

## Zukunftsfinanzierungsgesetz: Weitere Überarbeitungen notwendig

Spruchverfahren bei Kapitalerhöhungen als Option –  
Mitarbeiterkapitalbeteiligungen ohne Haltefristen

## Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung.....	3
1 Aktienrecht .....	8
1.1 Kapitalerhöhungen .....	8
1.1.1 Spruchverfahren nur bei komplexen Bewertungsfragen sinnvoll.....	9
1.1.2 Freigabeverfahren verkürzen .....	11
1.1.3 Ansprüche gegenüber neuen Aktionären unangemessen .....	11
1.1.4 Zwingend weitere Ausnahmen notwendig .....	12
1.1.5 Pflicht zur Bilanzvorsorge nicht sachgemäß.....	13
1.1.6 Pauschale Börsenkursbewertung ungeeignet.....	13
1.1.7 Alternativer Regelungsvorschlag zu § 255 AktG .....	15
1.1.8 Weitere Anregungen .....	17
1.2 Mehrstimmrechtsaktien.....	20
1.2.1 Einführung von Mehrstimmrechtsaktien nicht behindern .....	20
1.2.2 Mehr Flexibilität beim Erlöschen von Mehrstimmrechtsaktien.....	21
2 Mitarbeiterkapitalbeteiligungen .....	22
2.1 Auf Haltefrist verzichten.....	23
2.2 Kapitalbeteiligungen in Start-ups optimieren .....	24
2.3 Nachgelagerte Besteuerung öffnen .....	24
3 Maßnahmen zur Stärkung der Aktienkultur .....	26
3.1 Vermögenswirksame Leistungen: Verbesserung notwendig .....	26
3.2 Steuerfreies Anlagesparkonto einführen .....	26
4 AGB-Recht.....	28
5 Weitere Punkte.....	29
5.1 Pflicht zur gemeinsamen Antragsstellung .....	29
5.2 Elektronische Aktien.....	29
Kontakt .....	30

## Zusammenfassung

Wir begrüßen ausdrücklich das Ziel des Entwurfs eines Zukunftsfinanzierungsgesetzes, die Leistungsfähigkeit des deutschen Kapitalmarkts zu stärken und die Attraktivität des deutschen Finanzstandortes zu erhöhen. Damit sollen der Zugang zum Kapitalmarkt und die Aufnahme von Eigenkapital erleichtert werden.

Im Vergleich zum Referentenentwurf enthält der Regierungsentwurf zahlreiche hilfreiche Überarbeitungen. Allerdings muss das Gesetz unbedingt noch weiter geschärft werden, um die gewünschte Zielsetzung erreichen zu können.

Entscheidend sind aus Sicht des Deutschen Aktieninstituts folgende Punkte.

### Kapitalerhöhungen

Wir begrüßen, dass der Spielraum beim genehmigten und beim bedingten Kapital erweitert werden soll. Die Möglichkeit der Erhöhung des Grundkapitals bei Kapitalerhöhungen mit vereinfachtem Bezugsrechtsausschluss von derzeit 10 auf 20 Prozent ist zielführend. Die geplante Erhöhung des Grundkapitals beim bedingten Kapital von 10 auf 20 Prozent bei den Bezugsrechten von Aktien des eigenen Unternehmens und bei Unternehmenszusammenschlüssen von 50 auf 60 Prozent ebenso.

Eine Anfechtung des Hauptversammlungsbeschlusses über die Kapitalerhöhung verhindert eine sofortige Eintragung und damit ein Wirksamwerden des Beschlusses. Der Gesetzesentwurf sieht vor, bei Kapitalerhöhungen mit Ausschluss des Bezugsrechts für die Altaktionäre die Anfechtung bei Streitigkeiten über die angemessene Höhe des Ausgabepreises der neuen Aktien (Bewertungsrüge) auszuschließen. Um eine sofortige Eintragung des Hauptversammlungsbeschlusses zu ermöglichen, soll diese Bewertungsrüge daher grundsätzlich in ein Spruchverfahren verlagert werden (§ 255 AktG-E).

Wir begrüßen ausdrücklich die Zielsetzung der Gesetzesinitiative, die Eintragung des Kapitalerhöhungsbeschlusses zu beschleunigen. Der Vorschlag, die Bewertungsrüge bei Kapitalerhöhungsbeschlüssen mit Ausschluss des Bezugsrechts in das Spruchverfahren zu verlagern, ist allerdings in den meisten Fällen kontraproduktiv, weil es sich über mehrere Jahre zieht. In dieser Zeit schwebt über der Gesellschaft das Damoklesschwert einer möglichen Ausgleichszahlung an die Aktionäre, die vom Ausgang des Verfahrens abhängig und daher in der Höhe nicht berechenbar ist. Gerade bei Start-ups und Wachstumsunternehmen, bei denen mehrere aufeinanderfolgende Finanzierungsrunden keine Seltenheit sind, würde dies die Gesellschaften mit einer Vielzahl sich zeitlich überlappenden Spruchverfahren belasten. Die über längere Zeit offenen Bewertungsfragen vorangehender Kapitalerhöhungen erschweren nachfolgende Kapitalaufnahmen.

Es gibt drei konkrete Anwendungsfälle, die wir im folgenden betrachten.

**1. Es gibt kein Anfechtungsrisiko**

Wir begrüßen die im Regierungsentwurf nun vorgesehene Ausnahme des sogenannten vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses nach § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG. Ein Beispiel hierfür ist das genehmigte Kapital, der Regelfall von Kapitalerhöhungen mit Bezugsrechtsausschluss bei börsennotierten Unternehmen. Die Hauptversammlung „beauftragt“ den Vorstand des Unternehmens, innerhalb einer Frist von maximal fünf Jahren Kapital aufzunehmen. Der Bezugspreis wird erst bei Ausübung durch den Vorstand festgelegt. Bei Streitigkeiten um die angemessene Höhe des Ausgabepreises geht es regelmäßig um einen unangemessen niedrigen Bezugspreis. Da in diesem Fall die Hauptversammlung keinen Ausgabepreis festgelegt hat, kann der Hauptversammlungsbeschluss auch nicht wegen des Ausgabepreises angefochten werden. Es besteht daher kein Anfechtungsrisiko aufgrund einer Bewertungsrüge. Die im Gesetzentwurf formulierte Ausnahme für den vereinfachten Bezugsrechtsausschluss ist daher logisch, sinnvoll und darf im weiteren Verfahren nicht geändert werden.

**2. Eine Anfechtung ist möglich, es besteht aber ein hohe Wahrscheinlichkeit eines erfolgreichen Freigabeverfahrens**

Der Gesetzentwurf will nur Anfechtungsklagen ausschließen, die auf einer Bewertungsrüge beruhen. Es gibt aber viele weitere Anfechtungsgründe, die zunächst die Eintragung und damit die Wirksamkeit des Kapitalerhöhungsbeschlusses verhindern. Davon betroffen sind etwa Kapitalerhöhungsbeschlüsse zur Ausgabe von Mitarbeiteraktien oder für Aktien, die zur Bedienung von Wandelschuldverschreibungen geschaffen werden. Der Ausschluss der Anfechtung und die Verlagerung ins Spruchverfahren bedeutet hier nur zusätzlichen Aufwand und eine Verlängerung des Verfahrens.

In solchen Fällen wird die Gesellschaft ein Freigabeverfahren anstrengen, bei dem ein Gericht prüft, ob Klagegründe der Eintragung des Kapitalbeschlusses entgegenstehen. Wenn es um einfache Bewertungsfragen geht, weil beispielsweise ein Börsenkurs als Bewertungsmaßstab vorliegt, hat dieses Freigabeverfahren meist Erfolg. Innerhalb eines überschaubaren Zeitraums von in der Regel rund vier bis sechs Monaten ab dem Datum des Hauptversammlungsbeschlusses kann dieser eingetragen werden.<sup>1</sup> Das Spruchverfahren verschlechtert in diesen

<sup>1</sup> Zwar ist aktienrechtlich geregelt, dass das Freigabeverfahren maximal drei Monate dauern darf. Bis zum Vorliegen einer Anfechtungsklage, die spätestens einen Monat nach dem Hauptversammlungsbeschluss eingereicht werden muss, und der Vorbereitung des Freigabeverfahrens können aber

Fällen die Situation massiv. Zur Behebung des Problems müssen im Gesetzgebungsverfahren dringend weitere Ausnahmen eingefügt werden.

Verschärfend kommt hinzu, dass gemäß dem Gesetzentwurf die neu eintretenden Aktionäre für eine mögliche Ausgleichszahlung im Spruchverfahren herangezogen werden können. Eine künftige Ausgleichszahlung in unbestimmter Höhe gefährdet insbesondere Mitarbeiterkapitalprogramme. Denn wenn Mitarbeiteraktionäre für Ausgleichszahlungen herangezogen werden können, wird es außerordentlich schwierig, Mitarbeiter für eine Teilnahme an einem Aktienprogramm des eigenen Unternehmens zu bewegen. Diese Regelung des Gesetzentwurfs ist demnach kontraproduktiv für das von der Bundesregierung angestrebte Ziel einer Förderung von Mitarbeiterkapitalprogrammen und muss im Gesetzgebungsverfahren geändert werden.

**3.** Die Anfechtung ist möglich, der Erfolg im Freigabeverfahren ist allerdings unwahrscheinlich

Nur bei Kapitalmaßnahmen mit komplexen Bewertungsfragen, deren Beurteilung mit Schwierigkeiten verbunden ist und die dadurch den Erfolg im Freigabeverfahren gefährdet, ist die Verlagerung der Bewertungsfrage in ein Spruchverfahren vorteilhaft. Hierzu zählt beispielsweise der Erwerb eines nicht börsennotierten Unternehmens, bei dem eben kein Börsenkurs als einfach nachvollziehbarer Bewertungsmaßstab vorliegt. Dann fällt es den Gerichten im Freigabeverfahren oftmals schwer, zu beurteilen, ob der Eintragung der Kapitalerhöhung aufgrund von Bewertungsfragen nichts im Wege steht. Das Anfechtungsverfahren kann sich über mehrere Jahre ziehen, bis dann der Beschluss endlich eingetragen wird. Daran kann die Transaktion insgesamt scheitern. Das Spruchverfahren, das eine schnellere Eintragung erlaubt, wäre in diesem Spezialfall die bessere Lösung.

