

Zukunftsfinanzierungsgesetz II setzt positive Impulse für den Kapitalmarkt

Nachbesserungen im Detail und Ergänzungen
notwendig

Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung.....	3
1 Änderung des Aktiengesetzes.....	5
1.1 Herabsetzung des Mindestnennwerts	5
2 Änderung des Wertpapierprospektgesetzes	6
2.1 Haftungsregime für Dokumente mit begrenzter Seitenzahl	6
2.2 Herabsetzung des Verdachtsmaßstabes beim „Naming and Shaming“	7
2.3 KMU-Wachstumsprospekt: Kosten der Prospektbilligung	8
3 Umsetzung der ESAP-Verordnung in deutsches Recht	9
4 Änderung des Wertpapierhandelsgesetzes	10
5 Änderung des Gesetzes über elektronische Wertpapiere	11
6 Änderung des Spruchverfahrensgesetzes und des Börsengesetzes	12
6.1 Einführung eines Spruchverfahrens für die Gegenleistung von Delisting- Angeboten	12
6.2 Bestimmungen des Börsengesetzes, insbesondere zum Delisting.....	13
7 Weitere Anregungen, die nicht im Gesetzentwurf enthalten sind	17
7.1 Betriebsausgabenabzug für die Finanzierung mit Anleihen erhalten	17
7.2 Stärkung des Kapitalangebots bleibt Daueraufgabe	17
7.3 Erleichterungen von Kapitalerhöhungen	18
7.4 Keine Rückforderung von Dividendenzahlungen im Insolvenzfall	20
Kontakt	22

Zusammenfassung

Das Deutsche Aktieninstitut unterstützt den Referentenentwurf und die damit verbundenen Zielsetzungen. Aus unserer Sicht könnten weitere Reformschritte, die dem Ziel der Verbesserung der Bedingungen sowie der Entbürokratisierung von Kapitalmarktfinanzierungen ebenfalls dienen, leicht in den Entwurf integriert werden.

Vor diesem Hintergrund kommentieren wir im Wesentlichen wie folgt:

- **Änderung des Aktiengesetzes:** Die Möglichkeit, Aktien mit einem Nennwert von einem Eurocent ausgeben zu können, erhöht die Flexibilität bei der Kapitalaufnahme. Außerdem zieht Deutschland gleich mit anderen Rechtsordnungen, die den dortigen Unternehmen diese Möglichkeit bereits seit langem einräumen.
- **Änderung des Wertpapierprospektgesetzes:** Bei der Umsetzung der prospektrechtlichen Vorgaben aus dem EU Listing benötigen die Haftungsvorgaben für prospektähnliche Informationsdokumente einen Feinschliff. Es sollte klargestellt werden, dass an die neu eingeführten Informationsdokumente nicht die gleichen Haftungsvoraussetzungen gestellt werden wie an vollständige Wertpapierprospekte, da diese deutlich schlanker sind.
- **Umsetzung der ESAP-Verordnung in deutsches Recht:** Die Einrichtung eines europäischen Portals für Pflichtinformationen (European Single Access Point, ESAP) in Deutschland setzt auf vorhandene Meldewege. Dadurch kommen nur wenige Anpassungen auf die Unternehmen zu. Das sollte auch für die detaillierten Pflichten der Unternehmen in Bezug auf Einreichungsformate und -inhalte nach § 9d Abs. 2 HGB gelten, die künftig noch per Rechtsverordnung spezifiziert werden müssen. Zusatzpflichten, die über die Vorgaben der ESAP-Verordnung hinausgehen, sollten vermieden werden.
- **Änderungen des Wertpapierhandelsgesetzes:** Der Gesetzgeber will die Schwellenwerte bei EMIR-Prüfung für nichtfinanzielle Unternehmen anheben. Dementsprechend wären weniger Unternehmen von der Prüfungspflicht betroffen. Insgesamt bleibt es aber dabei, dass die Prüfungspflicht im Vergleich zum europäischen Ausland ein Sonderweg ist. Deshalb sprechen wir uns im Rahmen des Bürokratieabbaus dafür aus, die Regelung vollständig abzuschaffen.
- **Änderung des Spruchverfahrensgesetzes und des Börsengesetzes:** Bei der technischen Umsetzung der Regelungen gibt es aus Sicht der Praxis noch Anpassungsbedarf. Dies gilt beispielsweise für die geplante Verlängerung

der Annahmefrist bei Delistingsangeboten um zwei Monate nach Ablauf des Spruchverfahrens. Bei dieser Verlängerung handelt es sich um einen Systembruch für Kapitalmarktangebote, die auf ein rasche Annahme/Abwicklung angelegt sind. Zudem erschweren die Neuregelungen den Wechsel von einem KMU-Wachstumsmarkt in den regulierten Markt und die Attraktivität des Konzeptes des KMU-Wachstumsmarktes.

- Das Zukunftsfinanzierungsgesetz sollte um verschiedene Punkte ergänzt werden. Dazu gehört eine Ausnahmeregelung in § 8 StAbwG in Bezug auf die Absetzbarkeit von Fremdkapitalzinsen bei Inhaberschuldverschreibungen. Ebenfalls regen wir eine Änderung des § 225 AktG an, da er in einer Krisensituation die Liquiditätsreserven des betroffenen Unternehmens zusätzlich belastet und damit Sanierungen erschwert. Außerdem würde eine weitere Flexibilisierung beim genehmigten und bedingten Kapital die Attraktivität der Rechtsform der AG erhöhen. Schließlich muss klargestellt werden, dass Dividendenzahlungen im Insolvenzfall nicht von den Anlegern zurückgefordert werden dürfen.

