

# Die Reform der Eigenkapitalfinanzierung durch das Zukunftsfinanzierungsgesetz

Prof. Dr. Jan Lieder, LL.M. (Harvard)

Munich Center for Capital Markets Law an der Ludwig-Maximilians-Universität München

**Reformen durch den EU-Listing Act und das Zukunftsfinanzierungsgesetz**

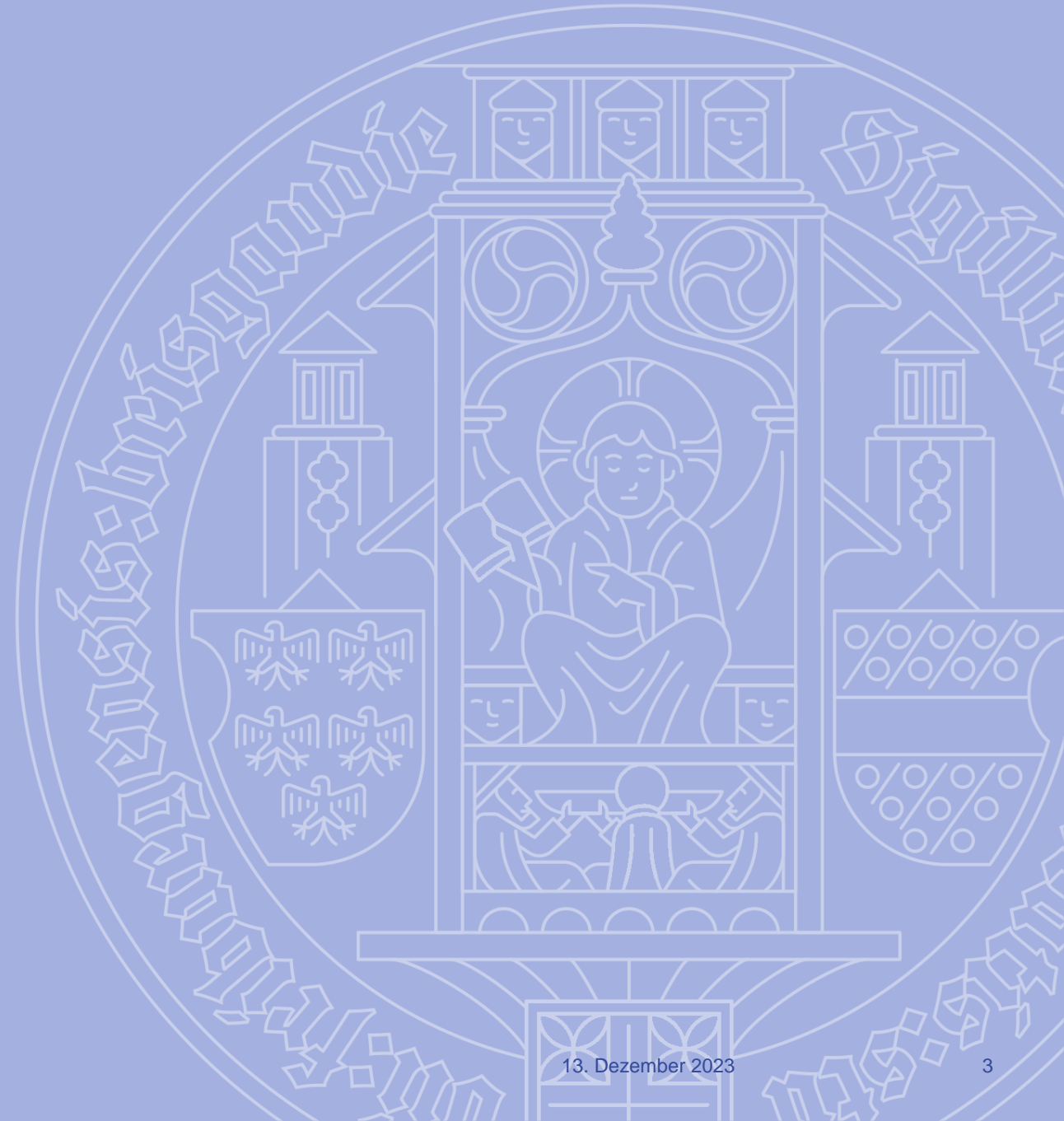
München, 13. Dezember 2023

# Überblick

---

- I. Ausgangsbefund
- II. Vereinfachter Bezugsrechtsausschluss
- III. Neuordnung des Rechtsschutzsystems
- IV. Relevanz des Börsenkurses
- V. Desiderata
- VI. Fazit