Die einfachste und favorisierte Lösung der geschilderten Probleme läge darin, die Entscheidung über die Form des Interessenausgleichs (Anfechtungsklage oder Spruchverfahren) den Aktionären zu überlassen. Im Hauptversammlungsbeschluss über eine Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss soll festgelegt werden, ob bei Bewertungsfragen eine Anfechtung möglich sein soll oder das Spruchverfahren greift. Eine mögliche Ausgleichszahlung, die dann Ergebnis des Spruchverfahrens ist, sollte von der Gesellschaft getragen werden. Den Interessen aller Aktionäre wird damit Rechnung getragen, da ihre Rechte in beiden Verfahren gleichermaßen zur Geltung gebracht werden können.

---

durchaus bis zu drei Monate vergehen. Das führt dann zu einer Gesamtverfahrensdauer von bis zu sechs Monaten.

### Steuerfreibetrag für Mitarbeiterkapitalbeteiligungen

Die Anhebung des Steuerfreibetrags wird die Attraktivität und die Verbreitung von Mitarbeiterkapitalbeteiligungen weiter erhöhen. Wir begrüßen die Möglichkeit, eine Entgeltumwandlung von jährlich bis zu 2.000 Euro zu ermöglichen. Diese Regelung wird für die weitere Verbreitung von Mitarbeiterkapitalbeteiligungen sorgen und muss im weiteren Verfahren unbedingt erhalten bleiben. Die Einführung einer Haltefrist für die Nutzung des Freibetrags bei Verkauf der Kapitalbeteiligung lehnen wir ab. Derzeit gibt es keine gesetzlich festgeschriebenen Haltefristen. Viele Gesellschaften haben daher keine oder ein deutlich unter drei Jahren liegende Haltefrist. Die Einführung einer gesetzlichen Mindesthaltefrist von drei Jahren würde die Attraktivität der Mitarbeiterkapitalbeteiligungen verringern und damit die Teilnahmequoten senken. Zudem müssen die Banken diese Haltefristen administrieren und hierfür neue Systeme einführen. Der zusätzliche Aufwand für diese Systeme würde die Kosten für die Unternehmen bei der Einführung von Mitarbeiterkapitalbeteiligungen unnötig erhöhen.

### AGB-Bereichsausnahme

Die Unternehmen der Realwirtschaft unterliegen bisher als Bankkunden der richterlichen AGB-Inhaltskontrolle. Dieser Schutz muss auch weiterhin bestehen bleiben. Bei der jetzt vorgesehenen Bereichsausnahme im AGB-Recht stellt sich die Frage, ob diese auch für Unternehmen der Realwirtschaft gilt. Die Begründung spricht von einer Bereichsausnahme für bestimmte Verträge zwischen Finanzunternehmen. Demnach unterlägen Unternehmen der Realwirtschaft weiter der richterlichen AGB-Inhaltskontrolle. Der Gesetzestext ist hingegen nicht klar formuliert und kann so ausgelegt werden, dass die Bereichsausnahme auch Verträge mit Kunden aus der Realwirtschaft umfasst. Eine Erweiterung der Bereichsausnahme auf die Unternehmen der Realwirtschaft muss aber wasserfest ausgeschlossen werden. Eine entsprechende Klarstellung ist zwingend erforderlich.

### Maßnahmen zur Stärkung der Aktienkultur nötig

Vermögenswirksame Leistungen sind ein ideales Mittel, um die Vermögensbildung auch mit Aktien in breiten Bevölkerungsschichten zu etablieren. Die im Referententwurf geplante deutliche Verbesserung der vermögenswirksamen Leistungen wäre ein wichtiger Beitrag zur Stärkung der Aktien- und Wertpapierkultur in Deutschland. Es ist daher nicht nachvollziehbar, warum sich dieser Vorschlag nicht mehr im Regierungsentwurf findet. Er sollte wieder aufgenommen werden.

Darüber hinaus sollte ein Anlagesparkonto eingeführt werden. Um weite Bevölkerungskreise von den Vorteilen der Aktienanlage zu überzeugen und damit auch Finanzierungen für die Unternehmen hierzulande zu mobilisieren, brauchen wir entsprechende Anreize für den Aktienbesitz. Umso wichtiger ist ein steuerliches Umfeld in Deutschland, das den Aktienbesitz erleichtert und nicht erschwert. Andere

Länder zeigen, dass hierfür ein Anlagesparkonto ideal ist. Bis zu einem jährlichen Höchstbetrag können die Sparer und Sparerinnen auf diesem Konto in Aktien, Aktienfonds und andere Wertpapiere anlegen. Alle Erträge, Dividenden und Kursgewinne, sind steuerfrei. Dieses steuerfreie Anlagesparkonto insbesondere für Aktien und Aktienfonds muss auch in Deutschland eingeführt werden.

## 1 Aktienrecht

Grundsätzlich begrüßen wir die Vorschläge im Gesetzentwurf, das Aktienrecht durch eine Flexibilisierung von Kapitalerhöhungen und durch die Einführung von Mehrstimmrechtsaktien zu modernisieren.

Gerade Wachstumsunternehmen sind auf eine hohe Flexibilität bei den gesellschaftsrechtlichen Vorgaben ihrer Rechtsform angewiesen, die es ihnen ermöglicht, schnell und im ausreichenden Umfang Kapital für den nächsten Expansionschritt einzuwerben. Das Eintreten neuer Investoren in die Gesellschaft nach weiteren Finanzierungsrunden ist allerdings bei den Gründern oftmals mit der Sorge verbunden, mit und nach dem Börsengang die Kontrolle über die strategische Ausrichtung „ihres“ Unternehmens zu verlieren. Die damit einhergehende Scheu vor dem Börsengang soll ihnen durch die Möglichkeit von Mehrstimmrechtsaktien genommen werden.

### 1.1 Kapitalerhöhungen

Positiv ist, dass die Möglichkeit des sogenannten erleichterten Bezugsrechtsausschlusses bei Kapitalerhöhungen gegen Bareinlagen in § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG-E von 10 auf 20 Prozent des Grundkapitals angehoben werden soll. Dies ermöglicht es insbesondere Wachstumsunternehmen, zusätzliche Finanzierungsmittel schneller aufzunehmen. Eine Kapitalaufnahme in diesem Umfang erfordert, sofern kein Bezugsrecht gewährt wird, in der Regel keinen Prospekt. Die Frist zur Ausübung des Bezugsrechts, die regelmäßig zwei Wochen beträgt, fällt mit dem Bezugsrechtsausschluss weg.

Ebenfalls positiv sind mit Blick auf die Finanzierungsmöglichkeiten die Vorschläge, das bedingte Kapital für Unternehmenszusammenschlüsse von 50 auf 60 Prozent zu erhöhen und für Bezugsrechte von Arbeitnehmern und Mitgliedern der Geschäftsführung von 10 auf 20 Prozent des Grundkapitals zu erhöhen (§ 192 Abs. 3 Satz 1 AktG-E). Allerdings wird das bedingte Kapital gerade für den letzteren Fall kaum genutzt (siehe hierzu unsere Anregungen in Abschnitt 1.1.8).

Zudem soll laut Gesetzesbegründung die Einführung der Neuregelungen in §§ 255, 255a und 255b AktG-E anfechtungsbedingte Verzögerungen bei der Eintragung von Kapitalerhöhungen, bei denen das Bezugsrecht ausgeschlossen ist, verringern. Beim Streit über die Angemessenheit der Höhe des Ausgabebetrags bzw. des Werts der Einlage pro Aktie (Bewertungsrüge) soll daher die Anfechtung des Kapitalerhöhungsbeschlusses ausgeschlossen werden. Stattdessen sollen alle vom Bezugsrecht ausgeschlossenen Altaktionäre (die Altaktionäre) im Falle eines unangemessen niedrigen Ausgabebetrags eine Ausgleichszahlung erhalten, deren Höhe in einem Spruchverfahren festgelegt wird.



Wir begrüßen, dass der Referentenentwurf weiterentwickelt und Anregungen aus unserer damaligen Stellungnahme aufgenommen wurden:

- Die Neuregelungen des § 255 AktG-E nehmen Kapitalerhöhungen aus genehmigtem Kapital aus. Dies ist sachgerecht, denn bei einem genehmigten Kapital tritt die Problematik anfechtungsbedingter Verzögerungen nicht auf. Konsequenterweise ist im Regierungsentwurf ein im Spruchverfahren festzulegender Ausgleichsanspruch der Altaktionäre nicht mehr vorgesehen.
- Barkapitalerhöhungen mit vereinfachtem Bezugsrechtsausschluss gemäß § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG – bei denen ein unangemessen niedriger Ausgabebetrag bereits durch die in dieser Vorschrift enthaltenen Vorgaben ausgeschlossen ist – sind insgesamt von den Neuregelungen des § 255 AktG-E ausgenommen.<sup>2</sup>
- Die Gesellschaft erhält durch die §§ 255a, 255b AktG-E und die entsprechenden Anpassungen des Spruchverfahrensgesetzes die Möglichkeit, einen etwaigen Ausgleichsanspruch der Altaktionäre auch in Form von Aktien zu erfüllen.

Trotz dieser Verbesserungen sind die Neuregelungen des § 255 AktG-E in ihrer jetzigen Form keine Erleichterung, **sondern erschweren für die Unternehmen – entgegen der Zielsetzung des Gesetzes – in mehrfacher Hinsicht die Kapitalaufnahme gegenüber dem geltenden Recht.**

Die Gründe hierfür sollen nachfolgend erläutert und auf dieser Basis ein angepasster Regelungsvorschlag (siehe dazu 1.1.7) gemacht werden.

