällen von Vorzugsaktien mit Dividendenbegrenzung. Bei diesen letzteren handelte es sich überwiegend um Mehrstimmrechtsaktien aus der Inflationszeit. Daß indessen Vorzugsaktien schon vor dem Ersten Weltkrieg »so gut wie immer« obligationenähnlich ausgestaltet waren (so Wassermann, Bank-Archiv 22, 1922/23, S. 187), trifft nicht zu.

32 Hueck, Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht, S. 11, 64; Hartmann, Bank-Archiv 23 (1923/24), 107 (111 f.); Wassermann, a.a.O.; Felix Bondi, Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht, Gruchot's Beitr. 65 (1921), 129 (132).

heitsgruppe ihre Machtstellung ohne den Vorwurf einer sittenwidrigen Vermögensschädigung der übrigen Aktionäre ausbauen und zugleich die bislang gehaltenen Stammaktien zu hohen Börsenkursen verkaufen.[33]

Als Mittel der Unternehmensfinanzierung wurden obligationenähnliche Vorzugsaktien gelegentlich während der Inflationsjahre eingesetzt, denn mit ihnen ließ es sich selbst bei Aufnahme scheinbar gewaltiger Aktienkapitalien vermeiden, die neu hinzutretenden Aktionäre uneingeschränkt nach Maßgabe der Nennwert-Relationen an Vermögenszuwachs und Ergebnissen der Gesellschaft zu beteiligen. Das ließ im Zuge der Währungsstabilisierung auch der Gesetzgeber gelten. Nicht wie bei anderen Aktien das Verhältnis der Nennbeträge zum Grundkapital, sondern grundsätzlich der Goldwert der seinerzeit geleisteten Papiermark-Einlage sollte für die Goldmark-Umstellung obligationenähnlicher Vorzugsaktien maßgeblich sein.[34]

Jene Geschäftspraktiken mögen fragwürdig gewesen sein, die obligationenähnliche Vorzugsaktie als solche war und ist es nicht. Ihre grundsätzliche Eignung als Mittel der Kapitalbeschaffung auch unter normalen Umständen wurde durchaus gesehen.[35] Doch stand dem Einsatz solcher Aktien das Gebot eines zustimmenden Sonderbeschlusses der Aktionäre jeder Gattung zu Kapitalerhöhungen entgegen (§ 278 II HGB a.F., heute § 182 II AktG). Die Vorzugsaktionäre hätten sich dergestalt ein Bezugsrecht auch auf neue Stammaktien mit unbegrenzter Gewinn- und Vermögensteilhabe erzwingen können, was für die Inhaber vorhandener Stammaktien kaum annehmbar gewesen wäre.[36] Wirtschaftliche Hindernisse kamen hinzu. Da eine obligationenähnliche Vorzugsaktie weder Ertragssteigerung noch Wertzuwachs versprach, konnte sie kaum wesentlich über pari ausgegeben werden.[37] Die Höhe des nach oben begrenzten Gewinnanteils mußte sich daher am Zinssatz langfristiger Anleihen messen lassen, wegen der geringeren Sicherheit sogar regelmäßig darüber hinausgehen. Im Deutschland der Weimarer Zeit aber lagen die Geld- und Kapitalmarktzinsen auch nach 1924 weit über dem internationalen Durchschnitt. Und steuerrechtlich blieb die

33 So etwa im Falle RGZ 68, 235 (Hibernia). Auf den Vorzugssatz beschränkt war das Gewinnrecht der Mehrstimmrechts-Aktien auch etwa in den Fällen RGZ 107, 67; RGZ 125, 356; LG Berlin, JW 1937, 2835. Restbestände derartiger Aktien finden sich noch in den Kapitalstrukturen mancher heutigen Gesellschaft.

34 § 28 der 2. DVO vom 28.3.1924 zur Goldbilanzverordnung vom 28.12.1923, RGBl. 1924 I, 385.

35 Flechtheim, Bank-Archiv 26 (1926/27), 366 (368); ders. in: Ausschuß zur Untersuchung der Erzeugungs- und Absatzbedingungen der deutschen Wirtschaft (sog. Enquête-Ausschuß): Wandlungen in den Rechtsformen der Einzelunternehmungen und Konzerne (1928), S. 147 f., 151, 190 f.

36 Flechtheim, Bank-Archiv 26 (1926/27), 366.

37 Vgl. unten S. 55.

Vorzugsdividende Gewinnanteil, stellte also, anders als eine Zinszahlung, keinen betrieblichen Aufwand dar, schmälerte den Gewinn nicht. Im Gegenteil unterlag das Auszuschüttende der vollen Belastung mit Körperschaftsteuer. Damit wurden obligationenähnliche Vorzugsaktien zu einer unverhältnismäßig kostspieligen Form der Unternehmensfinanzierung.[38] Sie haben sich als Mittel der Kapitalbeschaffung in Deutschland nicht durchsetzen können.

Anders die Praxis des englisch-amerikanischen Rechtskreises. Für die ›preference shares‹ Großbritanniens gilt seit langem die Rechtsvermutung, daß über die Vorzugsdividende hinaus ein Anspruch auf Gewinnteilhabe nicht besteht, wenn er nicht eigens eingeräumt ist,[39] was selten geschieht. Ebenso beschränkt sich im Falle einer Auflösung der Gesellschaft das Liquidationsrecht grundsätzlich auf den Aktiennennbetrag; an der Auskehr weitergehenden Abwicklungsüberschusses gibt die Vorzugsaktie keinen Anteil. Und nicht selten sind derartige Aktien »redeemable«, unterliegen der Einziehung.[40] Auch die ›preferred stocks‹ in den USA waren und sind nicht nur in ihrer überwiegenden Zahl ›non-participating‹, sondern meist ebenfalls zu festen Kursen kündbar. Wirtschaftlich gelten sie als »fixed income securities« ähnlich den Teilschuldverschreibungen.[41] Partizipierende Vorzugsaktien sind dort seltene Ausnahmen.[42]

In der obligationenähnlichen Vorzugsaktie liegt eine sinnvolle Kombination von Aktie und Schuldverschreibung. Der Rechtsform nach ist sie mitgliedschaftliche Beteiligung, wirtschaftlich einem Austausch von Leistungen angenähert:[43] Kapitalüberlassung auf Zeit gegen bestimmbares Entgelt. Ein solches Finanzierungsmittel erfüllt die Funktion von Eigen- wie Fremdkapital. Da die Vorzugsdividende keine Zinsforderung sondern Gewinnan-

38 Enquête-Ausschuß, a.a.O., S. 147 f., 190 f.

39 Charlesworth's Company Law, 13. ed. by G. Morse u.a., London 1987, S. 266 mit Hinw. auf Will v. United Lankat Plantations Co. (1914) A.C. 11.; wohl allg. M.

40 Vgl. zur Ausgestaltung englischer Vorzugsaktien Charlesworth's Company Law a.a.O., S. 265–270; Hoffmann, Partizipationsschein, S. 186–190. Nach Meili, Prioritätsactien, S. 7–12, scheinen dort Dividendenbegrenzung und Einziehbarkeit schon um die Mitte des 19. Jahrhunderts die Regel gewesen zu sein.

41 Zu den Vorzugsaktien der USA ausführl. Klein, Vorzugsaktien. Siehe auch Hamilton, The Law of Corporations, S. 127–134; Ballantine on Corporations, S. 501–526, vgl. auch S. 649–662; Buster Lieb, Participation in, and Control over, Corporate Assets, The IAMS Quarterly Rev. 1987, S. 103; Graham/Dodd/Cottle, Security Analysis, S. 375 ff.; Donaldson, Harvard Business Rev. 1962, 123.

42 Hamilton, a.a.O., S. 128.

43 Brodmann § 185 HGB, 2. a).

teil ist, braucht sie nur aus bilanziell ausgewiesenem Gewinn erfüllt zu werden; ihre Nichtgewähr begründet keine Zahlungsunfähigkeit; das Vorzugsaktienkapital ist Eigenkapital, der Vorzugsaktionär Gesellschafter. Andererseits kommt dasjenige, was über die festen Vorzugsdividenden (und etwaige Tilgungs-Rückstellungen) hinaus erwirtschaftet wird, den Stammaktionären als den ›eigentlichen‹ Gesellschaftern alleine zu; insofern wirkt das Vorzugsaktienkapital wie Fremdkapital und kann die gleiche Hebelwirkung entfalten. Für die Gesellschaftsgläubiger wiederum, deren Zins- und Tilgungsforderungen jedem Aktionärsrecht vorgehen, stellt das Vorzugsaktienkapital nicht konkurrierendes fremdes, sondern haftendes Eigenkapital dar, das die Kreditwürdigkeit der Gesellschaft erhöht.

Zwischen Stamm- und Vorzugsaktionären ist das Band gesellschaftlichen Zusammenschlusses gelockert. Die Vorzugsaktionäre haben am wirtschaftlichen Erfolg oder Mißerfolg nur beschränkt Anteil und daher auch in den Angelegenheiten der Gesellschaft nur ein punktuelles und kein notwendig höheres Interesse als Obligationäre. Deshalb liegt es nahe, das Stimmrecht auszuschließen oder zu beschränken,[44] soweit die Rechtsordnung das zuläßt. Und deshalb waren und sind stimmrechtslose Aktien in den USA typischerweise als einziehbare Vorzugsaktien mit obligationenähnlich begrenzten Vermögensrechten ausgestaltet.[45]

Ganz unbekannt war diese Beteiligungsform auch in Deutschland nicht. Die »Deutsche Reichsbahn-Gesellschaft«, 1924 auf aktienmäßiger Kapitalgrundlage errichtet, hatte zur Beschaffung von Eigenmitteln Vorzugsaktien an das Publikum begeben, während die Stammaktien im Besitze des Reichs verblieben. Diese Vorzugsaktien gaben das Recht auf eine nachzahlbare siebenprozentige Vorausdividende und unterlagen der Einziehung zu einem Entgelt von 120–100 % der Nennbeträge. Ein Stimmrecht gewährten sie nicht.[46]

44 Enquête-Ausschuß a.a.O., S. 148: »Das Stimmrecht spielt für diesen Aktionär keine Rolle. Er will seine feste Dividende haben. Er fühlt sich mehr als Obligationär statt als Aktionär« (Flechtheim).

45 Klein, Vorzugsaktien, S. 20 f., 30–32; S. 297 ff.; Hamilton, Corporations, S. 133. Vgl. auch Verhandlungen des 34. DJT (1926), Bd. I, S. 305–310, mit engl. und amerik. Quellenauszügen.

46 RGBl. II, 272 und Satzung, a.a.O. S. 281 mit Gewinnverwendungsregel in § 25 (S. 287). Theoretisch handelte es sich um voll partizipierende Vorzugsaktien, denen für den Fall einer Gewinnausschüttung auf die Stammaktien sogar eine unverhältnismäßig hohe »Zusatzdividende« versprochen war (§ 25 II Nr. 4 c der Satzung). Tatsächlich war das eine freundliche Illusion, denn die Gesellschaft war nicht gegründet worden, um dem Reich Erträge in Form von Stammaktien-Dividenden zufließen zu lassen, sondern sollte in erster Linie Haftungssubjekt für die ihr auferlegte Reparationsschuld sein (11 Mrd. GoldMk mit 6 % Zins- und Tilgungsrate bei einem Grundkapital von 15 Mrd. GoldMk). Die 2 Mrd. GoldMk

## II. Vorzugsaktien ohne Stimmrecht in den Gesetzesplänen der Weimarer Zeit

Den Plan einer stimmrechtslosen Vorzugsaktie brachte, wenn auch nur am Rande, die aktienrechtliche Reformdiskussion der Weimarer Zeit[47] ins Spiel. Ins Auge gefaßt hat man diese neuartige Aktie ohne Stimmrecht nicht als eine über den Vorzug hinaus an der Gewinnausschüttung partizipierende, sondern als eine obligationenähnliche Vorzugsaktie mit beschränkter Gewinnteilhabe. Streng beweisen läßt sich das nicht, doch Quellen und geschichtlicher Zusammenhang deuten in diese Richtung.

