

10. Mai 2023

Association for Financial Markets in Europe
Bürohaus an der Alten Oper
Neue Mainzer Straße 75
60311 Frankfurt am Main

Bundesministerium der Finanzen

Referat VIIB1
Dr. Henzler / PD Dr. Krolop

Bundesministerium der Justiz

Referat III A 7
Dr. Litsoukov

Per E-Mail: ZuFinG@bmf.bund.de; IIIA7@bmj.bund.de

Stellungnahme zum Referentenentwurf eines Zukunftsfinanzierungsgesetzes (ZuFinG)

Sehr geehrte Damen und Herren,

wir bedanken uns für die Übersendung des oben genannten Referentenentwurfs und die damit verbundene Möglichkeit zur Stellungnahme.

Die Association for Financial Markets in Europe (AFME) ist ein Europäischer Finanzmarktverband mit über 175 Mitgliedern und die maßgebliche Stimme der führenden globalen und europäischen Banken, die auf den Finanzmärkten in Europa tätig sind. AFME ist im Lobbyregister für die Interessenvertretung gegenüber dem Deutschen Bundestag und der Bundesregierung zur Registernummer R001235 eingetragen. Diese Stellungnahme beschränkt sich auf einzelne, aus Sicht von AFME und ihren Mitgliedern besonders relevante Aspekte des ZuFinG. Sie beruht auf einem intensiven Austausch mit AFMEs Mitgliedern und deren Rechtsabteilungen sowie Vertretern der internationalen Rechtsanwaltskanzleien Latham & Watkins LLP, Linklaters LLP und Sullivan & Cromwell LLP.

AFME begrüßt ausdrücklich das mit dem Gesetzesentwurf verfolgte Anliegen, die Leistungsfähigkeit des deutschen Kapitalmarkts zu stärken und die Attraktivität des deutschen Finanzstandorts als bedeutenden Teil eines starken Finanzplatzes Europa zu erhöhen. Der Entwurf eines ZuFinG enthält zahlreiche sinnvolle Gesetzesänderungen. Einige der vorgeschlagenen Änderungen bedürfen nach erster Analyse jedoch dringend weiterer Bearbeitung, um das Ziel des Gesetzesentwurfs zu erreichen. Der derzeitige Entwurf würde beispielsweise die Aufnahme weiteren Eigenkapitals in Fällen, die in der Praxis besonders relevant sind, nach aktuellem Sachstand allenfalls ausnahmsweise erleichtern, im Regelfall jedoch deutlich erschweren oder sogar unmöglich machen.

Im Einzelnen:

1. ÄNDERUNG DES § 186 AKTG

Wir begrüßen die Erhöhung der Obergrenze für das Volumen einer von Vorstand und Aufsichtsrat beschlossenen Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital mit erleichtertem Bezugsrechtsausschluss nach § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG von derzeit 10 Prozent auf 20 Prozent.

- Diese praktisch besonders bedeutsame Form der Kapitalerhöhung (hierzu sogleich unter 3. c)) ermöglicht es börsennotierten Aktiengesellschaften, günstige Marktbedingungen zu nutzen und kurzfristig Eigenkapital durch beschleunigte Platzierungen oder durch eine Platzierung an einzelne Investoren aufzunehmen. Durch die Erhöhung des zulässigen Höchstvolumens kann künftig die derzeit durch die EU-Prospektverordnung vorgesehene Möglichkeit der prospektfreien Zulassung neuer Wertpapiere einer bereits börsenzugelassenen Gattung vollumfänglich ausgenutzt werden.
- Ob die entsprechenden Änderungen tatsächlich praktische Relevanz entfalten, es also in Zukunft höhervolumige Kapitalerhöhungen aus genehmigtem Kapital mit erleichtertem Bezugsrechtsausschluss geben wird, wird auch davon abhängen, wie sich Stimmrechtsberater (*Proxy Advisors*) hierzu positionieren. Die Abstimmungsempfehlungen und -richtlinien für Hauptversammlungen (*Proxy Voting Guidelines*) verschiedener Stimmrechtsberater und wichtiger institutioneller Investoren sehen derzeit eine positive Abstimmungsempfehlung für von der Hauptversammlung beschlossene Ermächtigungen von Vorstand und Aufsichtsrat für Kapitalerhöhungen unter Ausschluss des Bezugsrechts nur vor, wenn diese Ermächtigungen 10 Prozent des Grundkapitals nicht übersteigen. Es bliebe abzuwarten, ob die Stimmrechtsberater ihre *Proxy Voting Guidelines* entsprechend an die neue Volumengrenze von 20 Prozent anpassen.

2. ÄNDERUNGEN DES § 192 AKTG

Der Referentenentwurf schlägt vor, die Obergrenze für das bedingte Kapital (§ 192 AktG-E) zum Zwecke eines Unternehmenszusammenschlusses von 50 Prozent auf 60 Prozent des Grundkapitals anzuheben. Diese Erleichterung ist grundsätzlich begrüßenswert.

Aus Praxissicht ist indes anzumerken, dass hiermit wohl kein nennenswerter Fortschritt verbunden sein wird. Das bedingte Kapital wird soweit ersichtlich für Unternehmenszusammenschlüsse nicht genutzt. Entsprechende Ermächtigungen werden daher nicht geschaffen. Grund hierfür ist nicht die prozentuale Begrenzung, sondern die geringere funktionale Flexibilität bedingten Kapitals im Vergleich etwa zu genehmigtem Kapital, insbesondere die nach herrschender Meinung fehlende Möglichkeit, ein bedingtes Kapital zum Zweck eines Unternehmenszusammenschlusses ohne Bezug und Beschränkung auf einen ganz bestimmten, im Hauptversammlungsbeschluss konkret zu benennenden, Zusammenschluss zu schaffen. Eine Erhöhung des maximalen Nennbetrags des genehmigten Kapitals, die aber nicht vorgeschlagen wird, würde hier deutlich mehr Flexibilität bieten.