### 1.1.1 Spruchverfahren nur bei komplexen Bewertungsfragen sinnvoll

Die Beschleunigung der Kapitalaufnahme soll nach dem Regierungsentwurf durch die Verlagerung der Bewertungsrüge aus dem Anfechtungs- in ein Spruchverfahren erreicht werden. Eine solche Regelung kann allerdings nicht verhindern, dass gegen Kapitalmaßnahmen – häufig auch von sogenannten „räuberischen Aktionären“ – aus anderen Gründen Anfechtungsklagen erhoben werden. Unabhängig davon, ob diese Anfechtungsklagen berechtigt sind, verhindern sie das Wirksamwerden der Kapitalmaßnahme durch Eintragung im Handelsregister. Denn die Registergerichte verweigern in einem solchen Fall in aller Regel die Eintragung, bis die Klagen erledigt, zurückgenommen wurden oder gerichtlich im Freigabeverfahren nach § 246a AktG festgestellt wurde, dass die Klage der Eintragung nicht entgegensteht.

<sup>2</sup> In der Begründung des Regierungsentwurfs (S. 136 letzter Absatz, Satz 3) ist dies aufgrund eines sprachlichen Versehens („Dies gilt jedoch nicht ...“ statt zutreffend „Dies gilt jedoch nur ...“) unrichtig wiedergegeben.

Die Gesellschaft muss daher selbst bei einem Ausschluss der Anfechtung aufgrund von Bewertungsprügen damit rechnen, dass die Kapitalmaßnahme erst nach erfolgreichem Abschluss eines Freigabeverfahrens umgesetzt werden kann. Hat dieses Freigabeverfahren Erfolg, kann die Maßnahme jedoch innerhalb eines überschaubaren Zeitraums von in der Regel rund vier bis sechs Monaten ab dem Datum des Hauptversammlungsbeschlusses eingetragen werden.

Ein Spruchverfahren ist demgegenüber ein langdauerndes und für die Gesellschaft aufwendiges Verfahren. Da die gesetzlichen Anforderungen zur Kostenverteilung für die Altaktionäre vorteilhaft sind, wird dieses Verfahren in der Praxis erfahrungsgemäß auch in fast allen Fällen eingeleitet. Die zwingende Verlagerung der Bewertungsprüge in ein Spruchverfahren ist daher aus Sicht der Unternehmen nicht wünschenswert.

Gerade bei Start-ups und Wachstumsunternehmen, bei denen mehrere aufeinanderfolgende Finanzierungsrunden keine Seltenheit sind, würde dies die Gesellschaften mit einer Vielzahl sich zeitlich überlappenden Spruchverfahren belasten. Die über längere Zeit offenen Bewertungsfragen vorangehender Kapitalerhöhungen erschweren nachfolgende Kapitalaufnahmen. Hinzu kommt, dass ein Ausgleichsanspruch allen vom Bezugsrecht ausgeschlossenen Aktionären zukommt und mit inter-omnes-Wirkung im Spruchverfahren erst mit mehrjähriger Verzögerung festgestellt wird. Eine in der Höhe ungewisse, nachträgliche finanzielle Belastung der Gesellschaft ist die Konsequenz. Auch dieses Risiko würde nachfolgende Kapitalaufnahmen deutlich erschweren.

Nur bei Kapitalmaßnahmen mit komplexen Bewertungsfragen, deren Beurteilung mit Schwierigkeiten verbunden ist und dadurch den Erfolg im Freigabeverfahren gefährden kann, ist im Einzelfall die Verlagerung der Bewertungsprüge in ein Spruchverfahren aus Sicht der Gesellschaft vorteilhaft. Dies betrifft insbesondere große Sachkapitalerhöhungen, bei denen das Umtauschverhältnis mit einer aufwendigen Bewertung ermittelt wird und nach ähnlichen Maßstäben erfolgt wie bei einer Verschmelzung nach dem Umwandlungsgesetz. Anwendungsfälle sind der Unternehmenserwerb oder der Zusammenschluss mit einem anderen Unternehmen.

Hier wäre zwar das Spruchverfahren hilfreich, allerdings ist der Regierungsentwurf gerade für börsennotierte Unternehmen ungenügend, da auch hier in der Regel nicht ausschließlich der Börsenpreis der neu ausgegebenen Aktien für die Bewertung herangezogen werden kann, wie dies in § 255 Abs. 5 AktG-E unterstellt wird. Denn zur Ermittlung des angemessenen Umtauschverhältnisses bei Sachkapitalerhöhungen muss jeweils auch eine Bewertung des eingebrachten Unternehmens bzw. der sonstigen Sacheinlage erfolgen. Hierfür trifft § 255 Abs. 5 AktG-E jedoch keine Regelung.

Abgesehen von solchen Sonderfällen sind für die Unternehmen mit der Regelung des § 255 AktG-E keine Vorteile verbunden. Vielmehr überwiegen die Nachteile,

insbesondere die Gefahr lang dauernder Spruchverfahren und das Risiko von Ausgleichszahlungen an sämtliche Altaktionäre.

Da die Gesellschaft selbst am besten beurteilen kann, in welchen Konstellationen die Verlagerung der Bewertungsrüge in ein Spruchverfahren vorzugswürdig ist, sollte eine solche Verlagerung nur vorgesehen werden, wenn dies im Kapitalerhöhungsbeschluss der Hauptversammlung vorgesehen wird („Opt-in“ – siehe hierzu konkret 1.1.7). Dies würde zugleich eine ausdifferenzierte gesetzliche Regelung mit zwingend erforderlichen weiteren Ausnahmen (siehe dazu unten 1.1.4) erübrigen. In technischer Hinsicht müsste in den Fällen einer Verweisung der Bewertungsrüge ins Spruchverfahren auch ausdrücklich die entsprechende Anwendung von § 243 Abs. 4 Satz 2 AktG angeordnet werden, um rechtssicher die Anfechtung auch im Hinblick auf eine (behauptete) Verletzung bewertungsbezogener Informationsrechte auszuschließen.

### 1.1.2 Freigabeverfahren verkürzen

Um ordentliche Kapitalerhöhungen zu erleichtern und deren Eintragung zu beschleunigen, sollte der Gesetzgeber an der Ausgestaltung des Freigabeverfahrens ansetzen. Für den Fall der ordentlichen Kapitalerhöhung könnte die Dauer des Freigabeverfahrens auf einen Monat beschränkt werden (statt bisher drei Monaten). Die Rechte der anfechtenden Aktionäre bleiben gewahrt, da über mögliche Ersatzansprüche im Hauptsacheverfahren entschieden wird. Ferner sollte in § 246a AktG, zumindest aber in der Gesetzesbegründung, klargestellt werden, dass offene Bewertungsfragen einer positiven Entscheidung im Freigabeverfahren nicht entgegenstehen.

### 1.1.3 Ansprüche gegenüber neuen Aktionären unangemessen

§ 255 Abs. 4 Satz 3 AktG-E sieht einen gesetzlichen Freistellungs-/Erstattungsanspruch der Gesellschaft gegenüber den neu eintretenden Aktionären für etwaige Ausgleichsansprüche der vom Bezugsrecht ausgeschlossenen Altaktionäre<sup>3</sup> vor. Dies ist ein abzulehnender Paradigmen-Wechsel. Denn bisher trägt ein neu eintretender Aktionär im Rahmen der Kapitalaufbringungsvorschriften zwar das Risiko der Werthaltigkeit seiner eigenen Einlage, nicht aber zusätzlich das Risiko dafür, dass die neuen Aktien zum Nachteil der Altaktionäre unter Wert ausgegeben werden.

Für Letzteres sind allein die Organe der Gesellschaft verantwortlich. Dies ist auch angemessen, weil nur die Gesellschaft bzw. deren Organe über die erforderlichen Informationen verfügen, um belastbar den angemessenen Wert der neuen Aktien

<sup>3</sup> In § 255 Abs. 4 Satz 3 AktG-E wird für diese Ausgleichsansprüche aufgrund eines Redaktionsversehens unzutreffend auf Satz 1 statt auf Satz 2 von § 255 Abs. 4 AktG-E verwiesen.

zu bestimmen. Zudem ist es die Aufgabe des Vorstands und nicht des neu eintretenden Aktionärs, in den Verhandlungen über die Kapitalzuführung die Interessen der vom Bezugsrecht ausgeschlossenen Aktionäre wahrzunehmen.

Potenzielle Investoren werden jedoch nicht zur Übernahme eines Zahlungsrisikos in Form von Ausgleichszahlungen bereit sein, dessen Höhe zum Zeitpunkt der Anlageentscheidung nicht feststeht und erst in einem in der Regel mehrere Jahre dauernden Spruchverfahren festgelegt wird.

Diese Regelung ist daher materiell unangemessen. Dies gilt erst Recht, wenn der Ausgleich gemäß §§ 255a, 255b AktG-E in Aktien bedient wird. Zudem würde diese Regelung die Aufnahme neuen Kapitals am Markt erschweren oder ganz unmöglich machen. Es gibt auch kein Vorbild bei wirtschaftlich vergleichbaren Maßnahmen im Umwandlungsrecht, das zwar ebenfalls Ausgleichsansprüche für bestehende Aktionäre vorsieht, aber keine Regressmöglichkeit der Gesellschaft gegenüber neu eintretenden Aktionären. Sie steht daher offensichtlich im Widerspruch zum Umwandlungsrecht.

Ohnehin bleibt festzustellen, dass die neu eintretenden Aktionäre als Eigentümer etwaige Ausgleichszahlungen wirtschaftlich mittragen, auch wenn „nur“ ihre Gesellschaft diese zahlen muss.

§ 255 Abs. 4 Satz 3 AktG-E sollte daher dringend ersatzlos gestrichen werden.