### *1. Wirtschaftlicher Hintergrund*

Weltkrieg, Reparationsdruck und Inflation hatten dem alten Bild der Aktiengesellschaft als einer privaten Veranstaltung von Kapitalgebern die Glaubwürdigkeit genommen. Das liberale Zeitalter des europäischen Kapitalismus lief aus. Nicht mehr »nur das äußere rechtliche Gewand für die Verfolgung vermögensrechtlicher Einzelinteressen«[48] sollte das Aktienrecht sein, sondern Verfassungsrecht großer Unternehmens-Anstalten im Dienste der Nation. Einzelne Aktionäre würden kaum größeren Einfluß als Obligationeninhaber geltend machen können.[49]

Vor allem waren in Deutschland unternehmerische und Sparkapitalien in großem Umfang vernichtet worden und damit die praktischen Fragen der Unternehmensfinanzierung verschärft aufgeworfen. Die heimische Wirtschaft war auf ausländische Geldgeber angewiesen, England, die Niederlande und vor allem die USA, nach dem Ersten Weltkrieg das Land mit dem größten Export- und Kapitalüberschuß. Die Kapitalzufuhr kam auch tatsächlich in Gang, nachdem die Inflation überwunden war und durch den Dawes-Plan von 1924 die Reparationsfragen geklärt schienen. Doch selten als Direktinvestitionen oder in Form des Anteilserwerbs flossen die Mittel ins Land, sondern überwiegend als Fremdkapital, insbesondere als kurzfristige Darlehen. Und der Preis war hoch, denn nicht nur lagen die Zinsen in

Vorzugsaktien stellten also wirtschaftlich eine Anleihe, keine nach oben offene Gewinnbeteiligung dar.

47 Einen Überblick hierüber geben Nörr, ZHR 150 (1986), 155–181; ders., Privatrechtsgeschichte, S. 105–133; Schubert, in: Schubert/Hommelhoff, Aktienrechtsreform, S. 25–35; ders., ZRG (GA), 103 (1986), 140. Ausf. zu den Fragen der Kapitalbeschaffung Menke, Kapitalbasis.

48 So noch Karl Lehmann, Aktiengesellschaften, Bd. II, S. 420.

49 Rathenau: Vom Aktienwesen. Eine geschäftliche Betrachtung, 1917; Geiler, Gruchot's Beitr. 68 (1927), 593; ders., Wirtschaftliche Strukturwandlungen.

Deutschland erheblich über dem internationalen Durchschnitt, sondern es wurden kurzfristige Fremdmittel weitgehend in Anlageinvestitionen dauerhaft gebunden, was im Falle einer Rezession ruinöse Folgen haben würde. Also galt es, die ausländischen Gelder möglichst als Eigenkapital in die deutsche Wirtschaft einzubinden, ihren Gebern dennoch gewisse Sicherheit zu gewähren und zugleich den wirklichen oder vermeintlichen Gefahren der »Überfremdung« auszuweichen.

## 2. *Gang der Gesetzesplanung*

Nicht nur die Zwänge des internationalen Kapitalmarkts legten eine Orientierung nach England und Amerika nahe, sondern es schienen die dortigen Aktienrechte auch zeitgemäßere und differenziertere Formen der Kapitalbeschaffung vorzuzeichnen: Quotenaktie, genehmigtes Kapital, Wandelschuldverschreibungen, Vorzugsaktien ohne Stimmrecht. Möglichkeiten einer Angleichung an jene Rechtsordungen faßte 1924 in Heidelberg der 33. Deutsche Juristentag ins Auge: »Empfehlen sich Änderungen der Gesetzgebung zur Erleichterung der Kapitalbeschaffung durch Aktiengesellschaften?«[50] 1926 stand die Frage auf dem 34. Deutschen Juristentag in Köln erneut zur Verhandlung: »Soll bei einer künftigen Reform des Aktienrechts eine Annäherung an das englisch-amerikanische Recht in grundlegenden Fragen stattfinden?«[51] Vorzugsaktien ohne Stimmrecht interessierten hier wie dort eher am Rande. Die auch in Deutschland bekannten Aktien mit obligationenähnlichen Vermögensrechten kamen zur Sprache,[52] man nahm zur Kenntnis, daß es in England wie den USA stimmrechtslose Aktien gab und diese zumeist ebenfalls als obligationenähnliche Vorzugsaktien ausgestaltet waren,[53] erwog auch, daß bei solchen Aktien der Stimmrechtsausschluß wohl eine gewisse Berechtigung habe,[54] ging aber diesen Fragen nicht weiter nach. Insgesamt fand der Gedanke einer Aktie ohne Stimmrecht eher Gegner als Fürsprecher.[55]

50 Verhandlungen, 1925, S. 385–428 mit Vorträgen von Hachenburg und Flechtheim. Förderungen nach neuen Rechtsformen der Unternehmensfinanzierung waren auch etwa von Spiegelberg, Bank-Archiv 23 (1923/1924), 165 f., vorgetragen worden. Ausführl. zur Diskussion jener Zeit Menke, Kapitalbasis.

51 Verhandlungen, Bd. I (1926), S. 258–331 (Gutachten J. Lehmann); Bd. II (1927), S. 611–798 (Berichte von Pinner, Solmssen und Heymann, Diskussion, Beschlüsse).

52 33. DJT, S. 390–392, 395.

53 33. DJT, S. 392; 34. DJT, Bd. I, S. 305–312, Bd. II, S. 714 f., 718.

54 34. DJT, Bd. I, S. 308, 316 f.; Bd. II, S. 760.

55 Gegen Aktien ohne Stimmrecht etwa Pinner, 34. DJT, Bd. II, S. 657 f.; Solmssen, a.a.O. S. 721; Heymann, a.a.O. S. 750.

So mag es nicht wenig erstaunt haben, zwei Jahre darauf in dem Gutachten der vom Juristentag zur Prüfung möglicher Reformen des Aktienrechts eingesetzten Kommission den ausgearbeiteten Gesetzesvorschlag eines neuen § 252 a HGB über Vorzugsaktien ohne Stimmrecht zu finden:

»Der Gesellschaftsvertrag kann das Stimmrecht für solche Aktien ausschließen oder beschränken, die mit dem Recht auf eine mindestens 6 %ige nachzahlbare Vorzugsdividende und mit einem bevorrechtigten Anspruch am Liquidationsvermögen mindestens in Höhe des Nennbetrages zuzüglich rückständiger Vorzugsdividende ausgestattet sind.

Aktien im Sinne des vorstehenden Absatzes können auch auf RM. 20.- lauten.

Auf Aktien nach Abs. 1 finden die Vorschriften des Gesetzes betr. die gemeinsamen Rechte der Besitzer von Schuldverschreibungen in der Fassung vom 14. Mai 1914 entsprechende Anwendung.

Die im Abs. 1 bezeichneten Vorrechte dieser Aktien können nur mit Zustimmung des Vertreters der Besitzer dieser Aktien aufgrund eines mit 3/4 Mehrheit gefaßten Beschlusses dieser Besitzer aufgehoben oder zum Nachteil dieser Aktien abgeändert werden.

Neue Aktien mit vorgehenden oder denselben Rechten können ohne Zustimmung des Vertreters geschaffen werden, insoweit dies bei der Ausgabe ausdrücklich vorbehalten worden ist.

Eine Anfechtung von Beschlüssen der Generalversammlung kann nur durch den Vertreter erfolgen.«[56]

Jenes Gesetz über die gemeinsamen Rechte der Besitzer von Schuldverschreibungen (SchVG)[57] faßt die Gläubiger aus inländischen Obligationen bei größeren Emissionen zu einer Rechtsgemeinschaft zusammen. Eine vom Schuldner einberufene Versammlung der Obligationäre kann Mehrheitsbeschlüsse mit verbindlicher Wirkung für alle fassen (§§ 1 I, 3 I). Zwar hat die Versammlung keine Macht, auf die Kapitalforderungen zu verzichten oder Leistungspflichten für die Gläubiger zu begründen (§§ 1 III, 12 III), doch kann, wenn auch nur zur Abwendung einer Zahlungseinstellung oder des

56 Bericht der durch den 34. Juristentag zur Prüfung einer Reform des Aktienrechts eingesetzten Kommission. Hrsg. von der Ständigen Deputation des Deutschen Juristentages, 1928, S. 14 f. Zur Zusammensetzung und Tätigkeit der Kommission Menke, Kapitalbasis, S. 12–14.

57 RGBl. 1899, 697; zuletzt geändert durch Gesetz vom 2.3.1974, BGBl. I, 469. Textausgabe von Bruns/Rodrian: Wertpapier und Börse. Ergänzbares Rechtshandbuch für den Effektenverkehr (Loseblatt-Sammlung) Nr. 520. Kurzkomm. von Göppert-Trendelenburg, 2. Aufl. 1915. Inhaltsdarstellung von Barella, BB 1952, 764. Kurze Hinw. bei Staudinger (12. Aufl. 1986)-Marburger, Vorb. §§ 793–808 a, 28. Ausf. jetzt Hopt, FS Steindorff, 341.

Konkurses »die Aufgabe oder Beschränkung von Rechten der Gläubiger, insbesondere die Ermäßigung des Zinsfußes oder die Bewilligung einer Stundung«, mit Mehrheit dreier Viertel der abgegebenen Stimmen beschlossen werden (§ 11). Zur Wahrung der Gläubigerinteressen kann die Versammlung ferner einen gemeinsamen Vertreter bestellen, der dann gegenüber dem Schuldner weitgehende Prüfungs- wie Mitteilungsrechte hat und, soweit er dazu ermächtigt ist, die Rechte der Gläubiger an deren Stelle geltend macht (§§ 1 II, 14–16). Die Vorschriften über Einberufung und Durchführung der Versammlung wie das Beschlußverfahren gleichen in manchem den aktienrechtlichen Regeln über die Hauptversammlung.[58]

Nicht unmittelbar, sondern nur über einen gemeinsamen Vertreter sollte auch die Zustimmung der Vorzugsaktionäre zur Beeinträchtigung der Vorrechte oder zur Ausgabe konkurrierender Vorzugsaktien gegenüber der AG erklärt werden. Die stimmrechtslosen Vorzugsaktionäre wären hiernach außerhalb der hergebrachten aktienrechtlichen Organverfassung zu einer eigenen Rechtsgemeinschaft zusammengefaßt worden, deren ausnahmsweise Mitwirkung an der gesellschaftlichen Willensbildung sich nach Art eines privaten Vergleichsverfahrens vollzogen hätte.

Diesen Gesetzesvorschlag der DJT-Kommission griff das Reichsjustizministerium 1929 im Rahmen eines ausführlichen Fragebogens zur Reform des Aktienrechts auf. Unter den zahlreichen Stellungnahmen fand die zustimmende des Deutschen Anwaltvereins besondere Beachtung.[59] Schon im Jahre darauf erschien der erste Regierungsentwurf eines neuen Aktiengesetzes,[60] der sich im wesentlichen den Vorschlägen der DJT-Kommission und des Anwaltvereins anschloß.[61] Stimmrechtslose Vorzugsaktien sollte es demnach in Zukunft geben, das Stimmrecht für solche Aktien ausgeschlos-

58 Vgl. §§ 3 II, 4, 6–10. Ein ausdrückliches Gebot gleichmäßiger Behandlung ist in § 12 ausgesprochen. Zur Problematik einer Übertragung dieser Regeln auf stimmrechtslose Vorzugsaktien Bodem, Vorzugsaktie S. 30 – 34.

59 Zur Reform des Aktienrechts. Antworten des Deutschen Anwaltvereins auf die Fragen des Reichsjustizministers, 2 Bände, 1929. Dort, den einzelnen Abschnitten vorangestellt, auch die Fragen des RJM. Zur stimmrechtslosen Vorzugsaktie Band I, S. 38 f. (Fragen) und 57–62 (Stellungnahmen). Weitere Stellungnahmen zum Fragebogen sind bei Menke, Kapitalbasis, S. 15–18, 145–155 und bei Lichtherz, Vorzugsaktie S. 3, nachgewiesen. Der Wortlaut der Fragen zur Vorzugsaktie ohne Stimmrecht findet sich im Quellenanhang dieser Arbeit, S. 203.