# I. Ausgangsbefund



# I. Ausgangsbefund

- Recht der Unternehmensfinanzierung wird **Bedürfnissen der Unternehmenspraxis** nach flexiblem und wettbewerbsfähigem Gestaltungsrahmen nicht mehr hinreichend gerecht
  - **Andere EU-Mitgliedstaaten** weisen zT nationale Regelungen auf, die eine flexiblere Finanzierung am Kapitalmarkt ermöglichen – Verschärfter Wettbewerb der Gesellschaftsrechtsordnungen durch UmwRL – Unternehmensfinanzierung ist Entscheidungskriterium für Rechtsformwahl
  - **Finanzmarktkrise** und **COVID-19-Pandemie** haben Grenzen des nationalen Rechts bei substanziellem Kapitalbedarf aufgezeigt – Legislative Antwort war Sonderrecht des FStBG und WStBG – Grundständiges Aktienrecht kann von innovativen Lösungen profitieren
  - Volatiles Umfeld der Unternehmen verlangt nach einer **Flexibilisierung der Kapitalveränderungen in beide Richtungen**, um Eigenkapital an aktuelle Bedürfnisse des Unternehmens anzupassen

# I. Ausgangsbefund

- **Verbesserte Durchführung** von Maßnahmen der Eigenkapitalfinanzierung verlangen nach:
  - Erhöhung der Rechts- und Transaktionssicherheit
  - Steigerung der Attraktivität des deutschen Aktienrechts im internationalen Vergleich und
  - Erweiterung bestehender sowie Schaffung zusätzlicher Handlungs- und Gestaltungsspielräume
- Recht der Eigenkapitalfinanzierung bedarf **keiner grundlegenden, systemändernden Revision**; es genügen **punktueller Weiterentwicklungen** des bestehenden Systems

# I. Ausgangsbefund

- **Zukunftsfinanzierungsgesetz** folgt punktuellm Ansatz, bringt beachtliche Neuerungen, adressiert aber nur Teil der bezeichneten Problemstellungen
  - Zielstellung: Stärkung der Leistungsfähigkeit des deutschen Finanzmarkts; Erhöhung der Attraktivität des deutschen Finanzstandorts als Teil eines starken Finanzplatzes Europa
  - Vereinfachung der Eigenkapitalgewinnung durch Erleichterung und Beschleunigung von Kapitalerhöhungen
  - Neuordnung des Verwässerungsschutzes bei Kapitalerhöhungen mit Bezugsrechtsausschluss
  - Normative Verankerung einer marktorientierten Unternehmensbewertung
  - Beachtliche Fortentwicklung der Textstufen vom RefE über RegE zum Gesetz durch Übernahme von Anregungen aus Praxis und Wissenschaft (DAI, Deutsche Börse, DAV, Zeitschriftenbeiträge)

## II. Vereinfachter Bezugsrechtsausschluss

## II. Vereinfachter Bezugsrechtsausschluss

### 1. Bezugsrecht und (vereinfachter) Ausschluss

- **Bezugsrecht** nach § 186 I AktG vermittelt Aktionär „doppelte Besitzstandsgarantie“: Schutz vor Stimmrechts- und Vermögensverwässerung
- **Ausschluss** des Bezugsrechts erfordert insbesondere **sachliche Rechtfertigung** (*Kali+Salz*)
- Ausnahme gilt für **vereinfachten Bezugsrechtsausschluss** nach § 186 III 4 AktG
  - Kapitalerhöhung gegen Bareinlage
  - Obergrenze des Erhöhungsbetrags von 10% des Grundkapitals
  - Ausgabebetrag darf Börsenkurs nicht wesentlich unterschreiten
  - Große praktische Bedeutung, weil vereinfachter Bezugsrechtsausschluss schnelle, kostengünstige (prospektfreie) und flexible Kapitalerhöhung bei günstiger Marktsituation ermöglicht