#### 1.1.4 Zwingend weitere Ausnahmen notwendig

§ 255 Abs. 4 Satz 1 AktG-E nimmt zwar Barkapitalerhöhungen mit vereinfachten Bezugsrechtsausschluss nach § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG von der Neuregelung aus, was sehr zu begrüßen ist. Alle anderen von der Hauptversammlung beschlossenen Kapitalerhöhungen mit Bezugsrechtsausschluss fallen allerdings weiterhin unter die Neuregelung. Das betrifft insbesondere auch Barkapitalerhöhungen, bei denen das Bezugsrecht der Aktionäre nur teilweise ausgeschlossen ist – etwa um neben bestehenden Aktionären auch Inhabern von (noch nicht gewandelten) Wandelschuldverschreibungen ein Bezugsrecht auf die neuen Aktien anbieten zu können oder Kapitalerhöhungen zur Ausgabe von Mitarbeiteraktien.

Hier besteht nach geltendem Recht ein jeweils anerkannter sachlicher Grund für den Bezugsrechtsausschluss. Dieser gilt insbesondere auch für den üblichen Fall, dass die Aktien mit einem deutlichen Wertabschlag ausgegeben werden. Nach der Neuregelung bestünde hier ein im Spruchverfahren durchsetzbarer Ausgleichsanspruch der bestehenden Aktionäre, für die die Gesellschaft in den oben genannten Beispielen die Inhaber der Wandelschuldverschreibungen bzw. die Mitarbeiter (!) heranziehen könnte (siehe zur Kritik bereits vorstehend 1.1.3). Sofern die Verweisung der Bewertungsrüge ins Spruchverfahren nicht von vornherein auf Fälle beschränkt wird, in denen dies im Kapitalerhöhungsbeschluss selbst so angeordnet ist

(siehe zu diesem Vorschlag vorstehend 1.1.1 und nachstehend 1.1.7), bedürfte es also zwingend weiterer Ausnahmen vom Anwendungsbereich.

#### 1.1.5 Pflicht zur Bilanzvorsorge nicht sachgemäß

§ 255 Abs. 4 Satz 4 Akt-E verpflichtet die Gesellschaft, für etwaige Ausgleichszahlungen an Aktionäre Gewinnvorträge oder Rücklagen zu bilden. Diese Regelung ist praxisfern, da gerade Wachstumsunternehmen häufig über längere Zeiträume weder ausschüttbare Gewinne erzielen noch entsprechende bilanzielle Rücklagen bilden können. Auch stellt sich das Problem, in welcher Höhe diese Gewinnvorträge/Rücklagen gebildet werden sollen, wenn erst Jahre später im Spruchverfahren etwaige Ausgleichszahlungen ermittelt werden.

Bislang bedürfen nur Dividendenzahlungen einer Bilanzvorsorge. Für Drittansprüche von Aktionären, um die es sich hier handelt, gilt dies hingegen nicht. Es gibt daher für diese Bilanzvorsorge insbesondere kein Vorbild bei wirtschaftlich vergleichbaren Maßnahmen im Umwandlungsrecht, bei denen das Gesetz ebenfalls Ausgleichszahlungen an Aktionäre vorsieht. Diese Regelung würde daher nicht nur die Kapitalaufnahme erschweren, sondern stünde auch im Widerspruch zum Umwandlungsrecht.

Eine Bilanzvorsorge für Zahlungen an Aktionäre ist im Übrigen jedenfalls dann unnötig, wenn der Ausgleich gemäß §§ 255a, 255b AktG in Form von Aktien erfüllt wird. Ausgeschlossen wird sie gemäß dem bisherigen Gesetzestext aber nicht.

§ 255 Abs. 4 Satz 4 AktG-E sollte daher ersatzlos gestrichen werden.

#### 1.1.6 Pauschale Börsenkursbewertung ungeeignet

Referenzpreis für den Ausgabepreis der neuen Aktien, der zur Vermeidung von Ausgleichsansprüchen der vom Bezugsrecht ausgeschlossenen Altaktionäre nicht wesentlich unterschritten werden soll,<sup>4</sup> soll bei börsennotierten Gesellschaften der gewichtete durchschnittliche inländische Börsenkurs der letzten drei Monate sein (§ 255 Abs. 5 AktG-E). Der Berechnungszeitraum soll am Tag vor der Entscheidung über die Ausgabe der neuen Aktien enden. Ist an diesem Tag der Börsenkurs<sup>5</sup> niedriger, soll dieser maßgeblich sein.

4 In § 255 Abs. 5 Satz 2 AktG-E wird hier wiederum aufgrund eines Redaktionsversehens unzutreffend auf Absatz 4 Satz 1 statt richtig auf Absatz 4 Satz 2 von § 255 AktG-E verwiesen.

5 Hier bedürfte es in redaktioneller Hinsicht in § 255 Abs. 5 Satz 5 AktG-E noch einer Klarstellung, dass mit Börsenkurs der Tageskurs am Tag der Entscheidung über die Aktienaussgabe und nicht der für diesen Tag berechnete Durchschnittskurs des § 255 Abs. 5 Satz 4 AktG-E maßgeblich sein soll.

Die Regelung des § 255 Abs. 5 AktG-E ist in mehrfacher Hinsicht problematisch. Insbesondere liegt das daran, dass sie inhaltlich auf Barkapitalerhöhungen zugeschnitten ist und daher nicht als allgemeingültige Regelung passt:

- Dies gilt bereits für die in § 255 Abs. 5 AktG-E vorgesehene Rückrechnung des maßgeblichen Durchschnittskurses vom Zeitpunkt der Entscheidung über die Ausgabe der Aktien. Insbesondere bei Sachkapitalerhöhungen zum Erwerb von Unternehmen gegen Ausgabe neuer Aktien wird das maßgebliche Umtauschverhältnis mit den Veräußerern aber viel früher verhandelt und verbindlich vereinbart. Der maßgebliche Durchschnittskurs muss hier – wie bereits nach der Stollwerck-Rechtsprechung des BGH zur Ermittlung der kursbezogenen Untergrenze für gesetzliche Abfindungszahlungen – von der öffentlichen Bekanntgabe des Vorhabens zurückgerechnet werden. Diese erfolgt regelmäßig noch vor der Einberufung der Hauptversammlung, auf der die Kapitalmaßnahme beschlossen wird und damit deutlich vor der Entscheidung über die Ausgabe der neuen Aktien. Denn nur so lässt sich vermeiden, dass die ggf. auch spekulativ beeinflusste Kursentwicklung nach Ankündigung des Vorhabens dessen Umsetzung unmöglich macht.
- Bei Sachkapitalerhöhungen ist neben der Bewertung der neu auszugebenden Aktien auch eine Bewertung der Sacheinlage selbst notwendig, um ein angemessenes Umtauschverhältnis für die neu auszugebenden Aktien zu ermitteln. Hierzu enthält § 255 Abs. 5 AktG-E keine Regelung. Wie bei der Verschmelzung nach dem Umwandlungsgesetz muss hier ebenfalls maßgeblich sein, dass das Umtauschverhältnis als solches – und damit die Bewertungsrelation, die sich aus der Bewertung der neuen Aktien einerseits und der Bewertung der Sacheinlage andererseits ergibt – angemessen ist.<sup>6</sup>
- Wenn die Sacheinlage aus einem nicht börsennotierten Unternehmen besteht, erfordert der Grundsatz der Methodengleichheit bei der Bewertung der beteiligten Unternehmen, dass auch der börsennotierte Erwerber nach denselben Methoden bewertet wird wie das zu erwerbende Unternehmen. Eine reine Börsenkursbewertung, wie in § 255 Abs. 5 AktG-E vorgesehen, ist dann auch für den börsennotierten Erwerber häufig ungeeignet.

---

6 Allgemeiner – und für Bareinlage und Sacheinlage gleichermaßen – kommt es darauf an, dass der auf die einzelne Aktie entfallende Wert der Einlage angemessen ist. Dies entspricht dem geltenden Recht, auch wenn sich der Wortlaut des § 255 Abs. 2 Satz 1 AktG nur auf den „Ausgabebetrag der neuen Aktien“ bezieht. Es ist daher zu empfehlen, im Rahmen der Neuregelung auch § 255 Abs. 2 Satz 1 AktG redaktionell zu überarbeiten und dort sowie in den nachfolgenden Absätzen – insbesondere auch als Bezugspunkt für eine etwaige Ausgleichszahlung – jeweils einheitlich auf den auf die einzelne Aktie „entfallenden Wert der Einlage“ abzustellen.

Darüber hinaus bleibt unklar, was eine nicht wesentliche Unterschreitung des Börsenkurses ist, die zu Ausgleichsansprüchen im Spruchverfahren führt. In der Begründung wird lediglich auf die zu § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG entwickelten Grundsätze verwiesen.

In der Praxis wird hierbei regelmäßig die damalige Begründung der Beschlussempfehlung des Rechtsausschusses für das Gesetz zur kleinen Aktiengesellschaft herangezogen. Daraus ergibt sich ein Abschlag von drei bis maximal fünf Prozent, allerdings bezogen auf den aktuellen Börsenkurs und nicht einen langfristigen Durchschnittskurs wie in § 255 Abs. 5 Satz 4 AktG-E.

