

# Mandanteninformation

September 2023

## Update: Gesellschaftsrechtliche Regelungsinhalte des Regierungsentwurfs eines Zukunftsfinanzierungsgesetzes

Nachdem BMF und BMJ im April diesen Jahres ihren Referentenentwurf (RefE) eines Zukunftsfinanzierungsgesetzes (ZuFinG) vorgestellt hatten und im Mai die Stellungnahmefrist endete, wurde nach dem Ende der parlamentarischen Sommerpause der Regierungsentwurf (RegE) eines ZuFinG vorgestellt. Diese aktualisierte Mandanteninformation gibt einen Überblick über den aktuellen Stand des Gesetzgebungsverfahrens.

Kernanliegen des am 16. August 2023 vorgestellten Regierungsentwurfs eines Zukunftsfinanzierungsgesetzes (ZuFinG) ist es, die Leistungsfähigkeit des deutschen Kapitalmarkts zu stärken und die Attraktivität des Finanzstandorts Deutschlands zu erhöhen. Auf diese Weise soll das eigentliche politische Ziel – Auflösen des Investitionsstaus und Entfaltung von Innovationskraft – erreicht werden. Dabei sieht die Bundesregierung gerade KMU, Start-Ups und Wachstumsunternehmen als Innovationstreiber an. Um deren praktischen Bedürfnissen in erhöhtem Maße zu entsprechen, finden sich im geplanten ZuFinG verschiedene kleinere und größere Regelungspakete (insbesondere) auf den Gebieten des Gesellschafts-, Kapitalmarkt-, Finanzaufsichts- und Steuerrechts. Dabei fokussiert sich die folgende Betrachtung auf die gesellschaftsrechtlichen Regelungen des Regierungsentwurfs.

### I. (Wieder-)Einführung von Mehrstimmrechten

Eine der augenfälligsten Neuerungen, die das geplante ZuFinG im Bereich des Aktienrechts vorsieht, ist eine Rückkehr zum *status quo ante*: Die (Wieder-)Einführung von Mehrstimmrechtsaktien. Diese sind seit 1998 durch den im Rahmen des KonTraG eingeführten § 12 Abs. 2 AktG verboten, um ei-

nen Gleichlauf von Kapital (und damit wirtschaftlichem Risiko) und Stimmrechtsmacht zu gewährleisten.

Treiber der Wiedereinführung ist einerseits der am 7. Dezember 2022 vorgelegte Entwurf eines „Listing Acts“ der Europäischen Kommission. Dieser enthält u.a. den Vorschlag für eine Mehrstimmrechtsaktien-Richtlinie. Andererseits sollen durch die Möglichkeit

der Einräumung von Mehrstimmrechtsaktien gerade die Gründer von KMU und Start-Ups zum Gang an die Börse motiviert werden. So wurden diese bislang oftmals durch die Sorge vor dem Verlust der Kontrolle über „ihr“ Unternehmen von einem IPO abgehalten. Diese Bedenken will der RegE ihnen nehmen, indem sie sich durch die Zuteilung von Mehrstimmrechten mit bis zu 10-fachem Stimmgewicht auch im Falle eines Börsengangs die Kontrolle über „ihr“ Unternehmen sichern können (zu den zeitlichen Grenzen, siehe sogleich unter **I. 4. b.**).

Die Einzelheiten der vorgeschlagenen Regelung stellen sich dabei wie folgt dar:

## 1. Einführung des Mehrstimmrechts

Die Einführung des Mehrstimmrechts soll schlicht durch die Aufhebung des korrespondierenden Verbotstatbestands in § 12 Abs. 2 AktG erreicht werden. Zugleich schreibt § 12 Abs. 1 S. 2 AktG-RegE fest, dass Mehrstimmrechtsaktien „nach den Vorschriften dieses Gesetzes“ – und damit nur innerhalb der hierdurch gezogenen Grenzen – ausgegeben werden können.

Dass dadurch nach dem Willen der Bundesregierung Mehrstimmrechte auch in (bereits) börsennotierten sowie im Freiverkehr gelisteten Gesellschaften eingeführt werden können, macht dabei Gebrauch von den Gestaltungsspielräumen, die Art. 3 der Mehrstimmrechtsaktien-Richtlinie den Mitgliedstaaten bei der Umsetzung in nationales Recht eröffnet. Art. 4 der Mehrstimmrechtsaktien-Richtlinie sieht Mehrstimmrechtsaktien dagegen grds. nur in Gesellschaften vor, die eine Notierung auf einem KMU-Wachstumsmarkt anstreben.

Dabei sollen die Mehrstimmrechtsaktien nach der Entwurfsbegründung eine eigenständige Aktiengattung konstituieren, die als solche gem. § 23 Abs. 3 Nr. 4 AktG in der Satzung ausgewiesen werden muss. Korrespondierend dazu soll durch Änderungen des § 129 Abs. 1 S. 2 AktG sichergestellt werden, dass die auf Mehrstimmrechtsaktien entfallenden Stimmen im Teilnehmerverzeichnis der Hauptversammlung ausdrücklich anzugeben sind. Ebenso soll durch eine Änderung des § 130 Abs. 2 S. 2 Nr. 1 AktG sichergestellt werden, dass die auf der Grundlage der Mehrstimmrechte abgegebenen Stimmen in

der notariellen Niederschrift über das Beschlussergebnis nachvollzogen werden können.

## 2. Einführung durch Satzungsbeschluss

Die Rahmenbedingungen für die Einführung der Mehrstimmrechtsaktie, einschließlich der Schutzmechanismen für die Bestandsaktionäre, enthält § 135a Abs. 1 AktG-RegE. Dessen S. 1 sieht vor, dass die Satzung Namensaktien (keine Inhaberaktien) mit Mehrstimmrechten vorsehen kann. S. 2 begrenzt die Mehrstimmrechte volumemäßig auf das Zehnfache des einfachen Stimmrechts nach § 134 Abs. 1 S. 1 AktG.

Ferner müssen sämtliche „betroffenen Aktionäre“ dem Beschluss zur Ausstattung oder Ausgabe von Aktien mit Mehrstimmrechten zustimmen (§ 135a Abs. 1 S. 3 AktG-RegE). Welche Aktionäre insoweit „betroffen“ sind, präzisiert die Begründung des RegE dahingehend, dass Inhaber stimmrechtsloser Vorzugsaktien nicht hierunter fallen. Dies überzeugt, sind diese doch nicht schutzbedürftig. Schließlich wird ihr (nicht existentes) Stimmrecht durch die Einführung der Mehrstimmrechtsaktien gerade nicht verwässert. Dagegen müssen sämtliche der übrigen Bestandsaktionäre der Einführung der Mehrfachstimmrechte zustimmen. Ihre „Betroffenheit“ resultiert aus der (Teil-)Verwässerung ihrer Stimmmacht infolge der Einführung des Mehrstimmrechts.

Werden im Rahmen einer Kapitalerhöhung Aktien mit Mehrstimmrechten neu ausgegeben, ist gleichermaßen die Zustimmung aller betroffenen Aktionäre erforderlich. Dabei schreibt der RegE – insoweit über den RefE hinausgehend – in § 202 AktG-RegE fest, dass eine Ausgabe von Mehrstimmrechten im Wege des genehmigten Kapitals ausgeschlossen sein soll. Schließlich solle diese grundlegende Entscheidung der Hauptversammlung überlassen bleiben. Rechtlich zwingend ist dies nicht, bliebe die grundsätzliche Entscheidung über die Frage der Einführung der Mehrstimmrechtsaktien auch ohne diese Regelung im Ausgangspunkt der Hauptversammlung überlassen, die diese im Rahmen des Ermächtigungsbeschlusses zu treffen hätte.