Gleichzeitig verwehrt die Nichterhöhung des Nennbetrags für bedingtes Kapital zur Unterlegung von Wandelschuldverschreibungen (§ 192 Abs. 2 Nr. 1 AktG) Aktiengesellschaften erhebliche Flexibilität bei der kurzfristigen Unternehmensfinanzierung. Sie benachteiligt deutsche Gesellschaften weiterhin gegenüber flexibleren ausländischen Jurisdiktionen. Insbesondere besteht weiterhin ein erheblicher Unterschied zu den Möglichkeiten, die das US-Recht insoweit bietet. Die Erhöhung des maximalen Nennbetrags des bedingten Kapitals auf 60 Prozent des Grundkapitals zur Vorbereitung von Unternehmenszusammenschlüssen greift, wie oben beschrieben, aus Praxissicht zu kurz.

3. ÄNDERUNG DES § 255 AKTG

Wir begrüßen das Vorhaben, Anfechtungsrisiken für (ordentliche) Kapitalerhöhungen unter Bezugsrechtsausschluss zu verringern. Jedoch bewerten wir die zu diesem Zweck vorgeschlagenen konkreten Änderungen in § 255 AktG größtenteils sehr kritisch. Dies betrifft insbesondere die Erstreckung der Regelungen in § 255 Abs. 3 und Abs. 4 AktG-E auf die in der Praxis sehr relevanten Kapitalerhöhungen aus genehmigtem Kapital.

a) Änderung von § 255 Abs. 2 AktG:

Der vorgeschlagene Ausschluss des Anfechtungsrechts mit der Begründung, der Ausgabebetrag der neuen Aktien sei unangemessen niedrig (§ 255 Abs. 2 AktG), ist begrüßenswert:

- Nach geltendem Recht können Aktionäre die Anfechtung eines Hauptversammlungsbeschlusses über eine Kapitalerhöhung gegen Einlagen, bei der das Bezugsrecht der Aktionäre ausgeschlossen ist, auch darauf stützen, dass der sich aus dem Kapitalerhöhungsbeschluss ergebende Ausgabebetrag der neuen Aktien unangemessen niedrig ist. Solange eine Anfechtung bei Gericht anhängig ist, wird der betreffende Kapitalerhöhungsbeschluss der Hauptversammlung grundsätzlich nicht in das Handelsregister eingetragen und damit nicht wirksam (Blockadewirkung bzw. faktische Registersperre von Anfechtungsklagen). Die Gesellschaft kann versuchen, diese Blockadewirkung der Anfechtungsklage im Wege eines sogenannten Freigabeverfahrens (§ 246a AktG) zu überwinden. Eine zeitnahe rechtssichere Durchführung der Kapitalerhöhung lässt sich so aber in der Praxis, wie die Entwurfsbegründung zurecht anmerkt, mit Blick auf die Dauer des Freigabeverfahrens nicht erreichen. In der Praxis erfolgen von der Hauptversammlung beschlossene Kapitalerhöhungen gegen Bareinlage daher stets unter Gewährung von Bezugsrechten.
- Die vorgeschlagene Änderung könnte in der Praxis Spielraum für diejenigen Kapitalerhöhungen unter Bezugsrechtsausschluss eröffnen, die einen Beschluss der Hauptversammlung erfordern, aber die Erleichterungen des § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG bei vom Vorstand und Aufsichtsrat beschlossenen Kapitalerhöhungen aus genehmigtem Kapital (etwa wegen Überschreitens des zulässigen Höchstvolumens) nicht nutzen konnten. Vor dem oben beschriebenen Hintergrund sind solche von der Hauptversammlung beschlossenen Kapitalerhöhungen derzeit bislang praktisch nicht oder nur mit deutlichem Anfechtungsrisiko umsetzbar. Die Überführung von Bewertungsprüfungen vom Anfechtungs- ins Spruchverfahren erscheint insoweit bedenkenswert. Bei der Ausgestaltung eines etwaigen Spruchverfahrens stellen sich jedoch eine Reihe von grundsätzlichen Umsetzungsfragen.
- Zudem ist mit Blick auf das Spruchverfahren zu bedenken, dass eine Entscheidung nach dem SpruchG für und gegen alle Aktionäre wirkt (§ 13 SpruchG). Einzelne aktivistische Aktionäre können somit den vorgeschlagenen Barausgleichsanspruch als (erhebliches) Druckmittel gegen die Gesellschaft nutzen, obwohl die Mehrheit der Aktionäre die Kapitalmaßnahme begrüßt und selbst keine Ausgleichsansprüche geltend gemacht hat.
- Auch nach geltender Rechtslage haben im Übrigen einzelne Aktionäre, deren Bezugsrecht ausgeschlossen wurde, die Möglichkeit, nach allgemeinen Regeln von der Gesellschaft Schadensersatz zu verlangen. Sie sind also nicht schutzlos gestellt.

- Eine praktisch sinnvolle Alternative, um das Problem der faktischen Registersperre infolge einer Anfechtungsklage nach § 255 Abs. 2 AktG zu adressieren, könnte eine gesetzlich vorgegebene Beschleunigung des aktienrechtlichen Freigabeverfahrens (§ 246a AktG) sein.

b) Neueinfügung von § 255 Abs. 3 AktG-E:

Die Einführung eines Barausgleichsanspruchs der Aktionäre bei Ausschluss des Bezugsrechts ist in der Praxis wie vorgeschlagen nicht handhabbar. Er bedarf im Fall einer durch die Hauptversammlung beschlossenen Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts der Verbesserung. Bei von Vorstand und Aufsichtsrat beschlossenen Kapitalerhöhungen aus genehmigtem Kapital unter Ausschluss des Bezugsrechts erscheint ein Ausgleichsanspruch strukturell verfehlt:

- Nach dem jetzigen Gesetzesvorschlag ist bereits unklar, wie ein etwaiger Ausgleichsanspruch konkret berechnet werden soll. Es fehlt der Anknüpfungspunkt für die Berechnung des dem Aktionär entstandenen Schadens. In diesem Zusammenhang sollte insbesondere bedacht werden, dass es sich bei der Entscheidung über den Ausgabebetrag der neuen Aktien um eine unternehmerische Entscheidung handelt, bei der der Vorstand einen erheblichen Ermessensspielraum hat (*business judgment rule*) (siehe dazu c) unten). Es gibt anders gewendet nicht den einen mathematisch korrekten Ausgabebetrag bzw. Platzierungspreis, an den eine Schadensberechnung anknüpfen könnte.