## II. Vereinfachter Bezugsrechtsausschluss

### 2. Neuregelung durch das ZuFinG

- **Erhöhung** der Obergrenze **von 10 % auf 20 %** des Grundkapitals
- Neuregelung ist **uneingeschränkt zu begrüßen**
  - Klare Verbesserung der Eigenkapitalfinanzierung namentlich bei Ausnutzung eines genehmigten Kapitals und bei Begebung von Wandel- und Optionsanleihen
  - Senkung von Kapitalaufnahmekosten und Verbesserung der innereuropäischen Wettbewerbssituation
  - Synchronisierung mit Art. 1 V ProspektVO: Keine Prospektpflicht bei Kapitalerhöhung „über einen Zeitraum von 12 Monaten“ von „weniger als 20 %“ der am Markt gehandelten Wertpapiere
- Einflussreiche **Stimmrechtsberater** sollten sich von diesen Vorteilen überzeugen lassen und ihre restriktiven **Abstimmungsrichtlinien** an die neue Rechtslage **anpassen**

# III. Neuordnung des Rechtsschutzsystems

# III. Neuordnung des Rechtsschutzsystems

## 1. Tradiertes Regelungsmodell

- **Anfechtung** des HV-Beschlusses über Kapitalerhöhung mit ausgeschlossenem Bezugsrecht konnte nach § 255 II AktG aF darauf gestützt werden, dass **Ausgabebetrag** für junge Aktien **zu niedrig** ist
- Klageerhebung führte zu **faktischer Registersperre** und verzögerte Kapitalerhöhung erheblich
- In der Unternehmenspraxis erfolgen kaum Sachkapitalerhöhung, sondern fremdfinanzierte Barübernahmen
  - Wettbewerbsnachteil bei Übernahmen
- **Freigabeverfahren** nach § 246a AktG brachte Erleichterung, war aber **keine Ideallösung**
  - Regeldauer von mehreren Monaten
  - Freigabeverfahren ist kein geeigneter Ort für komplexe Bewertungsfragen
  - Doppelte Angriffsfläche bei Sachkapitalerhöhung: Unterbewertung der Aktien; Überbewertung der Sache

# III. Neuordnung des Rechtsschutzsystems

## 2. Neuregelung durch das ZuFinG im Überblick

- Neuregelung stellt Wertverwässerungsschutz auf **grundlegend neues Fundament**
- **§ 255 II AktG nF**: „Die Anfechtung kann nicht auf § 243 Absatz 2 oder darauf gestützt werden, dass der auf eine Aktie entfallende Wert der Einlage unangemessen niedrig ist.“
- **§ 255 IV AktG nF**: „Ist das Bezugsrecht in anderer Weise als nach § 186 Absatz 3 Satz 4 ganz oder zum Teil ausgeschlossen und ist der auf eine Aktie entfallende Wert der Einlage unangemessen niedrig, so kann jeder Aktionär, dessen Recht, gegen die Wirksamkeit des Kapitalerhöhungsbeschlusses Klage zu erheben, nach Absatz 2 ausgeschlossen ist, unbeschadet der §§ 255a und 255b von der Gesellschaft einen Ausgleich durch bare Ausgleichszahlung verlangen, soweit sein Bezugsrecht ausgeschlossen ist.“
- Gewährung zusätzlicher Aktien nach **§ 255a AktG nF** (Ersetzungsbefugnis) sowie Kapitalerhöhung zur Gewährung nach **§ 255b AktG nF** folgen in ihrer regulatorischen Grundstruktur den §§ 72a, 72b UmwG

