

URL: <http://www.deloitte-tax-news.de/unternehmensrecht/referentenentwurf-des-zukunftsfinanzierungsgesetzes-zufing-praxisrelevante-aenderungen-des-aktien-und-kapitalmarktrechts.html>

📅 26.04.2023

Unternehmensrecht

## Zukunftsfinanzierungsgesetz: Praxisrelevante Änderungen des Aktien- und Kapitalmarktrechts im Referentenentwurf

Am 12.04.2023 haben das Bundesfinanzministerium (BMF) und das Bundesjustizministerium (BMJ) ihren Referentenentwurf eines „Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen“ (Zukunftsfinanzierungsgesetz – ZuFinG) veröffentlicht. Mit dem ZuFinG soll der deutsche Kapitalmarkt leistungsfähiger und der deutsche Finanzstandort attraktiver gemacht werden. Der Beitrag stellt einige äußerst praxisrelevante, aktienrechtliche und kapitalmarktrechtliche Regelungen aus dem Referentenentwurf vor.

### Elektronische Aktien

Das im Jahr 2021 in Kraft getretene elektronische Wertpapiergesetz (eWpG) ermöglichte bisher nur, Inhaberschuldverschreibungen und Investmentfonds-Anteile in elektronischen Wertpapieren zu verbriefen, nicht aber Aktien. Dies soll nun geändert und somit ein entscheidender Schritt zur Digitalisierung des Kapitalmarkts vollzogen werden. In Zukunft sollen Namens- und Inhaberaktien auch als elektronische Aktien ausgegeben werden können.

Inhaberaktien können dann elektronisch verbrieft werden, wenn sie in einem zentralen Register eingetragen sind – sogenanntes Zentralregisterwertpapier. Bei der Zentralregisterverwahrung können die elektronischen Aktien entweder als Einzel- oder als Sammeleintragung (wie bei einer Globalurkunde) geführt werden. Ein Zentralregisterwertpapier kann in den Effektengiroverkehr einbezogen und wie eine bei Clearstream Banking AG hinterlegte Papieraktie an der Börse gehandelt werden. Das gilt jedenfalls dann, wenn Clearstream Banking AG als Inhaber eingetragen und sie Registerführerin wird.

Auch Namensaktien können als elektronische Aktien als Zentralregisterwertpapiere begeben werden. Sie können darüber hinaus aber auch als Kryptowertpapier begeben werden, also etwa unter Einsatz der Blockchain-Technologie. Die Begebung von Namensaktien als Kryptowertpapiere eröffnet neue Gestaltungsmöglichkeiten (Stichwort Tokenisierung), also insbesondere die einfachere Übertragung von Aktionär zu Aktionär aus einem elektronischen Wallet in ein anderes.

Die Öffnung des eWpG auch für Aktien ist zu begrüßen. Der Vorteil des elektronischen Zentralregisterwertpapiers liegt in der einfacheren und schnelleren Ausstellung und Hinterlegung sowie darin, dass keine Papieraktien/Sammelurkunde mehr hinterlegt werden müssen und damit die Kosten für die Verwahrung wegfallen. Als Kryptowertpapier begebene Aktien können einfach, elektronisch von Wallet zu Wallet übertragen werden.

### Mehrstimmrechtsaktien (dual class shares)

Das durch das KonTraG im Jahr 1988 eingeführte Verbot von Mehrstimmrechten soll wieder gestrichen werden. Stattdessen kann die Satzung Namensaktien mit Mehrstimmrechten vorsehen und damit einem Gesellschafter mehr Stimmrechte zuzuweisen, als es seiner Kapitalbeteiligung entspricht. Der Gesetzgeber hat etwa Gründer im Blick, denen ermöglicht werden soll, Eigenkapital aufzunehmen, ohne wesentlich an Einfluss zu verlieren – ein Instrument, das etwa in den USA weit verbreitet ist, wie z.B. Meta Platforms, Inc. (Facebook) oder Alphabet, Inc. (Google) zeigen.

Das ZuFinG will Mehrstimmrechte allerdings nicht grenzenlos zulassen. Sie dürfen höchstens das 10-fache des „normalen“ Stimmrechts betragen und bedürfen der Zustimmung aller Aktionäre. Es können auch verschieden ausgestaltete Mehrstimmrechtsaktien, also mit unterschiedlicher Stimmkraft, vorgesehen werden.