- Ein maximal möglicher Abschlag von fünf Prozent für Kapitalerhöhungen außerhalb der Fälle des § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG, den die Gesetzesbegründung mit der Referenz auf die Grundsätze in § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG nahelegt, würde den bisherigen Ermessensspielraum bei der Festlegung des Ausgabebetrags neuer Aktien unnötig einengen. Insbesondere beim Bezugsrechtsausschluss im Rahmen von Sachkapitalerhöhungen zum Erwerb von Unternehmen sind oftmals größere Abschläge erforderlich und angemessen.
- In Fällen, in denen das Unternehmen an der Börse überbewertet ist, erschwert die verbindliche Vorgabe der Börsenkursbewertung eine Aufnahme neuen Kapitals. Eine solche Überbewertung kommt insbesondere bei Unternehmen in einer Krisensituation vor; der in einer solchen Situation nicht selten (spekulativ) überhöhte Börsenkurs übersteigt dann den „wahren“ Wert des Unternehmens. Bei einer Sanierung muss also der Abschlag auf den Börsenkurs deutlich höher sein können als die oben angegebene Grenze von maximal 5 Prozent oder die Bewertung der neuen Aktien muss von vornherein unabhängig vom Börsenkurs erfolgen. Alles andere macht eine Zuführung neuen Eigenkapitals, das so dringend bei einer Sanierung benötigt wird, unmöglich.

Die mit der Bewertung der neuen Aktien verbundenen Fragen sollten daher selbst dann nicht pauschal geregelt werden, wenn eine Börsenbewertung vorliegt.

#### 1.1.7 Alternativer Regelungsvorschlag zu § 255 AktG

Wir schlagen vor, § 255 AktG wie folgt zu ändern (Änderungen gegenüber dem geltenden Gesetzeswortlaut sind gekennzeichnet):

##### § 255 Anfechtung der Kapitalerhöhung gegen Einlagen

(1) Der Beschluß über eine Kapitalerhöhung gegen Einlagen kann nach § 243 angefochten werden, soweit sich aus den Absätzen 4 und 5 nichts anderes ergibt.

(2) Die Anfechtung kann, wenn das Bezugsrecht der Aktionäre ganz oder zum Teil ausgeschlossen worden ist, auch darauf gestützt werden, daß der sich aus dem Erhöhungsbeschluß ergebende Ausgabebetrag oder der Mindestbetrag, unter dem die neuen Aktien nicht ausgegeben werden sollen, dass der auf eine neue Aktie entfallende Wert der Einlage unangemessen niedrig ist. Dies gilt nicht, wenn die neuen Aktien von einem Dritten mit der Verpflichtung übernommen werden sollen, sie den Aktionären zum Bezug anzubieten. Absätze 4 und 5 bleiben hiervon unberührt.

(3) Für die Anfechtung gelten die §§ 244 bis 248a.

(4) Der Beschluss über eine Kapitalerhöhung gegen Einlagen kann vorsehen, dass die Bestimmungen von Absatz 5 Anwendung finden, wenn das Bezugsrecht der Aktionäre ganz oder teilweise ausgeschlossen wird. Der Beschluss kann dabei auch vorsehen, dass die Bestimmungen von Absatz 5 nur im Hinblick auf einzelne im Beschluss näher bezeichnete Ausschlüsse des Bezugsrechts Anwendung finden.

(5) Sofern dies gemäß Absatz 4 im Beschluss über die Kapitalerhöhung vorgesehen ist, gelten im Hinblick auf den maßgeblichen Ausschluss des Bezugsrechts die folgenden Bestimmungen:

1. Die Anfechtung kann nicht auf § 243 Absatz 2 oder darauf gestützt werden, dass der auf eine neue Aktie entfallende Wert der Einlage unangemessen niedrig ist. § 243 Absatz 4 Satz 2 findet entsprechende Anwendung auf Informationen über die Ermittlung, Höhe und Angemessenheit des Werts der Einlage, des Werts der neuen Aktien und des zugehörigen Wertverhältnisses.

2. Ist der auf eine neue Aktie entfallende Wert der Einlage unangemessen niedrig, so kann jeder Aktionär, dessen Recht, gegen den Kapitalerhöhungsbeschluß Anfechtungsklage zu erheben, nach Nr. 1 ausgeschlossen ist, unbeschadet von § 255a und § 255b von der Gesellschaft einen Ausgleich durch bare Ausgleichszahlung verlangen, soweit sein Bezugsrecht ausgeschlossen worden ist. Die angemessene Ausgleichszahlung wird auf Antrag durch das Gericht nach den Vorschriften des Spruchverfahrensgesetzes bestimmt. Sie ist nach Ablauf des Tages, an dem die Eintragung der Durchführung der Kapitalerhöhung erfolgt ist, mit jährlich 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz nach § 247 des Bürgerlichen Gesetzbuchs zu verzinsen. Die Geltendmachung eines weiteren Schadens ist nicht ausgeschlossen.

Die Anpassungen im SpruchG (Art. 1 des Regierungsentwurfs) sowie die Regelungen zu §§ 255a und 255b AktG-E gemäß Regierungsentwurf können dabei grundsätzlich unverändert übernommen werden mit lediglich geeigneten Aktualisierungen der dort enthaltenen Verweisungen auf die maßgeblichen Bestimmungen des § 255 AktG in der hier vorgeschlagenen Neu-Fassung.



### 1.1.8 Weitere Anregungen

Um mehr Flexibilität bei der Kapitalerhöhung zu erhalten, regen wir folgende Änderungen an:

#### Grenze des Abschlags bei § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG von 5 auf 10 Prozent erhöhen

Wie in Abschnitt 1.1.6 beschrieben wird in der Praxis regelmäßig ein Abschlag von 3 bis maximal 5 Prozent bezogen auf den aktuellen Börsenkurs als angemessener Ausgabebetrag gemäß § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG angesehen. Wir regen an, dass bei einer Platzierung mit marktnahem Preisfestsetzungsverfahren ein Abschlag von bis zu 10 Prozent kein wesentliches Unterschreiten des Börsenkurses angenommen werden sollte. Allerdings sollte dies, wie in Abschnitt 1.1.3 ausgeführt, kein gesetzlich abschließend definierter Schwellenwert sein. Dies könnte als Richtschnur in die Gesetzesbegründung aufgenommen werden.

#### Mehr Spielraum beim genehmigten Kapital

Weiteres Verbesserungspotenzial gibt es in Deutschland für das genehmigte Kapital, das derzeit auf 50 Prozent des Grundkapitals beschränkt ist. In anderen Jurisdiktionen, wie in den Niederlanden, besteht diese Restriktion nicht. Dementsprechend kann das genehmigte Kapital eines Unternehmens in der Rechtsform der holländischen N.V. in Einzelfällen ein Mehrfaches des Grundkapitals betragen. Deutschland sollte sich hieran ein Beispiel nehmen und die Grenze zur Aufnahme eines genehmigten Kapitals deutlich anheben.

#### Kein Mindestnennwert

In Deutschland beträgt der Mindestnennwert von Aktien einen Euro. Im Gegensatz dazu gibt es in vielen anderen Jurisdiktionen, etwa in den Niederlanden, keinen zwingenden Mindestnennwert. Dort können die Unternehmen Aktien mit einem Nennwert im Cent-Bereich emittieren.

Ein geringerer Mindestnennwert bringt insbesondere für Wachstumsunternehmen folgende Vorteile:

- Wachstumsunternehmen haben in der Regel ein geringes Grundkapital. Ein Mindestnennwert von einem Euro pro Aktie beschränkt dementsprechend die Anzahl der Aktien, die emittiert werden können. Die Zahl der Aktien wäre höher, wenn der Nennwert unter einem Euro liegen könnte. Sind mehr Aktien im Umlauf, verbessert das deren Handelbarkeit und erhöht die Attraktivität der Börsennotiz.
- Gerade der Kurs der Aktien von Wachstumsunternehmen ist meist sehr volatil. Schwankt er um den Mindestnennwert von einem Euro, sind

weitere Kapitalerhöhungen schwierig bis unmöglich, da nach deutschem Aktienrecht die neuen Aktien nicht unter dem Mindestnennwert emittiert werden dürfen.

### Aktienkurs nahe am Nennbetrag und vorherige Kapitalherabsetzung

Der geringste Ausgabebetrag in Höhe des Nennbetrags bzw. anteiligen Betrags des Grundkapitals der betreffenden Aktie, kann die Gesellschaft bei einem niedrigen, um den Nennbetrag schwankenden Börsenkurs auch daran hindern, durch eine Kapitalerhöhung weiteres Eigenkapital aufzunehmen. Dann muss der Umweg über eine Kapitalherabsetzung gegangen werden, die aber zwingend mit einer Sicherheitenleistung für die Gläubiger verbunden ist. Wenn nicht, wie oben vorgeschlagen, auf einen Mindestnennwert komplett verzichtet wird, muss zumindest die Notwendigkeit der Sicherheitenleistung gestrichen werden.

Bei einer Kapitalerhöhung im nennenswerten Umfang wird die Gesellschaft regelmäßig nach § 186 Abs. 1 Satz 2 AktG den Altaktionären die neuen Aktien für mindestens zwei Wochen zum Bezug anbieten. Eine solche Bezugsrechtskapitalerhöhung lässt sich nur mit einem signifikanten Abschlag vom Börsenkurs erfolgreich durchführen. Zu einem Ausgabepreis nahe am Börsenkurs oder gar über diesem wird kein Anleger neue Aktien zeichnen.

Würde der Abschlag, der für eine erfolgreiche Platzierung der neuen Aktien erforderlich wäre, zu einem Ausgabebetrag unter dem Nennbetrag führen, wäre die Ausgabe der neuen Aktien wegen Verstoßes gegen § 9 AktG als Unterpari-Emission unzulässig. Denn neue Aktien müssen mindestens zum satzungsmäßigen Nennbetrag ausgegeben werden. Liegt der Börsenkurs vor einer geplanten Kapitalerhöhung nur wenig darüber oder gar darunter, würde eine Kapitalerhöhung faktisch und rechtlich unmöglich. Denn für einen Abschlag vom Börsenkurs wäre dann kein Spielraum mehr.

Der einzige Ausweg besteht in einer solchen Situation derzeit in einer Kapitalherabsetzung im Wege der Zusammenlegung von Aktien. Dadurch würde der auf eine Aktie entfallende wertmäßige Anteil an der Gesellschaft (und damit voraussichtlich der Börsenkurs) wieder ausreichend über ihren Nennbetrag gehoben und eine Ausgabe neuer Aktien über dem geringsten Ausgabebetrag ermöglicht werden.