# III. Neuordnung des Rechtsschutzsystems

## 3. Anfechtungsausschluss

- Anfechtungsausschluss für Bewertungsrügen (und bei Sondervorteilen) ist **zu begrüßen**
  - Stärkung der **Verfahrenseffizienz** und **Transaktionssicherheit**
  - **Beschleunigung** der Eintragung und Durchführung der Kapitalerhöhung
  - Übergeordnetes Ziel des redlichen Aktionärs ist regelmäßig **nicht** die **Verhinderung** der Kapitalmaßnahme, **sondern** der **Ausgleich** des Wertverwässerungsschadens
  - Nicht Anfechtungs- oder Freigabeverfahren, sondern Spruchverfahren ist in funktioneller Hinsicht **geeigneter Ort**, um Bewertungsfragen im Falle eines Bezugsrechtsausschlusses zu überprüfen
  - Schaffung eines einheitlichen Rechtsschutzsystems, Beitrag zur verbandsrechtlichen Institutionenbildung: Umwandlungen nach UmRUG, Unternehmensverträge, Squeeze-out, Kapitalerhöhung

# III. Neuordnung des Rechtsschutzsystems

## 4. Ausgleichsansprüche

- **Angemessenheit** des auf eine Aktie entfallenden Werts der Einlage
- Bei **Sachkapitalerhöhung** besteht doppelte Bewertungsunsicherheit für (1.) Aktienwert und (2.) Sachwert
  - Unternehmerische Entscheidungsspielraum des Vorstands anerkannt, insbesondere um **Interesse der AG** an neuem Aktionär und (oder) besonderer Sacheinlage zu berücksichtigen
  - Spielraum sollte bei nächster Gelegenheit positivrechtlich verankert werden
- **Begriff** der Angemessenheit muss in Parallele zum bisherigen Recht **weit ausgelegt** werden
  - Ausgabebetrag ist nur dann unangemessen niedrig iSd. § 255 IV AktG nF, wenn Verhältnis von Einlage- und Ausgabebetrag **eindeutig außerhalb vertretbarer Bandbreite** liegt
  - Unternehmerischer Entscheidungsspielraum ist weiter als bei Squeeze-out und Unternehmensvertrag

# III. Neuordnung des Rechtsschutzsystems

## 4. Ausgleichsansprüche

- Von Anfechtung ausgeschlossene Aktionäre können primär **bare Ausgleichszahlung** von AG verlangen
- **Ersetzungsbefugnis** nach §§ 255a, 255b AktG ist im Grundsatz **zu begrüßen**
  - **Vermeidet** mit Zuzahlungsansprüchen verbundenen, schwer vorhersehbaren **Liquidationsabfluss**
  - Gewährung zusätzlicher Aktien stellt Altaktionäre so, als wäre ihnen im Rahmen der Kapitalerhöhung ein entsprechender Wert zugeteilt worden
  - Rechtsdogmatische Probleme, namentlich Einlagefähigkeit des Ausgleichsanspruchs, sind lösbar
- **Keine** Ausgleichsansprüche für **genehmigtes Kapital**
  - **Vermeidet** mit Zuzahlungsansprüchen verbundenen, schwer vorhersehbaren **Liquidationsabfluss**
  - Ausnutzung der Ermächtigung durch Vorstand kann nicht angefochten werden, konsequent muss auch Spruchverfahren, das systematisch anstelle der Anfechtung tritt, ausscheiden

# III. Neuordnung des Rechtsschutzsystems

## 5. Vereinfachter Bezugsrechtsausschluss

- Verhältnis von § 255 II AktG aF und § 186 III 4 AktG war **bisher streitig**
- **Wechselhaftes Gesetzgebungsverfahren** von keine Anfechtung/Spruchverfahren (RefE) über Anfechtung/kein Spruchverfahren (RegE) bis zu keine Anfechtung/kein Spruchverfahren (§ 255 AktG nF)
- **Finanzausschuss** folgt Spezialitätsthese (§ 186 III 4 AktG verdrängt § 255 II AktG aF): rechtssichere Handhabung des vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses; Kompensation durch Nachkaufoption
- **Parallele** zur Ausnutzung eines **genehmigten Kapitals**, obgleich ordentliche Kapitalerhöhung auf einem Hauptversammlungsbeschluss beruht und keine Geschäftsführungsmaßnahme darstellt
- **Anfechtung nach §§ 255 I, 243 I AktG zulässig** unter Hinweis darauf, dass Voraussetzungen des § 186 III 4 AktG nicht erfüllt sind
- Analoge Anwendung des **§ 255 V AktG nF** auf § 186 III 4 AktG?



