



Stellungnahme

des Deutschen Anwaltvereins durch den Ausschuss Handelsrecht unter Mitwirkung der Ausschüsse Steuerrecht (zu Art. 16) und Insolvenzrecht (zu Art. 19)

zum Entwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftsichernden Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz – ZuFinG)

Stellungnahme Nr.: 29/2023

Berlin, im Mai 2023

Mitglieder des Ausschusses Handelsrecht

- RA Prof. Dr. Gerd Krieger, Düsseldorf (Vorsitzender und Berichterstatter)
- RAin Dr. Gabriele Apfelbacher, LL.M., Frankfurt/Main (Berichterstatterin)
- RA Prof. Dr. Michael Arnold, Stuttgart
- RA Prof. Dr. Christian Decher, Frankfurt/Main (Berichterstatter)
- RA Dr. Hans Friedrich Gelhausen, Frankfurt/Main
- RAin Dr. Julia Sophia Habbe, Frankfurt/Main
- RAin Dr. Hilke Herchen, Hamburg
- RA Prof. Dr. Hans-Christoph Ihrig, Mannheim (Berichterstatter)
- RA Dr. Thomas Kremer, Düsseldorf
- RA Dr. Marc Löbbe, Frankfurt/Main (Berichterstatter)
- RA Prof. Dr. Andreas Pentz, Mannheim
- RAin Dr. Gabriele Roßkopf, LL.M., Stuttgart
- RA Prof. Dr. Frank A. Schäfer, LL.M., Düsseldorf (Berichterstatter)
- RAin Dr. Alexandra Schluck-Amend, Stuttgart
- RA Dr. Bernd Singhof, LL.M., Frankfurt/Main (Berichterstatter)
- RA Prof. Dr. Jochen Vetter, München
- RA Dr. Jost Wiechmann, Hamburg
- RA Prof. Dr. Hans-Ulrich Wilsing, Düsseldorf
- RA Arne Wittig, Frankfurt/Main

Deutscher Anwaltverein
Littenstraße 11, 10179 Berlin
Tel.: +49 30 726152-0
Fax: +49 30 726152-190
E-Mail: dav@anwaltverein.de

Büro Brüssel
Rue Joseph II 40, Boîte 7B
1000 Brüssel, Belgien
Tel.: +32 2 28028-12
Fax: +32 2 28028-13
E-Mail: bruessel@eu.anwaltverein.de
EU-Transparenz-Registernummer:
87980341522-66

Zuständig in der DAV-Geschäftsführung

RA Max Gröning

Mitglieder des Ausschusses Insolvenzrecht

- RA Prof. Dr. Klaus Pannen, Hamburg (Vorsitzender)
- RA Kolja von Bismarck, München
- RAin Marie-Luise Graf-Schlicker, Berlin
- RA Kai Henning, Dortmund
- RA Dr. Christoph Morgen, Hamburg
- RAin Dr. Wencke Mull, Köln
- RA Thomas Oberle, Mannheim
- RAin Dr. Susanne Riedemann, Hamburg
- RAin Dr. Anne Deike Riewe, München
- RAin Dr. Ruth Rigol, Köln (Berichterstattein)
- RAin Dr. Katrin Stohrer, Frankfurt/Main.
(Berichterstattein)

Zuständig in der DAV-Geschäftsstelle

RAin Bettina Bachmann

Mitglieder des Ausschusses Steuerrecht

- RA Dr. Klaus Olbing, Berlin (Vorsitzender und
Berichterstattein)
- RAin Dr. Stefanie Beinert, LL.M., Frankfurt/Main
- RA Georg Geberth, München
- RA Robert Hörtnagl, München
- RA Dr. Michael Messner, Hannover
- RA Prof. Dr. Stephan Schauhoff, Bonn
- RAin Susanne Thonemann-Micker, LL.M., Düsseldorf

Zuständig in der DAV-Geschäftsstelle

RA Manfred Aranowski

Verteiler

- Bundesministerium der Justiz
- Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz
- Bundesministerium für Finanzen
- Bundesrat