Eine Kapitalherabsetzung gibt aber den Gläubigern der Gesellschaft das Recht, gemäß § 225 AktG Leistung einer Sicherheit zu verlangen. Eine Ausnahme gilt nur unter den Voraussetzungen der vereinfachten Kapitalherabsetzung nach § 229ff. AktG, die dort näher bestimmte Sanierungsfälle betrifft.

Der Umfang, in dem Gläubiger der Gesellschaft Sicherheitsleistung verlangen können, stellt für die Gesellschaft ein nicht kalkulierbares Risiko dar. Die Pflicht zur Si-

cherheitsleistung an die Gläubiger ist zudem nicht sachgerecht, wenn keine konkrete Gefährdung ihrer Ansprüche aufgrund der geplanten Maßnahme zu befürchten ist. Dies betrifft zum einen den Fall, in dem der Betrag des Grundkapitals vor der Kapitalherabsetzung durch eine zeitgleich mit der Kapitalherabsetzung beschlossene Kapitalerhöhung wieder erreicht wird. Dasselbe gilt zum anderen, wenn zwar keine Kapitalerhöhung beschlossen wird, aber der Kapitalherabsetzungsbeschluss vorsieht, den Unterschiedsbetrag des Grundkapitals vor Kapitalherabsetzung abzüglich des Grundkapitals nach Kapitalherabsetzung in die Kapitalrücklage einzustellen. In beiden Fällen erfolgt eine rein buchmäßige Korrektur der Grundkapitalziffer. Im Fall der Einstellung des Herabsetzungsbetrags in die Kapitalrücklage erfolgt lediglich eine Änderung der Eigenkapitalgliederung, bei der der Gesamtbetrag des Eigenkapitals unverändert bleibt. Bei einer verbundenen Kapitalerhöhung wird mit dieser die vorherige Grundkapitalziffer wieder erreicht und durch die gleichzeitige Zuführung frischen Kapitals die wirtschaftliche Stellung der Gläubiger sogar verbessert.

Dass hier die Gläubiger nicht des Schutzes durch eine Sicherheitsleistung bedürfen, hat der Gesetzgeber in § 7 Abs. 6 Satz 4 und 5 WStBG anerkannt. Darin wird bei einer Herabsetzung des Grundkapitals im Zusammenhang mit einer Rekapitalisierung unter Beteiligung des Wirtschaftsstabilisierungsfonds auf einen Anspruch der Gläubiger auf Sicherheitsleistung verzichtet.

Diese Regelung sollte allgemein für ordentliche Kapitalherabsetzungen gelten, um es Gesellschaften mit Börsenkurs nur wenig über dem geringsten Ausgabebetrag nach Aktienrecht zu ermöglichen, Kapitalerhöhungen wieder rechtssicher durchführen zu können.

### Mehr Flexibilität beim bedingten Kapital

Zwar sieht das bedingte Kapital explizit Bezugsrechte auf Aktien des Unternehmens für Arbeitnehmer und Mitglieder der Geschäftsführung vor, wird aber gerade für diesen Zweck wenig genutzt.

Ausschlaggebend dafür sind zwei Gründe:

- Die Bezugsrechte dürfen erst nach einer Sperrfrist von mindestens vier Jahren ausgeübt werden. Eine Sperrfrist ist zwar bei vielen Mitarbeiteraktienprogrammen üblich. Die Dauer der Sperrfrist wird aber von den Unternehmen individuell festgelegt. Die gesetzliche Regel widerspricht der üblichen Praxis der Kapitalbeteiligung von Mitarbeitern am eigenen Unternehmen (siehe Abschnitt 2.2). Es sollte daher jedenfalls für Mitarbeiter unterhalb des Vorstands darauf verzichtet werden.
- Der Hauptversammlungsbeschluss muss zwingend „Erfolgsziele“ beinhalten. Die Definition von Erfolgszielen ist aber nur für auf Bedienung

von Aktienoptionsplänen anwendbar ist, nicht aber auf inzwischen typische Gestaltungen von Mitarbeiteraktienprogrammen, die oftmals lediglich ein Verbleiben des Mitarbeiters im Unternehmen voraussetzen. In diesem Fall kann die Angabe der zwingend vorgesehenen Erfolgsziele der Aktienaussgabe in einem Hauptversammlungsbeschluss nicht erfüllt werden. Die Angabe von Erfolgszielen darf also bei der Auflage von Mitarbeiteraktienprogrammen keine zwingende Voraussetzung des Hauptversammlungsbeschlusses sein. Ferner sollte die Flexibilität, die nach § 193 Abs. 2 Nr. 3 AktG bei der Festlegung des Ausgabebetrags der neuen Aktien bei Wandelschuldverschreibungen möglich ist, auch für die Ausgabe von Aktien an Geschäftsführungsmitglieder und Mitarbeiter gelten.

## 1.2 Mehrstimmrechtsaktien

Die Einführung von Mehrstimmrechtsaktien muss ausgewogen die Interessen aller Kapitaleigner, d.h. der Gründereigentümer und der Aktionäre, berücksichtigen. Wichtig ist dabei, dass der Schutz der Aktionäre angemessen ist. Diese Schutzanforderungen dürfen aber keine zu hohe Hürde für die Einführung von Mehrstimmrechtsaktien darstellen.

### 1.2.1 Einführung von Mehrstimmrechtsaktien nicht behindern

Laut Gesetzesbegründung zum § 134 AktG-E wird die Einführung von Mehrstimmrechtsaktien faktisch auf Unternehmen beschränkt werden, die noch nicht an der Börse notiert sind. Dies ist nachvollziehbar, da die Möglichkeit von Mehrstimmrechtsaktien die Skepsis der Gründer vor dem Börsengang überwinden soll. Dementsprechend sieht § 134 AktG-E vor, dass ein Beschluss zur Ausstattung oder Ausgabe von Aktien mit Mehrstimmrechten der Zustimmung aller betroffenen Aktionäre bedarf.

Das Einstimmigkeitserfordernis dürfte allerdings die Einführung von Mehrstimmrechtsaktien deutlich erschweren. Wachstumsunternehmen, die als Börsenkandidat in Frage kommen und sich mit dem Thema Mehrstimmrechtsaktien beschäftigen, haben nach einigen Finanzierungsrunden bereits einen großen Kreis an Investoren. Den kompletten Investorenkreis von der Einführung der Mehrstimmrechtsaktien zu überzeugen, dürfte oftmals nicht gelingen. Die Einführung von Mehrstimmrechtsaktien daher erschwert.

Besser wäre es daher, sich an dem Vorschlag der EU-Kommission zum Listing Act zu orientieren. Die Einführung von Mehrstimmrechtsaktien muss in dem Vorschlag mit einer qualifizierten Mehrheit erfolgen. Die Einführung von Mehrstimmrechtsaktien bleibt Unternehmen vorbehalten, die einen Börsengang anstreben.

### 1.2.2 Mehr Flexibilität beim Erlöschen von Mehrstimmrechtsaktien

Mehrstimmrechtsaktien erlöschen nach § 134 AktG-E bei Übertragung und spätestens 10 Jahre nach der Börsennotierung der Gesellschaft. Diese Frist kann nochmals um bis zu 10 Jahre verlängert werden, wenn mindestens drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapital dem zustimmen. Der Beschluss darf frühestens ein Jahr nach Ablauf der ersten Frist von 10 Jahre gefasst werden.

Die Möglichkeit des Erlöschens von Mehrstimmrechtsaktien ist nachvollziehbar und gerechtfertigt. Eine fixe Zeitspanne wird aber möglicherweise der individuellen Situation des Unternehmens nicht gerecht. In manchen Unternehmen profitieren die Aktionäre länger von den strategischen Maßnahmen des Gründers und damit von den Mehrstimmrechten, in anderen nicht so lang. Darüber hinaus ist es schwierig, einen Konsens über die Länge der fixen Zeitspanne herzustellen. Gerade den Aktionären ist diese zu lang, den Gründern hingegen zu kurz. Daher sollte die Beurteilung, ob Mehrstimmrechte der Profitabilität des Unternehmens nutzen, den Eigentümern, sprich Aktionären und Gründern, überlassen bleiben. Die Hauptversammlung sollte nach einer bestimmten Zeitspanne und einem zu definierenden Ereignis (beispielsweise wenn der Kapitalanteil der Gründer einen bestimmten Prozentsatz des Grundkapitals unterschritten hat) die Möglichkeit erhalten, über die Abschaffung der Mehrstimmrechte abzustimmen. Hierfür sollte mindestens eine qualifizierte Mehrheit vorgesehen werden. Bei dieser Abstimmung erhalten die Inhaber von Mehrstimmrechtsaktien nur ein einfaches Stimmrecht. Weitere Regelungen sollten der Satzungsautonomie überlassen bleiben.

## 2 Mitarbeiterkapitalbeteiligungen

Die Mitarbeiteraktie als weit verbreitete Form der Mitarbeiterkapitalbeteiligung hilft, die Skepsis vieler Menschen gegenüber der Aktienanlage zu verringern und öffnet damit die Tür zum Aktienmarkt. Mitarbeiter investieren in das eigene Unternehmen. Sie sind also mit dem Geschäftsmodell und den damit verbundenen Ertragsaussichten vertraut. Zudem räumt der Arbeitgeber den Mitarbeitern auf die eigenen Aktien einen Rabatt auf den Börsenwert ein, der in der Regel 30 Prozent und mehr beträgt.

Die Mitarbeiteraktie trägt daher dazu bei, die in weiten Teilen der Bevölkerung vorherrschende Skepsis gegenüber der Aktienanlage zu verringern und den Einstieg in ein breit diversifiziertes Aktienportfolio zu ermöglichen. Eine breit gestreute Aktienanlage ist auch dringend notwendig, um sich bei der Geldanlage von der Ertragsentwicklung des eigenen Unternehmens unabhängiger zu machen.