# IV. Relevanz des Börsenkurses

# IV. Relevanz des Börsenkurses

## 1. Neuregelung durch das ZuFinG

- Zuzahlungsanspruch entfällt, wenn Ausgabebetrag Börsenkurs **nicht wesentlich unterschreitet** (§ 255 V 2 AktG nF) – Parallele zu § 186 III 4 AktG: 3 % (Regelabschlag) bis 5 % (Obergrenze)
- Wert der jungen Aktien entspricht dem **Börsenkurs** (§ 255 V 1 AktG nF): durchschnittlicher Kurs über Zeitraum von drei Monaten vor dem Vortag der Entscheidung über Aktienaussgabe (§ 255 V 4 AktG nF)
  - **Schlusskurs am Entscheidungsvortag** ist maßgeblich, falls niedriger als Durchschnittskurs (§ 255 V 5 AktG nF)
- **Ausnahme** nach § 255 V 3 AktG nF bei Verstoß gegen Veröffentlichungspflicht bei **Insiderinformationen** (Art. 17 MAR), **Marktmanipulation** (Art. 15 MAR) oder **Marktengpässe** (Marktilliquidität)
  - **Rückausnahme**, wenn Verstoß gegen Ad-hoc-Pflicht oder Marktmanipulation **keine** (wesentliche) **Auswirkung** auf Durchschnittskurs hatte (§ 255 V 6 AktG nF)

# IV. Relevanz des Börsenkurses

## 2. Rechtspolitische Würdigung

- Wertermittlung durch Anknüpfung an Börsenkurs dient **Prozessökonomie** und liegt in Fließrichtung der bisherigen **Rechtsprechungsentwicklung** vom *DAT/Altana* (BVerfG 1999) bis *WCM/TLG* (BGH 2023)
- Neuregelung orientiert sich sachlich an Delisting nach § 39 III BörsG und ist grundsätzlich zu begrüßen
- **De lege lata** ist von **abschließender** Formulierung der Ausnahmetatbestände auszugehen
- **De lege ferenda** ist das **kritikwürdig**
  - Spektakuläre Fälle (Rocket Internet, GameStop) verlangen nach **mehr Flexibilität**
  - Rechtsprechung ist flexibler: Ausnahme im Allgemeinen angezeigt, wenn nicht von effektiver Informationsbewertung durch Marktteilnehmer ausgegangen werden kann
  - Soweit § 39 BörsG reformiert wird, sollte Neuregelung mit § 255 V AktG nF abgestimmt werden

## IV. Relevanz des Börsenkurses

### 3. Analoge Anwendung des § 255 V AktG nF auf § 186 III 4 AktG

- **Berechtigte Aktionärsinteressen** gefährdet, wenn Börsenkurs nicht den wahren Wert der Aktien abbildet
- **Ausnahmetatbestände** des § 255 V 3, 6 AktG nF **adressieren** gerade **diese Problematik** und sind in der Sache klar umrissen (abschließender Charakter ist hier ein Vorteil)
- Bei **analoger Anwendung des § 255 V 3, 6 AktG nF** kann Anfechtung nach §§ 255 I, 243 I AktG darauf gestützt werden, dass Börsenkurs, an dem sich Ausgabebetrag bei vereinfachtem Bezugsrechtsausschluss zu orientieren hat, nicht den „wahren Wert“ des Unternehmens widerspiegelt
- **Dagegen:** Anfechtungsmöglichkeit läuft der **intendierten Sonderbehandlung** des vereinfachten Bezugsrechtsausschluss zuwider
  - **Aber:** Anfechtung nach **§§ 255 I, 243 I AktG** bleibt erhalten; Aussagekraft des **Börsenkurses** ist implizite Tatbestandsvoraussetzung des § 186 III 4 AktG und muss **überprüft** werden können