Das Einstimmigkeitserfordernis hat zur Folge, dass die Einführung von Mehrstimmrechten

nur **bei Neugründungen** oder Gesellschaften mit **geschlossenem Aktionärskreis** praktikabel sein wird.

### 3. Umgang mit Interessenkonflikten bzw. Sonderkonstellationen

Gesonderte Regelungen zur Frage der Ausübung der Mehrstimmrechte finden sich im Kontext der Einführung des Mehrfachstimmrechts nicht. Von Bedeutung ist dabei zunächst, welche Auswirkung das Vorliegen von **Interessenkonflikten** in der Person des Mehrstimmrechtsaktionärs haben kann. Der Entwurf äußert sich dazu nicht, insbesondere zu dem Umstand, ob erwogen wurde, in solchen Fällen das Mehrstimmrecht auf ein einfaches Stimmrecht zu reduzieren. Im Hinblick auf den Umgang mit Interessenkonflikten unterliegen Mehrstimmrechte mithin keinen besonderen Bestimmungen; vielmehr finden die vorhandenen Instrumente des Gesellschaftsrechts, insbesondere die allgemeinen Maßstäbe für Stimmrechtsausschlüsse Anwendung.

§ 135a Abs. 4 AktG-RegE regelt indes zwei weitere **Sonderkonstellationen**: Die Beschlüsse nach § 119 Abs. 1 Nr. 5 AktG (Bestellung des Abschlussprüfers) sowie § 142 Abs. 1 AktG (Bestellung der Sonderprüfer). Hier soll auch eine Mehrstimmrechtsaktie nur als Aktie mit einfachem Stimmrecht gewertet werden (vgl. § 135a Abs. 4 AktG-RegE). Die mit dem RegE befassten Ausschüsse des Bundesrats regen zusätzlich an, in § 135a Abs. 4 AktG n.F. eine klarstellende Regelung aufzunehmen, dass die Mehrstimmrechte bei der Berechnung einer nach Gesetz oder Satzung erforderlichen Kapitalmehrheit außer Betracht bleiben.

### 4. Erlöschenstatbestände

§ 135a Abs. 2 AktG-RegE enthält **zwei Erlöschenstatbestände** für die Mehrstimmrechte. Dabei geht der RegE insoweit über den RefE hinaus als diese Erlöschenstatbestände nicht mehr nur bei börsennotierten Gesellschaften, sondern nunmehr auch bei solchen Gesellschaften Platz greifen sollen, deren Aktien in den Handel im Freiverkehr iSd. § 48 BörsG (z.B. Segment Scale der Frankfurter Wertpapierbörse) einbezogen sind. Diese sinnvolle Erweiterung ist auf den Anwendungsbereich des Entwurfs einer

Mehrstimmrechtsaktien-Richtlinie der EU zurückzuführen. Dieser Richtlinienentwurf erfasst solche Gesellschaften, die eine Zulassung ihrer Anteile zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt beantragen. Hierbei handelt es sich um einen speziellen Fall des Freiverkehrs (vgl. § 48a BörsG).

#### a. „Transfer-Based Sunset Clause“

Zunächst sieht § 135a Abs. 2 S. 1 AktG-RegE vor, dass in börsennotierten Gesellschaften bzw. solchen Gesellschaften, deren Aktien im Freiverkehr gehandelt werden, die Mehrstimmrechte im **Falle der Übertragung der Aktie erlöschen** sollen. Die Entwurfsbegründung führt zum Begriff der „Übertragung“ aus, dass dieser „weit zu verstehen [ist] und daher nicht nur rechtsgeschäftliche Verfügungen, sondern auch **alle Fälle gesetzlicher Einzel- oder Gesamtrechtsnachfolge** (wie etwa § 1922 BGB) [umfasst]“.

Insoweit gehen die in der Regierungsbegründung niedergelegten Erwägungen nicht über die schon von den federführenden Ministerien zum RefE getätigten Äußerungen hinaus. Insbesondere wurde es – wiederum – unterlassen, sich mit der Frage zu befassen, was gilt, wenn der Aktionär keine natürliche Person, sondern – wie in der Praxis häufig – eine sog. Vorschaltgesellschaft, etwa in Form einer vermögensverwaltenden GmbH ist. Hier scheint es prima facie an der „Übertragung der Aktie“, sprich der Mehrstimmrechtsaktie zu fehlen, wenn diese kontinuierlich von der Vorschaltgesellschaft gehalten wird und sich lediglich in deren Gesellschafterkreis Veränderungen ergeben. Vom reinen Wortlaut der Norm ist dieser Fall jedenfalls nicht erfasst. Eine solche Konstellation scheinen die Entwurfsverfasser nicht präsent gehabt zu haben, zieht sich durch die Begründung des RegE – wie bereits durch die des RefE – doch konsequent das Bild des Gründers und Start-Up-Unternehmers als Inhaber der Mehrstimmrechtsaktien, mithin einer natürlichen Person. Die Chance, zu vermeiden, dass an dieser Stelle (unvermeidlich) Streit darüber entbrennt, ob es hier einer analogen Anwendung dieser Norm bedarf, um solche vermeintlichen Umgehungsgestaltungen zu erfassen oder eben nicht, hat die Bundesregierung im Zuge der Verabschiedung des Regierungsentwurfs verpasst.

Ebenso wenig wurde sich mit dem umgekehrten Fall befasst, der ebenfalls vom Wortlaut der Norm, nicht aber von deren Sinn und Zweck erfasst zu sein scheint: Überträgt eine natürliche Person im Rahmen einer Umstrukturierung ihre Mehrstimmrechtsaktie auf eine neu gegründete Beteiligungsgesellschaft, deren alleinige Gesellschafterin sie ist, würde dies nach dem Wortlaut des § 135a Abs. 2 S. 1 AktG-RegE zum Erlöschen der Mehrstimmrechte führen, obwohl wirtschaftlich weiterhin der ursprüngliche Eigentümer die Stimmrechte kontrolliert.

Die enge Definition des Übertragungstatbestandes in § 135a Abs. 2 S. 1 AktG-RegE wird die Gestaltungspraxis vor besondere Herausforderungen stellen, bietet aber auch Chancen: Denn einerseits werden **Beteiligungsgesellschaften privilegiert**, da mittelbare Übertragungen der die Mehrstimmrechtsaktie haltenden Beteiligungsgesellschaft nach derzeitigem Stand nicht zum Wegfall des Mehrstimmrechts führen. Andererseits werden Nachfolgegestaltungen, die z.B. Mehrstimmrechte innerhalb einer Familie generationsübergreifend sichern wollen, ohne die Nutzung von Beteiligungsgesellschaften in bereits börsennotierten Gesellschaften (oder nach erfolgter Börsennotierung) unmöglich. Nach dem jetzigen Stand des Reformvorschlags bedarf es einer solchen Gestaltung in **nicht-börsennotierten Familien(aktien)gesellschaften** dagegen gerade nicht, da der Erlöschenstatbestand hier keine Anwendung finden soll.

## b. „Time-Based Sunset Clause“

Ebenfalls nur in börsennotierten Gesellschaften bzw. solchen Gesellschaften, deren Aktien im Freiverkehr gehandelt werden, sollen die Mehrstimmrechte von Gesetzes wegen **spätestens zehn Jahre** nach Börsennotierung der Gesellschaft oder Einbeziehung ihrer Aktien in den Handel **erlöschen**. Die Satzung kann eine kürzere Frist vorsehen (vgl. § 135a Abs. 2 S. 2 AktG-RegE). Bei einem Wechsel zwischen Frei-

verkehr und reguliertem Markt soll nach der Regierungsbegründung der frühere Zeitpunkt für den Fristbeginn maßgeblich sein.