1 Änderung des Aktiengesetzes

1.1 Herabsetzung des Mindestnennwerts

Die Änderung an § 8 AktG (Artikel 24 Nr. 1) schafft die Möglichkeit, Aktien mit einem Mindestnennwert in Höhe von einem Cent auszugeben. Deutschland zieht damit mit anderen Ländern gleich, in denen Unternehmen Aktien mit einem Nennwert im Cent-Bereich schon länger emittieren können.

In technischer Hinsicht könnte die Regelung zudem einfacher und klarer gefasst werden:

- Durchführung in einem Verfahrensschritt. Da die Einteilung des Grundkapitals in der Satzung geregelt sein muss, ist eine eigenständige Satzungermächtigung für die Ausgabe von Cent-Aktien nicht nötig. Dementsprechend könnte in den Absätzen 2 und 3 des § 8 AktG „Euro“ jeweils durchgehend durch „Eurocent“ ersetzt werden. So würde aus einem Verfahren in zwei Schritten (erst Satzungermächtigung zur Einführung von Cent-Aktien, dann in einem zweiten Schritt Beschluss über deren Einführung mit entsprechender Änderung der Satzung) ein einfacheres Verfahren in einem Schritt.
- Nennbetragsaktien sollten nicht nur „mindestens“ auf einen Eurocent lauten können. Vielmehr müssen höhere, auf volle Eurocent lautende Aktiennennbeträge – analog § 8 Abs. 2 Satz 4 AktG – möglich sein.
- Bei Stückaktien sieht der Referentenentwurf nur vor, dass der auf die einzelne Aktie entfallende Betrag des Grundkapitals „einen Eurocent“ betragen darf. Auch hier ist es notwendig, dass dieser Betrag jeden höheren Wert annehmen kann, also „mindestens einen Eurocent“ betragen kann.

2 Änderung des Wertpapierprospektgesetzes

Im Wesentlichen ergeben sich die vorgeschlagenen Änderungen am Wertpapierprospektrecht aus dem EU-Listing Act und der EU-ESAP-Verordnung. Allerdings verursachen die Vorschläge an zwei Stellen Rechtsunsicherheiten.

2.1 Haftungsregime für Dokumente mit begrenzter Seitenzahl

Das nun in der Prospektverordnung für manche Fälle vorgesehene elfseitige Ersatzdokument zum Wertpapierprospekt soll nach dem Referentenentwurf dem Haftungsregime eines vollständigen Prospekts unterliegen (§ 9 Abs. 4 WpPG, Artikel 15 Nr. 6.)

Anpassung des Haftungsmaßstabs an Umfang der Dokumente sinnvoll

Die Haftung richtet sich damit nach einem Regime, das für einen mehrere Hundert Seiten umfassenden Wertpapierprospekt konzipiert wurde. Dies auf ein elfseitiges Dokument anzuwenden ist schlicht nicht möglich. Gleiches gilt für die Prospekte mit Seitenzahlbegrenzung wie dem EU-Folgeprospekt (maximal 50 Seiten) und dem EU-Wachstumsemissionsprospekt (maximal 75 Seiten). In einem Ersatzdokument mit verringertem Umfang wäre eine Haftung dafür, dass alle wesentlichen Informationen vollständig enthalten sind, nicht angemessen.

Die Neuregelung geht daher mit einer Rechtsunsicherheit in Bezug auf Haftungsrisiken einher. Deshalb sollte eine Klarstellung erfolgen, die dem Konzept von § 11 WpPG folgt. Danach ist die Haftung für ein Wertpapier-Informationsblatt auf Fälle beschränkt, in denen das Dokument keinen gesetzlichen Risikohinweis nach § 4 Abs. 4 WpPG enthält, unrichtig oder irreführend ist. Die zusätzliche Anforderung „vollständig“ zu sein, gibt es beim Wertpapier-Informationsblatt dagegen nicht. Dies sollte für die Regelung im § 9 Abs. 4 WpPG übernommen werden.

Alternativ könnte auch auf die spezifischen Informationsanforderungen für die in Bezug auf den Umfang reduzierten prospektähnlichen Informationsdokumente verwiesen werden. Der Verweis in § 9 Abs. 4 WpPG bezieht sich nicht nur auf das 11-seitige Zusammenfassungsdokument, sondern auch auf andere Arten von Dokumenten, die einen Prospekt ersetzen. Daher könnte sich der Vorschlag auf das jeweilige Dokument beziehen, das „die in dieser spezifischen Art von Dokument aufzunehmenden Informationen“ enthält.

Geltung der prospektrechtlichen Haftung

Ferner regen wir an klarzustellen, dass die Prospekthaftung nicht nur für die Zulassung der jeweiligen Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt, sondern auch für bereits zugelassene Prospekte und Ersatzdokumente gilt.