Bei börsennotierten Gesellschaften erlöschen die Mehrstimmrechte mit Übertragung der

Aktie, spätestens aber 10 Jahre nach der Börsennotierung. Diese Frist kann frühestens ein Jahr vor ihrem Ablauf (einmalig) um weitere bis zu 10 Jahren verlängert werden, wobei der Beschluss mindestens einer Mehrheit von  $\frac{3}{4}$  des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals bedarf. Da für die Einführung die Zustimmung aller Aktionäre erforderlich ist, ist die erstmalige Begründung von Mehrstimmrechten nach einem Börsengang faktisch ausgeschlossen.

Ob sich Mehrstimmrechte in Deutschland letztlich durchsetzen werden und für Investoren vermittelbar sind, wird sich zeigen. Die Option dazu ist aber zu begrüßen, auch wenn es etwa mit der KGaA bereits jetzt schon Gestaltungsmöglichkeiten für die Gründer oder Familiengeschafter gibt, den Einfluss langfristig zu sichern.

### **Erleichterung von Kapitalerhöhungen (?)**

Zusätzlich sollen zukünftig Kapitalerhöhungen erleichtert werden.

So sollen u.a. die Hürden für einen vereinfachten Bezugsrechtsausschluss bei Barkapitalerhöhungen gesenkt werden. Bisher war bei börsennotierten Gesellschaften ein Bezugsrechtsausschluss bei Barkapitalerhöhungen bei Erhöhung des Grundkapitals um bis zu 10 % zulässig. Zukünftig sollen solche Kapitalerhöhungen unter Ausschluss des Bezugsrechts um bis zu 20 % zulässig sein. Der eigentliche Vorteil zeigt sich dabei nur mittelbar: Wird das Bezugsrecht der Aktionäre ausgeschlossen, handelt es sich bei der Ausgabe der neuen Aktien nicht um ein öffentliches Angebot, so dass kein Prospekt erforderlich ist; diesen bedarf es bei unter 20 % auch nicht für die Zulassung der neuen Aktien. Somit können Gesellschaften in substantiellem Umfang das Bezugsrecht ausschließen und etwa bei günstigen Börsenfenstern kurzfristig Kapitalerhöhungen beschließen, insbesondere wenn entsprechendes genehmigtes Kapital genutzt werden kann.

Noch eine weitere Änderung soll Kapitalerhöhungen unter Bezugsrechtsausschluss rechtssicherer machen und damit erleichtern. Streitigkeiten über die Angemessenheit des Wertes der auf die neuen Aktien entfallenden Einlage sind im Rahmen einer Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss nicht mehr im Wege einer Anfechtungsklage geltend zu machen, so dass dieser Streit die Eintragung der Kapitalerhöhung nicht mehr verhindern kann. In Zukunft sollen diese Streitigkeiten vielmehr im Rahmen eines Spruchverfahrens ausgetragen werden, und zwar lediglich in Bezug auf eine bare Ausgleichszahlung, die an die Aktionäre zu leisten ist.

Diese Ausgleichszahlung birgt für die Investoren allerdings das Risiko, dass „die Kapitalerhöhung“ teurer wird als ursprünglich geplant – ein Risiko, das es nach dem bisherigen Anfechtungskonzept so in diesem Umfang nicht gab. Bei börsennotierten Gesellschaften soll zwar in der Regel kein Ausgleich geschuldet sein, wenn der Börsenkurs nicht wesentlich unterschritten wird – Fälle der Unsicherheit bleiben aber auch hier. Ein Nachteil des aktuellen Regelungsentwurfes könnte ferner darin liegen, dass die Überprüfung durch ein Spruchverfahren mit Wertausgleich bereits dann gilt, wenn das Bezugsrecht nur teilweise ausgeschlossen wird, so dass bereits ein Ausschluss von Bezugsrechten auf Spitzen faktisch einen neuen Rechtsweg eröffnet. Dies dürfte dazu führen, dass sich die Unternehmen und die Investoren aus der Kapitalerhöhung – trotz der Änderungen des Spruchverfahrensgesetzes in der jüngsten Zeit – noch lange nach der Kapitalerhöhung damit beschäftigen dürfen, zumal die gesetzliche vorgesehene Verteilung der Kosten in den Spruchverfahren kaum geeignet ist, Antragsteller von einem solchen Antrag abzuhalten.

### **Einführung einer Börsenmantelaktiengesellschaft (BMAG)**

Das Börsengesetz soll Regelungen zu der neuen Rechtsform „Börsenmantelaktiengesellschaft“ (BMAG, auch als Special Purpose Acquisition Company – SPAC bekannt) erhalten, die Unternehmen den Zugang zum Kapitalmarkt erleichtern soll und im Wesentlichen auf das Aktienrecht aufsetzt.