Diese Frist kann dabei durch Satzungsbestimmung um eine bestimmte Frist, maximal jedoch um 10 Jahre, verlängert werden (§ 135a Abs. 2 S. 3 AktG-RegE). Dabei darf der Verlängerungsbeschluss frühestens ein Jahr vor Ablauf der Frist nach § 135a Abs. 2 S. 3 AktG-RegE gefasst werden. Er bedarf einer Mehrheit, die mindestens drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals umfasst (§ 135a Abs. 2 S. 4 AktG-RegE). Die Satzung kann eine größere Kapitalmehrheit bestimmen (§ 135a Abs. 2 S. 5 AktG-RegE).

Im Vergleich zum RefE neu hinzugekommen sind die in § 135a Abs. 2 S. 6 und 7 AktG-RegE vorgesehenen Regelungen. Diese bestimmen, dass im Falle des Vorhandenseins verschiedener Gattungen von stimmberechtigten Aktien (z.B. Stammaktien und stimmberechtigte Vorzugsaktien) der Verlängerungsbeschluss zu seiner Wirksamkeit der Zustimmung der Aktionäre jeder Gattung bedarf. Diese haben hierüber einen Sonderbeschluss zu fassen. Für diese Beschlüsse gelten § 135a Abs. 2 S. 4 u. 5 AktG-RegE entsprechend (s. § 135a Abs. 2 S. 8 AktG-RegE).

§ 135a Abs. 3 AktG-RegE sieht zuletzt – wie schon der RefE – vor, dass die Satzung „weitere Erfordernisse“ aufstellen kann. Dies präzisiert die Regierungsbegründung dahingehend, dass die Satzung **weitere Einschränkungen** hinsichtlich der Mehrstimmrechtsaktien **vorsehen könne**. Insbesondere könnten die möglichen Inhaber solcher Aktien beschränkt oder die Geltung der Mehrstimmrechte hinsichtlich bestimmter Beschlussfassungen begrenzt werden. Diese erfreuliche Satzungs Offenheit überlässt insbesondere Gründern ein wohlthuendes Maß an Gestaltungsfreiheit im Umgang mit diesem Instrument.

## c. Bewertung

Bei einer rein aktienrechtlichen Gesamtbetrachtung erscheint es jedenfalls auf den ersten Blick nicht ganz einsichtig, warum die Erlöschenstatbestände der § 135a Abs. 2 S. 1 u. 2 AktG-RegE nur auf börsennotierte Gesellschaften bzw. solche deren Aktien



im Freiverkehr gehandelt werden, Anwendung finden. Die Regierungsbegründung führt dazu aus, dass der Zweck der Mehrstimmrechte mit der Übertragung auf eine andere Person in Fortfall gerät. Schließlich sollen sie ihrem Inhaber (dem Gründer) während der Wachstumsphase der Gesellschaft nach dem Börsengang eine fortgesetzte Kontrolle über die Unternehmensstrategie ermöglichen. Die zeitliche Komponente resultiert aus dem Umstand, dass die Mehrstimmrechtsinhaber nur für einen begrenzten Zeitraum nach dem Börsengang eine nicht ihrem Kapitaleinsatz entsprechende Kontrolle über die Gesellschaft ausüben können sollen.

Mithin fußt dies auf der mit der (Wieder-) Einführung der Mehrstimmrechte verfolgten politischen Intention der Bundesregierung, das „Going Public“ zu fördern. Gleichwohl ist zu hinterfragen, ob es nicht vorzugswürdig wäre, die Implementierung solcher Regelungen der Satzungsautonomie der Aktionäre zu überlassen, wie es für die nicht-börsennotierten Gesellschaften offenbar auch die Bundesregierung für hinreichend erachtet. Auch wenn durch die geplanten gesetzlichen Regelungen eine dauerhafte Divergenz von Kapitalbeteiligung und Stimmrecht verhindert werden soll, so scheint dies unter Corporate Governance-Gesichtspunkten jedenfalls nicht zwingend. Vielmehr steht zu vermuten, dass der Kapitalmarkt ein entsprechendes Korrektiv bilden würde. So dürften Aktien von Gesellschaften mit marktüblichen „Ewigkeits-Mehrstimmrechten“ nur mit einem Abschlag gehandelt werden. Auf dieser Linie stehen auch die mit dem RegE befassten Ausschüsse des Bundesrats. Sie halten die Einführung solcher zwingender Erlöschensgründe für kontraproduktiv und regen ihre Streichung (alternativ aus Gründen der Vereinheitlichung die Ausdehnung auf sämtliche Gesellschaften) an.

## 5. Unzureichende kapitalmarktrechtliche Einbindung der neuen Regelungsvorschläge

Nicht unproblematisch ist es für die Praxis, dass sich der RegE nur in sehr beschränktem Umfang zu den **kapitalmarktrechtlichen Implikationen** der geplanten Einführung von Mehrstimmrechtsaktien verhält. Adressiert wird in der Begründung des RegE – anders noch als in der Begründung des RefE – immerhin die Problematik des passiven Kontrollerwerbs infolge des Erlöschens der Mehrstimmrechte nach

§ 135a Abs. 2 S. 1, 2 AktG-RegE. Dies betrifft den Fall, dass es infolge des Wegfalls der Mehrstimmrechte zu einer Stimmgewichtsverschiebung dergestalt kommt, dass ein Aktionär hierdurch ohne sein Zutun die Kontrollschwelle nach § 29 Abs. 2 WpÜG (30% der Stimmrechte) überschreitet. Dies würde grundsätzlich automatisch u.a. eine Pflicht zur Abgabe einer Kontrollerwerbsmitteilung sowie eines Erwerbsangebots hinsichtlich der übrigen Aktien auslösen (vgl. § 35 Abs. 1 S. 1, 2 S. 1 WpÜG). In begrüßenswerter Weise stellt die Regierungsbegründung diesbezüglich klar, dass im hiesigen Kontext eine Befreiung des passiven Kontrollerwerbers von diesen übernahmerechtlichen Pflichten gem. § 37 Abs. 1, 2 WpÜG iVm. § 9 S. 1 Nr. 5 WpÜG-AngebotsVO (Verringerung der Gesamtzahl der Stimmrechte an der Zielgesellschaft) möglich ist. Allerdings ist nicht zu verkennen, dass eine solche Befreiung nicht *ipso iure* erfolgt. Vielmehr bedarf es hierfür gem. § 37 Abs. 1 WpÜG eines schriftlichen Antrags bei der BaFin und den Erlass eines entsprechenden begünstigenden Verwaltungsakts durch diese Behörde.

Offen bleibt weiterhin die Frage, ob eine Mehrstimmrechtsaktie namentlich im Bereich der **Zurechnungstatbestände nach dem WpÜG und WpHG** mit einfachem Stimmrecht oder in Höhe der mit dieser Aktie verbundenen Stimmanteile (mithin bis zu 10) gewertet werden muss. Der RegE verhält sich (wie bereits der RefE) – auch in seinem Begründungsteil – hierzu nicht.

Richtigerweise wird man differenzieren müssen. So wird man im Rahmen des sog. Acting in Concert nach § 30 Abs. 2 WpÜG bzw. § 34 Abs. 2 WpHG die Mehrstimmrechte mit ihrem vollen (mehrfachen) Stimmgewicht zurechnen müssen. Schließlich adressiert dies die Situation eines abgestimmten Stimmverhaltens. Hierbei kann der Inhaber von Mehrstimmrechtsaktien diese mit dem vollen ihnen beigemesenen (mehrfachen) Stimmgewicht einsetzen.

Dies dürfte dagegen im Rahmen der Zurechnungstatbestände der § 30 Abs. 1 S. 1 Nr. 5 WpÜG, § 34 Abs. 1 Nr. 5 WpHG nicht gelten. Dort erfolgt eine Zurechnung, wenn eine Call-Option auf den Erwerb einer Aktie besteht. Allerdings würde § 135a Abs. 2 S. 1 AktG-RegE im Falle der Übertragung der Mehrfachstimmaktie gerade dazu führen, dass das Mehr-

fachstimmrecht erlischt. Daher wäre es nicht sachgerecht, würde man dem Inhaber der Call-Option das Mehrfachstimmrecht, das er niemals erwerben wird, zurechnen.