2.2 Herabsetzung des Verdachtsmaßstabes beim „Naming and Shaming“

Der Referentenentwurf ändert wohl unbeabsichtigt die Voraussetzungen für eine Bekanntmachung von auch nur vermeintlichen Verstößen gegen die Prospektverordnung nach § 18 Abs. 3 WpPG (Artikel 15 Nr. 8) auf der Internetseite der BaFin.

Statt eines „hinreichend begründeten Verdachts“ sollen nach dem Wortlaut zukünftig „Anhaltspunkte“ genügen, damit die BaFin Verstöße öffentlich machen kann. Die Veröffentlichung eines Verdachts auf der Internetseite der BaFin kann in der Praxis zu einer Rufschädigung und einer faktischen Vorverurteilung des Betroffenen führen. Die drastische Herabsetzung des Maßstabes von einem „hinreichend begründeten Verdacht“ auf „Anhaltspunkte“ ist deshalb völlig unverhältnismäßig.

Nach der Gesetzesbegründung ist unter Verweis auf das Vermögensanlagegesetz (VermAnlG) inhaltlich auch kein Unterschied zur aktuellen Rechtslage beabsichtigt. So müssen konkrete Tatsachen vorliegen, aus denen sich eine hinreichende Wahrscheinlichkeit für die Annahme eines Verstoßes gegen das WpPG bzw. das VermAnlG ableiten lässt. Bloße Vermutungen reichen nicht aus.

Die überwiegende Auffassung im Schrifttum sieht hier aber keine Gleichsetzung von „Anhaltspunkten“ und „hinreichend begründetem Verdacht“.¹ Die Begrifflichkeiten sind aus dem Strafrecht bekannt. Und sogar dort führen tatsächliche Anhaltspunkte nur zu einem Anfangsverdacht, der zwar für die Einleitung eines Ermittlungsverfahrens nach § 152 StPO, aber keinesfalls für eine Anklageerhebung (§ 170 StPO) oder einen Eröffnungsbeschluss (§ 203 StPO) ausreicht. Diese Begrifflichkeiten sind daher sorgfältig zu unterscheiden.²

Um das Versehen zu korrigieren, sollte man beim bisherigen Wortlaut bleiben.

¹ Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Prospektrecht Kommentar, 4. Aufl. 2022, § 18 WpPG Rz. 21. Dagegen wird überwiegend differenziert, so insbesondere Naumann in Frankfurter Kommentar EU ProspektV und WpPG, 3. Aufl. 2024, § 18 WpPG Rz. 48; Ritz in Just/Voß/Ritz/Zeising, Wertpapierprospektrecht, 2. Auflage 2023, § 18 WpPG Rn. 35.

² Vgl. Diemer in Karlsruher Kommentar zur StPO, 9. Auflage 2023, § 152 Rn. 6, 7; Peters in Münchener Kommentar zur StPO; 2. Auflage 2024, § 152 StPO Rz. 36.

2.3 KMU-Wachstumsprospekt: Kosten der Prospektbilligung

Die Kosten für die Billigung der unterschiedlichen Prospektformate belaufen sich einheitlich auf Euro 16.915, obwohl die Prospekte vom Umfang deutlich unterschiedlich sind – Folgeprospekt und EU-Wachstumsemissionsprospekt sind vom Umfang deutlich geringer als der Standardprospekt oder gar der Basisprospekt.

Der Prüfungsaufwand im Billigungsverfahren ist dementsprechend für die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ebenfalls deutlich geringer.

Dies sollte sich auch in den Kosten für die Billigung bzw. das Billigungsverfahren entsprechend niederschlagen. Das entspräche auch dem Grundgedanken, der hinter den vereinfachten Prospektformaten und dem Anliegen des Listing Acts steht, Kosten und Verwaltungsaufwand zu reduzieren.

Die Kosten sollten daher an den Verwaltungsaufwand angepasst werden.

3 Umsetzung der ESAP-Verordnung in deutsches Recht

Eine ganze Reihe von Vorschlägen aus dem Referentenentwurf setzen die Bestimmungen der Verordnung (EU) 2023/2859 um, mit der ab 2026 bei der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA ein zentrales Datenportal für den Zugriff auf Pflichtinformationen von Unternehmen (wie z.B. den Jahresfinanzbericht) geschaffen wird. Dieses Datenportal – der European Single Access Point (ESAP) – soll durch die Vernetzung existierender Informationsstellen auf nationaler Ebene entstehen.

Der Referentenentwurf nutzt dazu existierende Strukturen wie das Unternehmensregister sowie teilweise die BaFin als Sammelstelle für die zu speichernden Informationen. Dadurch soll der Zusatzaufwand für Unternehmen in Grenzen gehalten werden.

§ 9d Abs. 2 HGB (Artikel 2 Nr. 2.) enthält zudem eine Verordnungsermächtigung, um zu einem späteren Zeitpunkt näher zu bestimmen, welche konkreten Inhalte und in welchem konkreten Format Pflichtinformationen beim Unternehmensregister von den Unternehmen eingereicht werden müssen. Hieraus dürfen sich ebenfalls keine Zusatzanforderungen für die Unternehmen ergeben, die sich nicht unmittelbar aus der ESAP-Verordnung ableiten lassen.