Deutlich wird dies auch bei einer Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen im Rahmen eines Unternehmenszusammenschlusses (*share-for-share deal*). Sollen die Anteile an der übernommenen Gesellschaft im Wege der Sacheinlage eingebracht werden, so geht dem eine Verhandlung zwischen Käufer und Verkäufer voraus, in der sich die Parteien privatautonom auf den Preis einigen. Auch hier besteht ein weites Ermessen des Vorstands, das notwendigerweise nicht zu einem einzigen richtigen Ergebnis führen kann.

- Eine Freistellung der Gesellschaft durch den eintretenden Aktionär von dem Ausgleichsanspruch der übrigen Aktionäre erscheint in der Praxis nicht umsetzbar.
 - Das Risiko des eintretenden Aktionärs (beispielsweise im Rahmen eines Unternehmenszusammenschlusses im Wege einer Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage) wäre nicht auf den angemessenen Wert seiner Einlage bezogen, sondern auf den vom Vorstand festzulegenden Wert der von der aufnehmenden Gesellschaft neu auszugebenden Aktien. Für einen Investor oder eine im Rahmen einer Kapitalerhöhung auftretende Investmentbank als Erstzeichnerin bräuchte das Risiko des Freistellungsanspruchs die Gefahr mit sich, dass die im Rahmen der Kapitalerhöhung zu erbringende Gegenleistung unkalkulierbar wird.
 - Investitionen in deutsche Aktiengesellschaften werden so im internationalen Vergleich unattraktiver. Es ist aus Praxissicht nicht zu erwarten, dass Investoren oder zeichnende Banken eine solche Freistellung bzw. ein solches Risiko übernehmen würden. Jedenfalls wäre dies aller Voraussicht nach mit der Forderung eines höheren Abschlags auf den Ausgabebetrag der neuen Aktien, höheren Gebühren oder sonstigen erhöhten Finanzierungskosten verbunden.

- Die Erstreckung des Ausgleichsanspruchs auf die praktisch besonders bedeutsamen Kapitalerhöhungen aus genehmigtem Kapital (vgl. § 255 Abs. 3 Satz 3 AktG-E) bringt aus Unternehmenssicht erhebliche Rechtsunsicherheit mit sich.
 - Unternehmen ist bei Kapitalerhöhungen aus genehmigtem Kapital – insbesondere den in der Praxis sehr relevanten Barkapitalerhöhungen mit erleichtertem Bezugsrechtsausschluss (§§ 203 Abs. 1 Satz 1, 186 Abs. 3 Satz 4 AktG) – an einer möglichst schnellen und rechtssicheren Durchführung der Kapitalerhöhung gelegen.
 - Die im Referentenentwurf als Grund für die Neuregelung des § 255 AktG angeführte Vermeidung einer faktischen Registersperre infolge einer Anfechtungsklage nach § 255 Abs. 2 AktG ist bei einer Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital gerade nicht relevant. Denn die Gefahr der Anfechtung eines Kapitalerhöhungsbeschlusses der Hauptversammlung nach § 255 Abs. 2 AktG ist hier nicht gegeben.
 - Bestünde auch hier die Möglichkeit eines Spruchverfahrens, würde das erklärte Ziel des Gesetzgebers, die Durchführung von Kapitalerhöhungen zu erleichtern und zu beschleunigen in der Praxis nicht nur verfehlt, sondern sogar in sein Gegenteil verkehrt. Die Durchführung von Kapitalerhöhungen aus genehmigtem Kapital und insbesondere unter Nutzung des erleichterten Bezugsrechtsausschlusses nach § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG ist unter dem geltenden Recht binnen sehr kurzer Zeit möglich. Nach der vorgeschlagenen Neuregelung wären entsprechende Kapitalerhöhungen dagegen künftig mit dem zusätzlichen Risiko belastet, dass die Angemessenheit des Ausgabebetrags im Rahmen eines ggf. mehrere Jahre andauernden Spruchverfahrens in Frage gestellt würde und entsprechende Ausgleichszahlungen zu leisten wären. Es ist nicht auszuschließen, dass sich insoweit eine neue Klageindustrie in diesem Bereich entwickeln würde, in der Kläger darauf abzielen, sich den „Lästigkeitswert“ eines Antrags im Spruchverfahren von der Gesellschaft abkaufen zu lassen. Wie oben erwähnt kommt hier aus Sicht der Gesellschaft erschwerend hinzu, dass Entscheidungen im Spruchverfahren nicht nur gegenüber dem klagenden Aktionär, sondern gegenüber sämtlichen Aktionären wirken (§ 13 SpruchG).
- Die in § 255 Abs. 3 Satz 4 AktG-E vorgesehene Pflicht, die für die Nachzahlung erforderlichen Mittel im Wege eines Gewinnvortrags oder durch Rücklagen zu schaffen, ist so nicht umsetzbar.
 - Der Gewinnvortrag und die Dotierung von Rücklagen erfolgt – anders als die Bildung von Rückstellungen – nicht unterjährig, also etwa im Zusammenhang mit einer Kapitalerhöhung, sondern einmalig im Zusammenhang mit der ordentlichen Hauptversammlung bzw. der Aufstellung des Jahresabschlusses.
 - Unklar erscheint auch, wie Unternehmen die entsprechende Pflicht in Situationen dringenden Kapitalbedarfs handhaben sollen. Der Kapitalbedarf würde sogleich durch die Pflicht zur Rücklagenbildung aufgezehrt werden. Insbesondere Sanierungskapitalerhöhungen würden so vermutlich erheblich erschwert oder unmöglich gemacht, da in solchen Situationen möglicherweise ohnehin weder Gewinnvortrag oder Rücklagen vorhanden sind.

c) Neueinfügung von § 255 Abs. 4 AktG-E:

Der Rückgriff auf § 5 Abs. 1 bis 3 WpÜG-Angebotsverordnung für Zwecke der Festlegung des maßgeblichen Börsenkurses ist in der Sache verfehlt. In der Folge könnten Kapitalerhöhungen in zahlreichen Fällen nicht mehr durchgeführt werden (siehe Beispiele weiter unten).