60 Entwurf eines Gesetzes über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien sowie Entwurf eines Einführungsgesetzes nebst erläuternden Bemerkungen. Veröffentl. durch das Reichsjustizministerium, 1930. Zur Vorzugsaktie ohne Stimmrecht §§ 97–101 (Wortlaut im Quellenanhang dieser Arbeit, S. 204) und erl. Bemerkungen S. 123 f.

61 Eher ablehnend gegenüber der neuen Aktienform kurz zuvor noch Schmölder, JW 1929, 1338 (1344).

sen oder beschränkt werden können, die »mit einem Vorzug bei der Verteilung des Gewinns und des Gesellschaftsvermögens ausgestattet« wären (§ 98 I). Doch war die Höhe des Vorzugssatzes nicht mehr normativ vorgegeben. Vielmehr sollte für derartige Aktien »durch den Gesellschaftsvertrag oder bei der Beschlußfassung über die Erhöhung des Grundkapitals der Hundertsatz des auf sie vorweg entfallenden Gewinnanteils begrenzt und die Art der Zahlung des Gewinnanteils sowie der Vorzug bei der Verteilung des Gesellschaftsvermögens festgesetzt« werden (§ 98 II). Ferner sah der Regierungsentwurf eine Beschränkung des stimmrechtslosen Aktienkapitals auf den vierten Teil des Grundkapitals vor (§ 97 II). Vor allem sollte den Vorzugsaktien, wenn der Gewinnvoraus zwei Jahre lang ausbliebe, das Stimmrecht so lange zuwachsen, bis der um alle Rückstände erhöhte Gewinnanteil gezahlt würde (§ 100).[62] Zuletzt wurde ausdrücklich hervorgehoben, daß die Rechte auf Auskunft und Teilnahme an den Generalversammlungen auch den stimmrechtslosen Aktionären zustünden (§ 101).

Bereits im folgenden Jahre 1931 legte das Reichsjustizministerium einen überarbeiteten Gesetzesentwurf vor.[63] Die Regeln über stimmrechtslose Vorzugsaktien sind sprachlich neu gefaßt und lassen teilweise schon den späteren Gesetzestext erkennen.[64] Inhaltlich jedoch hat sich kaum etwas geändert. Lediglich die Rolle des gemeinsamen Vertreters ist weniger scharf umrissen: Eine Aufhebung oder Beschränkung des Vorzugs oder die Ausgabe konkurrierender Vorzugsaktien soll eines mit qualifizierter Stimmenmehrheit gefaßten Beschlusses der Vorzugsaktionäre bedürfen (§ 101 II-III), während der alte Entwurf noch ausdrücklich die Zustimmung des gemeinsamen Vertreters aufgrund eines solchen Beschlusses gefordert hatte. Doch bleibt der allgemeine Verweis auf das Schuldverschreibungsgesetz,

62 Daß eine statutarische Regelung dieses Inhalts zulässig und sinnvoll sei, hatte schon die DJT-Kommission betont (Bericht S. 15). Der Deutsche Anwaltverein sprach sich zunächst gegen eine dahingehende Gesetzesvorschrift aus (Reform I, S. 61 f.), stimmte aber den Regierungsentwürfen letztlich zu (Bericht, 1932, S. 42).

63 Entwurf eines Gesetzes über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien. Veröffentl. in: Schlegelberger/Quassowski/Schmölder (Hrsg.): Verordnung über Aktienrecht vom 19. September 1931 nebst den Durchführungsbestimmungen. 1932, S. 437–494. Jetzt auch in Schubert/Hommelhoff (Hrsg.): Die Aktienrechtsreform am Ende der Weimarer Republik. 1987, S. 849–906. Die »Erläuternden Bemerkungen des Reichsjustizministeriums« zu diesem Entwurf, damals unveröffentlicht, finden sich heute bei Schubert/Hommelhoff, a.a.O. S. 907–937. Sie sind, was die stimmrechtslose Vorzugsaktie angeht (S. 928 f.), gegnüber den Erläuterungen von 1930 nur geringfügig gekürzt.

64 §§ 99–103 RegE 1931. Wortlaut hinten im Quellenanhang S. 205. Die Veränderungen gegenüber dem RegE 1930 gehen zum Teil auf Anregungen von Pinner, JW 1930, 3673 (3678) zurück.

und auch zur Erhebung einer Anfechtungs- oder Nichtigkeitsklage ist weiterhin nur der Vertreter befugt (§ 101 IV).

### 3. *Vorausgesetzte obligationenähnliche Ausgestaltung der stimmrechtslosen Vorzugsaktien*

Der Gesetzgeber stand im Begriff, mit dem alten Grundsatz der Stimmberechtigung einer jeden Aktie zu brechen. Das war es, was die Aufmerksamkeit auf sich zog.[65] Die Frage nach der vermögensrechtlichen Stellung der neuen Aktie, nach ihrer obligationenähnlichen oder partizipierenden Ausgestaltung, trat dahinter zurück. Sie stellte sich damals auch nicht in dieser Schärfe. Eine Vorzugsdividende in Höhe von sechs Prozent des Aktiennennbetrages wäre um 1928 beachtlich gewesen, hätte das Gewinnrecht im wesentlichen abgedeckt. Erst recht gab es in den Jahren des wirtschaftlichen Zusammenbruchs ab 1930 vermögens- und ertragsmäßig wenig zu Partizipieren. Hatten die Dividendenzahlungen deutscher Aktiengesellschaften, soweit statistisch erfaßt, 1926 durchschnittlich 5,6 % der Aktiennennbeträge erreicht, so betrug der Satz im Jahre

| | |
|---|---|
| 1927 | 7,1 % |
| 1928 | 8,3 % |
| 1929 | 8,4 % |
| 1930 | 8,1 % |
| 1931 | 6,5 % |
| 1932 | 2,8 % |
| 1933 | 3,3 %[66] |

Auch ein so weitgehendes Auseinanderfallen von Aktiennennbetrag und wirklichem Anteilswert, wie es für die partizipierenden Vorzugsaktien unserer Zeit den auf die Nennbeträge festgeschriebenen Vorzugssatz zu einer oft unbeachtlichen Größe werden läßt, war damals kaum zu gewärtigen. Die Aktiengesellschaften verfügten in weit geringerem Maße als heute über offene und verdeckte Reserven. Als maßgebend für den Wert eines Unternehmens galt wesentlich noch der Substanzwert und nicht, wie heute, die reine Ertragskraft. Das Grundkapital war also nicht beliebige Rechenziffer, der Aktiennennbetrag nicht nur interner Verteilungsmaßstab für Gewinn

65 Gegen die Zulassung stimmrechtsloser Aktien insbesondere Homburger, JW 1929, 611; ders., Neugestaltung des Aktienrechts, 1931, S. 44 ff., jew. m. zahlr. Nw.; Bodem, Vorzugsaktie S. 37 ff.

66 Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Deutsches Geld- und Bankenwesen in Zahlen 1876–1975. Frankfurt a.M. 1976, S. 294.

und Stimmrechtsmacht. Vielmehr deckten sich diese Größen der Idee und viel weitergehend als heute auch der Wirklichkeit nach mit dem tatsächlichen Wert des gesellschaftlichen Aktivvermögens und der einzelnen Anteile hieran. Eine 1000-RM-Aktie war wesentlich näher als ihr heutiges Gegenstück auf einen Vermögenswert in Höhe des Nennbetrages bezogen. Nominal sechs Prozent Vorzugsdividende ergaben auch damals nicht notwendig effektiv sechs Prozent, aber auch nicht, wie heute, effektiv ein oder zwei Prozent. Die Durchschnittskurse der an der Berliner Börse gehandelten Aktien lassen das deutlich erkennen:

| | |
|---|---|
| 1926 | 167 |
| 1927 | 161 |
| 1928 | 166 |
| 1929 | 127 |
| 1930 | 90 |
| 1931 | 53 |
| 1932 | 68 |
| 1933 | 79[67] |

Ganz übersehen aber wurde die Frage nach Ausschluß oder Gewähr einer über die Vorrechte hinausreichenden Gewinn- und Vermögensteilhabe auch damals nicht. Sie zeichnet sich, wenn auch undeutlich, in den Stellungnahmen jener Zeit ab. Mitunter wurde offenbar eine partizipierende Ausgestaltung der kommenden stimmrechtslosen Aktie vorausgesetzt, so etwa, wenn es in einem Aufsatz des an den Reformarbeiten maßgeblich beteiligten Ministerialrats im Reichsjustizministerium heißt, daß die Vorzugsaktionäre »im Gegensatz zu den Inhabern von Schuldverschreibungen am Ertrage der Gesellschaft beteiligt werden, also mit einem Steigen ihrer Bezüge rechnen können«.[68] Auch in dem Gutachten des Deutschen Anwaltvereins taucht am Rande die Bemerkung auf, den Vorzugsaktionären könne statutarisch eine »Zusatzdividende nach Berücksichtigung der Stammaktien« verbrieft werden.[69] Weder aber scheint man hierin die künftige Regel gesehen zu haben, noch auch mußte damit eine unbeschränkte Gewinnteilhabe gemeint sein. Ein über den Voraus hinausgehendes Gewinnrecht konnte durchaus geringer bemessen werden als der Anteil der Stammaktionäre. Den Vorzugsaktionären mochten etwa 5 % nachzahlbaren Gewinnvorzugs vorbehalten sein, dann die Stammaktionäre ein Gleiches erhalten und der noch verbleibende Gewinnrest sich dergestalt auf beide Aktiengattungen vertei-

67 a.a.O., Kurse jeweils in Prozent der Aktiennennbeträge.

68 Quassowski, JW 1930, 2617 (2621). Auch dieser betont aber das überwiegende kreditpolitische Interesse an der neuen Aktienform.

69 Reform, Bd. I, S. 59.

len, daß für jedes Prozent, das die AG über 10 % hinaus auf die Stammaktien verteilte, die Vorzugsaktionäre eine Zusatzdividende von 3/8 % erhielten.[70]

Überwiegend jedoch scheint man vorausgesetzt zu haben, es werde die neue Vorzugsaktie ohne Stimmrecht keine partizipierende, sondern eine obligationenähnliche sein. So sahen es jedenfalls die Wirtschaftsanwälte und Professoren des Handelsrechts, die publikationenmäßig den Gang der Reformdiskussion beherrschten.[71] Aus dem Reichsjustizministerium kamen weniger eindeutige Äußerungen. Man übernahm dort den Regelungsentwurf der Außenstehenden mit seiner wirtschafts- und kapitalmarktpolitischen Begründung. Daß über deren Inhalt und Bedeutung letzte Klarheit herrschte, folgt daraus nicht.

Die in Aussicht gestellte Regelung selbst scheint jedenfalls von einer mehr oder weniger obligationenähnlichen Vorzugsaktie auszugehen. Weshalb sonst die Geltung des Schuldverschreibungs-Gesetzes und die Notwendigkeit gerade eines Vorzugs bei der Verteilung des Gesellschaftsvermögens? Auch um 1928–1931 war es durchaus unüblich, Aktienunternehmungen zum Vorteil der Aktionäre aufzulösen. Eine Vermögensauskehr kam im wesentlichen nur als Teilliquidation in Form der Einziehung von Aktien in Betracht, die damals weniger umständlich als heute geregelt war.[72] Bei der Einziehung von stimmrechtslosen Vorzugsaktien wäre dann als Entgelt regelmäßig der feststehende Liquidationsanteil zu zahlen gewesen. Die Stellung der Vorzugsaktionäre sollte von dem schwankenden Wert des Gesellschaftsvermögens möglichst losgelöst sein.[73]

70 So die 1922 ausgegebenen und zu 115 % des Nennwerts einziehbaren Vorzugsaktien der AEG, siehe Passow, Aktiengesellschaft, S. 241. Vgl. zu derartigen Gestaltungen ferner Schmalenbach, Aktiengesellschaft, S. 48; Keinath, Vorzugsaktie, S. 81 f.; Düringer/Hachenburg- Bing § 185 HGB, 18 f.; Hintner, Die Betriebswirtschaft, 1941, 71. Der Übergang von der obligationenähnlichen zur partizipierenden Vorzugsaktie ist ein fließender.