4 Änderung des Wertpapierhandelsgesetzes

Über die durch die ESAP-Verordnung bedingten Anpassungen am Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) hinaus, schlägt der Referentenentwurf auch eine Änderung in Bezug auf § 32 WpHG vor (Art. 6 Nr. 7). § 32 WpHG legt fest, dass nichtfinanzielle Unternehmen einen Wirtschaftsprüfer zur Einhaltung der Bestimmungen der EU-Derivateverordnung EMIR beauftragen müssen.

Der Referentenentwurf setzt die Schwellenwerte in Bezug auf das Bruttonominalvolumen und die Anzahl der OTC-Derivate herauf, ab wann eine solche EMIR-Prüfung verpflichtend ist. Das senkt die Zahl von dieser Verpflichtung betroffener Unternehmen.

Wir geben allerdings zu bedenken, dass generell eine solche Prüfpflicht weiterhin ein deutscher Sonderweg ist. Im Vergleich zu ihren EU-Konkurrenten werden damit deutsche Unternehmen, die Derivate in ihrem Risikomanagement einsetzen, durch einen zusätzlichen Aufwand benachteiligt.

Wir regen daher an, diese Pflicht für alle Unternehmen unabhängig vom Bruttonominalvolumen und der Anzahl der OTC-Derivate abzuschaffen, um EU-weit ein Level-Playing-Field herzustellen.

5 Änderung des Gesetzes über elektronische Wertpapiere

Wir begrüßen die im Referentenentwurf vorgeschlagene Streichung der bei der BaFin geführten Liste aller Kryptowertpapiere (§ 20 eWPG, Artikel 27 Nr. 1). Da die für Anlegerinnen und Anleger relevanten Informationen auch durch die Veröffentlichungspflichten beim Kryptowertpapierregisterführer vorhanden sind, fällt dadurch eine redundante Informationsanforderung weg.

Über diese Änderungen hinaus könnte das ZuFinG II auch dazu genutzt werden, um § 21 eWPG nachzubessern. Aus dem aktuellen Wortlaut entstehen zusätzliche Haftungsrisiken für die Emittenten. Konkret sollte klargestellt werden, dass § 21 Abs. 1 eWpG keine Schadensersatzhaftung des Emittenten gegenüber Registerteilnehmern oder Dritten (wer diese sind, bleibt im Gesetz unklar, was zusätzliche Unsicherheit schafft) entstehen kann. Bei konventionellen Wertpapieren besteht zu recht keinerlei Emittentenhaftung für die Wertpapierabwicklung oder den Sekundärmarkthandel.

Bei elektronischen Wertpapieren besteht wegen der unklaren Reichweite von § 21 eWpG dagegen eine Rechtsunsicherheit, die einer breiteren Akzeptanz im Wege steht. Dies widerspricht der Zielsetzung des ZuFinG I und ZuFinG II, die Nutzung elektronischer Wertpapiere zu fördern.

6 Änderung des Spruchverfahrensgesetzes und des Börsengesetzes

6.1 Einführung eines Spruchverfahrens für die Gegenleistung von Delisting-Angeboten

Nach Art. 1 des ZuFinG II wird bei Streitigkeiten über die Höhe der Gegenleistung beim Widerruf der Zulassung von Wertpapieren zum Handel auf Antrag des Emittenten (§ 39 Abs. 2 Satz Nr. 1 BörsG) auf das Spruchverfahren verwiesen. Dies ist zu begrüßen.

Bei der technischen Umsetzung der Regelungen zum Spruchverfahren gibt es jedoch aus Sicht der Praxis noch Anpassungsbedarf:

- Es sollte klargestellt werden, dass die Finanzierungsbestätigung nach § 13 WpÜG keine Zahlungen nach Abschluss des Spruchverfahrens (insbesondere auch keine Zahlung des Angebotspreises nach einer gegebenenfalls erst anschließend erfolgenden Annahme) abdecken muss. Hier muss dasselbe gelten wie für eine Bankgarantie beim Squeeze-out, die ebenfalls nur die ursprünglich vom Hauptaktionär festgelegte Abfindung abdeckt und dann zeitlich schnell erledigt ist. Denn eine Finanzierungsbestätigung mit einer auch noch das Spruchverfahren abdeckenden Laufzeit und ungewisser Höhe ist in der Praxis nicht umsetzbar..
- Außerdem regen wir an, die Regelung zur Antragsberechtigung im Spruchverfahren (Art. 1 Nr. 2 des Referentenentwurfs) zu überdenken. Aktuell ist vorgesehen, sich an die Regelung zur Überprüfung des Ausgleichs beim Abschluss eines Beherrschungs-/Gewinnabführungsvertrags anzulehnen und in § 3 Nr. 2 SpruchG neben §1 Nr. 2 auch § 1 Nr. 8 SpruchG aufzunehmen. Der Begriff „außenstehender Aktionär“ ist jedoch ein Fachterminus aus dem Recht rund um den Beherrschungs-/Gewinnabführungsvertrag (siehe insbesondere § 304 AktG). Dies sind alle Aktionäre mit Ausnahme desjenigen Aktionärs, der den Beherrschungs-/Gewinnabführungsvertrag mit der Gesellschaft abgeschlossen hat. Das entspricht nicht der Delistingkonstellation. Wir regen daher an, die neue Delistingkonstellation in § 3 Nr. 8 SpruchG vorzusehen.