- Im Übernahmerecht und konkret § 5 Abs. 1 bis 3 WpÜG-Angebotsverordnung geht es um die Ermittlung der angemessenen Abfindung für ausscheidende Aktionäre (den in der Entwurfsbegründung erwähnten „wahren Wert“ der Beteiligung).
- Im Rahmen von Kapitalerhöhungen – und besonders deutlich bei den in der Praxis sehr relevanten Barkapitalerhöhungen mit erleichtertem Bezugsrechtsausschluss (§ 186 Abs. 3 Satz 4 AktG) – geht es hingegen um die Vermögens- und Beteiligungsverwässerung derjenigen Aktionäre, deren Bezugsrecht ausgeschlossen wird. Die drohende Verwässerung muss im Zeitpunkt der Festsetzung des Platzierungspreises der neuen Aktien durch den Vorstand betrachtet werden. Ein Abstellen auf einen gewichteten Dreimonats-Durchschnittskurs ist hier verfehlt.
- Zum besseren Verständnis der Thematik sei die derzeitige Praxis bei Kapitalerhöhungen aus genehmigtem Kapital mit erleichtertem Bezugsrechtsausschluss (sog. *Accelerated Bookbuilding* Platzierungen) kurz erläutert:
 - Nach § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG ist ein Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre zulässig, „wenn die Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen zehn vom Hundert des Grundkapitals nicht übersteigt und der Ausgabebetrag den Börsenpreis nicht wesentlich unterschreitet“.
 - Die Regelung soll es Unternehmen ermöglichen, schnell und rechtssicher neues Eigenkapital aufzunehmen. In der Praxis spielen auf § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG gestützte Kapitalerhöhungen aus genehmigtem Kapital eine sehr große Rolle. Sie werden in der Regel innerhalb weniger Stunden nach Börsenschluss durchgeführt. Von Ausnahmen abgesehen, erfolgt auch die Festsetzung des Platzierungspreises (*Pricing*) und die Zuteilung der neuen Aktien an die Investoren noch am gleichen Abend.
 - Der Schutz der Aktionäre wird durch die Begrenzung des Volumens und die Orientierung des Platzierungspreises am Börsenpreis sichergestellt. Von der Kapitalerhöhung ausgeschlossene Aktionäre können die erlittene Verwässerung durch den Zukauf von Aktien am Markt ausgleichen.
 - Das AktG regelt den bei der Platzierung der neuen Aktien zulässigen Höchstabschlag vom Börsenkurs – also die Frage, ab wann ein wesentliches Unterschreiten i. S. d. § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG vorliegen würde – nicht. In der Praxis wird als Faustregel häufig ein Abschlag von drei bis fünf Prozent herangezogen.. Die Spanne geht auf die Beschlussempfehlung des Rechtsausschusses des Bundestags aus dem Jahr 1994 im Rahmen der Einführung von § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG zurück.
 - Von einer gesetzlichen Festlegung des zulässigen Höchstabschlags wurde in der Vergangenheit und auch im Rahmen des ZuFinG zurecht abgesehen. Der Vorstand hat bei der Bestimmung des Platzierungspreises seiner allgemeinen Sorgfaltspflicht (§ 93 Abs. 1 Satz 1 AktG) zu entsprechen. Es handelt sich um eine unternehmerische Entscheidung, bei der der Vorstand einen erheblichen Ermessensspielraum hat (*business judgment rule*). Der Vorstand muss dieses Ermessen anhand der konkreten Umstände des Einzelfalls ausüben. Dazu gehören beispielsweise die Dringlichkeit der Kapitalaufnahme, die Volatilität der Aktie vor Durchführung der Kapitalerhöhung und

die allgemeine Kapitalmarktsituation. Im Einzelfall kann daher auch ein Abschlag von mehr als fünf Prozent gerechtfertigt sein.

- Das AktG regelt bislang auch nicht den maßgeblichen Referenzkurs für die Berechnung des Abschlags. Nach herrschender Meinung ist für die Bemessung des Börsenpreises der Zeitpunkt der Preisfestsetzung durch den Vorstand (Pricing) maßgeblich. Allerdings besteht dann wiederum Spielraum, ob beispielsweise auf den letzten verfügbaren Kurs der Aktie abgestellt wird (XETRA-Schlusskurs vor Beginn der Platzierung) oder auf den Durchschnittskurs am Platzierungstag bzw. einen über mehrere Tage betrachteten Durchschnittskurs. Hier spielt insbesondere die beobachtete Volatilität der Aktie eine entscheidende Rolle. Die herrschende Rechtsauffassung begründet dies mit der Relevanz des aktuellen Börsenkurses für die Platzierbarkeit und die Möglichkeit der Aktionäre, durch Zukauf an der Börse ihre Verwässerung auszugleichen.
- In der Praxis des § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG wird vor dem beschriebenen Hintergrund auf einen Kurs, der nahe am Zeitpunkt der Preisfestsetzung durch den Vorstand liegt, abgestellt – bspw. den Schlusskurs am Tag der Platzierung, den Durchschnittskurs am Platzierungstag oder einen über wenige Tage ermittelten Durchschnittskurs. Dies ist auch sachgerecht, weil dadurch sichergestellt ist, dass Aktionäre, deren Bezugsrecht ausgeschlossen wurde, durch Zukauf von Aktien im Markt ihre Verwässerung aufgrund der neu ausgegebenen Aktien zu ähnlichen Konditionen ausgleichen können.
- Die mit dem Entwurf verbundene Koppelung des Platzierungspreises an den Dreimonats-Durchschnittskurs würde in der Praxis auf der einen Seite eine Vielzahl von Kapitalerhöhungen unmöglich machen. Auf der anderen Seite würde sie zur Verwässerung von Aktionären führen, wenn eine Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss zu einem Platzierungspreis deutlich unter dem *aktuellen* Börsenkurs durchgeführt würde. Dies zeigen die beiden folgenden vereinfachten Beispiele:
 1. Ist der Börsenkurs der Gesellschaft innerhalb des Dreimonatszeitraums gefallen, so wäre der Referenzkurs für die Ermittlung des vertretbaren Abschlags zu hoch: Die Platzierung müsste im Ergebnis zu einem Preis erfolgen, der über dem Börsenkurs im Zeitpunkt der Kapitalerhöhung liegt. Dies würde von Investoren nicht akzeptiert werden. Insbesondere in Sanierungssituationen wäre damit der Gesellschaft die Möglichkeit einer kurzfristig durchführbaren Kapitalerhöhung genommen.