71 Das Schrifttum der Zeit ist im nachfolgenden nicht vollständig berücksichtigt. Eine umfassende Darstellung der damaligen Stellungnahmen zur stimmrechtslosen Vorzugsaktie unter Heranziehung auch unveröffentlichter Quellen gibt Menke, Kapitalbasis, S. 11–37, 145–155. Vgl. auch die Anm. bei Lichtherz, Vorzugsaktie, S. 1–6 und bei Depenbrock, Vorzugsaktien, S. 177.

72 § 227 HGB a.F.: Wenn das Einziehungsentgelt aus verteilbaren Gewinnen geleistet wurde, galt das nicht als Kapitalherabsetzung.

73 Vgl. Arthur Bondi, Die Rechte der Aktionäre, Berlin 1930, S. 197: »Auch die Forderungen nach einer Höchstdividende und einer Bevorzugung im Falle der Liquidation dienen dazu, die Mittelstellung dieses Aktientyps zwischen Aktie und Obligation schärfer hervorzuheben.« Einprägsam, wenn auch nicht ganz eindeutig, Brodman, ZHR 94 (1929), 31 (53): Die künftige Vorzugsaktie ohne Stimmrecht sei »so etwas wie ein partiarisches Darlehen mit dem Unterschiede, daß

Die Begründung zu den Entwürfen weist in dieselbe Richtung. »Die Einführung stimmrechtsloser Aktien empfiehlt die Kommission im allgemeinen nicht«, hatte es schon anläßlich des vom Deutschen Juristentag unterbreiteten Gesetzesvorschlags geheißen. »Hinsichtlich des besonderen Falles der stimmrechtslosen Vorzugsaktien« sollte das aber nicht gelten.[74] Dann mußte also diese Vorzugsaktie auch vermögensmäßig etwas nicht nur beiläufig, sondern grundsätzlich anderes sein als eine herkömmliche Aktie. So wurde es offenbar gesehen. Es »legen die Inhaber solcher Aktien erfahrungsgemäß auf das Stimmrecht weniger Wert. Sie sind im wesentlichen an dem Ertrag der Gesellschaft interessiert. Ihr Verhältnis als Gesellschafter und damit ihr Interesse an der Gesellschaft und die damit verbundenen Rechte sind von geringerer Bedeutung«.[75] Ein solches Zurücktreten gesellschaftlicher Interessen ist aber nur sinnvoll zu unterstellen, wenn die Vermögensrechte nicht nur teilweise, sondern insgesamt oder doch im wesentlichen als Vorrechte gesichert sind.[76]

Angedeutet wird in den Entwurfsbegründungen sodann, »die Stimmlosigkeit schließt die Gefahr aus, daß sich eine neue Art von Schutzaktien bildet«.[77] Als »Schutzaktien« bezeichnete der nicht sehr einheitliche Sprachgebrauch jener Zeit mitunter die Mehrstimmrechtsaktien. Deren Einziehung wollten die Gesetzesentwürfe an anderer Stelle erleichtern und so auf die allmähliche Abschaffung der Stimmrechtsaktien hinwirken. In jeder stimmberechtigten Aktie mit obligationenähnlich begrenztem Gewinn- und Vermögensrecht aber liegt wirtschaftlich betrachtet eine verdeckte Mehrstimmrechtsaktie, denn aufgrund des geringeren Werts und Ausgabekurses erlangt der Inhaber mit weniger Kapitaleinsatz das gleiche Stimmrecht wie es die voll gewinn- und vermögensbeteiligten Aktien gewähren.[78] Daß bei den neuen Vorzugsaktien diese Gefahr wegen der Stimmrechtslosigkeit nicht bestehe, sollte hervorgehoben werden.

Für eine obligationenähnliche Ausgestaltung der geplanten stimmrechtslosen Aktie spricht vor allem die wirtschaftliche Zielrichtung der damaligen Diskussion. Nicht eigentlich unter dem Gesichtspunkt einer Bereinigung

nicht Zinsen bedungen werden können und das Kapital haftendes, nicht geschuldetes Geld der Gesellschaft ist«.

74 DJT-Kommission, Bericht S. 26; ebenso die Stellungnahme von Ludwig, Hauptprobleme, S. 53.

75 Begr. RegE 1930, S. 123; wortgleich Begr. RegE 1931 bei Schubert/Hommelhoff, Aktienrechtsreform, S. 928; in gleichem Sinne schon Deutscher Anwaltverein, Reform I, S. 57; DJT-Kommission, Bericht S. 15; Ludwig, Hauptprobleme, S. 54.

76 Siehe oben S. 14.

77 Begr. RegE 1930 und 1931, fast wortgleich DJT-Kommission, je a.a.O.

78 Passow, Die Aktiengesellschaft, S. 244, FN 2; Nörr, Privatrechtsgeschichte, S. 115.

der aktienrechtlichen Herrschaftsordnung wurde die neue Aktienform betrachtet,[79] sondern ihre Einführung unter der Überschrift »Finanzierungsfragen«, »Erleichterung der Kapitalbeschaffung« im Zusammenhang mit den Plänen eines genehmigten Kapitals, den Wandelschuldverschreibungen und Genußrechten verhandelt. Reine »Finanzierungsvorzugsaktien« nach englisch-amerikanischem Vorbild wollte man in Deutschland einführen, eine Mischform aus Aktie und Obligation, und dergestalt den Zufluß ausländischer Kapitalien fördern.[80] Denn das inländische Kapitalangebot blieb auf absehbare Zeit begrenzt und den Ausländern sollten Rechtsformen angeboten werden, die ihnen vertraut waren.[81] Vertraut aber waren Vorzugsaktien, insbesondere solche ohne Stimmrecht, der englisch-amerikanischen Aktienpraxis als obligationenähnliche. Und nur im Hinblick auf eine obligationenähnliche Ausgestaltung auch der deutschen Vorzugsaktien lassen sich die weitergehenden Erwägungen verstehen, neben den geplanten Wandel- und Optionsschuldverschreibungen künftig noch »Vorzugsaktien mit Bezugsrecht auf Stammaktien oder dem Umtauschrecht in Stammaktien« zuzulassen,[82] wie sie in den USA damals nicht unüblich waren und auch heute zu finden sind.[83] Sie erfüllen dort eine ähnliche Funktion wie Wandelschuldverschreibungen.

79 Diesen Aspekt betonte Müller-Erzbach, Umgestaltung der Aktiengesellschaft, 1929, S. 27–36, der aber ein Außenseiter blieb. Seine Gedanken wurden erst nach 1933 – unter ganz anderen inhaltlichen Vorzeichen – von der ›Akademie für Deutsches Recht‹ aufgegriffen, dort aber ebenfalls verworfen, vgl. unten S. 31. Ähnlich später L. Raiser, Die wirtschaftsverfassungsrechtlichen Fragen der Gestaltung der Unternehmensformen, Vhdlgen. des 39. DJT, 1952, B 57 (B 68 f.): Kleinaktionär kann Mitspracherechte ohnehin nicht sinnvoll ausüben, also entweder Vollmachtsstimmrecht oder stimmrechtslose Vorzugsaktie; letzteres die bessere Lösung.- Dies waren jedoch gegen Ende der zwanziger Jahre nicht die Leitgedanken.

80 Vgl. RJM-Fragebogen II 100, 109 und Stellungnahme Deutscher Anwaltverein, Reform, Bd. I, S. 38 f. und S. 57- 59; Begr. RegE 1930, S. 123 f. («beseitigt das Bedenken der Überfremdung bei Heranziehung ausländischen Kapitals«); ebenso Begr. RegE 1931, S. 928 f.

81 Deutscher Anwaltverein, a.a.O. S. 45.

82 RJM-Fragebogen II, 60 und 64, Reform, Bd. I., S. 35. Ähnlich schon Flechtheim, Verhdlgn. des 33. DJT, S. 395 in Hinblick ausdrückl. auf Vorzugsaktien mit Dividendenbegrenzung; Lehmann, a.a.O. S. 425 und Beschluß S. 428; andeutungsweise auch Schmölder, JW 1929, 1338 (1344). Eher ablehnend Anwaltverein, Reform, Bd. I, S. 53. Von Anfang an nicht weiterverfolgt wurde der Gedanke, »Vorzugsaktien mit Dividendengarantie zuzulassen«, RJM-Fragebogen II, 167 und abschlägige Antwort des Anwaltvereins, Reform, Bd. I, S. 44, 47.

83 Klein, Vorzugsaktien, S. 63 f., 99 f., 104; Hamilton, Corporations, S. 129.

»Der praktische Erfolg der Zulassung dieser für die deutschen Verhältnisse neuartigen Aktienform«, darüber waren sich alle einig, »hängt wesentlich von steuerlichen Änderungen, insbesondere davon ab, daß diese Finanzierungsvorzugsaktien in steuerlicher Hinsicht nach Möglichkeit den Obligationen gleichgestellt werden«.[84] Das war sicher richtig, denn vor allem die volle Belastung des Ausschüttungsbetrages mit Körperschaftsteuer stand dem Einsatz obligationenähnlicher Finanzierungsvorzugsaktien entgegen.[85] Aber es macht nur Sinn, wenn sich die Vermögensrechte der stimmlosen Aktionäre im wesentlichen in den Vorrechten erschöpfen sollten. Für partizipierende Vorzugsaktien hätte sich die Steuerfrage so nicht gestellt.[86] Und daß der Gesetzgeber beim damaligen Zustand der öffentlichen Finanzen ernsthaft daran dachte, Gewinnausschüttungen auf private Eigenkapitalanteile mit voller Ergebnis- und Substanzbeteiligung von der Körperschaftsteuer freizustellen, ist kaum anzunehmen.

Offen in Aussicht gestellt ist der obligationenähnliche Charakter der stimmrechtslosen Vorzugsaktie in dem Gutachten des Deutschen Anwaltvereins. Von einem periodisch festzusetzenden »Höchstsatz, den die Dividende einhalten muß«, ist dort mit Hinblick auf die erhofften Steuererleichterungen die Rede,[87] von den »in der Dividende begrenzten, daher regelmäßig wohl ungefähr zum Parikurs stehenden Finanzierungsvorzugsaktien«.[88] Auch in der abschließenden Stellungnahme wird noch einmal eine »Begrenzung der Dividende nach oben unter periodischer Feststellung des Höchstsatzes« gefordert.[89] Daß die Vorzugsaktie ohne Stimmrecht eine obligationenähnliche sein werde, hob 1932 der maßgebliche Großkommentar zum Handelsrecht ausdrücklich hervor.[90] Aus der Luft gegriffen wird das nicht gewesen sein, denn der dies schrieb, war Sozius und Mitautor jenes Mannheimer Rechtsanwalts, der nicht nur den genannten Kommentar herausgegeben, sondern auch der vom Juristentag eingesetzten Aktienrechtskom-

84 Begr. RegE 1930, S. 124 und Begr. RegE 1931, S. 929. Ähnlich und ausführl. Deutscher Anwaltverein, Reform, Bd. I, S. 58. Ebenso Pinner, JW 1930, 3673 (3678). Andeutungsweise auch DJT-Kommission, Bericht S. 15; RJM- Fragebogen II, 102.

85 Siehe oben, S. 12 f.

86 Sie hatte sich ja vorher nicht gestellt und stellt sich auch heute nicht. Daß sie nicht entscheidend sei, meinte später – mit Hinblick auf eine Emission partizipierender Vorzugsaktien – auch Geßler, Soziale Praxis, 1940, 180 f.

87 Reform, Bd. I, S. 58.

88 A.a.O., S. 59.

89 Reform, Bd. II, S. 108.

90 Düringer/Hachenburg-Bing § 185 HGB, 2, 27 und vor allem 30; in gleichem Sinne Flechtheim, a.a.O., Anh. zu § 179, 3 a.E.

mission ebenso wie dem Gutachter-Ausschuß des Deutschen Anwaltvereins als Vorsitzender angehört hatte: Max Hachenburg.