6.2 Bestimmungen des Börsengesetzes, insbesondere zum Delisting

§ 38 BörsG

Laut Gesetzesbegründung entfällt durch die Änderung künftig die Entscheidung der Börsengeschäftsführung über die Aufnahme der Notierung zugelassener Wertpapiere im regulierten Markt durch Verwaltungsakt. Der Verzicht auf einen weiteren Verwaltungsakt sollte es den Börsen erlauben, künftig eine schnellere Notierungsaufnahme zu ermöglichen und diese an den tatsächlichen Gegebenheiten des jeweiligen Börsenplatzes auszurichten.

§ 39 BörsG

In § 39 Abs. 2 Satz 1 wird die Entscheidung der Börsengeschäftsführung über den Antrag des Emittenten, die Zulassung von Wertpapieren zum Handel im regulierten Markt zu widerrufen, zu einer gebundenen Entscheidung geändert. Durch diese Änderung erhalten sowohl die Börse als auch die Emittenten mehr Rechtssicherheit.

In Satz 2 wird die Zulässigkeit eines Delisting-Antrags ohne Erwerbsangebot nach Nr. 1 zum einen erweitert auf Fälle, in denen die Wertpapiere weiterhin an einem KMU-Wachstumsmarkt gehandelt werden. Das ist überzeugend, da KMU-Wachstumsmärkte ein Regulierungsniveau aufweisen, das regulierten Märkten bereits stark angeglichen ist. Bei KMU-Wachstumsmärkten wird in der Regel ein ausreichender Handel gewährleistet sein. Zudem ist in § 76 Abs. 1 Nr. 8 WpHG, § 48a Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 BörsG vorgesehen, dass Börsenträger bei einem Delisting von einem KMU-Wachstumsmarkt vorsehen müssen, dass ein Erwerbsangebot veröffentlicht wird (§ 39 Abs. 2 bis 6 BörsG) und Anleger gegen Abfindung aus der Gesellschaft ausscheiden können.

Positiv ist, dass § 39 Absatz 2 Satz 2 Nr. 4 BörsG die Zulässigkeit eines Delisting-Antrags ohne Erwerbsangebot auf Fälle erweitert, in denen über das Vermögen des Emittenten ein Insolvenzverfahren eröffnet wurde. Insolventen Emittenten stehen häufig keine Mittel zur Durchführung eines Erwerbsangebotes zur Verfügung, weshalb diese in der Vergangenheit daher kaum die Möglichkeit haben, die Börsennotierung aufzugeben.

Nach dem Wortlaut des Referentenentwurfs können Aktionäre, die das Delisting-Angebot innerhalb der regulären Frist nicht angenommen haben, auch nach Abschluss des Spruchverfahrens das Angebot noch annehmen (§ 39 Abs. 3 Satz 8 BörsG): „Ist ein Antrag auf Bestimmung der Angemessenheit der Gegenleistung durch das Gericht gestellt worden, so kann das Angebot nach Absatzes 2 Satz 2 Nummer 1 binnen zwei Monaten nach dem Tage angenommen werden, an dem die Entscheidung im Bundesanzeiger bekanntgemacht worden ist.“ Damit soll den

Aktionären eine erneute zweimonatige Annahmefrist eröffnet werden. Dies ist ein Systembruch für Kapitalmarktangebote, die auf rasche Annahme/ Abwicklung angelegt sind und – bei der üblichen Dauer von Spruchverfahren – keine Möglichkeit kennen, ein abgeschlossenes Angebot nach vielen Jahren erneut anzunehmen. Stimmiger wäre im Kapitalmarktrecht eine Lösung, bei der nur diejenigen Aktionäre vom Spruchverfahren profitieren, die bereits innerhalb der regulären Fristen das Delisting-Angebot angenommen haben. Die zusätzliche Annahmefrist nach Abschluss des Spruchverfahrens sollte dagegen entfallen.

Die Begründung zu § 39 Abs 3 Satz 8 BörsG untermauert unsere Argumentation: „In Satz 8 wird entsprechend § 31 Satz 2 des Umwandlungsgesetzes die Annahmefrist auf einen Zeitraum von zwei Monaten nach einer gerichtlichen Entscheidung über die Abfindung ausgedehnt, damit Anleger, die das Abfindungsangebot wegen einer zu niedrigen Gegenleistung nicht annehmen, nicht von einer späteren gerichtlichen Erhöhung profitieren.“ Hiernach sollen Aktionäre eben nicht auf einen höheren Preis bei einer späteren gerichtlichen Einigung hoffen können, wenn sie das Angebot nicht angenommen haben. Auch diese Formulierung spricht für eine generelle Streichung der Ausdehnung der Annahmefrist nach Abschluss des Spruchverfahrens.

Weiterhin möchten wir darauf hinweisen, dass der vorgeschlagene Gesetzeswortlaut des § 39 Abs. 3 Satz 7 BörsG missverständlich ist, wenn er davon spricht, dass das Gericht die Höhe der Gegenleistung auf Antrag nach den Vorschriften des Spruchverfahrensgesetzes (vermeintlich originär?) „bestimmt“. Wir schlagen den folgenden Wortlaut vor: „auf Antrag überprüft und gegebenenfalls abändert“.