Beispiel:

Das börsennotierte Unternehmen B AG erzielt im Mai in der Forschung einen Durchbruch bei der Entwicklung eines neuen Reserveantibiotikums und möchte zeitnah in den Aufbau neuer Produktionsanlagen investieren. Die beratenden Investmentbanken sehen die Möglichkeit, neue Investoren zu gewinnen, die zu einem geringen Abschlag gegenüber dem derzeitigen Börsenkurs investieren würden. Der Börsenkurs der B AG liegt derzeit bei €80 und ist innerhalb der letzten drei Monate mit dem allgemeinen Markttrend gefallen. Der Dreimonats-Durchschnittskurs liegt bei €90.

- Die Transaktion ist nicht durchführbar. Ein interessierter Investor könnte für €80 je Aktie Anteile über die Börse erwerben. Weshalb ein Investor in dieser Situation im

Rahmen einer Kapitalerhöhung auch knapp unter €90 je Aktie zahlen sollte, ist nicht ersichtlich. Der B AG würde durch einen Erwerb bestehender Aktien über die Börse jedoch kein Geld zufließen.

2. Ist der Börsenkurs innerhalb des Dreimonatszeitraums gestiegen, so wäre der Referenzkurs für die Ermittlung des vertretbaren Abschlags zu niedrig. Der Platzierungspreis könnte dann deutlich unter dem gegenwärtigen Börsenkurs liegen.

Beispiel:

Wie oben. Der Börsenkurs der B AG liegt derzeit bei €80. Er ist innerhalb der letzten drei Monate mit dem allgemeinen Markttrend stark gestiegen. Der Dreimonats-Durchschnittskurs liegt bei €60.

- Die Transaktion wäre sicherlich durchführbar. Ein interessierter Investor könnte, statt für €80 je Aktie Anteile über die Börse zu kaufen, für €60 – oder knapp darunter – neue Aktien aus der Kapitalerhöhung erwerben. Allerdings müsste die Gesellschaft, um auf einen Zielemissionsbetrag zu kommen, deutlich mehr Aktien ausgeben. Die Verwässerung der bestehenden Aktionäre wäre dementsprechend höher. Dies widerspricht dem Grundprinzip des § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG, die Verwässerung der bestehenden Aktionäre möglichst einzugrenzen. Strebt die Gesellschaft keine Zielerlöse an, fließen ihr bei gleicher Anzahl neuer ausgegebener Aktien gegenüber der derzeitigen Praxis geringere Erlöse zu.
- Es ist in diesem Zusammenhang auch nicht hilfreich, dass die Entwurfsbegründung für die Frage, wann eine unwesentliche Unterschreitung vorliegt, auf die Anwendbarkeit der zu § 186 Absatz 3 Satz 4 AktG entwickelten Grundsätze verweist. Es wäre begrüßenswert, wenn der Gesetzgeber hier positiv feststellen würde, dass die Ermittlung des zulässigen Abschlags, wie oben ausgeführt, im Ermessen des Vorstands liegt und dieses gerade nicht auf die im Sonderfall § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG geltenden Anforderungen beschränkt ist.
- Insgesamt erscheint, wie oben ausgeführt, das Konzept des Ausgleichszahlungsanspruchs im Fall von Kapitalerhöhungen aus genehmigtem Kapital (§ 255 Abs. 3 Satz 3 AktG-E) verfehlt, da dessen Sinn und Zweck – Surrogat für den Ausschluss des Anfechtungsrechts – hier gar nicht greift. Die zahlreichen Kapitalerhöhungen aus genehmigtem Kapital, die derzeit eine flexible Unternehmensfinanzierung ermöglichen, würden so erheblichen, jetzt nicht bestehenden, Rechts- und Klagerisiken ausgesetzt werden.
- Jede Änderung gegenüber der jetzigen Praxis und Rechtslage sollte sicherstellen, dass sie praktisch tatsächlich zur Erleichterung der Unternehmensfinanzierung und Stärkung der Leistungsfähigkeit des deutschen Kapitalmarkts beiträgt. Wir geben in diesem Zusammenhang auch zu bedenken, dass die Regelungen des AktG nicht an den Finanzplatz Deutschland bzw. eine inländische Börsennotierung anknüpfen, sondern als allgemeines Gesellschaftsrecht auf jede deutsche AG / SE / KGaA anwendbar sind, und somit auch auf solche, die an einem ausländischen Finanzplatz notiert sind, beispielsweise in New York. In den USA sind jedoch bei kurzfristigen Aktienplatzierungen deutlich höhere Abschläge als in Deutschland üblich.

Einer in New York börsennotierten deutschen Aktiengesellschaft ist es daher häufig nicht ohne Weiteres möglich, über eine kurzfristig platzierte Kapitalerhöhung aus genehmigtem

Kapital neue Mittel aufzunehmen. Das Gesellschaftsrecht anderer EU-Mitgliedstaaten, beispielsweise der Niederlande, ist hier deutlich flexibler. Dies ist einer der Gründe weshalb deutsche Unternehmen in der Vergangenheit für Zwecke eines US-Börsengangs teilweise niederländische Holding-Gesellschaften gegründet haben.