# V. Desiderata



## V. Desiderata

### 1. Genehmigtes Kapital

- Begrenzung des genehmigten Kapitals nach § 202 III 1 AktG sollte auf **100 %** des Grundkapitals **angehoben** werden
  - Erhöhung entspricht **internationalem Trend**; keine unionsrechtliche Obergrenze (vgl. Art. 68 II 1 GesRRL)
  - Angemessener Ausgleich zwischen Finanzierungsinteresse der AG und Minderheitsschutz der Aktionäre
- **Unbegrenzte Ausnutzung** bei drohender Zahlungsunfähigkeit und zur Abwendung einer Überschuldung
  - Übertragung des Rechtsgedankens des § 192 III 3 AktG auf genehmigtes Kapital
  - **Obergrenze** wirkt in Notsituationen **sanierungsfeindlich** und steht einer raschen und unkomplizierten Eigenkapitalaufnahme entgegen
  - Berechtigte Aktionärsinteressen müssen in Krisen- und Sanierungssituation zurücktreten

# V. Desiderata

## 2. Bedingtes Kapital

- Daher sollte auch **Begrenzung** des bedingten Kapitals nach § 192 III 1 AktG **auf 100 %** des Grundkapitals **angehoben** werden
  - Erhöhung der Obergrenze bei Zusammenschluss von Unternehmen von 50 % auf 60 % ist zu begrüßen, greift aber zu kurz: Volumen ist zu gering, Unternehmenspraxis greift mit Blick auf Vertraulichkeit zu genehmigtem Kapital
- Im Übrigen ist **Anhebung** der Obergrenze für **Bezugsrechte für Arbeitnehmer** und Mitglieder der Geschäftsleitung von 10% auf 20 % des Grundkapitals **zu begrüßen**
  - Verkraftbarer Verwässerungseffekt zur Steigerung der **Konkurrenzfähigkeit deutscher Start-ups** im Vergleich zu US-amerikanischen, wo Beteiligungsquote der Mitarbeiter im Durchschnitt bei 20 % liegt
  - Attraktivitätssteigerung durch Rückkehr zu **Mindestwartefrist** von zwei Jahren (vgl. § 193 II Nr. 4 AktG)

## V. Desiderata

### 3. Weitere Reformvorschläge

- **Kapitalband** nach schweizerischem Vorbild: Kombination von genehmigtem Kapital und genehmigter Kapitalherabsetzung nach Änderung des Art. 73 I GesRRL
- **Rückerwerbbare Aktien** (*redeemable shares*) in Form von *call options* und *put options*
- Wiederherstellung der **Kapitalmarktfähigkeit** durch
  - Herabsetzung des **Mindestnennbetrags** auf **einen Cent**
  - **Kapitalherabsetzung** im Zusammenhang mit Kapitalerhöhung (Kapitalschnitt) ohne Sicherheitsleistung, soweit ursprüngliche Grundkapitalziffer durch Kapitalerhöhung mindestens erreicht wird
- Erleichterter Bezugsrechtsausschluss für **Spitzenbeträge**
- Verkürzung der **Einberufungsfrist** für HV mit ordentlicher Kapitalerhöhung auf 21 Tage



# VI. Fazit



## VI. Fazit

- ZuFinG bereitet den Weg zu einem **modernen Recht der Eigenkapitalfinanzierung**
  - Erhöhte Obergrenzen bei vereinfachtem Bezugsrechtsausschluss und bedingtem Kapital
  - Anfechtungsausschluss für Bewertungsrügen und Verweis ins Spruchverfahren
  - Ersetzungsbefugnis anstelle barer Ausgleichszahlung
  - Hinwendung zu einer marktorientierten Unternehmensbewertung
  - Schutz berechtigter Aktionärsinteressen beim vereinfachten Bezugsrechtsausschluss durch Anfechtbarkeit des Erhöhungsbeschlusses nach §§ 255 I, 243 I AktG in den Ausnahmefällen des § 255 V 3, 6 AktG nF
- **Desiderata:** Nach der Reform ist vor der Reform:
  - Weiterer legislatorischer Handlungsbedarf verlangt nach einem **ZuFinG II**

**Herzlichen Dank für  
Ihre Aufmerksamkeit!**

The background of the slide features a large, faint watermark of the University of Freiburg seal. The seal is circular and contains a central figure, likely a seated scholar or saint, surrounded by various heraldic symbols, including eagles and architectural elements. The Latin motto "SIGILLUM UNIVERSITATIS BRUNNENSIS" is visible around the perimeter of the seal.