Nach § 39 Abs. 3 BörsG wird „die Höhe der Gegenleistung [...] auf Antrag durch das Gericht nach den Vorschriften des Spruchverfahrensgesetzes bestimmt.“ Diese Formulierung ist ebenfalls missverständlich. Richtigerweise sollte – wie auch sonst – die Gegenleistung im ersten Schritt durch den Bieter bestimmt werden (die dann von der BaFin zusammen mit der Angebotsunterlage gebilligt wird). Vom Gericht sollte nur dann eine angemessene Gegenleistung im Spruchverfahren bestimmt werden, wenn geltend gemacht wird, dass die vom Bieter festgesetzte Gegenleistung nicht angemessen ist (zu der entsprechenden Formulierung siehe beispielsweise § 34 Satz 1 UmwG). Nur wenn bereits vom Bieter der Ausgangsbetrag festgesetzt wird, funktioniert das WpÜG-Angebotsverfahren, das einen bezifferten Angebotspreis verlangt.

In Ergänzung zu den durch das ZuFinG II vorgeschlagenen Änderungen erscheint es uns schließlich sinnvoll, auch § 1 Abs. 1 Nr. 3 Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (KapMuG) anzupassen. Sonst sind die Streitigkeiten über die Angebotshöhe in Delisting-Fällen KapMuG-fähig³ und die Aktionäre können unabhängig von den Fristen nach § 4 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 SpruchG, § 39 Abs. 3 Satz 8 BörsG eine Klage auf

³ So auch Harnos im Blog Gesellschaftsrecht, Zukunftsfinanzierungsgesetz: Die zweite Runde, 28. August 2024.

Erhöhung der Gegenleistung gemäß einem KapMuG-Verfahren anstrengen. Das ist abzulehnen.

Hinweise zum Abfindungsangebot beim Wechsel in den KMU-Wachstumsmarkt

Wie bereits oben angesprochen soll nach § 48a Absatz 1 Nr. 8 BörsG der Börsenträger für den Fall, dass der Emittent die Einbeziehung von Wertpapieren zum Handel an dem KMU-Wachstumsmarkt kündigt, eine den § 39 Absatz 2 bis 6 entsprechende Vorschrift verankern. Damit soll ein Delisting aus dem KMU-Wachstumsmarkt ohne Erwerbsangebot verhindert werden.

Dabei haben wir bei zwei Fallkonstellationen Bedenken:

- **Wechsel vom KMU-Wachstumsmarkt in den regulierten Markt**

Bei der Formulierung wird nicht Konstellation eines Wechsels vom KMU-Wachstumsmarkt in den regulierten Markt – also ein „upgrade“ in ein Marktsegment mit höheren Anforderungen – beachtet.

Nach aktueller Formulierung müsste ein Emittent in einem KMU-Wachstumsmarkt allen Aktionären ein den Vorgaben des § 39 Absatz 2 bis 6 BörsG entsprechendes Erwerbsangebot unterbreiten, obgleich seine Aktien bereits einen Tag später im regulierten Markt gehandelt werden sollen. Dies kann nicht gewollt sein.

Ein Wechsel von einem KMU-Wachstumsmarkt in den regulierten Markt wäre damit praktisch nicht möglich beziehungsweise äußerst unattraktiv. Die gesetzliche Regelung müsste daher eine Ausnahme von den entsprechenden Anforderungen des § 39 Abs. 2 bis 6 BörsG für den Fall vorsehen, wenn die Aktien mit Wirksamwerden der Kündigung zum Handel im regulierten Markt zugelassen sind.

- **Kündigung der Einbeziehung von Unternehmen, die bislang nur am KMU-Wachstumsmarkt einbezogen waren**

Die vorgeschlagene Ergänzung in § 48a Absatz 1 Nr. 8 BörsG stellt eine Verschärfung für die Unternehmen dar, die bislang nur in einem KMU-Wachstumsmarkt notiert sind, aber nicht in einem regulierten Markt. Auf diese „Börsenneulinge“, die gerade den Schritt an den KMU-Wachstumsmarkt machen, um Börsenerfahrung unter erleichterten Bedingungen zu sammeln, wirkt die Verpflichtung zur Abgabe eines Abfindungsangebotes bei Kündigung abschreckend.

Darunter leidet die Attraktivität des Segments KMU-Wachstumsmarkt.
Daher regen wir an, die Pflicht für die Abgabe eines Abfindungsangebotes
auf Unternehmen zu beschränken, die aus einem regulierten Markt in das
KMU-Wachstumssegment wechseln.

7 Weitere Anregungen, die nicht im Gesetzentwurf enthalten sind

7.1 Betriebsausgabenabzug für die Finanzierung mit Anleihen erhalten

Entscheidend für den Erfolg der Bemühungen der Bundesregierung um attraktive Finanzierungsbedingungen und einen wettbewerbsfähigen Finanzstandort ist es, diese Ziele über das ZuFinG II hinaus konsistent zu verfolgen.

Daher darf den Unternehmen die Kapitalmarktfinanzierung an anderer Stelle nicht erschwert werden.