4. EINFÜHRUNG BÖRSENMANTELAKTIENGESELLSCHAFT („BMAG“) IM BÖRSG

Wir bewerten die Einführung der Regelungen über die BMAG grundsätzlich positiv. Sie bleiben jedoch hinter dem für SPACs etablierten internationalen Standard zurück. In der Praxis würde daher voraussichtlich weiterhin auf ausländische Rechtsformen (Luxemburg, Niederlande) zurückgegriffen werden, die teils erheblich mehr Flexibilität bieten.

- Das Gesellschaftsrecht anderer EU-Mitgliedstaaten ist bei den für SPACs relevanten Fragen teils deutlich flexibler als das deutsche AktG (vgl. insb. Luxemburg und die Niederlande). Dort können die für SPACs entscheidenden Strukturen mit den Instrumenten des allgemeinen Gesellschaftsrecht geschaffen werden (beispielsweise *redeemable shares*, wie sie die Richtlinie (EU) 2017/1132 in Art. 82 gestattet). Eine entsprechende Flexibilisierung des deutschen Gesellschaftsrechts wäre begrüßenswert.
- Die BMAG weicht in wesentlichen Punkten von Strukturmerkmalen ab, die sich bei SPACs international und auch bei den in Deutschland börsennotierten SPACs herausgebildet haben:
 - Eine Begrenzung des zulässigen Ruckerwerbs von SPAC-Aktien nach Ausübung des Andienungsrechts (*redemption right*) der Aktionäre würde die BMAG in der Praxis gegenüber ausländischen Rechtsformen sehr unattraktiv machen. Es ist insbesondere unklar, wie mit einer die gesetzliche Begrenzung übersteigenden Zahl an angedienten Aktien zu verfahren wäre.
 - Nach der vorgeschlagenen Regelung in § 47 Abs. 2 BörsG-E könnten nur maximal 30 Prozent der SPAC-Aktien zurückerworben werden. In der Praxis lagen die *redemption*-Quoten, insbesondere in den USA, aber zuletzt teilweise über 80 oder sogar 90 Prozent. Es ist daher nicht ersichtlich, weshalb Investoren eine solche pauschale Beschränkung akzeptieren sollten, zumal sich auf der Grundlage des RefE nicht abschätzen lässt, welche Folgen aus einer höheren Andienungsquote erwachsen. Die Beschränkung auf 30 Prozent ist auch nicht erforderlich. So besteht bereits nach geltender Rechtslage die Möglichkeit, einen Ruckerwerb in größerem Umfang über § 71 Abs. 1 Nr. 6 AktG durchzuführen.
 - Insgesamt wäre es vorzugswürdig, die bei SPACs übliche *redemption* nicht über das Instrument des Aktienrückkaufs nachzubilden, sondern direkt auf die oben erwähnte europarechtlich eröffnete und in anderen EU-Mitgliedstaaten genutzte Möglichkeit zurückzugreifen, *redeemable shares* nach internationaler Praxis einzuführen. So würde Investoren in SPACs eine risikoarme Investition ermöglicht und ein Ausgleich für die Beschränkung anderer Aktionärsrechte gewährt. Es besteht auch kein Risiko für die Kapitalerhaltung der Gesellschaft bei höheren *redemption*-Quoten, da beim De-SPAC regelmäßig eine Kapitalerhöhung erfolgt. Die Gegenleistung für die Andienung der Aktien sollte im Übrigen entsprechend bisheriger Praxis auch Zinsen, die auf dem Treuhandkonto entstanden sind, umfassen.

- Im internationalen Vergleich ist es auch nicht üblich, dass nur diejenigen Aktionäre, die auf der Hauptversammlung gegen den Beschluss über die Zieltransaktion Widerspruch zu Protokoll erklärt haben, ihr Andienungsrecht ausüben können (§ 47 Abs. 1 BörsG-E). Auch Aktionäre, die für den Beschluss gestimmt haben, können typischerweise ihr Andienungsrecht ausüben (bspw. Lakestar SPAC I SE, 468 SPAC I SE, 468 SPAC II SE). Der Widerspruch für die Geltendmachung des Andienungsrechts dürfte im Einklang mit der bisherigen Praxis im Umwandlungsrecht (§ 29 UmwG) aber gerade die Ablehnung des De-SPAC-Beschlusses erfordern. Sollte eine davon abweichende Handhabung vorgesehen sein, sollte dies zumindest in der Gesetzesbegründung angelegt werden.
- Eine Klarstellung, dass auch mit Einführung der BMAG weiterhin ausländische Gesellschaften als SPAC an deutschen Börsen börsenzulassungsfähig wären, wäre wünschenswert.
- Die in § 44 Abs. 3 BörsG-E vorgesehenen Befristungen sind zeitlich sehr eng. In diesem Zusammenhang ist zu beachten, dass derzeit im Rahmen der Börsennotierung kein gesetzlicher Anspruch auf eine Verkürzung der Dreijahresfrist für das Bestehen des Emittenten besteht (vgl. § 3 BörsZulV).
- Die Gesetzesformulierung in § 47a BörsG-E, wonach selbstständige Optionsscheine (*naked warrants*) „abweichend von § 221 des Aktiengesetzes“ ausgegeben werden können, ist missverständlich. Naked warrants sind nach richtiger Auffassung bereits nach derzeitigem Recht und für Aktiengesellschaften allgemein zulässig. Sie können auch mit Aktien aus bedingtem Kapital bedient werden. Die vorgeschlagene Gesetzesformulierung könnte im Umkehrschluss dahingehend missverstanden werden, dass dies außerhalb von § 47a BörsG-E nicht (mehr) zulässig sein soll. Eine Umformulierung bzw. Klarstellung wäre wünschenswert.
- Die Handlungsfähigkeit der BMAG ist gegenüber den bisher in der Praxis beobachteten SPACs nach ausländischem Recht geringer. Der Finanzierung einer großvolumigen Zieltransaktion sind durch die Begrenzung des genehmigten Kapitals auf 50 Prozent des Grundkapitals deutlich engere Grenzen gesetzt als etwa nach dem Recht der Niederlande, wo das genehmigte Kapital deutlich über dem gezeichneten Kapital liegen kann.
- Die vorgeschlagene Regelung zum Kapitalschutz in § 45 BörsG-E differenziert nicht zwischen den eingeworbenen Geldern von Investoren und dem durch die Initiatoren des SPACs („Sponsors“) bereitgestellten Kapital. Dies könnte so verstanden werden, dass damit das gesamte eingebrachte (Eigen-)Kapital eingefroren würde und nicht für den Vorstand verfügbar wäre. Kosten für einen Börsengang, die Vorbereitung der Zieltransaktion und den laufenden Geschäftsbetrieb des SPAC müssten dann ausschließlich mit Fremdkapital bestritten werden. Bei den bisher im Markt platzierten SPAC-Gesellschaften wurden dafür jedenfalls auch die im Zuge der Zeichnung der Sponsor-Warrants erbrachten Einlagen verwendet.
- Die in § 46 Abs. 3 BörsG-E vorgeschlagene Mehrheit für Hauptversammlungsbeschlüsse stellt nicht auf das bei der Beschlussfassung vertretene Grundkapital ab, sondern auf das anwesende Grundkapital. Damit weicht der Referentenentwurf von den Vorgaben für andere wichtige Hauptversammlungsbeschlüsse (z. B. § 179 Abs. 2 Satz 1 AktG) ab, die er ausweislich der Begründung aber gerade aufgreifen wollte. Das ist umso schädlicher, als zum „anwesenden Kapital“ auch Aktien rechnen dürften, die einem Stimmverbot