## III. Gesetzliche Regelung der Vorzugsaktie ohne Stimmrecht

### *1. Aktiengesetz 1937*

Wirtschafts- und Parlamentskrise durchkreuzten die Gesetzespläne; die Entwürfe blieben liegen; nur die drängendsten Neuerungen – eigene Aktien, Rechnungslegung, Pflichtprüfung vor allem – wurden 1931 im Wege der Notverordnung durchgesetzt.[91] Und das neue Regime von 1933 sah sein vordringliches Anliegen nicht auf dem Gebiet des Aktienrechts. Vielmehr sollte die weitere Gesetzesarbeit von den Erkenntnissen der in München neu gegründeten ›Akademie für Deutsches Recht‹ abhängen, während man sich im Reichsjustizministerium nach dem 30. Januar 1933 zunächst darauf beschränkte, die »wichtigsten Anregungen zum Aktienrecht aus der neuesten Zeit« insbesondere im »Völkischen Beobachter« zu studieren. Erst am 30.1.1937 wird das neue »Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien« erlassen, im wesentlichen eine Adaption der Weimarer Entwürfe.[92]

Erstmals und bis heute im wesentlichen unverändert geltendes Recht ist jetzt auch die Einrichtung der Vorzugsaktie ohne Stimmrecht (§§ 115–117 AktG 1937). Von den alten Entwürfen weicht die Gesetzesregelung nicht unwesentlich ab. Fallengelassen ist zunächst der – technisch in der Tat fragwürdige –[93] Verweis auf das Schuldverschreibungsgesetz. Auch den gemeinsamen Vertreter gibt es nicht mehr. Die Vorzugsaktionäre erklären

91 Verordnung des Reichspräsidenten über Aktienrecht, Bankenaufsicht und über eine Steueramnestie vom 19.9.1931, RGBl. I, 493. Kommentierte Textausgabe von Schlegelberger/Quassowski/Schmölder (1932). In wenigen Wochen ergingen eine DVO hierzu und sieben weitere NotVOn. Zum rechtspolitischen Hintergrund Nörr, Privatrechtsgeschichte, S. 118 f.; Strauss, FS W. Schmidt (1959), 4 (18–20); Schubert, in: Schubert/Hommelhoff, Aktienrechtsreform, S. 32–34.

92 RGBl. I, 107, ber. S. 588, 1140. Textausgabe mit Einführungsgesetz und »amtlicher Begründung« von Klausing, 1937. Der vorangegangene Entw. des RJM (1935) wurde nicht veröffentlicht. Anschaulich zum »Gesetzgebungsverfahren« Klausing, a.a.O. Einl. S. 22–28; zur Vorgeschichte des Gesetzes auch Schubert/Schmid/Regge (Hrsg.): Akademie für Deutsches Recht. 1933–1945, Protokolle der Ausschüsse, Bd. I: Ausschuß für Aktienrecht, Berlin 1986, Einl. S. XXV-L. Das Zitat bei Schubert, ZRG (GA), 103 (1986), 140 (159 m. QuellenNw.).

93 Krit. schon Pinner, JW 1930, 3673 (3678), sowie Bodem, Vorzugsaktie S. 28 f., 35 f.

ihre Zustimmung zu einer Aufhebung oder Beschränkung des Vorzugs und zur Ausgabe konkurrierender Vorzugsaktien unmittelbar durch Mehrheitsbeschluß in gesonderter Versammlung. Hierfür gelten die Regeln über die Hauptversammlung sinngemäß (§ 117 AktG 1937). Die stimmrechtslose Vorzugsaktie ist in die Organverfassung der Aktiengesellschaft weitgehend eingefügt. Nicht aus den alten Entwürfen übernommen wird vor allem das Erfordernis eines Liquidationsvorzugs. An einem Abwicklungsüberschuß geben also die Vorzugsaktien von Gesetzes wegen gleich den Stammaktien Anteil. Nur bei der Gewinnverteilung müssen sie bevorrechtigt sein.

Sollte also die stimmrechtslose Vorzugsaktie nunmehr eine partizipierende statt einer obligationenähnlichen sein? Die ›Amtliche Begründung‹ zum Gesetz sagt dazu nichts; in ihr liegt wenig mehr als eine formelhaft vergröberte Zusammenfassung der Erläuterungen zu den alten Entwürfen.[94] Auch der offiziöse Aktienrechts-Kommentar jener neuen Zeit nimmt nicht eindeutig Stellung: Die Vorzugsaktionäre könnten im Unterschied zu den Inhabern von Schuldverschreibungen »für den Fall eines wirtschaftlichen Aufstiegs der Gesellschaft mit einem Steigen ihrer Bezüge rechnen . . ., z. B. wenn ihnen eine Zusatzdividende nach Berücksichtigung der Stammaktien zugesagt ist«.[95] Haben sie also diese »Zusatzdividende« von Gesetzes wegen oder muß sie ihnen erst statutarisch gegeben werden?

Die Praxis jedenfalls stattete Vorzugsaktien ohne Stimmrecht von Anfang an mit partizipierenden Vermögensrechten aus.[96] Wohl nur in zwei Fällen wurden unter dem Gesetz von 1937 börsennotierte stimmrechtslose Vorzugsaktien als obligationenähnliche ausgegeben und deren spätere Einziehung in Aussicht gestellt.[97] Und nach dem Kriege hat offenbar lediglich eine westdeutsche Gesellschaft stimmlose Aktien mit Dividendenbegrenzung an

94 Bei Klausing, S. 103 f. Sehr durchdacht scheint dieser Text nicht. Nach dem aus den alten Entwürfen übernommenen § 117 II 2 AktG 1937 etwa sollten stimmrechtslose Vorzugsaktien, wie nach heutigem Recht, auch durch nachträgliche Umwandlung bereits bestehender anderer Aktien geschaffen werden können (so auch Schlegelberger/Quassowski § 12, 3 und § 115, 2 a.E.). In der ›Amtlichen Begründung‹ heißt es dazu: »Die Schaffung von Vorzugsaktien ohne Stimmrecht ist nur durch Ausgabe so ausgestatteter neuer Aktien zulässig« (S. 104). Eine umschreibende Zusammenfassung der neuen Regelung gibt Herbig, JW 1937, 510.

95 Schlegelberger/Quassowski § 115, 1.

96 Von dieser Gestaltung scheint später auch Gessler, Soziale Praxis, 1940, 180 (182), als dem Regelfall ausgegangen zu sein.

97 Mannesmannröhren-Werke (1937) und ›Reichswerke Hermann Göring‹ (1938, mit Umtauschrecht in Stammaktien). Hierzu Hintner, Die Betriebswirtschaft 1941, 71 (75). Zu den Einziehungsregeln der Mannesmann-Aktien Keinath, Vorzugsaktie, S. 119. Ebenfalls im Dividendenrecht beschränkt waren die stimmlosen Vorzugsaktien der Deutschen Golddiskontbank, mit denen 1939 die ausländischen Aktionäre abgefunden wurden.

der Börse handeln lassen. Seit 1979 sind auch sie verschwunden.[98] Ansonsten waren Vorzugsaktien ohne Stimmrecht partizipierend und sind es bis auf den heutigen Tag geblieben.

Hat das Aktiengesetz 1937 es so ins Werk setzen wollen? Dafür spricht immerhin, daß von Steuererleichterungen, wie sie allgemein für den Erfolg der neuen Anteilsform als Voraussetzung gegolten hatten, keine Rede mehr war. Im Gegenteil, die Körperschaftsteuer wurde 1936 und 1938 beträchtlich erhöht.[99] Eine andere mögliche Antwort ist: Niemand interessierte sich mehr für stimmrechtslose Vorzugsaktien. Schon im Herbst 1932, als sich ein Aktienrechtsausschuß des vorläufigen Reichswirtschaftsrats[100] mit dem Regierungsentwurf befaßt hatte, war dort die Frage laut geworden, ob für Vorzugsaktien ohne Stimmrecht noch ein wirkliches Bedürfnis bestünde.[101] Sehr unaufdringlich nur hatte der Ausschußvorsitzende Max Hachenburg die ganz eigene, rentiersmäßige Interessenrichtung angedeutet, die eine solche Aktie vermitteln würde.[102] Im übrigen waren die Gründe für die Einführung der neuen Aktie im formelhaft Allgemeinen, ihre Fürsprecher – vielleicht deshalb – in der Überzahl geblieben.[103] Doch schon dem Aktienrechtsausschuß der neuen ›Akademie für Deutsches Recht‹ erschien 1934/35 der Regelungsentwurf einer stimmrechtslosen Vorzugsaktie keiner Betrachtung mehr wert.[104] Und auch in einem 1936 veröffentlichten Aufsatz des zu-

98 Vereinigte Seidenwebereien AG, Krefeld. Siehe Klein, Vorzugsaktien, S. 30, 288 f.; Reckinger, AG 1983, 216 (218).

99 1925: 20 %; 1936: 30 % (RGBl. I, 701); 1938: für Gewinne über 100.000 RM 35 % und ab 1939 40 % (RGBl. I, 952). Die etwa gleichzeitige Erhöhung der Einkommensteuer fiel geringer aus.

100 Es handelte sich um ein eigenartiges Mischgebilde aus Ständevertretung und Sachverständigenrat. Vgl. Max Hachenburg, Lebenserinnerungen eines Rechtsanwalts, neu hrsg. von Wolfgang Schad, Stuttgart 1978, S. 184 ff.; Schubert, in: Schubert/Hommelhoff, Aktienrechtsreform, S. 10 ff; Menke, Kapitalbasis, S. 22 f.

101 Verhandlungsprotokolle bei Schubert/Hommelhoff, a.a.O. S. 101 ff. Gegen stimmrechtslose Vorzugsaktien Silverberg (S. 318, 789 f., wohl von partizipierender Ausgestaltung ausgehend); Solmssen (358 f.).

102 A.a.O. S. 356 f. (»Rente zu erzielen«, »nur ein beschränktes Interesse«); S. 358 (»Ich glaube, die ganze Frage dieser Vorzugsaktien ohne Stimmrecht, die ja doch den Obligationen außerordentlich ähnlich sind, hängt vom Zinsfuß ab. Glaubt der Kapitalist, daß er eine bessere Rente hat, wenn er diese Vorzugsaktien nimmt . . .«).

103 Für die neue Aktie Fürstenberg, a.a.O. S. 322 f., 357; Quassowski, S. 357; Marx, S. 359 (von partizipierenden Vorzugsaktien ausgehend); Silverberg, S. 358 (offenbar jetzt von obligationenähnlichen Vorzugsaktien ausgehend).

104 Kißkalt, ZAkDR 1934, 20; ders., ZAkDR 1935, 247 (Berichte). Schubert/Schmid/Regge (Hrsg.), Akademie für Deutsches Recht, Bd. I (Protokolle).

ständigen Ministerialdirektors im Reichsjustizministerium über »aktienrechtliche Formen der Kapitalbeschaffung« ist die Vorzugsaktie ohne Stimmrecht mit keinem Wort erwähnt.[105]

Der Plan einer obligationenähnlichen Finanzierungsvorzugsaktie ohne Stimmrecht war strenggenommen hinfällig geworden. Man hatte ihn während der kurzen unsicheren Wirtschaftsblüte der mittleren Weimarer Jahre gezielt darauf zugeschnitten, die Kapitalüberschüsse Amerikas in die heimische Industrie zu lenken. Nach dem Einbruch des weltweiten wirtschaftlichen Niedergangs im Herbst 1929 und vor allem mit der amerikanischen Bankenkrise von 1932/33 waren jene Überschüsse zerflossen. Auch mußten die dortigen Geldgeber bald erfahren, daß Vorzugsaktien im Vergleich zu Obligationen eine durchaus krisenanfällige Anlageform darstellten.[106]

Für den deutschen Kapitalmarkt war die stimmrechtslose Vorzugsaktie von Anfang an nicht entworfen.[107] Erst recht paßten die alten Pläne nicht in die Wirtschafts»ordnung« des NS-Regimes. Die Reichsmark war zu einer Binnenwährung von fragwürdiger Qualität herabgesunken, das Werben um ausländisches Kapital beendet. Die Zahl der Aktiengesellschaften wurde zurückgeführt,[108] durch das Umwandlungsgesetz und das Umwandlungs-Steuergesetz[109] die Verwandlung von Kapital- in Personengesellschaften gefördert. Zusätzliche Formen börsenmäßiger Unternehmensfinanzierung wären nicht willkommen gewesen. Im Gegenteil: Aktienemissionen fanden kaum noch statt und sollten es auch nicht, Unternehmungen waren weithin auf Innenfinanzierung angewiesen, der Geld- und Kapitalmarkt blieb dem Reich mit seinen mehr oder weniger seriösen Kreditpapieren vorbehalten.[110] In gleiche Richtung zielte die staatliche Dividendenpoli-

105 Quassowski, FS Schlegelberger, S. 377. Nur mit wenigen aus der amtl. Gesetzesbegründung entlehnten Formeln wurde sie ein Jahr zuvor in dem programmatischen Vortrag des RJM-Staatssekretärs Schlegelberger gestreift (Die Erneuerung des deutschen Aktienrechts, 1935, S. 33 f.).