Insoweit erscheint es bedauerlich, dass der Regierungsentwurf hier nicht nachgebessert hat. Das gilt umso mehr als die Geltung der einzigen beiden kapitalmarktrechtlichen Normen, die sich derzeit mit Mehrstimmrechten beschäftigen (§ 33b Abs. 2 Nr. 2 u. 3 WpÜG) und deren Stimmgewicht in bestimmten Situationen auf den einfachen Stimmwert reduzieren, von einer Satzungsermächtigung abhängen (§ 33b Abs. 1 WpÜG). Eine solche wird jedoch gerade in solchen Gesellschaften kaum existieren, in denen sämtliche (initialen) Aktionäre für die Einführung von Mehrstimmrechtsaktien votiert haben, um ihren Einfluss zu sichern.

## 6. Gesamtbewertung

Insgesamt ist die geplante Neuregelung zur Einführung von Mehrstimmrechten zu begrüßen. Schließlich vergrößert sie den Gestaltungsspielraum des Rechtsanwenders und ermöglicht es so, individuelle Bedürfnisse und Wünsche gerade von Gründern zu befriedigen. Gleichwohl darf die voraussichtliche rechtspraktische Bedeutung dieses Instruments, sollte es in der derzeitigen Entwurfsfassung Gesetz werden, vor dem Hintergrund des Einstimmigkeitserfordernisses nicht überschätzt werden.

Allerdings könnte die Einführung von Mehrstimmrechten zu einem interessanten Gestaltungsinstrument für eine auch in den Materialien des RegE nicht gesondert erwähnte Zielgruppe werden: **die Familienunternehmen in der Rechtsform der AG, SE oder KGaA**. Dies gilt umso mehr, wenn kein Börsengang des (Familien-)Unternehmens angestrebt wird. Schließlich greift in diesem Fall weder die „Transfer-Based Sunset Clause“ nach § 135a Abs. 2 S. 1 AktG-RefE (s. dazu oben unter **I.4.a.**) noch die „Time-Based Sunset Clause“ des § 135a Abs. 2 S. 2 AktG-RegE (s. dazu oben unter **I.4.b.**) ein. Auf diese Weise bleibt der durch die Mehrstimmrechtsaktien vermittelte Einfluss grds. dauerhaft –

auch zugunsten der Rechtsnachfolger – bestehen. Sollte die Regelung in dieser Form Gesetz werden, böte dies einen interessanten Mechanismus für die langfristige und intergenerationelle Sicherung des Einflusses der (Gründer-)Familie auf „ihre“ AG.

## II. Modifizierungen des Kapitalerhöhungsrechts

Auch das Recht der Kapitalerhöhung soll nach dem Willen der Entwurfsverfasser überarbeitet werden. In Teilen sieht der RegE insoweit deutliche Modifikationen des im RefE unterbreiteten Konzepts vor.

### 1. Erhöhung der Wertgrenzen für den vereinfachten Bezugsrechtsausschluss und das bedingte Kapital

Die bereits im RefE vorgesehenen Erhöhungen der Wertgrenzen für den vereinfachten Bezugsrechtsausschluss und das bedingte Kapital finden sich unverändert auch im RegE.

Gem. § 186 Abs. 3 S. 4 AktG-RegE soll die Kapitalgrenze des **vereinfachten** – keiner materiellen Beschlusskontrolle unterliegenden – **Bezugsrechtsausschlusses** von derzeit 10 Prozent des Grundkapitals auf **20 Prozent** erhöht werden.

In gleicher Weise sollen die für die bedingte Kapitalerhöhung derzeit geltenden Höchstbeträge aufgestockt werden. Nach § 192 Abs. 3 S. 1 AktG-RegE soll der Nennbetrag des bedingten Kapitals höchstens 60 (anstelle von derzeit 50) Prozent des Grundkapitals betragen dürfen.

Für die bedingte Kapitalerhöhung zur Gewährung von Umtausch- oder Bezugsrechten auf Grund von Wandelschuldverschreibungen (§ 192 Abs. 2 Nr. 1 AktG) soll die neue (kumulative) Höchstgrenze 50 Prozent des im Zeitpunkt der Beschlussfassung vorhandenen Grundkapitals betragen (§ 192 Abs. 3 S. 1 Nr. 1 AktG-RegE).

In den Fällen der bedingten Kapitalerhöhung zur Gewährung von Bezugsrechten an Arbeitnehmer und Mitglieder der Geschäftsführung der Gesellschaft oder eines verbundenen Unternehmens im Wege des Zustimmungs- oder Ermächtigungsbeschlusses

(§ 192 Abs. 2 Nr. 3 AktG) wird eine neue (kumulative) Höchstgrenze von 20 Prozent des im Zeitpunkt der Beschlussfassung vorhandenen Grundkapitals festgelegt (§ 192 Abs. 3 S. 1 Nr. 2 AktG-RegE).

Zu hinterfragen ist, ob das von der Bundesregierung mittels der Erhöhung der Wertgrenze des § 192 Abs. 3 S. 1 AktG verfolgte Ziel, „eine höhere Flexibilität und größeren Spielraum“ für die Nutzung bedingten Kapitals in Vorbereitung einer Unternehmenstransaktion (vgl. § 192 Abs. 2 Nr. 2 AktG) zu erreichen, in der Praxis tatsächlich erreicht werden kann. Denn der Grund für den zurückhaltenden Umgang der M&A-Praxis mit diesem Instrument liegt nicht (nur) in der Wertgrenze. Vielmehr beruht dies vor allem auf dem Umstand, dass die geplante Transaktion durch die Notwendigkeit, den Kreis der aus dem konkreten Zusammenschluss Bezugsberechtigten im Kapitalerhöhungsbeschluss anzugeben (§ 193 Abs. 2 Nr. 2 AktG), frühzeitig publik wird. Um diese ungewollte Publizität zu vermeiden, wird für diese Zwecke auch in Zukunft das genehmigte Kapital das Mittel der Wahl bleiben.

## 2. Neukonzeption des Wertverwässerungsschutzes beim Bezugsrechtsausschluss

Gänzlich neu konzipiert werden soll nach dem RegE der **Wertverwässerungsschutz beim Bezugsrechtsausschluss**. Dabei enthält der RegE im Vergleich zum RefE einige Modifikationen.

*De lege lata* räumt § 255 Abs. 2 S. 1 AktG dem von einem (teilweisen) Bezugsrechtsausschluss betroffenen Aktionär das Recht zur Anfechtung des Kapitalerhöhungsbeschlusses ein, wenn der sich aus dem Erhöhungsbeschluss ergebende Ausgabebetrag oder der Mindestbetrag unter dem die neuen Aktien nicht ausgegeben werden, unangemessen niedrig ist.

Dieses Modell wird nach dem RegE weitgehend aufgegeben. Das reformierte Wertverwässerungsschutzkonzept stellt sich wie folgt dar:

### a. Partielle Aufrechterhaltung des Anfechtungsmodells

Anders als nach § 255 Abs. 2–6 AktG-RefE soll das Anfechtungsmodell nach dem RegE nicht vollständig aufgegeben werden. Vielmehr soll nach § 255 Abs. 1, Abs. 2 AktG-RefE im Falle des **vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses** iSd. § 186 Abs. 3 S. 4 AktG-RegE – aber nur in diesem – auch künftig eine Anfechtung des Erhöhungsbeschlusses darauf gestützt werden können, dass der sich aus dem Erhöhungsbeschluss ergebende Ausgabebetrag oder der Mindestbetrag, unter dem die neuen Aktien nicht ausgegeben werden, unangemessen niedrig ist.