unterliegen, wie es für die Initiatoren ausdrücklich vorgesehen ist. In nicht wenigen Fällen dürfte dies dazu führen, dass die Zieltransaktion von vornherein nicht mehrheitsfähig ist.

- Die unflexiblen Mehrheitserfordernisse und das zwingende Stimmverbot für die SPAC-Initiatoren unterwirft De-SPAC Transaktionen erheblichen Risiken, die in dieser Form in anderen Rechtsordnungen nicht bestehen. Dies ist insbesondere in Verbindung mit dem vorgeschlagenen Andienungsrecht bedenklich, da die Beschlussmehrheit ggf. nicht erreichbar ist, wenn Andienungsrechte i.H.v. 30 Prozent geltend gemacht würden. Internationaler Praxis folgend, wäre hier eine einfache Mehrheit wünschenswert und zudem kein Stimmverbot für die SPAC-Initiatoren.
- Zudem sind die vorgeschlagenen Regelungen, insbesondere im Hinblick auf eine etwaige Umwandlung in eine „normale“ Aktiengesellschaft wenig flexibel (z.B. wenn die De-SPAC Transaktion nur einen partiellen Asset-Deal umfasst, der nicht als Zieltransaktion im Sinne des Gesetzes zu werten wäre). Der Status als BMAG sollte unmittelbar nach Durchführung der De-SPAC Transaktion enden und die Gesellschaft entsprechend § 47b Abs. 1 Satz 3 BörsG-E als Aktiengesellschaft fortgeführt werden. Zudem sollte mit Blick auf die vorgeschlagene Regelungssystematik in § 47b Abs. 1 Satz 1, 2 BörsG-E keine Auflösung des SPAC erfolgen, wenn zwar erfolgreich eine Zieltransaktion durchgeführt wird, aufgrund der vorgesehenen 30 Prozent Beschränkung (§ 47 Abs. 2 BörsG-E) aber nicht sämtliche Andienungsrechte bedient werden können. Zinsen sollten in das Abfindungsangebot aufzunehmen sein und kein Spruchverfahren nach Pflichtangebot erfolgen.

5. EINFÜHRUNG VON AKTIEN MIT MEHRSTIMMRECHTEN

Wir begrüßen die (Wieder-)Einführung von Mehrstimmrechtsaktien und insbesondere, dass die vorgeschlagene Regelung nicht auf KMUs beschränkt ist (wie im Rahmen des Entwurfs des EU Listing Acts als Mindestvorgabe vorgesehen).

- Die (Wieder-)Einführung könnte zu einer Stärkung der Attraktivität des deutschen Kapitalmarkts im europäischen Vergleich (hier bestehen bereits in mehreren Rechtsordnungen sog. *loyalty shares*) und im internationalen Vergleich (insb. USA) führen. Selbst für den Fall, dass Mehrstimmrechtsaktien für deutsche börsennotierte Unternehmen nur eine Randerscheinung blieben, könnte es bereits eine Steigerung der Bedeutung und Attraktivität des deutschen Aktienmarktes bedeuten, wenn sie nur einem kleinen Kreis wachstumsstarker Unternehmen die Entscheidung erleichtert, sich in deutscher Rechtsform dem Aktienkapitalmarkt zu öffnen.
- Dem Anlegerschutz wird durch das maximale Stimmverhältnis von 10:1 und die vorgeschlagene *sunset clause* (§ 134 Abs. 2 AktG-E) ausreichend Rechnung getragen. Bei börsennotierten Gesellschaften sind Mehrstimmrechtsaktien grds. auf 10 Jahre begrenzt. Eine lediglich einmalige Verlängerungsoption dürfte allerdings für Familienunternehmen und Unternehmen mit längerem Wachstumszyklus zu eng sein.
- Gerade im Vergleich zum US-Recht bedeuten diese Regelungen jedoch eine deutliche Einschränkung. So finden sich in den USA auch zahlreiche Beispiele für Unternehmen, die keinen Zeitrahmen für die Abschaffung der Mehrstimmrechte gesetzt haben (vgl. z.B. Spotify und Farfetch). Auch Stimmverhältnisse von 20:1 sind in den USA nicht unüblich (vgl. z.B. AirBnB).