106 Vgl. Graham/Dodd/Cottle, Security Analysis, S. 375, 380.

107 Vgl. Deutscher Anwaltverein, Reform, Bd. I, S. 45 f.

108 1929 waren es noch 11.344 (mit einem Nominalkapital von insgesamt 23,7 Mrd. RM) gewesen, 1937 betrug die Zahl 6.094 (18,7 Mrd. RM Kapital); Daten nach Schmalenbach, Beteiligungsfinanzierung, S. 137.

109 Beide vom 5.7.1934., RGBl. I, 569 und 572.

110 Vgl. zur Kapitalmarkt- und Finanzpolitik des NS-Regimes Schmalenbach, Beteiligungsfinanzierung, S. 11–13, 165- 168; Karl Erich Born, Geld und Banken im 19. und 20. Jahrhundert, Stuttgart 1977, S. 538–543; Eckhard Wandel, Das deutsche Bankwesen im Dritten Reich, in: Deutsche Bankengeschichte, Bd. III: Vom Ersten Weltkrieg bis zur Gegenwart (Frankfurt a.M. 1983), S. 149–203. Einen – vielleicht zu fairen – Überblick über die Gesellschaftsrechts-Politik der ersten Jahre gibt Hachenburg, in: Düringer/Hachenburg Bd. III. 3., UmwG, S. 3 ff.

tik. Das »Anleihestockgesetz« von 1934 begrenzte Dividendenzahlungen grundsätzlich auf 6 % der Aktiennennwerte; weitergehende Ausschüttungsbeträge mußten an die Deutsche Golddiskontbank abgeführt und von dieser zugunsten der Aktionäre in öffentlichen Anleihen angelegt werden.[111] Und ab 1941 belegte die Dividendenabgabeverordnung Gewinnausschüttungen von mehr als 6 % mit einer gestaffelten Sondersteuer von 50 % bis 400 %.[112] Unter solchen Bedingungen mußte sich das Ansteigen der Dividendenzahlungen in Grenzen halten, obwohl die Wirtschaftskrise seit 1932 zurückging. Auch die Aktienkurse erreichten nicht wieder ihren alten Stand. Die Werte betrugen in Prozent der Aktiennennbeträge durchschnittlich:

| Jahr | Dividende | Kurs |
|---|---|---|
| 1930 | 8,1 | 90 |
| 1931 | 6,5 | 53 |
| 1932 | 2,8 | 68 |
| 1933 | 3,3 | 79 |
| 1934 | 3,5 | 91 |
| 1935 | 4,3 | 109 |
| 1936 | 5,2 | 133 |
| 1937 | 5,7 | 137 |
| 1938 | 6,4 | 128 |
| 1939 | 6,6 | 133[113] |

Auf den Unterschied zwischen obligationenähnlichen und partizipierenden Vorzugsaktien kam es unter diesen Umständen noch weniger an als zuvor. Eine Vorzugsdividende von vier bis sechs Prozent würde das Gewinnrecht so oder so im wesentlichen abdecken.

Dafür traten jetzt andere Erwägungen in den Vordergrund. Der Schwerpunkt rechtspolitischer Erörterung verlagerte sich ganz auf die Neubestimmung der aktienrechtlichen Herrschaftsordnung. Rechte der Generalversammlung galt es im Dienste eines ›wirtschaftlichen Führerprinzips‹

111 RGBl. 1934 I, 1222 (vom 4.12.) mit Änderung und Verlängerung durch Gesetz vom 9.12.1937, RGBl. I, 1340. Dazu drei DVOn vom 27.2.1935 (RGBl. I, 316), vom 18.4.1935 (a.a.O. 558) und vom 9.12.1937 (RGBl. I, 1341). In die gleiche Richtung zielte schon das Kapitalanlagegesetz vom 29.3.1934 (RGBl. I, 295).

112 RGBl. I, 323 (12.6.1941) mit DVOn vom 18.8.1941 (a.a.O. S. 493) und vom 5.5.1942 (RGBl. I, 261).

113 Durchschnittswerte der an der Berliner Börse gehandelten Aktien. Zahlen nach: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Deutsches Geld- und Bankenwesen in Zahlen 1876–1975. Frankfurt a.M. 1976, S. 294.

zurückzudrängen.[114] Stimmrechtslose Vorzugsaktien paßten hier hinein, kamen dem Anliegen der neuen Zeit entgegen, die »Masse der unverantwortlichen Aktionäre«[115] aus wirtschaftlichen Entscheidungen möglichst herauszuhalten. Im Aktienrechtsausschuß der ›Akademie für Deutsches Recht‹ wurde der Gedanke einer Zerteilung der Gesellschaft in zwei Aktionärsgruppen laut. Das Stimmrecht sollte ausschließlich bei einer kleinen Zahl irgendwie persönlich verantwortlicher »Verwaltungsaktionäre« mit Namensaktien hohen Nennwerts liegen. Ihnen könnte dann die große Zahl börsengängiger Inhaberaktien ohne Stimmrecht gegenübertreten. Deren Inhaber sollten durch eine Vorzugsdividende von etwa 3 % vermögensrechtlich abgesichert und darüber hinaus, wenn auch in etwas geringerem Maße als die verantwortlichen Namensaktionäre, am vollen Gewinn beteiligt werden.[116] Diese Pläne machte sich der Ausschuß nicht zu eigen;[117] zu solchen Neuerungen im Grundsätzlichen ist es nicht gekommen.[118] Doch klingen ähnliche Erwägungen noch in den Ausführungen der Gesetzesschreiber aus dem Reichsjustizministerium an, es komme »die Schaffung von Vorzugsaktien ohne Stimmrecht dem Gedanken der Einteilung der Aktionäre in Verwaltungsaktionäre, die allein in den Angelegenheiten der Gesellschaft zu entscheiden haben, und in Finanzaktionäre, die im wesentlichen auf Gewinnbezug angewiesen sind, entgegen«.[119]

Die stimmrechtslose Finanzierungsvorzugsaktie der Weimarer Entwürfe war kapitalmarktpolitisch gedacht, sollte eine neue Form börsenmäßiger Unternehmensfinanzierung sein. Die Regelung des Aktiengesetzes von 1937 war verbandsrechtlich gedacht, wollte die Tradition des deutschen Aktienrechts mit dem ›Geist‹ jener Zeit vereinbaren. Statt des ursprünglich ge-

114 Solche Tendenzen hatte die Weimarer Reformdiskussion trotz gewisser Bestrebungen, den Einfluß der »Spekulationsaktionäre« zu beschränken (DJT-Kommission, Bericht, S. 25) jedenfalls in dieser Schärfe nicht verfolgt (Nörr, Privatrechtsgeschichte, S. 120).

115 Einl. zur amtl. Begr. AktG 1937 bei Klausing, S. 3.

116 Schubert/Schmid/Regge (Hrsg.), Akademie für Deutsches Recht, Protokolle, Bd. I., S. 27–31, 35 f., 42 f., 100. »Es müßte das demokratische Prinzip in der generellen Form, wie es das geltende Recht aufgestellt hat, beseitigt werden; es müßten jenen Aktionären, die nicht verwaltungsmäßig interessiert sind, die Verwaltungsrechte genommen werden« (Würdinger, S. 27).

117 Kißkalt, ZAkDR 1934, 20 (21–22).

118 Die macht- und wirtschaftspolitische Opportunität einer Beibehaltung des hergebrachten Aktienrechts auch im NS-Staat hob insbesondere der Reichsbankpräsident und ›beauftragte Reichswirtschaftsminister‹ Hjalmar Schacht hervor: Die deutsche Aktienrechtsreform, 1935 (Vortrag, gehalten auf der 9. Vollsitzung der Akademie für deutsches Recht, November 1935).

119 Schlegelberger/Quassowski § 115, 1. Daneben wurde weiterhin betont, die neue Aktienform diene der erleichterten Kapitalbeschaffung (a.a.O. und § 12, 3.)

planten Finanzierungsmittels ganz eigener Art wurde eine stimmrechtslose Aktie mit gewissen Dividendenvorrechten ins Werk gesetzt.

### 2. *Aktienrechtsreform 1965*

Ernsthafte praktische Bedeutung hat die Vorzugsaktie ohne Stimmrecht unter dem Aktiengesetz von 1937 nicht erlangt. Ein Beobachter nannte 1941 sechs Gesellschaften mit börsengehandelten Vorzugsaktien dieser Art; 1957 wurden achtzehn und 1963 zwanzig gezählt.[120] Den rechtspolitischen Wert der neuen Anteilsform veranschlagte das Denken der Nachkriegszeit gering: »Die stimmrechtslose Aktie ist letzten Endes kein erwünschter Aktientyp, da sie den Aktionär vom Unternehmen löst, statt ihn an das Unternehmen zu binden«.[121]

Vor diesem Hintergrund verwundert es, daß im neuen Aktiengesetz von 1965 der zulässige Gesamtnennbetrag stimmrechtsloser Aktien, in den Weimarer Entwürfen noch auf ein Viertel des Grundkapitals begrenzt,[122] in § 115 II AktG 1937 dann auf ein Drittel angehoben, jetzt auf die Hälfte heraufgesetzt ist (§ 139 II). Mit der Begründung des vorangegangenen Regierungsentwurfs, es solle die stimmrechtslose Aktie »ein außergewöhnliches Finanzierungsmittel« bleiben, steht das nicht eigentlich im Einklang.[123]

Ansonsten beschränkt sich das Gesetz von 1965 auf »Klarstellungen« im Detail. Verfügt sind diese auf Betreiben des Bundesrats und der Bundes-

120 Hintner, Die Betriebswirtschaft 1941, 71–76; Keinath, Vorzugsaktie, S. 104; Kriebel, AG 1963, 175 (176 f.).

121 Hefermehl: Denkschrift zur Reform des Aktienrechts, 1952, S. 48. (Wo war die »Masse der unverantwortlichen Aktionäre« geblieben?) Gleichgültig der Bericht der Studienkommission des DJT, Untersuchungen zur Reform des Unternehmensrechts, Teil I (1955), S. 91. Scharf ablehnend später Kriebel, a.a.O.: »Denaturierung der Aktie und ihrer urtümlichsten Rechte« (178). Gänzlich desinteressiert der DIHT: Ergebnisse der bisherigen Beratungen zur Reform des Aktienrechts, Maschinenschrift, ohne Ort, ohne Jahr, S. 70: »Die Vorzugsaktie ist in Deutschland stets ein Aushilfsmittel geblieben und hat sich nicht als allgemeine Finanzierungsmethode durchgesetzt; die geltenden Bestimmungen stellen sie immerhin für etwaige Bedarfsfälle als weiteres Finanzierungsinstrument zwischen Aktie und Obligation zur Verfügung;« Erweiterung der gesetzlichen Möglichkeiten sei nicht geboten.

122 § 97 II 1 RegE 1930; § 99 II RegE 1931.