Eine gesetzgeberische Klärung der Frage, ob den Aktionären auch in Fällen des vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses eine Rechtsschutzmöglichkeit zur Geltendmachung eines vermeintlich zu niedrigen Ausgabebetrags zusteht, wurde vielfach zu Recht angemahnt. Dass dies hiermit erfolgen soll, ist daher im Ausgangspunkt erfreulich.

Dennoch vermag die gewählte Lösung nicht zu überzeugen. Begründet wird sie damit, dass hier in vielen Fällen bereits eine Entscheidung im Freigabeverfahren gem. § 246a AktG das Verfahren beschleunigt, da sich oftmals keine schwierigen Bewertungsfragen stellen.

Allerdings handelt es sich hierbei um einen nicht durch zwingende Gründe gerechtfertigten Systembruch. So entspricht das Aussondern von Bewertungsrügen aus dem Anfechtungsverfahren in das Spruchverfahren einem spätestens seit dem UmRUG konsequent umgesetzten Modell. Mithin wäre eine entsprechende Angleichung im parlamentarischen Gesetzgebungsverfahren ebenso wünschenswert wie konsequent.

### b. Grundsatz: Barer Ausgleichsanspruch

Dagegen überantworten die § 255 Abs. 4–7 AktG-RegE Streitigkeiten über die **Angemessenheit der Höhe des Ausgabebetrags** im Rahmen einer **Kapi-**

**talerhöhung mit nicht vereinfachtem Bezugsrechtsausschluss dem Spruchverfahren** (§ 255 Abs. 4 S. 7 AktG-RegE). Ferner wird ein Berufen auf den Anfechtungsgrund des § 243 Abs. 2 AktG (Verfolgung von Sondervorteilen) in diesen Fällen ausgeschlossen (§ 255 Abs. 4 S. 1 AktG-RegE).

Stattdessen soll dem betroffenen Aktionär nach § 255 Abs. 4 S. 2 AktG-RegE ein Ausgleichsanspruch gegen die Gesellschaft zustehen. Dieser ist grundsätzlich in bar zu entrichten (zur Ausnahme hiervon sogleich unter **II.2.c.**). Die Gesellschaft wiederum soll vom eintretenden Aktionär gem. § 255 Abs. 4 S. 3 AktG-RegE Freistellung von diesem Ausgleichsanspruch verlangen können. Hat sie sich dies bei der Gewährung der Aktien vorbehalten, kann sie stattdessen Erstattung von diesem verlangen. Die Gesellschaft hat die notwendigen Mittel im Wege eines Gewinnvortrags oder durch Rücklagen vorzusehen oder zu schaffen (§ 255 Abs. 4 S. 4 AktG-RegE). Der Anspruch des Aktionärs ist nach § 255 Abs. 6 S. 1 AktG-RegE ab Eintragung der Durchführung der Kapitalerhöhung mit 5 Prozentpunkten über dem Basiszinssatz p.a. zu verzinsen. Die Geltendmachung eines weiteren Schadens bleibt ihm unbenommen (§ 255 Abs. 6 S. 2 AktG-RegE).

Während der RefE noch vorgesehen hatte, dass sowohl der Anspruch der Aktionäre als auch derjenige der Gesellschaft gegen den eintretenden Aktionär auch dann bestehen soll, wenn der Vorstand die Befugnis zur Ausübung des genehmigten Kapitals ausnutzt und nach § 204 Abs. 1 AktG über die zu erbringende Einlage entscheidet (vgl. § 255 Abs. 3 S. 3 AktG-RefE), enthält der RegE diesen Passus nicht mehr. Vielmehr findet sich in der Regierungsbegründung der Hinweis, dass die Neuregelungen der § 255 Abs. 4–7 AktG-RegE auf die Entscheidung des Vorstands nach § 204 Abs. 1 AktG keine Anwendung fänden, da diese bereits heute nicht der Anfechtung unterlägen. Schließlich handele es sich hierbei gerade nicht um einen (anfechtungsfähigen) Hauptversammlungsbeschluss.

Dies überzeugt, surrogiert der Abfindungsanspruch nach dem Modell des ZuFinG doch nur die im heutigen Recht bestehende Anfechtungsmöglichkeit. Wo es diese – wie im Fall des § 204 Abs. 1 AktG – bereits heute nicht gibt, besteht keine Notwendigkeit deren

Wegfall durch Gewährung eines Abfindungsanspruchs abzufedern.

## **c. Alternativer Ausgleich durch Gewährung zusätzlicher Aktien**

Eine wesentliche Neuerung des RegE findet sich in den §§ 255a, 255b AktG-RegE. Diese sind als Reflektion einer am RefE geäußerten Kritik zu verstehen. Gem. § 255 Abs. 4 S. 2 AktG-RegE iVm. §§ 255a, 255b AktG-RegE steht es der Gesellschaft frei, die Aktionäre anstelle des Barausgleichs durch **Gewährung zusätzlicher Aktien** der Gesellschaft abzufinden. Dies muss bereits im Kapitalerhöhungsbeschluss festgelegt werden (§ 255a Abs. 1 S. 1 AktG-RegE). Diese Entscheidung ist bindend und kann auch durch die Hauptversammlung nach Beschlussfassung nicht mehr umgekehrt werden.

Dabei wurde sich stark am Modell des mit dem UmwG eingeführten § 72a UmwG orientiert. Dies gründet in der Überlegung, dass Fälle, in denen Unternehmen(santeile) als Sacheinlage eingebracht werden, einer Verschmelzung wirtschaftlich gleichstehen. Daher soll die entsprechende Regelung für die Verschmelzung auch hier Anwendung finden.

§ 255a Abs. 1 S. 2 AktG-RegE erklärt sodann § 72a Abs. 1 S. 2 UmwG für entsprechend anwendbar. Hiernach bringen nachfolgende Umwandlungsmaßnahmen den Aktiengewährungsanspruch dann nicht zum Erlöschen, wenn die Zielrechtsform eine AG oder KGaA ist.

§ 255a Abs. 2 AktG-RegE adressiert den Fall, dass die Gesellschaft nach Eintragung der Kapitalerhöhung eine weitere Kapitalerhöhung vornimmt. Infolge der Verwässerung der Anteile durch die erste Kapitalerhöhung werden die betroffenen Aktionäre bei dieser zweiten Kapitalerhöhung wiederum nicht ausreichend beteiligt. § 255a Abs. 2 S. 1 AktG-RegE bestimmt, dass ihnen die auf diese Weise zu Unrecht verwehrten neuen Aktien nachträglich zu gewähren sind. Diese können nach Maßgabe des § 255b AktG-RegE geschaffen werden (dazu sogleich unter **II.2.d.**). Umgekehrt reduziert sich gem. § 255b Abs. 2 S. 1 AktG-RegE bei einer nachträglichen Kapitalherabsetzung ohne Rückzahlung, der Umfang der gem. § 255a Abs. 1 AktG-RegE zusätzlich zu gewäh-



renden Aktien. Bezugsrechte, die den anspruchsberechtigten Aktionären im Rahmen einer Kapitalerhöhung gegen Einlagen (§ 186 AktG) aufgrund des unangemessenen Werts der Einlage nicht zustanden, sind ihnen ebenfalls nachträglich einzuräumen (§ 255a Abs. 2 S. 2 AktG-RegE). Dieses Bezugsrecht muss nach der materiellen Ausschlussfrist des § 255a Abs. 2 S. 3 AktG-RegE binnen eines Monats nach Eintritt der Rechtskraft der Entscheidung des Gerichts über die Unangemessenheit der Einlage in der ersten Kapitalerhöhung (§ 11 Abs. 1 SpruchG) gegenüber der Gesellschaft ausgeübt werden. Die Gesellschaft kann diesen Anspruch durch Übertragung eigener Aktien oder Schaffung neuer Aktien im Wege einer weiteren Kapitalerhöhung erfüllen (vgl. § 255b Abs. 5 AktG-RegE).