- Fraktionen im Deutschen Bundestag
- Rechtspolitische Sprecherin/Sprecher der Bundestagsfraktionen
- Ausschuss für Recht im Deutschen Bundestag
- Ausschuss für Wirtschaft im Deutschen Bundestag
- Ausschuss für Finanzen im Deutschen Bundestag
- Arbeitsgruppen Recht der im Deutschen Bundestag vertretenen Parteien
- Arbeitsgruppen Wirtschaft der im Deutschen Bundestag vertretenen Parteien

- Justizministerien und -senatsverwaltungen der Länder
- Wirtschaftsministerien der Länder
- Finanzverwaltungen der Länder

- Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)
- Europäische Kommission - Vertretung in Deutschland

- Vorstand und Geschäftsführung des Deutschen Anwaltvereins
- Landesgruppen und -verbände des DAV
- Vorsitzende der Gesetzgebungsausschüsse des DAV
- Vorsitzende der Arbeitsgemeinschaften des DAV
- Handelsrechtsausschuss des DAV

- Bundesrechtsanwaltskammer
- Bundesnotarkammer
- Deutscher Notarverein
- Institut der Wirtschaftsprüfer (IdW)
- Deutscher Richterbund
- Deutscher Juristinnenbund
- Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW)
- Deutscher Steuerberaterverband
- Bund der Steuerzahler
- Ver.di
- Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI)
- Deutscher Industrie- und Handelskammertag (DIHK)
- Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft
- Bundesverband Deutscher Banken
- Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V. (SdK)
- Arbeitsgemeinschaft Klimatagung
- Verbraucherzentrale Bundesverband e.V.
- Gravenbrucher Kreis
- Verband Insolvenzverwalter Deutschlands e.V.
- Bundesarbeitskreis Insolvenzgerichte e.V./BAKinso
- Neue Insolvenzrechtsvereinigung Deutschlands e.V.
- TMA Deutschland

- Distressed Ladies – Women in Restructuring e.V.
- Forum 270 – Qualität und Verantwortung in der Eigenverwaltung e. V.

Presse:

- Handelsblatt
- Redaktion Süddeutsche Zeitung
- Frankfurter Allgemeine Zeitung
- Redaktion Die Welt
- Hamburger Abendblatt
- Der Tagesspiegel
- Der Spiegel
- Redaktion dpa
- Redaktion taz
- Redaktion Focus
- Redaktion Business Insider
- Juris
- JUVE Verlag für juristische Information GmbH
- GfK
- Legal tribune online
- NJW
- Die Aktiengesellschaft
- GmbH-Rundschau
- NZG Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
- WM Wertpapiermitteilungen
- ZIP Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
- Börsenzeitung
- Redaktion InDat-Report
- Redaktion Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht / DZWIR
- Redaktion Neue Zeitschrift für das Recht der Insolvenz und Sanierung / NZI
- Redaktion Zeitschrift für das gesamte Insolvenzrecht / ZInsO
- Redaktion (Print) Zeitschrift für Verbraucher- und Privat-Insolvenzrecht / ZVI
- Redaktion (Internet) Zeitschrift für Verbraucher- und Privat-Insolvenzrecht / ZVI
- Redaktion Zeitschrift für Restrukturierung und Insolvenz / ZRI
- Redaktion Zeitschrift für die Insolvenzpraxis / InsbürO
- ZRI – Zeitschrift für Restrukturierung und Insolvenz

Der Deutsche Anwaltverein (DAV) ist der freiwillige Zusammenschluss der deutschen Rechtsanwältinnen und Rechtsanwälte. Der DAV versammelt mehr als 61.000 Rechtsanwältinnen und Rechtsanwälte sowie Anwaltsnotarinnen und Anwaltsnotare, die in 253 lokalen Anwaltvereinen im In- und Ausland organisiert sind. Er vertritt die Interessen der deutschen Anwaltschaft auf nationaler, europäischer und internationaler Ebene. Der DAV ist im Lobbyregister für die Interessenvertretung gegenüber dem Deutschen Bundestag und der Bundesregierung zur Registernummer R000952 eingetragen.