Gegenstand der BMAG ist die Verwaltung eigenen Vermögens, die Vorbereitung und Durchführung des Börsengangs und die Suche nach einem geeigneten Unternehmen, das durch Erwerb/Übernahme durch die Börsenmantelgesellschaft an die Börse gebracht wird. Es sind verschiedene Wege des Erwerbs der Zielgesellschaft möglich, wie etwa ein Anteilserwerb (Share Deal), der Erwerb im Wege eines Asset Deals oder einer Verschmelzung, die in einer in der Satzung der BMAG festgelegten Frist erfolgt sein müssen. Bis die Zieltransaktion durchgeführt wird, müssen die Einlagen durch einen geeigneten Treuhänder (ein Notar oder ein Kreditinstitut) gehalten werden. Über die Zieltransaktion entscheidet die Hauptversammlung mit einer  $\frac{3}{4}$  Mehrheit. Der Entwurf enthält auch Regelungen zum Schutz der Aktionäre, die gegen diese Zieltransaktion stimmen, zu

Aktienoptionen und zur Beendigung der BMAG bei Fristablauf.

Die Einführung soll insbesondere den Prozess zur Börsennotierung verkürzen, einen (deutschen) Rechtsrahmen bieten, einen angemessenen Aktionärs- und Anlegerschutz gewährleisten sowie für Rechtssicherheit für Unternehmer und Anleger sorgen.

Sofern in der Vergangenheit bereits Börsengänge mittels SPACs erfolgten, waren hierzu ausländische Gesellschaften erforderlich. Es ist daher zu begrüßen, dass auch in Deutschland die gesellschaftsrechtliche Möglichkeit zum Börsengang über ein SPAC geschaffen werden soll. Dies gilt unabhängig etwa von der Frage, wie herausfordernd es für Unternehmen ist, die Börsennotierung von „Null auf 100“ zu erlangen. Ohnehin scheint sich die große SPAC-Euphorie der letzten Zeit schon wieder zu legen. So hat gerade erst ein SPAC bekanntgegeben, dass er abgewickelt wird, da innerhalb der Frist kein geeignetes Zielunternehmen gefunden wurde.

#### **Gesetzgebungsverfahren/ Referentenentwurf**

Es handelt sich bislang „nur“ um einen Referentenentwurf des ZuFinG, dem vor dem Beginn vor dem parlamentarischen Gesetzgebungsverfahren noch ein Regierungsentwurf folgen wird. Es steht daher noch nicht sicher fest, welche Regelungen das Gesetz final enthalten wird. Es scheint aber sicher, dass es einige spannende Änderungen mit sich bringen wird, die für Unternehmen auch im Aktienrecht deutliche Flexibilität schafft

#### **Fundstelle**

Bundesfinanzministerium, [Referentenentwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen \(Zukunftsförderungsgesetz – ZuFinG\)](#)

#### **Weiterer Beitrag zum Referentenentwurf**

[BMF: Referentenentwurf für ein Zukunftsförderungsgesetz veröffentlicht](#) - steuerrechtlicher Inhalt

---

www.deloitte-tax-news.de

Diese Mandanteninformation enthält ausschließlich allgemeine Informationen, die nicht geeignet sind, den besonderen Umständen eines Einzelfalles gerecht zu werden. Sie hat nicht den Sinn, Grundlage für wirtschaftliche oder sonstige Entscheidungen jedweder Art zu sein. Sie stellt keine Beratung, Auskunft oder ein rechtsverbindliches Angebot dar und ist auch nicht geeignet, eine persönliche Beratung zu ersetzen. Sollte jemand Entscheidungen jedweder Art auf Inhalte dieser Mandanteninformation oder Teile davon stützen, handelt dieser ausschließlich auf eigenes Risiko. Deloitte GmbH übernimmt keinerlei Garantie oder Gewährleistung noch haftet sie in irgendeiner anderen Weise für den Inhalt dieser Mandanteninformation. Aus diesem Grunde empfehlen wir stets, eine persönliche Beratung einzuholen.

This client information exclusively contains general information not suitable for addressing the particular circumstances of any individual case. Its purpose is not to be used as a basis for commercial decisions or decisions of any other kind. This client information does neither constitute any advice nor any legally binding information or offer and shall not be deemed suitable for substituting personal advice under any circumstances. Should you base decisions of any kind on the contents of this client information or extracts therefrom, you act solely at your own risk. Deloitte GmbH will not assume any guarantee nor warranty and will not be liable in any other form for the content of this client information. Therefore, we always recommend to obtain personal advice.