§ 255a Abs. 3 AktG-RegE regelt eine Ausnahme von § 255a Abs. 1 S. 1 AktG-RegE, wonach die Ausgabe zusätzlicher Aktien den Barausgleichsanspruch surrogiert. Nach Abs. 3 verbleibt es dann bei der Barausgleichspflicht, wenn der dem bisherigen Grundkapital entsprechende Teil der neuen Aktien trotz Gewährung zusätzlicher Aktien nicht zugeteilt werden kann (Nr. 1). Gleiches gilt, wenn die Gewährung zusätzlicher Aktien unmöglich geworden ist (Nr. 2). Letzteres soll insbesondere in Umwandlungsfällen zum Tragen kommen, wenn das Recht des Zielrechtsträgers die Gewährung zusätzlicher Aktien nicht zulässt (z.B. Verschmelzung auf eine GmbH).

Erfolgt nach Eintragung der Kapitalerhöhung eine strukturverändernde Maßnahme, die zum Ausscheiden des betroffenen Aktionärs aus der Gesellschaft führt, hat er einen Anspruch auf eine Entschädigung in Geld unter Berücksichtigung der von der Gesellschaft zu gewährenden Abfindung (vgl. § 255a Abs. 4 AktG-RegE). Dies adressiert beispielsweise Fälle des Ausscheidens des Gesellschafters infolge des Abschlusses eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrags, § 305 Abs. 1 AktG. Die Entschädigung ist auf den Ersatz des infolge der unangemessen niedrigen Einlage entgangenen Abfindungsbetrags gerichtet.

Einen weiteren Entschädigungsanspruch in Geld kann der Aktionär geltend machen, wenn ihm aufgrund der unangemessen niedrig angesetzten Ein-

lage im Rahmen zwischenzeitlich ausgeführter Gewinnausschüttungen Nachteile entstanden sind (vgl. § 255a Abs. 5 AktG-RegE).

Das Verfahren zur Bestimmung der Gewährung zusätzlicher Aktien oder einer baren Zuzahlung richtet sich nach den § 255 Abs. 5–7 AktG-RegE (vgl. § 255a Abs. 6 AktG-RegE). Allerdings enthält § 255a Abs. 6 S. 2 AktG-RegE eine (§ 255 Abs. 6 S. 1 AktG-RegE verdrängende) spezielle Zinsregelung für die Entschädigungsansprüche nach § 255a Abs. 3 und 4 AktG-RegE.

Das Beschaffungsrisiko für die zusätzlich zu gewährenden Aktien trägt die Gesellschaft (§ 255a Abs. 7 S. 1 AktG-RegE). Zudem hat die Gesellschaft in den Fällen der Aktiengewährung anstelle des Barausgleichs keinen Freistellungsanspruch gegen den eintretenden Aktionär (§ 255a Abs. 7 S. 2 AktG-RegE).

Diese Nachbesserung des RegE vermag vollständig zu überzeugen. Schließlich schafft die bereits im RefE vorgesehene Barausgleichspflicht als Wertverwässerungsschutz beim Bezugsrechtsausschluss das Risiko eines Liquiditätsabflusses in unbekannter Höhe für die Gesellschaft. Darüber hinaus schafft dies das Risiko von Zuzahlungen in unbekannter Höhe für die Neuinvestoren. Es ist sachgerecht, dass sie dieses Risiko durch die Entscheidung für die Schaffung zusätzlicher Aktien im Falle der Unangemessenheit des Einlagebetrags bereits im Kapitalerhebungsbeschluss mitgliedern können. Auch für die betroffenen Altaktionäre ist dies interessengerecht. Sie werden auf diese Weise genauso gestellt als wäre der Wert der Einlage bei der Kapitalerhöhung angemessen gewesen. Auch die Berücksichtigung der sich daraus ergebenden Folgefragen in Fällen nachfolgender Strukturmaßnahmen u.ä. ist gelungen.

#### **d. Technische Umsetzung der Gewährung zusätzlicher Aktien**

§ 255b AktG-RegE ergänzt die Regelung in § 255a AktG-RegE in technischer Hinsicht. Er entspricht da-

bei § 72b UmwG. § 255b Abs. 1–4 AktG-RegE eröffnet der Gesellschaft die Möglichkeit, die nach § 255a AktG-RefE zusätzlich zu gewährenden Aktien ohne Liquiditätsabfluss zu schaffen. Dies soll im Wege einer weiteren Sachkapitalerhöhung erfolgen. Wo § 255b AktG-RegE keine abschließende Spezialregelung trifft, sollen die allgemeinen aktienrechtlichen Vorschriften über die Kapitalerhöhung, gelten. Dies betrifft v.a. die Kapitalaufbringungsvorschriften. Insbesondere muss gem. § 183 Abs. 3 AktG eine Prüfung der Werthaltigkeit des einzubringenden Anspruchs erfolgen. Durch die gerichtliche Entscheidung im Spruchverfahren steht die Anzahl der zu gewährenden Aktien beziehungsweise die Höhe des Nennwerts der zu gewährenden Aktien fest.

Gem. § 255b Abs. 1 AktG-RegE können die nach § 255a Abs. 1 S. 1 und 2 sowie Abs. 2 S. 1 AktG-RegE zusätzlich zu gewährenden Aktien durch eine (weitere) Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage geschaffen werden. Gegenstand der Sacheinlage ist der Anspruch der berechtigten Aktionäre auf Gewährung zusätzlicher Aktien. Dies setzt voraus, dass dieser zuvor durch gerichtliche Entscheidung (§ 11 Abs. 1 SpruchG) oder gerichtlichen Vergleich (§ 11 Abs. 2 SpruchG) festgestellt wurde. Er wird durch Abtretung an die Gesellschaft eingelegt. Dieser Anspruch erlischt sodann mit Eintragung der Durchführung der weiteren Kapitalerhöhung (vgl. § 189 AktG). Wird der Anspruch durch gerichtliche Entscheidung (§ 11 Abs. 1 SpruchG) festgestellt, bedarf es des Eintritts der Rechtskraft bevor die Sacheinlage geleistet werden kann.

Die Anfechtung des entsprechenden Kapitalerhöhungsbeschlusses ist entsprechend § 255 Abs. 4 S. 1 AktG-RegE ausgeschlossen (vgl. § 255b Abs. 6 AktG-RegE).

§ 255b Abs. 2 AktG-RefE enthält spezielle, den § 183 Abs. 1 S. 1 AktG und § 205 Abs. 2 S. 1 AktG vorgehende Bestimmungen zum Inhalt des Kapitalerhöhungsbeschlusses. Es genügt die Bestimmung, dass die auf Grund der zu bezeichnenden gerichtlichen Entscheidung oder des zu bezeichnenden gerichtlich protokollierten Vergleichs festgestellten Ansprüche der anspruchsberechtigten Aktionäre auf Gewährung zusätzlicher Aktien eingebracht werden. Ferner muss der zu gewährende Nennbetrag (bzw.

bei Stückaktien die Zahl der zu gewährenden Aktien), wie gerichtlich festgestellt, angegeben werden.