Bei dem Referentenentwurf des ZuFinG handelt es sich um ein komplexes Gesetzgebungsvorhaben mit dem Regelungsziel, die Attraktivität des Zugangs zum Kapitalmarkt zu erhöhen, den Finanzstandort Deutschland zu stärken und zu modernisieren und steuerrechtliche Rahmenbedingungen für Startups und einen attraktiven Finanzmarkt zu verbessern.

Der DAV begrüßt den Vorschlag, zur Erhöhung der Rechtssicherheit im Finanzdienstleistungsbereich die in Art. 2 vorgesehene Bereichsausnahme von der gerichtlichen AGB-Kontrolle zu schaffen. Gleichwohl bleibt dieser Regelungsansatz hinter dem Notwendigen zurück. Die AGB-Inhaltskontrolle behindert die Rechtssicherheit bei ausgehandelten Verträgen im unternehmerischen Geschäftsverkehr nicht nur im Hinblick auf Finanzierungsgeschäfte, sondern im Hinblick auf nahezu jede größere Transaktion und stellt deshalb ein massives Investitionshemmnis dar, das mit einer punktuellen Bereichsausnahme, wie sie der Referentenentwurf vorsieht, nicht ausreichend zu beheben ist. Der DAV hat sich bereits in der Vergangenheit für eine umfassende Reform eingesetzt und plädiert dafür erneut.

Auch die in Art. 10 vorgesehene Regelung von Börsenmantelaktiengesellschaften (BMAG), die nach dem Vorbild der Special Purpose Acquisition Companies (Spacs) einen alternativen Weg an den Kapitalmarkt eröffnen sollen, ist im Grundsatz begrüßenswert. Die Regelungsvorschläge bleiben aber hinter internationalen Standards zu weit zurück, um einen praktischen Erfolg der neuen Rechtsform erwarten zu lassen. Der DAV tritt überdies dafür ein, die BMAG nicht als eine besondere Rechtsform im Börsengesetz zu regeln, sondern in das AktG zu integrieren und, soweit möglich,

dessen allgemeine Regelungen so anzupassen, dass sie die Schaffung international konkurrenzfähiger Spacs ermöglichen.

Schwerpunkt der aktienrechtlichen Regelungsvorschläge in Art. 12 ist zunächst die Wiedermehrzulassung von Mehrstimmrechtsaktien. Dieses Regelungsvorhaben läuft zeitlich mit entsprechenden Regelungsvorschlägen der EU-Kommission parallel, zu denen sich der DAV erst jüngst positiv geäußert hat. Der DAV unterstützt auch den Regelungsvorschlag des Entwurfs, tritt allerdings für Änderungen im Detail ein. Deutlich größeren Überarbeitungsbedarf sieht der DAV bei den vorgeschlagenen Regelungen zur Verbesserung der Grundlagen für die Eigenkapitalbeschaffung. Insbesondere der Vorschlag, die bislang mögliche Anfechtung der Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss wegen Unterbewertung der neuen Aktien auszuschließen und durch ein Spruchverfahren mit einer Barausgleichsverpflichtung des Zeichners der neuen Aktien zu ersetzen, bedarf in verschiedener Hinsicht der Überarbeitung, um der Zielsetzung des Gesetzentwurfs und den Bedürfnissen der Praxis gerecht zu werden. Weitgehend ausgereift ist demgegenüber der letzte große Regelungskomplex, mit dem das Gesetz über elektronische Wertpapiere jetzt auch auf elektronische Aktien ausgedehnt werden soll.

