

Mandanteninformation

Dezember 2023

Update: In Kraft getretene gesellschaftsrechtliche Regelungsinhalte des Zukunftsfinanzierungsgesetzes

Am 15. Dezember 2023, dem Tag nach der Verkündung des Zukunftsfinanzierungsgesetzes (ZuFinG) im Bundesgesetzblatt, sind u.a. dessen gesellschaftsrechtliche Regelungsinhalte in Kraft getreten. Infolge der Beschlussempfehlung des Finanzausschusses wurden dabei auf den letzten Metern des Gesetzgebungsverfahrens im Detail noch wenige Änderungen an den durch den Regierungsentwurf (RegE) vorgestellten Regelungen vorgenommen. In Ergänzung unserer [Mandanteninformation zum Regierungsentwurf \(RegE\) des ZuFinG](#) fokussiert sich die nachfolgende Betrachtung daher auf die Vorstellung dieser letztlich Gesetz gewordenen Änderungen.

Bereits der Regierungsentwurf (RegE) des Zukunftsfinanzierungsgesetzes (ZuFinG) sah verschiedene gesellschaftsrechtliche Regelungen vor, die als Bestandteil umfassender Reformierungen auf den Gebieten des Gesellschafts-, Kapitalmarkt-, Finanzaufsichts- und Steuerrechts dazu dienen sollen, die Leistungsfähigkeit des deutschen Kapitalmarkts zu stärken und die Attraktivität des Finanzstandorts Deutschland zu erhöhen. Die folgende Betrachtung fokussiert sich dabei auf die durch die Beschlussempfehlung des Finanzausschusses vorgenommenen Änderungen an den diesbezüglichen Regelungsvorschlägen des RegE, die in dieser Fassung final Gesetz geworden sind. Für einen Überblick über die übrigen gesellschaftsrechtlichen Regelungsinhalte des ZuFinG sei nochmals auf unsere Mandanteninformation: „[Update: Gesellschaftsrechtliche Regelungsinhalte des Regierungsentwurfs eines Zukunftsfinanzierungsgesetzes](#)“ verwiesen.

I. (Wieder-)Einführung von Mehrstimmrechtsaktien

Eine der augenfälligsten Neuerungen, die das ZuFinG bereithält, stellt die (Wieder-)Einführung von Mehrstimmrechtsaktien dar. Die diesbezüglichen Regelungen des RegE-ZuFinG wurden inhaltlich unangetastet in die in Kraft getretene Fassung übernommen. § 12 Abs. 1 S. 2 AktG n.F. wurde im Vergleich zur Fassung nach dem RegE lediglich sprachlich angepasst, um auch terminologisch zu verdeutlichen, dass die Mehrstimmrechtsaktie keine Unterart der Vorzugsaktie sein soll. Dies bedeutet keine inhaltliche Änderung zum Regelungsvorschlag des RegE, die damalige Formulierung *„[n]ach den Vorschriften dieses Gesetzes können Vorzugsaktien als Aktien ohne Stimmrecht sowie Mehrstimmrechtsaktien ausgegeben werden“* hatte jedoch wohl vereinzelt für Missverständnisse gesorgt. Diese räumt die neue Sprachfassung *„[n]ach den Vorschriften dieses Gesetzes können Mehrstimmrechtsaktien sowie Vorzugsaktien als Aktien ohne Stimmrecht ausgegeben werden“* aus. Zudem wurde ein augenscheinliches Redaktionsversehen im Wortlaut des § 135a Abs. 4 RegE-ZuFinG beseitigt.

Kein Erfolg war dagegen einem Änderungsantrag der CDU/CSU-Fraktion beschieden, der zum einen das Einstimmigkeitserfordernis bei der Einführung der Mehrstimmrechtsaktien auf das Erfordernis einer satzungsändernden Mehrheit herabsenken und zum anderen den zwingenden zeitbasierten Erlöschenstatbestand für die Mehrstimmrechte bei Gesellschaften, deren Anteile öffentlich handelbar sind (§ 135a Abs. 2 S. 2 AktG n.F.), streichen wollte. Dies fand im Bundestagsplenum jedoch keine Mehrheit. Obwohl auch der Bundesrat in seiner ersten Stellungnahme zum RegE-ZuFinG noch für die Streichung (alternativ Ausweitung auf sämtliche, nicht nur börsennotierte Gesellschaften bzw. solche, deren Aktien im Freiverkehr gehandelt werden) eintrat, sieht die finale Fassung des ZuFinG hier keine Änderungen im Vergleich zum RegE vor.