Die steuerliche Förderung gemäß § 3 Nr. 39 EStG erhöht die Attraktivität der Mitarbeiteraktie. Damit entsteht eine win-win-Situation, von der Mitarbeiter und Unternehmen profitieren. Wenn die Mitarbeiter aufgrund der steuerlichen Förderung noch günstiger Aktien des eigenen Unternehmens erhalten, verbessert das nicht nur die Vermögensbildung der Belegschaft mit Aktien, sondern erhöht auch die Bereitschaft, an dem Programm teilzunehmen. Je höher die Teilnahmequote des Aktienprogramms, desto eher erreicht das Unternehmen die damit verbundenen Ziele, etwa die Steigerung der Mitarbeiterbindung. Je höher die Teilnahmequote, desto eher lohnt sich für das Unternehmen der administrative Aufwand, der mit der Einführung der Mitarbeiteraktie verbunden ist.

Zusammengefasst bewerten wir die Vorschläge im Regierungsentwurf zur Mitarbeiterkapitalbeteiligung folgendermaßen:

- Die Anhebung des Steuerfreibetrags von 1.440 Euro p.a. auf 5.000 Euro wird die Attraktivität von Mitarbeiterkapitalbeteiligungen und Mitarbeiteraktien weiter erhöhen. Daher ist dieser Vorschlag sehr zu begrüßen.
- Ebenfalls begrüßen wir grundsätzlich die im Regierungsentwurf vorgesehene Möglichkeit, bis zu 2.000 Euro dieses Freibetrags jährlich für die Entgeltumwandlung verwenden zu können. Allerdings möchten wir mit Nachdruck darauf hinweisen, dass es sich bei der Entgeltumwandlung, anders als in der Gesetzesbegründung behauptet, nicht um eine Lohnoptimierung handelt. Eine Einschränkung der Entgeltumwandlung, die auf dieser Befürchtung beruht, ist also nicht sachgerecht. Kapitalbeteiligungen müssen allen Mitarbeitern mit einjähriger Betriebszugehörigkeit angeboten werden, was eine individuelle

Prämierung in Form einer Gehaltskomponente ausschließt. Darüber hinaus würde ein Geldzufluss aus dieser „Optimierung“ zeitlich nur sehr verzögert eintreten und wäre häufig risikobehaftet. Weiterhin ist nicht ersichtlich, warum bei anderen Sachbezügen wie Tankgutscheinen eine Entgeltumwandlung steuerfrei möglich sein soll, bei Mitarbeiteraktien aber nicht. Um die Zielsetzung des erhöhten Freibetrags, eine weitere Verbreitung von Mitarbeiterkapitalbeteiligungen, nicht zu konterkarieren, muss die Entgeltumwandlung daher weiter möglich sein.

- Die im Entwurf vorgesehene Haltefrist von drei Jahren lehnen wir ab.
- Bei den Mitarbeiterkapitalbeteiligungen für Start-ups (§ 19a EstG) ist im Regierungsentwurf die Möglichkeit der Pauschalbesteuerung gestrichen worden, die im Referentenentwurf vorgesehen war. Das lehnen wir ab, begrüßen aber die anderen Überarbeitungen und machen Vorschläge, wie Mitarbeiterkapitalbeteiligungen in Start-ups noch attraktiver werden können.

## 2.1 Auf Haltefrist verzichten

Die dreijährige Haltefrist, die als Voraussetzung für die Nutzung des Steuerfreibetrags geplant ist, ist nicht notwendig und bedeutet einen zusätzlichen administrativen Aufwand.

Eine gesetzlich definierte (Mindest-)Haltefrist wird den individuellen Belangen der Unternehmen nicht gerecht. Zwar widerspricht ein Verkauf der Aktien gleich nach dem Erwerb dem Ziel der Mitarbeiterbindung. Inwiefern eine Haltefrist mit welcher Dauer festgelegt wird, unterscheidet sich aber von Unternehmen zu Unternehmen. Manche verzichten ganz auf eine Haltefrist, da sie die Gefahr einer raschen Veräußerung nicht sehen. Andere betrachten ein Jahr als ausreichend an, wiederum andere halten längere Haltefristen für sinnvoll (siehe hierzu auch Abschnitt 1.1.6).

Bei einem Verkauf von Mitarbeiteraktien, der innerhalb der Haltefrist erfolgt, wird dem Regierungsentwurf zufolge der geldwerte Vorteil<sup>7</sup> mit der Abgeltungsteuer von 25 Prozent besteuert, auch wenn dieser vorher im Rahmen des Freibetrags steuerfrei war. Derzeit wird die Abgeltungsteuer auf Kapitalerträge von inländischen Banken direkt abgeführt, was auch für die nachträglich zu zahlende Steuer auf Aktien gilt, die innerhalb der Haltefrist verkauft werden. Bei Ausgabe der Mitarbeiteraktien muss das Unternehmen der Bank künftig dann mitteilen, wie hoch der

<sup>7</sup> Fakisch soll der geldwerte Vorteil über einen Umweg nachträglich besteuert werden, indem dieser nicht als Anschaffungskosten beim Verkauf der Aktien innerhalb der dreijährigen Haltefrist berücksichtigt wird. Bei geringeren Anschaffungskosten erhöht sich dementsprechend der Ertrag aus dem Verkauf der Aktien, der dann besteuert wird und was einer nachträglichen Besteuerung des geldwerten Vorteils mit dem Abgeltungsteuersatz entspricht.

steuerfreie und steuerpflichtige geldwerte Vorteil und die jeweils geleistete Zuzahlung war. Dies ist mit einem Zusatzaufwand verbunden, der sich in den Administrationskosten niederschlagen und die Attraktivität von Mitarbeiteraktienprogrammen verringern würde. Zudem ergeben sich zahlreiche offene Fragen bei der Administration der Haltefrist, beispielsweise wie mit Depotübertragungen ins Ausland umgegangen werden soll.

## 2.2 Kapitalbeteiligungen in Start-ups optimieren

Die Bedingungen für Kapitalbeteiligungen in Start-ups werden mit den vorgeschlagenen Änderungen des § 19a EStG überarbeitet. Nicht nachvollziehbar ist dabei, warum die im Referentenentwurf vorgeschlagene Regelung, die Steuer pauschal mit dem Abgeltungsteuersatz und nicht mit dem persönlichen Einkommensteuersatz zu entrichten, wieder gestrichen wurde. Dies hätte die Attraktivität von Mitarbeiterkapitalbeteiligungen in Start-ups deutlich erhöht.

Verbesserungen sind hingegen die Verlängerung des maximalen Zeitraums der nachgelagerten Besteuerung von 12 auf 20 Jahre, die das Problem des Dry Income entschärft. Ebenfalls wichtig ist die Ausweitung der Förderung auf Konzerne, da davon die Mitarbeiter in den Töchtergesellschaften von einem Kapitalbeteiligungsprogramm der Muttergesellschaft profitieren. Schließlich ist die Möglichkeit, bei einem Rückkauf der Anteile durch den Arbeitgeber lediglich den bei Rückkauf gezahlten Preis der (nachgelagerten) Besteuerung zu unterwerfen, zu begrüßen.

Nicht im Gesetzentwurf adressiert wurde hingegen das Problem, dass die Ausgabe und der Rückkauf im Falle einer Kündigung von echten Anteilen in der Rechtsform der GmbH einen erheblichen administrativen Aufwand erfordert, beispielsweise für den Notar oder das Aufsetzen von Pooling Gesellschaften. Diese Problematik könnte durch eine eigene Anteilsklasse oder geringere Anforderungen an formelle Hürden bei der Übertragung von GmbH-Anteilen gemindert werden.

## 2.3 Nachgelagerte Besteuerung öffnen

Die Anwendung des § 19a EStG und damit die Möglichkeit der nachgelagerten Besteuerung ist dem Gesetzentwurf zufolge Mitarbeitern aus einem eingeschränkten Kreis an Unternehmen vorbehalten. Sie sollte für alle Unternehmen geöffnet werden, denn das Problem des Dry Income stellt sich auch bei aktienbasierten Beteiligungsprogrammen, die ein wichtiges Vergütungsinstrument in börsennotierten Unternehmen sind.

Beispielsweise geben solche Programme den Unternehmen die Möglichkeit, den Mitarbeitern statt eines bar ausgezahlten Bonus eine Aktienbeteiligung anzubieten.



Ziel dieser Programme ist es, die Mitarbeiter zu binden und über die Aktienbeteiligung das Interesse an dem langfristigen wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens zu stärken. Da diese Programme meist eine abschließend definierte Gruppe an Mitarbeitern adressieren, findet der Freibetrag nach § 3 Nr. 39 EStG keine Anwendung, da Kapitalbeteiligungen allen Mitarbeitern mit einjähriger Betriebszugehörigkeit angeboten werden müssen.

Die verbilligte oder unentgeltliche Überlassung von Aktien im Rahmen der oben genannten Programme führt beim Arbeitnehmer in der Regel im Zeitpunkt der Überlassung zu einem geldwerten Vorteil, der direkt nach dem Erhalt der Aktien mit dem persönlichen Einkommensteuersatz versteuert werden muss. Hierbei stellt sich also ebenfalls wie bei Start-ups das Problem der Versteuerung von Dry Income. Da es sich aber bei Aktien um handelbare Wertpapiere handelt, werden Anteile veräußert, um die anfallende Lohnsteuer zu begleichen („Sell-to-Cover“). Dieses Vorgehen steht allerdings konträr zu der Idee, dass die Mitarbeiter am Unternehmen beteiligt werden soll. Um einen erzwungenen Verkauf eines Teils der Aktien zu vermeiden, ist es sinnvoll, dass die Mitarbeiter von der nachgelagerten Besteuerung gemäß § 19a EStG profitieren können. Dies setzt aber voraus, dass der § 19a EStG für Mitarbeiter aller Unternehmen geöffnet wird.