123 Neuerung eingefügt auf Betreiben der BT-Ausschüsse für Recht und Wirtschaft. Deren Stellungnahme und die Begr. RegE bei Kropff, § 139, S. 203.

tags-Ausschüsse für Wirtschaft und Recht;[124] der Referentenentwurf von 1958 hatte ebenso wie der Regierungsentwurf (1960) eine fast unveränderte Übernahme der §§ 115–117 AktG 1937 vorgesehen. Jetzt dagegen entfallen in § 140 II (Aufleben des Stimmrechts) aus dem alten Gesetz die Worte, es müsse der Vorzugsbetrag »bei der Verteilung des Gewinns« unerfüllt bleiben,[125] denn nicht auf einen abschlägigen Gewinnverwendungsbeschluß, sondern allein auf die tatsächliche Nichtzahlung der Dividende komme es an.[126] Gleichzeitig wird Satz 2 eingefügt, wonach, was niemand bestritten hatte, die stimmberechtigt gewordenen Vorzugsaktien auch bei der Berechnung von Kapitalmehrheiten zu berücksichtigen sind. Klarstellend gemeint sind ferner die Worte des neuen § 140 III, es liege im Dividendennachzahlungsrecht, »soweit die Satzung nichts anderes bestimmt, ... noch kein durch spätere Beschlüsse über die Gewinnverteilung bedingter Anspruch auf den rückständigen Vorzugsbetrag«.[127]

Sodann fordert § 141 II 1 einen Zustimmungsbeschluß der Vorzugsaktionäre nunmehr zur »Ausgabe von Vorzugsaktien, die bei der Verteilung des Gewinns oder des Gesellschaftsvermögens den Vorzugsaktien ohne Stimmrecht vorgehen oder gleichstehen«, während § 117 II AktG 1937 noch von »neuen Aktien mit vorhergehenden und gleichstehenden Rechten« gesprochen hatte. Gemeint sind beide Male neue Aktien, deren Vorzugsrechte mit den Vorzugsrechten der alten konkurrieren. Eine mißdeutige allgemeine Redensart ist durch eine mißdeutige spezielle ersetzt.[128] Die Vorschriften des § 117 III 2 AktG 1937 über Einberufung und Durchführung der Sonderversammlung gehen im neuen § 138 auf, der Sonderbeschlußfassungen einheitlich regelt. Dafür wird § 141 III 3 neu eingefügt, wonach das für den Zustimmungsbeschluß geltende Mehrheitserfordernis von »mindestens« drei Vierteln der Stimmen statutarisch auch nicht erhöht oder verschärft werden darf. Und während § 117 II 3 AktG 1937 den Vorzugsaktionären

124 Ausf. Hoffmann, Partizipationsschein, S. 289–293.

125 Die Worte bezogen sich im RegE 1931 auf den Gewinnvorzug im Unterschied zum ebenfalls vorgeschriebenen Vorzug »bei der Verteilung des Gesellschaftsvermögens«. Da letzterer vom AktG 1937 nicht mehr erwähnt wurde, hing der Gesetzeswortlaut schief. Zu seiner Mißdeutigkeit schon Ritter, § 116, 3. a); klarstellend später auch Gessler, Soziale Praxis 1940, 180 (181 f.).

126 Begr. RegE, bei Kropff, § 140, S. 204. Ebenso früher schon Schlegelberger/Quassowski § 116, 3 a.E. und h.M.

127 Hierzu näher unten S. 62 ff.

128 Näher unten S. 146–148.

noch ein unentziehbares Bezugsrecht auf die neuen Vorzugsaktien gegeben hatte, erlauben § 141 II 2 und III 4 ausdrücklich den Ausschluß des Bezugsrechts oder, in der Sprache der Gesetzesverfasser, des »Bezugsrechts auf den Bezug«. So entsteht das heutige Gesetzesrecht.

# § 2 Rechtstatsachen

## I. Zahlenmäßige Bedeutung

Die zahlenmäßige Bedeutung stimmrechtsloser Vorzugsaktien ist während der letzten Jahre beständig gestiegen; mehr und mehr Kapitalerhöhungen und Börseneinführungen gelten dieser Aktienform. In Deutschland gibt es zur Zeit 2508 Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien.[1] Von besonderem Rang und statistisch näher erfaßt sind jene 529 Gesellschaften, deren Anteile zum amtlichen Börsenhandel oder zum geregelten Markt zugelassen sind. Mit Vorzugsaktien sind hiervon 90 (oder 17,01 %), NUR mit diesen Anteilen 43 (8,13 %) an den Börsen vertreten. Das Grundkapital der Gesellschaften mit börsennotierten Aktien beträgt insgesamt 68,74 Mrd. DM; auf börsengehandelte Vorzugsaktien entfallen davon 3,39 Mrd. DM (4,93 %). Der Kurswert solcher Anteile summiert sich auf 26,74 Mrd. DM. Im Rückblick:[2]

| | GESELLSCHAFTEN | | |
|---|---|---|---|
| Jahresende | mit börsennotierten Aktien | mit börsennotierten Vorzugsaktien | nur mit Vorzugsaktien im Börsenhandel |
| 1980 | 464 | 29 ( 6,3 %) | 5 |
| 1981 | 462 | 30 ( 6,5 %) | 6 |
| 1982 | 456 | 31 ( 6,8 %) | 6 |
| 1983 | 450 | 33 ( 7,3 %) | 8 |
| 1984 | 464 | 43 ( 9,3 %) | 15 |

1 Statistisches Bundesamt: Statistisches Jahrbuch 1990 für die Bundesrepublik Deutschland, S. 113 (Stand 31. 12. 1989).

2 Zahlen nach und auf der Grundlage von Angele: Aktienmarkt im Jahr 1989. In: Statist. Bundesamt (Hrsg.): Wirtschaft und Statistik, 1990, S. 35 (41 f.). Stand Ende 1989. Die Aufstellung unterscheidet nicht zwischen stimmrechtslosen und stimmberechtigten Vorzugsaktien. Letztere sind jedoch ganz überwiegend Mehrstimmrechtsaktien und nicht börsengehandelt (vgl. schon Keinath, Vorzugsaktie (1957), S. 110 f.).

| Jahresende | GESELLSCHAFTEN mit börsennotierten Aktien | mit börsennotierten Vorzugsaktien | nur mit Vorzugsaktien im Börsenhandel |
|---|---|---|---|
| 1985 | 472 | 48 (10,2 %) | 21 |
| 1986 | 492 | 60 (12,2 %) | 25 |
| 1987 | 507 | 74 (14,6 %) | 33 |
| 1988 | 503[3] | 77 (15,3 %) | 38 |
| 1989 | 529 | 90 (17,0 %) | 43 |

| Jahresende | KAPITAL (Mrd. DM) Grundkapital der Gesellschaften mit börsengehandelten Aktien | Nennwert börsennotierter Vorzugs-aktien | Kurswert derselben |
|---|---|---|---|
| 1980 | 46,28 | 1,56 (3,37 %) | 4,68 |
| 1981 | 47,94 | 1,57 (3,27 %) | 4,72 |
| 1982 | 49,53 | 1,65 (3,33 %) | 5,17 |
| 1983 | 50,66 | 1,85 (3,65 %) | 6,24 |
| 1984 | 52,9 | 2,17 (4,1 %) | 9,42 |
| 1985 | 56,32 | 2,31 (4,1 %) | 13,5 |
| 1986 | 60,73 | 2,74 (4,51 %) | 19,93 |
| 1987 | 63,57 | 2,9 (4,56 %) | 14,88 |
| 1988 | 64,87 | 3,03 (4,67 %) | 17,05 |
| 1989 | 68,74 | 3,39 (4,93 %) | 26,74 |

## II. Kurse und Dividenden

Scheinbar überraschend ist die Kurs- und Renditeentwicklung stimmrechtsloser Vorzugsaktien im Vergleich zu jener der Stammaktien derselben Gesellschaft.[4] Beide bewegen sich im allgemeinen gleichgerichtet. Indessen

3 Die Verringerung beruht auf dem Auslaufen des zuvor miterfaßten geregelten Freiverkehrs zum Mai 1988. Nur 71 der 87 dort vertretenen Gesellschaften ließen ihre Anteile danach im geregelten Markt handeln; die im ungeregelten Freiverkehr Vertretenen erscheinen nicht mehr in der Börsenstatistik.

4 Zur früheren Kurs- und Renditeentwicklung Klein, Vorzugsaktien (1981), S. 144–199, 350–364; Reckinger, AG 1983, 216 (220–222); Kriebel, AG 1963, 175 (176).

sind die Vorzugsaktien typischerweise eine gute Spanne billiger als die entsprechenden Stammaktien[5]. Stellt man die Durchschnittskurse börsennotierter Vorzugsaktien denjenigen der Stammaktien im Zeitablauf gegenüber, so zeigt sich eine Erweiterung des Abstands in Zeiten allgemein steigenden Kursniveaus, und zwar nicht nur betragsmäßig, sondern auch prozentual:[6]

**Durchschnittskurs je 50 DM Nennwert**

| Jahresende | Stammaktien (DM) | Vorzugsaktien (DM) | Unterschied (%) |
|---|---|---|---|
| 1980 | 178,22 | 150,15 | 15,8 |
| 1981 | 172,94 | 149,99 | 13,3 |
| 1982 | 194,18 | 157,11 | 19,1 |
| 1983 | 262,51 | 168,77 | 35,7 |
| 1984 | 278,26 | 216,83 | 22,1 |
| 1985 | 465,53 | 292,69 | 37,1 |
| 1986 | 473,01 | 363,87 | 23,1 |
| 1987 | 303,13 | 256,98 | 15,2 |
| 1988 | 387,61 | 281,47 | 27,4 |
| 1989 | 508,92 | 393,92 | 22,6 |

Die Gegenüberstellung ist eine zugegebenermaßen fragwürdige, da in die Stammaktienkurse vor allem die Werte derjenigen Gesellschaften einfließen, die NUR solche Aktien im Handel haben.[7] Doch ein Kursvergleich speziell anhand jener Gesellschaften, deren stimmrechtslose Vorzugsaktien neben den Stammaktien an der Frankfurter Börse mit fortlaufender Notierung gehandelt werden, ergibt ein ähnliches Bild:[8]

5 Diesen Wertunterschied legt auch die Finanzverwaltung bei der Ableitung des Werts nichtnotierter Aktien aus den Börsenkursen der von derselben Gesellschaft ausgegebenen Aktien anderer Gattung zugrunde, FinMin NRW, Erl. v. 19.7.1990, DB 1990, 1592. Krit. Herzig/Ebeling, AG 1989, 221.

6 Übersicht nach Hansen, AG 1988, R 110 (111). Werte für 1984 bis 1989 berichtigt/nachgetragen nach Angele, a.a.O. (Anm. 2).

7 Von gleicher Tendenz wie das hier Wiedergegebene aber auch das Schaubild bei Reckinger, a.a.O., S. 221 und die Berechnungen von Klein, a.a.O. Die Kurse stimmberechtigter Vorzugsaktien lagen dagegen im allgemeinen über den Stammaktienkursen, siehe Schmalenbach, Aktiengesellschaft, S. 46 f.