Hierdurch wird die Einführung von Mehrstimmrechtsaktien zu einem interessanten Gestaltungsinstrument für **Familienunternehmen in der Rechtsform der AG, SE oder KGaA, deren Anteile nicht öffentlich handelbar sind** und die eine öffentliche Handelbarkeit – entgegen der Intention des ZuFinG-Gesetzgebers – gerade nicht anstreben. Für diese existiert kein Mechanismus des automatischen Erlöschens der Mehrfachstimmrechte. Auf diese Weise bleibt der hierdurch vermittelte Einfluss grds. dauerhaft – auch zugunsten der Rechtsnachfolger – bestehen. Somit bietet dies eine sinnvolle Option zur langfristigen und intergenerationellen Sicherung des Einflusses der (Gründer-)Familie auf „ihre“ AG.

II. Änderungen im Kapitalerhöhungsrecht

Während bereits der Referentenentwurf (RefE) des ZuFinG grundlegende Änderungen des Kapitalerhöhungsrechts vorsah, die im RegE nochmals tiefgreifende Modifikationen erfuhren,¹ hält auch das final in Kraft getretene ZuFinG noch einige (wenige) materielle Anpassungen des Reformkonzepts bereit.

1. Vereinfachter Bezugsrechtsausschluss

§ 255 Abs. 2 S. 1 RegE-ZuFinG sah – als Ausnahme zum neu eingeführten Abfindungsmodell – (nur) noch für die Fälle des vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses ein Anfechtungsrecht der betroffenen Altaktionäre, deren Anteile (vermeintlich) durch einen unangemessen niedrigen Ausgabebetrag oder Ausgabemindestbetrag verwässert werden, vor. Dieses Anfechtungsrecht ist nicht Gesetz geworden. Zur Begründung führt die Beschlussempfehlung des Finanzausschusses an, dass eine Anfechtung aus diesen Gründen bei der vereinfachten Kapitalerhöhung ohnehin aus Gründen der rechtssicheren Handhabung nicht in Betracht komme und die be-

¹ S. dazu nochmals die Mandanteninformation [„Update: Gesellschaftsrechtliche Regelungsinhalte des Regierungsentwurfs eines Zukunftsfinanzierungsgesetzes“](#).

troffenen Aktionäre ohne große Schwierigkeiten einer Anteilsverwässerung durch Zukäufe an der Börse entgegenwirken könnten.

Dies überzeugt, war das Bestehen des Anfechtungsrechts nach § 255 Abs. 2 AktG a.F. in den Fällen des vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses bislang bereits heftig umstritten und bestand wegen der tatbestandlichen Anbindung des § 186 Abs. 3 S. 4 AktG an den Börsenkurs ohnehin seit jeher praktisch wenig Raum für eine entsprechende Anfechtung. Zuletzt entspricht dies schlicht den Grundgedanken des § 186 Abs. 3 S. 4 AktG, dass das ausgeschlossene Bezugsrecht durch die faktische Zukaufsmöglichkeit über die Börse surrogiert wird und dass auf diese Weise ein vereinfachter und rechtssicherer Weg des Bezugsrechtsausschlusses zur Verfügung gestellt wird.

2. Sonstige Fälle des Bezugsrechtsausschlusses

Nach dem RegE war – wie schon nach dem RefE – vorgesehen, Streitigkeiten über die Angemessenheit der Höhe des Ausgabebetrags im Rahmen einer Kapitalerhöhung mit nicht-vereinfachtem Bezugsrechtsausschluss dem Spruchverfahren zu überantworten und dem betroffenen Aktionär anstelle des bis dahin geltenden Anfechtungsrechts einen baren Ausgleichsanspruch gegen die Gesellschaft zuzubilligen. Dabei sollte die Gesellschaft wiederum gem. § 255 Abs. 4 S. 3 AktG-RegE einen Anspruch gegen den neu eintretenden Aktionär auf Freistellung von dieser Verbindlichkeit haben.