## 3 Maßnahmen zur Stärkung der Aktienkultur

### 3.1 Vermögenswirksame Leistungen: Verbesserung notwendig

Vermögenswirksame Leistungen sind ein geeignetes Mittel für den Vermögensaufbau breiter Bevölkerungsschichten. Gerade die Anlage im Rahmen eines Fondssparplan, der eine Mindestquote von 60 Prozent Aktien vorschreibt, ist für viele Menschen der Einstieg in das Aktiensparen.

Zudem sind Kapitalbeteiligungen am eigenen Unternehmen eine weitere mögliche Anlageform der vermögenswirksamen Leistungen. Über den Steuerfreibetrag hinaus (siehe Abschnitt 2), ergibt sich damit ein zusätzlicher Hebel, um die Verbreitung der Mitarbeiteraktie zu erleichtern.

Die im Referentenentwurf vorgesehene vorgeschlagene Erhöhung der Arbeitnehmersparzulage und die Abschaffung der Einkommensgrenzen haben wir daher vollumfänglich begrüßt. Warum sich diese nicht mehr im Regierungsentwurf findet, ist nicht nachvollziehbar. Dieses Thema muss daher unbedingt im parlamentarischen Verfahren wieder aufgenommen werden.

### 3.2 Steuerfreies Anlagesparkonto einführen

Teil des Eckpunktepapiers zum Zukunftsfinanzierungsgesetz ist ein Steuerfreibetrag auf private Veräußerungsgewinnen aus Aktien und Aktienfonds, der Anreize zum Aktiensparen setzen soll.

Das Deutsche Aktieninstitut hat diesen Vorschlag aufgegriffen und statt einem Steuerfreibetrag die Einführung von Anlagesparkonten vorgeschlagen, die sich bereits heute in unterschiedlichen europäischen Ländern wie Frankreich, Großbritannien oder Italien finden. Das Konzept „Anlagesparkonto“ ist einfach verständlich und kann wesentlich dazu beitragen, dass viele Menschen künftig in Aktien sparen. Bis zu einem Höchstbetrag von beispielsweise 5.000 Euro pro Jahr können die Sparer und Sparerinnen auf diesem Konto in Aktien und Aktienfonds anlegen. Alle Erträge, Dividenden und Kursgewinne, sind steuerfrei.<sup>8</sup>

Weder der Steuerfreibetrag noch ein Anlagesparkonto werden in dem Referentenentwurf und dem Regierungsentwurf thematisiert. Zur Förderung der Aktienkultur in Deutschland muss dieses Thema dringend auf die Agenda der Bundesregierung.

<sup>8</sup> Weitere Details zu diesem Konzept finden sich in [Deutsches Aktieninstitut: Diskriminierung der Aktienanlage beenden – Anlagesparkonten einführen](#), Frankfurt am Main 2023.

Nur so kann es gelingen, das breite Bevölkerungsschichten von den langfristigen Ertragsvorteilen der Aktienanlage insbesondere im Alter profitieren.

## 4 AGB-Recht

§ 310 Abs. 1a Satz 1 BGB-E nimmt Verträge über aufsichts- und erlaubnispflichtige Finanzgeschäfte von der AGB-Kontrolle aus, wenn sie zwischen (großen) Unternehmern rechtmäßig erwerbsmäßig getätigt werden.

Im Vergleich zum Referentenentwurf wurden einige Änderungen vorgenommen. Die explizite Einschränkung, dass die Ausnahme auf erlaubnispflichtige Finanzunternehmen beschränkt ist („Unternehmer, der im Inland oder Ausland für ein solches Geschäft eine Erlaubnis hat und der Aufsicht unterliegt“), wurde im Gesetzestext des Regierungsentwurfes gestrichen. Es wird nicht mehr auf Unternehmen mit Erlaubnispflicht, sondern auf die rechtmäßige gewerbsmäßige Erbringung der Finanzleistung abgestellt. In der Begründung ist aber weiterhin in Bezug auf den Anwendungsbereich der Ausnahme von erlaubnispflichtigen Finanzgeschäften zwischen Finanzunternehmen die Rede.

Damit lässt der Gesetzentwurf offen, ob Unternehmen der Realwirtschaft, die erlaubnispflichtige Geschäfte „gewerbsmäßig“ im Sinne von fortlaufend oder andauernd unter einer gesetzlich vorgesehenen Ausnahme und damit „rechtmäßig“ erbringen, von der Bereichsausnahme erfasst sein sollen. Beispiele für diese Geschäfte sind Absicherungsderivate, die im Risikomanagement der Realwirtschaft zur Absicherung von Wechselkurs-, Zins- oder Rohstoffpreisschwankungen eingesetzt werden. Diese sogenannten Eigengeschäfte würden eine Erlaubnispflicht auslösen. Allerdings nutzt die Realwirtschaft entsprechende Ausnahmen (etwa für Absicherungsderivate nichtfinanzieller Unternehmen oder wenn diese Transaktionen als Nebentätigkeit angesehen werden) von einer Erlaubnispflicht, die im Gesetz vorgesehen sind.

Die daraus folgende Rechtsunsicherheit wird nicht zur Stärkung des Finanzplatzes und Rechtsstandorts Deutschland führen, sondern zum Ausweichen auf andere Jurisdiktionen. Eine Klarstellung des in der Begründung zum Ausdruck gebrachten gesetzgeberischen Willens, dass die Bereichsausnahme auf im Gesetz abschließend definierte Geschäfte zwischen Finanzunternehmen beschränkt ist, ist unbedingt erforderlich.

Wir schlagen daher vor, den bisher vorgeschlagenen Gesetzestext um folgenden Satz zu ergänzen:

Satz 1 ist nicht anzuwenden, wenn eine der Vertragsparteien ein Unternehmen ist, für das der Abschluss des Geschäfts nach Satz 2 (i) nicht erlaubnispflichtig ist oder (ii) zwar erlaubnispflichtig ist, das Unternehmen aber von einer Ausnahme von der Erlaubnispflicht Gebrauch machen kann.

## 5 Weitere Punkte

### 5.1 Pflicht zur gemeinsamen Antragsstellung

Wir begrüßen grundsätzlich § 32 Abs. 2a BörsG-E, da dieser die zwingend gemeinsame Antragsstellung des Emittenten mit der Emissionsbank zur Börsenzulassung aufgreift. Dementsprechend muss eine gemeinsame Antragsstellung nur noch in Teilbereichen des regulierten Marktes erfolgen. Allerdings stellt sich die Frage, warum diese Erleichterung nicht für den gesamten regulierten Markt gelten soll. Diese Einschränkung würde die Frankfurter Wertpapierbörse mit dem Prime Standard treffen. Weitere Teilbereiche eines regulierten Marktes sind uns EU-weit nicht bekannt. Zudem wird nicht deutlich, welchen Zusatznutzen die gemeinsame Antragsstellung gerade bei Privatplatzierungen bringen soll, bei der keine Bank beim Vertrieb der Aktien involviert ist. Wir regen daher unbedingt an, die Möglichkeit, dass der Emittent ohne die Emissionsbank den Antrag stellt, auf den gesamten regulierten Markt auszudehnen. Letztendlich bleibt es dann dem Emittenten überlassen, unter Berücksichtigung der Investoreninteressen zu entscheiden, ob ein Mit-antragssteller notwendig ist oder nicht.

### 5.2 Elektronische Aktien

Wir begrüßen die Einführung elektronischer Aktien. Warum allerdings elektronische Inhaberaktien nur in ein Zentralregister, und in kein Kryptoregister eingetragen werden können, ist fraglich. Die geldwäscherechtlichen Bedenken, die in der Gesetzesbegründung gegen eine Eintragung von Inhaberaktien in ein Kryptoregister angeführt werden, überzeugen nicht. Denn schließlich gelten diese auch für elektronische Inhaberschuldverschreibungen, die in ein Kryptoregister eingetragen werden dürfen. Die Einengung auf Namensaktien würde hingegen das Einsatzspektrum der elektronischen Aktien unangemessen einengen.

## Kontakt

---

Dr. Norbert Kuhn  
 Stellvertretender Leiter Fachbereich Kapitalmärkte  
 Leiter Unternehmensfinanzierung  
 Telefon +49 69 92915-20  
 kuhn@dai.de

Dr. Claudia Royé  
 Stellvertretende Leiterin Fachbereich Recht  
 Leiterin Kapitalmarktrecht  
 Telefon +49 69 92915-40  
 roye@dai.de

Birgit Homburger  
 Leiterin Hauptstadtbüro  
 Telefon +49 30 25899773  
 homburger@dai.de

Büro Frankfurt:  
 Deutsches Aktieninstitut e.V.  
 Senckenberganlage 28  
 60325 Frankfurt am Main

EU-Verbindungsbüro:  
 Deutsches Aktieninstitut e.V.  
 Rue Marie de Bourgogne 58  
 1000 Brüssel

Hauptstadtbüro:  
 Deutsches Aktieninstitut e.V.  
 Alte Potsdamer Straße 5, Haus Huth  
 10785 Berlin

Lobbyregister Deutscher Bundestag: R000613  
 EU-Transparenzregister: 38064081304-25  
 www.dai.de

*Das Deutsche Aktieninstitut setzt sich für einen starken Kapitalmarkt ein, damit sich Unternehmen gut finanzieren und ihren Beitrag zum Wohlstand der Gesellschaft leisten können.*

*Unsere Mitgliedsunternehmen repräsentieren über 85 Prozent der Marktkapitalisierung deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften. Wir vertreten sie im Dialog mit der Politik und bringen ihre Positionen über unser Hauptstadtbüro in Berlin und unser EU-Verbindungsbüro in Brüssel in die Gesetzgebungsprozesse ein.*

*Als Denkfabrik liefern wir Fakten für führende Köpfe und setzen kapitalmarktpolitische Impulse. Denn von einem starken Kapitalmarkt profitieren Unternehmen, Anleger und Gesellschaft.*