Drastische negative Konsequenzen für die Kapitalmarktfinanzierung werden sich ab dem 1. Januar 2025 aus der Regelung ergeben, dass von den Unternehmen gezahlte Fremdkapitalzinsen auf die Finanzierung mit Inhaberschuldverschreibungen nicht mehr als Betriebsausgabe abzugsfähig sind. Das ergibt sich aus § 8 Steuerabzugsgesetz (StAbwG), der anders als die damit zusammenhängende Regelung zur Behandlung von Quellensteuern in § 10 StAbwG keine Ausnahmen für Inhaberschuldverschreibungen vorsieht. Betroffen sind unter anderem Unternehmensanleihen und damit ein wesentlicher Teil der Fremdfinanzierung kapitalmarktorientierter Unternehmen.

Die Regelung erhöht ab dem 1. Januar 2025 mit einem Schlag die Steuerbelastung für die betroffenen Unternehmen und damit ihre Finanzierungskosten massiv. Die Finanzierung über Unternehmensanleihen aus Deutschland heraus wird komplett unattraktiv, da die steuerliche Abziehbarkeit der (Zins-)Aufwendungen ein wesentlicher Faktor in der Wirtschaftlichkeitsrechnung ist. Dies konterkariert auch die Bemühungen der Bundesregierung zur Vitalisierung der Kapitalmarktfinanzierung für deutsche Unternehmen in signifikanter Weise.

Um Schaden vom Standort Deutschland, seinen Unternehmen und seinen Arbeitsplätzen abzuwenden, ist eine Lösung des Problems noch in diesem Jahr entscheidend. Konkret sollte ein Ausnahmetatbestand für Inhaberschuldverschreibungen in § 8 StAbwG aufgenommen werden, der sich an die bereits bestehende Ausnahme für Inhaberschuldverschreibungen in § 10 StAbwG anlehnt.

7.2 Stärkung des Kapitalangebots bleibt Daueraufgabe

Die konsistente Verfolgung eines Gesamtplans zur Stärkung des Kapitalmarkts in Deutschland setzt außerdem voraus, dass über die im Entwurf angesprochene

Stärkung der Venture-Capital-Finanzierung hinaus, Anlegerinnen und Anleger stärker am Kapitalmarkt investieren und an den Erträgen des Aktienmarktes teilhaben.

Um die Altersvorsorge zu stabilisieren und den langfristigen Vermögensaufbau zu fördern, muss ein größerer Teil der Ersparnisse der Bevölkerung am Aktienmarkt angelegt werden. Diese Ersparnisse fließen außerdem zu einem Teil in die Finanzierung einheimischer Unternehmen. Um dieses Potenzial auch in Deutschland zu mobilisieren, brauchen wir eine aktienorientierte Altersvorsorge. Die geplante Reform der privaten Altersvorsorge mit der Einführung eines Altersvorsorgedepots ist hierfür ein wichtiger Meilenstein und sollte dringend in den Gesetzgebungsprozess eingebracht werden. Ebenfalls sind steuerliche Rahmenbedingungen notwendig, die Anreize zum Erwerb von Aktien setzen.

7.3 Erleichterungen von Kapitalerhöhungen

Im Folgenden finden sich weitere Vorschläge zur Reform des AktG, die sich nicht im RefE finden, aber das deutsche Aktienrecht flexibilisieren und damit attraktiver machen würden.

Leistung von Sicherheiten bei Kapitalherabsetzung mit gleichzeitiger Kapitalerhöhung streichen (§ 225 AktG)

Die Frage des Aktiennennwerts kann auch im Sanierungsfall eine wichtige Rolle spielen. Es kann vorkommen, dass der aktuelle Börsenkurs nur knapp über oder sogar unter dem Nennwert liegt. Kapitalerhöhungen erfordern aber gerade in einer Sanierungssituation einen erheblichen Abschlag vom Börsenkurs, um bei Investoren auf Interesse zu stoßen. Liegt der von den Investoren akzeptierte Preis für neue Aktien unter dem Nennwert, ist die Kapitalerhöhung wegen des Verbots der Unter-Pari-Emission nach § 9 AktG faktisch und rechtlich unmöglich.

Aktien mit einem Nennwert von einem Eurocent können nützlich sein, um diese Problematik zu entschärfen. Geht man von einem gleichbleibenden Börsenkurs aus, kann durch eine entsprechende Herabsetzung des Nennbetrags bei niedrigem Börsenkurs nahe dem bisherigen Nennbetrag ein Abstand zum dann niedrigeren Nennwert geschaffen werden, der einen Abschlag ermöglicht.

Das funktioniert aber nur, wenn das Grundkapital in demselben Maße herabgesetzt wird, wie der Nennwert reduziert wird. Erfolgt keine Kapitalherabsetzung, führt die Nennwertreduzierung ausschließlich zu einem Aktiensplit, bei dem zur Abbildung einer Nennwertreduzierung von 1 Euro auf 0,01 Euro eine alte Aktie in 100 neue Aktien getauscht werden müsste. Das bedeutet, dass damit der im Börsenkurs reflektierte Anteil der einzelnen Aktie am Unternehmenswert in demselben Verhältnis aufgeteilt würde. Dementsprechend würde dann auch der Börsenkurs in

demselben Verhältnis sinken. Selbst bei einem Nennwert von 0,01 Euro würde damit eine Kapitalerhöhung mit einem Abschlag zum Börsenkurs weiterhin nicht möglich.