- Der Verzicht darauf, Mehrfachstimmrechte auf bestimmte Beschlussgegenstände zu beschränken (oder bestimmte Gegenstände auszunehmen), ist zu begrüßen. Denn eine gegenstandsabhängige Abstufung ergibt sich bereits aus den für besonders wichtige Beschlussgegenstände vorgesehenen Kapitalmehrheitserfordernissen (z. B. Satzungsänderungen, Umwandlungs- und Kapitalmaßnahmen, Unternehmensverträge). Es ist allerdings unklar und sollte klargestellt werden, ob eine *sunset clause* und das Erlöschen der Mehrstimmrechte bei Übertragung auch bei einer nicht börsennotierter AG vorgesehen werden kann (§ 23 Abs. 5 AktG). Auch wäre eine Regelung sinnvoll, wonach Mehrstimmrechtsaktien keinen Sondervorteil darstellen, da andernfalls eine Gründungsprüfung durch einen externen Gründungsprüfer erfolgen müsste und der Beschluss über die Einführung von Mehrstimmrechten ggf. nach § 243 Abs. 2 AktG anfechtbar wäre.
- Grundsätzlich sachgerecht ist das Einstimmigkeitserfordernis für die Ausstattung und Ausgabe von Mehrstimmrechtsaktien (§ 134 Abs. 2 Satz 2 AktG-E). Für die nichtbegünstigten Aktionäre hat die proportionale Stimmrechtsverteilung eine so zentrale Bedeutung, dass eine disproportionale Verteilung nur mit allseitigem Einverständnis gerechtfertigt sein kann. Allerdings wäre das Einstimmigkeitserfordernis in der Praxis häufig schwer realisierbar, da auch Start-Ups bereits vor IPO über einen größeren Gesellschafterkreis verfügen können. Ggf. kann für überstimmte Aktionäre ein Abfindungsangebot vorgesehen werden (wie bei anderen Strukturmaßnahmen).
- Das Konzept der übertragungsbasierten Verfallbarkeit der Mehrstimmrechtsaktien begegnet hingegen einigen Bedenken. Praktisch steht Aktionären eine ganze Reihe von Gestaltungen zur Verfügung, um ihre Beteiligung zu strukturieren. Dazu gehört etwa das unmittelbare Halten der Beteiligung durch eine bestimmte natürliche Person, ein gemeinschaftliches Halten durch eine Mehrzahl von Personen sowie das Zwischenschalten einer oder mehrerer Holding-Gesellschaften. Eine starre Regelung, die den Verfall des Mehrstimmrechts von einer Übertragung des unmittelbaren Eigentums an der Aktie abhängig macht, kann daher leicht eine rechtliche Überreaktion auslösen – wenn etwa die Übertragung nur das Ergebnis einer Umbildung familiärer Holding-Strukturen ist. Die starre Anknüpfung der übertragungsbasierten Verfallbarkeit an das unmittelbare Aktieneigentum sollte daher für eine Satzungsregelung geöffnet werden, mit der einzelfallabhängig und transparent festgelegt werden kann, welche unmittelbaren und mittelbaren Änderungen der Beteiligungsverhältnisse einen Wegfall des Mehrfachstimmrechts auslösen.
- Bei börsennotierten Gesellschaften erfolgt nach derzeitigem Vorschlag zwingend der Verlust des Mehrstimmrechts bei Übertragung (etwa auch bei Erbgang). Dies entspricht insbesondere bei Familiengesellschaften nicht dem Marktinteresse.
- Eine Regelung zu Übernahmesituationen fehlt. Die Beseitigung der Mehrstimmrechte ist nach derzeitigem Entwurf nur über einen Sonderbeschluss der Inhaber der Mehrstimmrechtsaktien gemäß § 179 Abs. 3 AktG möglich.

6. ÄNDERUNGEN IM AGB-RECHT

Wir begrüßen die neue AGB-Bereichsausnahme als einen wichtigen Schritt zur Stärkung des deutschen Rechts im professionellen Kapitalmarktgeschäft. Der Vorschlag greift aber derzeit noch zu kurz:

- So erfasst der sachliche Anwendungsbereich zwar einen Großteil der im professionellen Kapitalmarktgeschäft relevanten Geschäftsarten. Der persönliche Anwendungsbereich deckt demgegenüber von vornherein nur einen kleinen Ausschnitt der zentralen Kapitalmarktteilnehmer ab, so dass letztlich doch nur ein Teil des Kernbereichs des Kapitalmarktgeschäfts erfasst wird. So sollte der persönliche Anwendungsbereich auch Geschäfte nach Satz 2 mit Versicherungsunternehmen, Verbriefungsgesellschaften, Kapitalverwaltungsgesellschaften und vergleichbaren ausländischen Unternehmen, zentralen Kontrahenten, Clearingstellen und sonstigen (geborenen) professionellen Kunden im Sinne des 67 Abs. 2 WpHG erfassen.
- Wichtig wäre zudem eine Klarstellung, dass die Regelung auch bei Inkrafttreten bereits bestehende Verträge erfasst.
- Unklar erscheint, ob der Gesetzgeber nun die vom BGH auch für den B2B-Bereich für unzulässig erklärten Bearbeitungsentgelte (*arrangement fees*) zukünftig von der richterlichen AGB-Kontrolle ausnehmen will. Gegenwärtig greift insoweit die Kontrollpraxis der Gerichte in die unternehmerische Vertragsfreiheit unangemessen ein. Hier ist nahezu keine Differenzierung zwischen Verbrauchern und Unternehmern mehr erkennbar. Dies führt im unternehmerischen Bereich zu einer derart gravierenden Reduzierung der Privatautonomie, dass europaweit branchenübliche Regelungen zwischen Unternehmern unter deutschem Rechts nicht mehr rechtssicher vereinbart werden können. Dies macht das deutsche Recht im Vergleich zu anderen europäischen Rechtsordnungen unattraktiv; häufig ist die Wahl ausländischen Rechts (etwa englischen Rechts) die Folge. Dies bedeutet höhere Kosten und einen einschneidenden Standortnachteil für deutsche Unternehmen. Eine generelle Erweiterung der Bereichsausnahme jedenfalls auf Geschäfte mit großen Unternehmen sollte daher erwogen werden.