§ 255b Abs. 3 AktG-RegE enthält Bestimmungen zur rechtstechnischen Umsetzung. Die Gesellschaft hat einen Treuhänder zu bestellen. Dieser ist befugt, im eigenen Namen die Ansprüche auf Gewährung zusätzlicher Aktien an die Gesellschaft abzutreten. Ebenso ist er ermächtigt, die zusätzlich zu gewährenden Aktien zu zeichnen sowie die gemäß § 255a AktG-RegE zusätzlich zu gewährenden Aktien, baren Zuzahlungen und Entschädigungen in Geld in Empfang zu nehmen und alle erforderlichen, von den anspruchsberechtigten Aktionären abzugebenden Erklärungen abzugeben. Der Treuhänder wird wie ein Gründungsprüfer vergütet (vgl. § 35 Abs. 3 AktG). Dies führt zu einer erhöhten Praktikabilität der Durchführung der Kapitalerhöhung. Schließlich wird vermieden, dass jeder einzelne anspruchsberechtigte Altaktionär seine Mitwirkungshandlung erbringen muss. Dabei entstehen die Aktien mit Eintragung der Durchführung der Kapitalerhöhung (§ 189 AktG) in der Person der anspruchsberechtigten Aktionäre und nicht der des Treuhänders.

Die rechtskräftige Spruchverfahrensentscheidung ist der Anmeldung des Kapitalerhöhungsbeschlusses bzw. seiner Durchführung in Ausfertigung oder öffentlich beglaubigter Abschrift beizufügen. § 188 Abs. 3 Nr. 2 AktG ist nicht anzuwenden (§ 255b Abs. 4 AktG-RegE).

§ 255b Abs. 5 AktG-RegE enthält eine besondere Bestimmung für den Fall der besonderen (von der nach § 255b Abs. 1 S. 1 AktG-RegE zu trennenden) Kapitalerhöhung zur Schaffung von Aktien wegen entgangener Bezugsrechte gem. § 255a Abs. 2 S. 2 und 3 AktG-RegE. Er erklärt die § 182 Abs. 4 sowie die §§ 186, 187 und 203 Abs. 3 in diesem Fall für nicht anwendbar. Im Übrigen richtet sich diese Kapitalerhöhung nach den allgemeinen Vorschriften. Die § 255b Abs. 1–4 AktG-RegE sind gerade nicht anwendbar. Daher hat der anspruchsberechtigte Aktionär eine Einlageleistung nach den allgemeinen Vorschriften zu erbringen.

Auch diese Regelung überzeugt. Sie stellt sich als stimmige Reflektion des Anliegens

dar, die Gewährung zusätzlicher Aktien anstelle des Barausgleichs zur Liquiditätsschonung der Gesellschaft zu ermöglichen. Es handelt sich um ein überzeugendes Aufgreifen des bereits durch das UmRUG in § 72b UmwG implementierten Mechanismus. Freilich ist der Rückgriff auf diesen Mechanismus jedenfalls dann nicht zwingend, wenn die Gesellschaft eigene Aktien hält (oder nach Maßgabe des § 71 AktG erwirbt), aus denen sie ihre Pflicht zur Gewährung zusätzlicher Aktien erfüllen kann.

## **e. Durchsetzung des Ausgleichsanspruchs im Wege des Spruchverfahrens**

Die Ausgleichszahlung wird auf Antrag im Wege des Spruchverfahrens gerichtlich festgesetzt (§ 255 Abs. 7 AktG-RegE). Folgerichtig sieht der RegE entsprechende Anpassungen im Spruchverfahrensgesetz vor.

Diese Änderung ist im Ausgangspunkt sehr zu begrüßen. Die geplante Überantwortung des Rechtsstreits über die Unangemessenheit in das Spruchverfahren führt in der Praxis zu erhöhter Rechtssicherheit im Kontext der Kapitalerhöhung. Schließlich wird dadurch die bisher bestehende Unsicherheit der Wirksamkeit des Kapitalerhöhungsbeschlusses für die Periode bis zur rechtskräftigen Entscheidung über die Anfechtungsklage und das dadurch bestehende Eintragungshindernis für den Kapitalerhöhungsbeschluss beseitigt. Letztlich entspricht dies auch einem spätestens seit dem UmRUG konsequent umgesetzten Modell. Kritikwürdig ist es daher, dass mit diesem Modell an einer Stelle gebrochen wird. In den Fällen des vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses sollen Bewertungsfragen dem bisherigen Anfechtungsmodell überantwortet werden. Hier ist eine entsprechende Angleichung im parlamentarischen Gesetzgebungsverfahren anzumahnen.

## **f. Wertbemessung bei börsennotierten Gesellschaften**

§ 255 Abs. 5 AktG-RegE enthält eine Sonderregelung für börsennotierte Gesellschaften. Diese hatte bereits der RefE vorgesehen. Bei börsennotierten Gesellschaften soll der Wert der gewährten Aktien

grundsätzlich dem Börsenkurs entsprechen. Der Ausgleichsanspruch soll dann entfallen, wenn der Ausgabebetrag den Börsenkurs nicht wesentlich unterschreitet (§ 255 Abs. 5 S. 1, 2 AktG-RegE). § 255 Abs. 5 S. 3 AktG-RegE enthält hiervon drei Ausnahmetatbestände: So soll der Börsenkurs dann nicht allein maßgebend sein, wenn es die Gesellschaft entgegen Art. 17 Abs. 1 MMVO (oder einer entsprechenden Vorschrift des anwendbaren ausländischen Rechts) unterlassen hat, eine sie betreffende Insiderinformation so bald wie möglich zu veröffentlichen. Gleiches soll gelten, wenn sie eine unwahre Insiderinformation veröffentlicht hat (§ 255 Abs. 5 S. 3 Nr. 1 AktG-RegE). Die Maßgeblichkeit des Börsenkurses soll auch dann entfallen, wenn die Gesellschaft gegen das Verbot der Marktmanipulation nach Art. 15 MMVO verstoßen hat (§ 255 Abs. 5 S. 3 Nr. 2 AktG-RegE). Dies soll zuletzt auch dann gelten, wenn für die Aktien der Gesellschaft während der letzten drei Monate vor Ablauf des der Entscheidung über die Ausgabe der neuen Aktien vorausgehenden Tages an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt wurden und mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5 Prozent voneinander abweichen (§ 255 Abs. 5 S. 3 Nr. 3 AktG-RefE). In diesen Fällen soll es nach Auffassung der Bundesregierung an einem funktionierenden Preismechanismus fehlen. Daher könne der Börsenkurs in diesen Fällen nicht allein maßgebend sein.

Ferner legt § 255 Abs. 5 S. 4 AktG-RegE fest, dass der Börsenkurs entsprechend der Vorgaben des § 5 Abs. 1–3 der WpÜG-Angebotsverordnung zu berechnen ist. Infolgedessen bildet der gewichtete durchschnittliche inländische Börsenkurs der letzten drei Monate die Untergrenze des Ausgabebetrags. An die Stelle des Tages der Veröffentlichung der Abgabe des Angebots tritt dabei der Ablauf des Tages welcher der Entscheidung über die Ausgabe der neuen Aktien vorausgeht. Ist der Börsenkurs an diesem Tag niedriger als der nach § 255 Abs. 5 S. 4 AktG-RegE berechnete Wert, soll der an diesem Tag aktuelle Wert maßgeblich sein (§ 255 Abs. 5 S. 5 AktG-RegE). Im Übrigen soll auch in den Fällen des durch § 255 Abs. 5 S. 3 Nr. 1, 2 AktG-RegE adressierten Verstoßes gegen Art. 15 bzw. Art. 17 MMVO der Börsenkurs maßgeblich sein, wenn dieser Verstoß keine oder nur unwesentliche Auswirkungen auf den dergestalt errechneten Kurs hatte (§ 255 Abs. 5 S. 6 AktG-RefE).

### 3. Bewertung

Insgesamt sind die vorgeschlagenen Änderungen im Recht der Kapitalerhöhungen zu begrüßen. Kritik in Detailfragen wurde oben bereits geäußert. Indes erscheint insbesondere die Erhöhung der Schwelle für den vereinfachten Bezugsrechtsausschluss erfreulich. Gleiches gilt für die Erweiterung der Möglichkeit, im Wege der bedingten Kapitalerhöhung Mitarbeiterbeteiligungen zu schaffen. Gerade letztere wird sich wohl gerade im Start-Up-Bereich einer durchaus regen Nutzung erfreuen können.