8 Quelle: Saling, Aktienführer 1990. Stichtag 29.9.1989. (Die Daten der seit Mai 1989 notierenden BMW-Vorzugsaktie sind dort noch nicht vollständig genannt.) Alle Werte pro 50 DM Nennbetrag. Dividenden ohne Steuergutschrift. Kurse auf ganze DM abgerundet. Kursunterschiede in Prozent der Stammaktien-Werte. Alle Prozent-Werte auf zwei Kommastellen ab-/aufgerundet.

| Gesellschaft | Kurs (DM) | | | Letzte Dividende (DM) | | Dividenden Rendite (%) | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Stamm-aktien | Vor-zugs-aktien | Unter-schied (%) | Stamm aktien | Vor-zugs-aktien | Stamm-aktien | Vor-zugs-aktien |
| ASKO | 921 | 778 | 15,53 | 15 | 17 | 1,63 | 2,19 |
| Deckel | 232 | 182 | 21,55 | 1,50 | 2,50 | 0,65 | 1,37 |
| Dt. Babcock | 208 | 175 | 15,87 | 5 | 5,50 | 2,40 | 3,14 |
| Escada | 919 | 934 | −1,63 | 15 | 16 | 1,63 | 1,71 |
| FAG Kugelfischer | 430 | 323 | 24,88 | 7 | 8 | 1,63 | 2,48 |
| Herlitz | 267 | 185 | 30,71 | 6 | 6,80 | 2,25 | 3,68 |
| Kaufhof | 583 | 439 | 24,70 | 8,50 | 9,50 | 1,46 | 2,16 |
| KSB | 299 | 234 | 21,74 | 6,50 | 7,25 | 2,17 | 3,10 |
| Lufthansa | 215 | 165 | 23,26 | 4 | 4 | 1,86 | 2,42 |
| MAN | 363 | 286 | 21,21 | 6,50 | 6,50 | 1,79 | 2,27 |
| RWE | 330 | 274 | 16,97 | 8 | 8 | 2,42 | 2,92 |
| Rheinmetall | 438 | 305 | 30,37 | 9,50 | 10,50 | 2,17 | 3,44 |
| VW | 449 | 379 | 15,59 | 10 | 11 | 2,23 | 2,90 |
| Zanders | 330 | 218 | 33,94 | 8 | 8,50 | 2,42 | 3,90 |

Da die Kurse der Vorzugsaktien ohne Stimmrecht regelmäßig unter den Stammaktien-Kursen liegen, zugleich aber auf die Vorzugsaktien keine geringere Dividende als auf die Stammaktien entfällt, oftmals ersterer Ertrag sogar höher ist, liegt die Rendite der Vorzugsaktien zumeist nicht unbeträchtlich über derjenigen der Stammaktien. Erkauft wird die höhere Dividendenrendite der Vorzugsaktien mit schwächerer Aussicht auf Kursgewinne; zugleich ist die bessere Sicherheit der Gewinnteilhabe durch geringere Gefahren des Wertverlustes ergänzt.[9]

Die Kursunterschiede bekunden, daß der Rechtsverkehr allein in dem nachzuzahlenden Vorzug bei der Verteilung des Gewinns keinen gleichwertigen Ersatz für das fehlende Stimmrecht sieht. Tatsächlich ist der Gewinnvoraus bei den heutigen partizipierenden Vorzugsaktien, die über denselben hinaus an Vermögen und Ergebnissen der Gesellschaft uneingeschränkt teilhaben, von meist geringer Bedeutung. Wenn der gängige Vorzugssatz heute bei 4–6 % des Aktiennennwerts liegt, so ergibt das vielleicht ein Drittel der Gesamtdividende, eine effektive Vorzugsdividenden-Rendite von selten viel mehr als einem Prozent. Erwartungen des Gesetzgebers, es würden die

9 Anders für den Zeitraum 1965–1978 Klein, Vorzugsaktien, S. 157–164: Keine geringere Kursschwankungs-Breite als bei Stammaktien.

stimmrechtslosen Aktien »um ihres Vorzugs willen gekauft«,[10] haben sich in dieser Form nicht erfüllt. Weniger in dem gesetzlich angeordneten Dividendenvoraus als in der höheren Gesamtrendite liegt der wirkliche Ausgleich für das Fehlen des Stimmrechts. Davon scheinen gerade auch die Emittenten auszugehen, denn fast alle stimmlosen Vorzugsaktien neuerer Zeit geben zusätzlich zum eigentlichen Voraus noch ein weiteres Vorrecht auf eine gegenüber den Stammaktien höhere Gesamtdividende, eine Mehrdividende. Die Bedeutung der Vorzugsrechte im Rahmen des umfassenden Rechts auf Gewinnteilhabe zeigt die folgende Übersicht.[11]

**Bedeutung der Gewinnvorrechte**

| Gesellschaft | Gesamtdividende auf Vorzugsaktie (DM) | Dividendenvoraus: Höhe (DM) | Dividendenvoraus: Anteil an der Gesamtdividende (%) | Dividendenvoraus: als Rendite des Kurswertes (%) | Mehrdividende (DM) |
|---|---|---|---|---|---|
| ASKO | 17 | 2,50 | 14,7 | 0,32 | 1–2 |
| Deckel | 2,50 | 2,50 | 100 | 1,37 | 1 |
| Dt. Babcock | 5,50 | 3 | 54,54 | 1,71 | 0,50 |
| Escada | 16 | 3 | 18,75 | 0,32 | 1 |
| FAG Kugelfischer | 8 | 2 | 25 | 0,62 | 1 |
| Herlitz | 6,80 | 2,40 | 35,29 | 1,30 | 0,80 |
| Kaufhof | 9,50 | 3 | 31,58 | 0,68 | 1 |
| KSB | 7,25 | 2 | 27,59 | 0,85 | 0,50–1 |
| Lufthansa | 4 | 2,50 | 62,50 | 1,52 | – |
| MAN | 6,50 | 2 | 30,77 | 0,70 | – |
| RWE | 8 | 2,50 | 31,25 | 0,91 | – |
| Rheinmetall | 10,50 | 3 | 28,57 | 0,98 | 1 |
| VW | 11 | 2 | 18,18 | 0,53 | 1 |
| Zanders | 8,50 | 2,50 | 29,41 | 1,15 | 0,50 |

10 Amtl. Begr. zu § 12 AktG 1937, bei Klausing S. 11.

11 Quelle: Saling, Aktienführer 1990. Stichtag 29.9.1989. (Die Daten der seit Mai 1989 notierenden BMW-Vorzugsaktie sind dort noch nicht vollständig genannt.) Alle Werte pro 50 DM Nennbetrag. Dividenden ohne Steuergutschrift. Kurse auf ganze DM abgerundet. Alle Prozent-Werte auf zwei Kommastellen ab-/aufgerundet.

## III. Emittenten und Anleger

Zumeist sind es Familienunternehmen, die, als Aktiengesellschaft bestehend oder eigens in eine solche Gesellschaft umgewandelt, Vorzugsaktien ohne Stimmrecht an das Publikum ausgeben. Die Innenfinanzierung durch Einbehalten von Gewinnen trägt das gewollte Wachstum nicht mehr, wird auch als Kreditunterlage unzureichend; stimmrechtslose Vorzugsaktien geben der Gesellschaft Zugang zum organisierten Kapitalmarkt, ohne der Gründerfamilie die Herrschaft zu nehmen oder die Einflußquoten zu verrücken. Daneben besteht die Möglichkeit, einen Teil der schon vorhandenen Anteile in stimmlose Vorzugsaktien umzuwandeln und durch deren Verkauf im Wege öffentlicher Plazierung zwar nicht Kapital für das Unternehmen, aber Geld für die alten Inhaber zu beschaffen.[12]

Auch noch in einem späteren Stadium der Unternehmensentwicklung kommt zur Beschaffung weiteren Eigenkapitals der Einsatz stimmrechtsloser Vorzugsaktien in Betracht. Wo etwa in der Fast-Publikumsgesellschaft die Großaktionäre eine notwendige Kapitalerhöhung nicht mehr mittragen können oder wollen und ihnen so die Mehrheit zu entgleiten droht, kann durch die Ausgabe solcher Aktien eine bislang faktische Nichteinmischung des Streubesitzes rechtlich festgeschrieben und die Gefahr unerwünschten Anteilsaufkaufs verringert werden. Fortdauernden Einfluß ohne mehrheitliche Kapitalbeteiligung kann die Emission von Aktien dieser Gattung zuletzt auch der öffentlichen Hand bei Teilprivatisierungen eröffnen. Ebensogut aber lassen sich die Zwecke vertauschen und, etwa bei Einbringung staatseigener Unternehmen in privatwirtschaftliche Gesellschaften, durch Hingabe stimmrechtsloser Vorzugsaktien an die öffentliche Hand staatliche Beteiligungseinflüsse hintanhalten.[13] Oder es kann ein Hoheitsträger privaten Unternehmungen zum Zwecke der Subvention zusätzliches Eigenkapital in Gestalt von stimmrechtslosem Vorzugsaktien-Kapital zur Verfügung stellen.[14] Eine quasi darlehensmäßige Abwicklung solcher Subventionen ließe sich durch schuldverschreibungsähnliche Ausgestaltung der Vorzugsaktien und deren spätere Einziehung erreichen.[15]

12 Zur Ausgabe stimmrechtsloser Vorzugsaktien durch Familiengesellschaften Klein, Vorzugsaktien, S. 84 ff.; aus steuerrechtlicher Sicht Herzig/Ebeling, AG 1989, 221. Daß die durch § 139 II AktG 1965 erweiterte Möglichkeit zur Ausgabe solcher Aktien vom damaligen Gesetzgeber gezielt für Familiengesellschaften geschaffen wurde, vermutet Kriebel, AG 1963, 175 (177).

13 So geschah es 1971 bei Übernahme der Bayerischen Staatsbank AG durch die Bayerische Vereinsbank AG.

14 So 1954 im Rahmen des Marshall-Plans bei der Spinnstoff-Fabrik Zehlendorf AG; siehe Keinath, Vorzugsaktie, S. 135.

15 Allgem. zu den Anlässen und Zwecken von Vorzugsaktien- Emissionen nach 1945 Klein, Vorzugsaktien, S. 350 f.

Weithin nur mutmaßen lassen sich die Ziele der Erwerber stimmrechtsloser Vorzugsaktien. Wenn eine Gesellschaft nur derartige Anteile zum Börsenhandel freigibt, bleibt dem von der Zukunft dieses Unternehmens Überzeugten keine andere Wahl der Anlage. Spezifische Vorteile gegenüber den Stammaktien versprechen stimmrechtslose Vorzugsaktien jenen, die, ohne auf unternehmerische Mitsprache zu sehen, in erster Linie an der höheren und besser gesicherten Rendite interessiert sind. Das mögen außer Kleinaktionären auch Investment-Fonds und andere institutionelle Anleger sein, zumal wenn die Kurschancen am Aktienmarkt zweifelhaft werden und die Dividendenrenditen in den Vordergrund rücken. Da indessen die im Vergleich zu den Stammaktien höhere Rendite gerade auch mit geringeren Aussichten auf Kursgewinne erkauft und nur für letztere Art der Bereicherung die Steuerlast vermeidbar ist, mindern sich die Vorteile der Vorzugsaktie für jene, die entweder Kursgewinne steuerfrei realisieren können (§ 23 I Nr. 1. b) EStG) oder als langfristige Anleger nicht in Kauf und Verkauf ihr Fortkommen suchen und die unrealisierten Wertsteigerungen dereinst ergebnis- und steuerneutral zu stillen Reserven auflaufen lassen können (§§ 252 I Nr. 4, 253 I 1 HGB, § 5 I EStG).

Außerhalb des öffentlichen Anteilshandels werden stimmrechtslose Vorzugsaktien gelegentlich als Belegschaftsaktien ausgegeben.[16] Damit wird eine Beteiligung der Arbeitnehmer am Unternehmensergebnis vermittelt; in die Unternehmensgestaltung bleiben sie über die von ihnen gewählten Aufsichtsratsmitglieder einbezogen. Ferner mögen solche Aktien im Zuge der Erbfolge geschaffen werden, um die Unternehmensleitung in den Händen einzelner Nachkommen oder Familienstämme zu bündeln.[17] Im geschichtlichen Rückblick auffällig, aber mit der geringen Wertschätzung dieser Aktien leicht zu erklären ist es, daß Vorzugsaktien ohne Stimmrecht auf demjenigen Gebiet keine Rolle mehr spielen, auf dem vor dem Ersten Weltkrieg die Hauptbedeutung der Vorzugsaktie lag: der Sanierung.[18]

16 Reckinger, AG 1983, 216 (220); Klein, Vorzugsaktien, S. 111–115.

17 Vgl. zur Möglichkeit erleichterter Erbteilung Albart, Stimmrechtslose Vorzugsaktie, S. 91–95.

18 Ebenso Keinath, Vorzugsaktie, S. 137,140 f.: Die stimmrechtslose Vorzugsaktie ist kein Sanierungsmittel. Einen Sonderfall erwähnt Klein, Vorzugsaktien, S. 103: Ausgabe stimmrechtsloser Vorzugsaktien, die schon nach Ablauf weniger Monate von ihren Inhabern in Stammaktien umgewandelt werden konnten (Beton & Monierbau AG, 1978/79).