Damit Gesellschaften bei einem nahe des Nennbetrags liegenden Aktienkurs neue Aktien ausgeben können, muss das Kapital also zunächst entsprechend der Reduzierung des Nennwerts der einzelnen Aktie auf den neuen Mindestnennwert von einem Eurocent herabgesetzt werden. Dadurch erhöht sich der Abstand zwischen Nennwert und aktuellem Börsenkurs; durch die Möglichkeit des geringeren Mindestnennbetrags kann aber eine Reduzierung der Gesamtzahl der ausgegebenen Aktien und damit deren Zusammenlegung vermieden werden.

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

Der Umfang, in dem Gläubiger der Gesellschaft Sicherheitsleistungen verlangen können, stellt für die Gesellschaft ein nicht kalkulierbares Risiko dar, das die Liquiditätssituation des Unternehmens belasten kann. Deshalb stellt § 225 AktG in der Praxis ein Sanierungshindernis dar.

Damit Sanierungen erleichtert werden, sollte § 225 AktG daher angepasst werden. Konkret sollte das Recht auf Sicherheitsleistung in Fallkonstellationen entfallen, wenn zeitgleich mit der Kapitalherabsetzung eine Kapitalerhöhung in mindestens demselben Umfang beschlossen wird. In einem solchen Fall verbessert sich nämlich insgesamt die wirtschaftliche Stellung der Gläubiger. Einen zusätzlichen Schutz der Gläubiger durch § 225 AktG bedarf es dann offensichtlich nicht.

Ein Vorbild hierzu, das genau diesem Motiv folgt, gab es in § 7 Abs. 6 Satz 4 und 5 Wirtschaftsstabilisierungsfondsgesetz (WStBG). Zur Bewältigung der wirtschaftlichen Krise der Corona-Pandemie wurde dort auf den Anspruch der Gläubiger auf Sicherheitsleistung bei einer Herabsetzung des Grundkapitals im Zusammenhang mit einer Rekapitalisierung unter Beteiligung des Wirtschaftsstabilisierungsfonds gestrichen. Zwar ist die coronabedingte Regelung zwischenzeitlich ausgelaufen, die wirtschaftliche Logik dahinter lässt sich aber auf jeden Sanierungsfall auch unter Beteiligung privater Eigenkapitalgeber übertragen.⁴

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

⁴ Vgl. Lieder/Singhof, VGR-Sonderband „Reformbedarf im Aktienrecht, 2024, Rz. 14.27; Meyer ZGR 2024, 1151, ders. in Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bankrecht und Kapitalmarktrecht, 6. Aufl. 2022, Rz. 15.573.

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. Das erhöht die Attraktivität der Rechtsform der AG gerade für schnell wachsende Start-ups.

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 und beträgt oftmals weniger als vier Jahre. Es sollte daher jedenfalls für Mitarbeiter unterhalb des Vorstands auf eine starre Sperrfrist von vier Jahren verzichtet werden.
- Der Hauptversammlungsbeschluss muss zwingend „Erfolgsziele“ beinhalten. Die Definition von Erfolgszielen ist aber nur für die Bedienung von Aktienoptionsplänen anwendbar, 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 Aktienausgabe 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.

7.4 Keine Rückforderung von Dividendenzahlungen im Insolvenzfall

Der Bundesgerichtshof hat sich in einem Urteil vom 30. März 2023 (Az IX 121/22) damit befasst, ob im Falle der Insolvenz eines Unternehmens Dividendenzahlungen an Aktionäre vom Insolvenzverwalter zurückgefordert werden können. Im Kern geht es um die Frage, ob der Schutz des Dividendenempfängers wie er in § 62 Abs.

1 Satz 2 AktG geregelt ist, die Unentgeltlichkeitsanfechtung nach § 134 InsO ausschließt. Der BGH kommt zu der Feststellung, dass der aktienrechtliche Schutz des gutgläubigen Dividendenempfängers eine Unentgeltlichkeitsanfechtung nicht ausschließt. Auch der gutgläubige Aktionär muss bis zu vier Jahre vor Beantragung der Insolvenz erhaltene Dividenden zurückzahlen, wenn die der Auszahlung zugrundeliegenden Jahresabschlüsse vom Insolvenzverwalter nachträglich für nichtig erklärt oder durch andere Jahresabschlüsse ersetzt werden. Aktionären droht im Insolvenzfall nicht mehr nur der Totalverlust der Aktienanlage, sondern auch der nachträgliche Verlust der Dividendenzahlungen. Dieses Urteil erhöht die immer noch weit verbreitete Skepsis in der deutschen Bevölkerung vor dem Aktienbesitz und konterkariert die Bemühungen der Bundesregierung, zur Entlastung der gesetzlichen Rente stärker auf eine aktienbasierte Altersvorsorge zu setzen. In der Gesetzesbegründung des ZuFinG II könnte eine Klarstellung zum Vorrang des § 62 AktG vor den §§ 129 ff. InsO aufgenommen werden. Damit würde ein wertvoller Beitrag zum Vertrauen in den Kapitalmarkt geleistet.

Kontakt

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

Dr. Gerrit Fey
 Leiter Fachbereich Kapitalmärkte
 Telefon +49 69 92915-41
 fey@dai.de

Dr. Claudia Royé
 Stellvertretende Leiterin Fachbereich Recht
 Leiterin Kapitalmarktrecht
 Telefon +49 69 92915-40
 roye@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.
 Behrenstraße 73
 10117 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 rund 90 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.*