### III. Einführung von elektronischer Aktie und Krypto-Aktie

Eine weitere Neuerung, die durch das ZuFinG ganz im Zeichen der Digitalisierung eingeführt werden soll, ist die **elektronische Aktie** und die – derzeit auf Namensaktien begrenzte – **Krypto-Aktie**. Hierfür sollen das Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG) sowie das AktG entsprechend geändert werden. Dabei soll es sich lediglich um neue Begebungsformen, nicht um neue Aktienarten handeln. Für die nachträgliche Ausgabe elektronischer Aktien verlangt § 6 Abs. 5 S. 2 eWpG-RegE, dass die Verbriefung der Mitgliedschaft durch Satzungsregelung ausgeschlossen ist. Dies kann auch nur teilweise erfolgen, so dass ein Mischbestand entsteht.

Anstelle der Verbriefung werden die elektronischen Aktien in einem **zentralen Register** gem. § 12 eWpG (sog. Zentralregisteraktien, vgl. § 4 Abs. 2 eWpG) bzw. in einem Kryptowertpapierregister gem. § 16 eWpG (Kryptoaktien, vgl. § 4 Abs. 3 eWpG) gespeichert. Die Ausgabe von Kryptonamensaktien soll einer Satzungsregelung bedürfen, die dies ausdrücklich gestattet (§ 10 Abs. 6 S. 2 AktG-RegE). Unter diesen Voraussetzungen könnten auch bereits bestehende Aktien nachträglich umgewandelt werden (vgl. § 33 S. 1 eWpG-RegE). Dabei sieht § 30a S. 1 eWpG-RegE vor, dass der Emittent die registerführende Stelle auch mit der Führung des Aktienregisters iSd. § 67 Abs. 1 S. 1 AktG beauftragen können soll.

Die Schaffung dieser Möglichkeit zur Einführung von elektronischen Aktien bzw. Krypto-Aktien ist grds. zu begrüßen. Was jedoch –

wie bereits im RefE – übersehen wurde, ist, dass zwar in § 13 AktG-RegE konsequenterweise das bestehende Schriftformerfordernis in Ansehung der eAktie aufgehoben werden soll, jedoch das äquivalente Schriftformerfordernis für die Zeichnung im Rahmen einer Kapitalerhöhung neu emittierter Aktien (§ 185 Abs. 1 S. 1 AktG) unangepasst gelassen wurde. Ein solcher Medienbruch kann kaum gewollt sein und sollte daher während des parlamentarischen Gesetzgebungsverfahrens noch beseitigt werden.

### IV. Partielle Abschaffung der Ad hoc-Mitteilungsvorlagepflicht

Ogleich sich vorliegender Beitrag primär auf die (kern-)gesellschaftsrechtlichen Regelungsinhalte des RegE beschränkt, sei an dieser Stelle ein Seitenblick auf eine kapitalmarktrechtliche Änderung gewagt, die sich im RegE findet. Bereits in der Resonanz auf den RefE beinahe unbeachtet geblieben ist die geplante Änderung des § 26 Abs. 1 WpHG, die sich auch im RegE unverändert wiederfindet. Hiernach soll in Fällen des Eingreifens der Pflicht zur Veröffentlichung von Insiderinformationen durch börsennotierte Gesellschaften (Art. 17 Abs. 1 MMVO) künftig die **Pflicht zur Vorab-Vorlage der Ad hoc-Mitteilung an die BaFin** entfallen (§ 26 Abs. 1 WpHG). Hierdurch soll ausweislich der Entwurfsbegründung eine entbehrliche Erweiterung des Kreises von Insidern um die BaFin-Angestellten vermieden werden.

So begrüßenswert dieser Vorschlag ist, so muss doch attestiert werden – was schon zum RefE an dieser Stelle kritisiert worden ist –, dass er auf halbem Wege stehen geblieben ist. Zwar soll die Vorab-Mitteilungspflicht an die BaFin abgeschafft, diejenige an die Handelsplätze, an denen die Finanzinstrumente des Emittenten gehandelt werden, sprich die Börsen, jedoch beibehalten werden. Für diese – in den Materialien nicht näher erläuterte – Differenzierung ist jedoch in konsequenter Anwendung des richtigen Gedankenganges der Entwurfsverfasser kein Raum.



Eine entsprechende Angleichung bis zum Abschluss des parlamentarischen Gesetzgebungsverfahrens erscheint wünschenswert.

## V. Ausblick und Fazit

Der Bundesrat wird sich in seiner ersten Sitzung nach der Sommerpause am 29. September 2023 mit dem vorliegenden Entwurf befassen und eine Stellungnahme beschließen. Im Anschluss hieran wird der Bundestag darüber beraten. Dabei sieht der aktuelle Zeitplan vor, dass das Gesetz bis Ende des Jahres im Bundesgesetzblatt verkündet wird. Jedenfalls die aktienrechtlichen Änderungen sollen am Tag nach der Verkündung in Kraft treten (vgl. Art. 32 Abs. 1–3 RegE-ZuFinG).

Auf Grundlage des Regierungsentwurfs ist das geplante ZuFinG in seinen gesellschaftsrechtlichen Regelungsinhalten insgesamt zu begrüßen. Im Vergleich zum Referentenentwurf hält der Regierungsentwurf einige erfreuliche Präzisierungen und Erweiterungen bereit. Insbesondere die Aufnahme der Kritik an der reinen Barausgleichslösung im Kapitalerhöhungsrecht nach dem Referentenentwurf verdient Beifall. Gleichwohl wurde auf verschiedene Punkte hingewiesen, bei denen im Detail (weiterhin) Korrektur- oder jedenfalls Klarstellungsbedarf bis zum Abschluss des parlamentarischen Gesetzgebungsverfahrens besteht.

# SZA SCHILLING, ZUTT & ANSCHÜTZ

Diese Mandanteninformation beinhaltet lediglich eine unverbindliche Übersicht über das in ihr adressierte Themengebiet. Sie ersetzt keine rechtliche Beratung. Als Ansprechpartner zu dieser Mandanteninformation und zu Ihrer Beratung stehen gerne zur Verfügung:



**Prof. Dr. Jochem Reichert**  
Rechtsanwalt | Partner  
M&A | Gesellschaftsrecht

T +49 621 4257 209  
E Jochem.Reichert@sza.de



**Dr. Marc Löbbbe**  
Rechtsanwalt | Partner  
M&A | Gesellschaftsrecht

T +49 69 976 9601 201  
E Marc.Löbbbe@sza.de



**Dr. Nicolas Ott**  
Rechtsanwalt | Partner  
M&A | Gesellschaftsrecht

T +49 621 4257 205  
E Nicolas.Ott@sza.de



**Dr. Michaela Balke**  
Rechtsanwältin | Partnerin  
M&A | Gesellschaftsrecht

T +49 621 4257 205  
E Michaela.Balke@sza.de



**Dr. Marcus A. Becker**  
Rechtsanwalt | Associate  
M&A | Gesellschaftsrecht

T +49 69 976 9601 149  
E Marcus.Becker@sza.de

**SZA Schilling, Zutt & Anschütz Rechtsanwaltsgesellschaft mbH**

Taunusanlage 1  
60329 Frankfurt a. M.  
T +49 69 9769601 0  
F +49 69 9769601 102

Otto-Beck-Straße 11  
68165 Mannheim  
T +49 621 4257 0  
F +49 621 4257 280

**www.sza.de**

Maximiliansplatz 18  
80333 München  
T +49 89 4111417 0  
F +49 89 4111417 280

**info@sza.de**

Square de Meeûs 23  
1000 Brüssel  
T +32 28 935 100  
F +32 28 935 102