Während dieses Grundkonzept Gesetz geworden ist, wurde der beschriebene Freistellungsanspruch auf den letzten Metern des Gesetzgebungsverfahrens ersatzlos gestrichen. Der Gesetzgeber ließ sich von der verschiedentlich in der Literatur sowie von Verbänden hieran geäußerten Kritik überzeugen. Insbesondere ließe sich eine solche mögliche Nachzahlung nicht sicher kalkulieren und damit einpreisen. Insbesondere hätte dies – gerade konträr zur Intention des gesamten Gesetzgebungsvorhabens – Start-up-Investoren vom Einstieg im Wege der Kapitalerhöhung abhalten können. Schließlich kommen gerade Anteile an Start-ups mit erhöhten Bewertungsschwierigkeiten einher, so dass hier das Risiko, Gläubiger eines Freistellungsanspruchs in nicht sicher prognostizierbarer Höhe zu werden,

besonders hoch gewesen wäre. Vor diesem Hintergrund ist es nachdrücklich zu begrüßen, dass diese Regelung nicht Gesetz geworden ist.

Auch kommt in der neu in § 255 Abs. 4 AktG n.F. a.E. aufgenommenen Formulierung, dass der Barausgleichsanspruch des betroffenen Aktionärs besteht, „*soweit sein Bezugsrecht ausgeschlossen ist*“, in begrüßenswerter Deutlichkeit zum Ausdruck, dass ein Ausgleich nur insoweit verlangt werden kann, als das Bezugsrecht ausgeschlossen ist. Dies wird in den Fällen des nur teilweise erfolgenden Bezugsrechtsausschlusses relevant.

In Folge dieser materiellen Änderungen erfolgten notwendige redaktionelle Anpassungen in §§ 255a und 255b AktG n.F.

Zuletzt betont die Begründung der Beschlussempfehlung, dass die Bewertung der Kapitalerhöhung weiterhin im pflichtgemäßen Ermessen des Vorstands stehe. Insoweit enthält sie – auch mit Blick auf § 255 Abs. 5 AktG n.F. und die Frage, wann ein „wesentliches Unterschreiten des Börsenkurses“ iSd. § 255 Abs. 5 S. 2 AktG n.F. vorliegt, das den Ausgleichsanspruch auslöst – eine für die praktische Handhabung der neuen Regelungen wesentliche Klarstellung. So könne der Wert der Einlage auch die Vereinbarung eines angemessenen Abschlags enthalten, der auch über die zu § 186 Abs. 3 S. 4 AktG entwickelten Grundsätze (kein wesentliches Unterschreiten bei einer Abweichung des Ausgabebetrags von maximal 5 % vom Referenzkurs) hinausgehen könne. Das sei insbesondere in den Sondersituationen des Unternehmenserwerbs, der Sanierungsfälle und der Umtauschangebote nach § 31 Abs. 2 WpÜG der Fall.

III. Fazit und Ausblick

Auf den letzten Metern des Gesetzgebungsverfahrens hat der Gesetzgeber noch einige sinnvolle Änderungen an den Regelungsentwürfen des RegE vorgenommen. Wie sich das neue Recht der Kapitalerhöhung in der Praxis bewähren wird, wird sich alsbald zeigen, findet es doch auf alle Hauptversammlungen Anwendung, die nach dem Inkrafttreten der §§ 255, 255a, 255b AktG n.F., also dem 15. Dezember 2023, einberufen werden (§ 26p EGAktG). Mit Blick auf die Wiedereinführung der Mehrfachstimmrechtsaktien darf man ebenso gespannt auf deren Rezeption in der Praxis blicken. Welche Auswirkungen sie tatsächlich auf die Geschäftstätigkeit von

Start-up-Unternehmen, den Kapitalmarkt und die Investitionstätigkeit haben werden, wird dabei auch die Bundesregierung auf Entschließung des Bundestags in spätestens vier Jahren evaluieren müssen.

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