Zu Art. 2

Änderung des Bürgerlichen Gesetzbuchs

- 1 Die vorgesehene Bereichsausnahme für Geschäfte im Finanzdienstleistungsbereich soll Rechtsunsicherheiten beseitigen, denen in der Praxis übliche Standardklauseln im Hinblick auf ihre Vereinbarkeit mit AGB-rechtlichen Anforderungen unterliegen. Der Entwurf will auf diese Weise die Möglichkeit der rechtssicheren Orientierung an internationalen Standards für solche Geschäfte gewährleisten. Das ist zu begrüßen, gibt aber Anlass zu dem Hinweis, dass die Anwendbarkeit des AGB-Rechts im unternehmerischen Rechtsverkehr ein deutlich über den Bereich der Finanzgeschäfte hinausgehendes Problem darstellt, das seit langem nach einer grundlegenden Reform verlangt.

2 Das AGB-Recht schafft im unternehmerischen Rechtsverkehr nicht nur bei Finanzgeschäften unzuträgliche Rechtsunsicherheiten. Das Problem greift darüber hinaus, weil die extensive Anwendung des AGB-Rechts durch den BGH es auf der Basis deutschen Rechts praktisch unmöglich macht, im unternehmerischen Rechtsverkehr Verträge rechtssicher individuell auszuhandeln. Der DAV hat darauf wiederholt hingewiesen (zuletzt DAV-Stellungnahme 42/2020), zahlreiche Initiativen aus der Wirtschaft gehen in dieselbe Richtung, und auch eine vom damaligen Ministerium der Justiz und für Verbraucherschutz in Auftrag gegebene tatsächliche Untersuchung der Universität Osnabrück (Prof. Leuschner) bekräftigt den Reformbedarf zu diesem Punkt. Wenn es die Zielsetzung des ZuFinG-E ist, Hemmnisse zu beseitigen, die den von unserem Land benötigten "Investitionen in nahezu beispiellosem Umfang" (Begr. RefE S. 53) entgegenstehen, dann sollte das Gesetz nicht bei der punktuellen Bereichsausnahme für Finanzierungsgeschäfte stehenbleiben, sondern das Problem des AGB-Rechts im unternehmerischen Rechtsverkehr insgesamt in Angriff nehmen. Die Begründung zu Art. 2 ZuFinG-E, wonach es einer AGB-Kontrolle zwischen Unternehmern, die die Vertragsbedingungen aufgrund ihrer Sachkunde und ihrer Größe typischerweise mitgestalten können, nicht bedarf, beschränkt sich nicht auf Finanzgeschäfte, sondern erlaubt einen Verzicht auf die AGB-Inhaltskontrolle z.B. auch bei M&A-Transaktionen, Werkverträgen und anderen Verträgen zwischen Partnern, die aufgrund ihrer Sachkunde und ihrer Verhandlungsposition des Schutzes durch die AGB-rechtliche Inhaltskontrolle nicht bedürfen.

Zu Art. 7

Änderung des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes

1. Änderungen und Ergänzungen gemäß Art. 7 Nr. 1 bis Nr. 19

3 a) Die im RefE enthaltenen Änderungen und Ergänzungen zum WpÜG sind weithin technischer Natur und durchweg plausibel. Die Zielsetzung, die Kommunikation mit der Bundesanstalt durch Nutzung digitaler Informationswege zu vereinfachen und damit zu einer Entlastung der beteiligten Gesellschaften von unnötigem administrativen Aufwand und

entbehrlich werdenden Form-Erfordernissen beizutragen, verdient Unterstützung. Zu begrüßen ist namentlich auch die Klarstellung zur Berechnung der übernahmerechtlichen Fristen in Art. 7 Nr. 2, Nr. 6, Nr. 10 und Nr. 17.

- 4 b) Zu Nr. 6a regt der DAV an, in § 14 Abs. 2 Satz 4 WpÜG-E das Wort "nochmals" zu streichen. Die Formulierung klingt so, als sei für die Fristverlängerung nach Satz 4 eine vorangegangene Fristverlängerung nach Satz 3 erforderlich, was jedoch ausweislich der Entwurfsbegründung (S. 81 unten) richtigerweise nicht gewollt ist.

2. Ergänzender Regelungsvorschlag: Einfügung eines neuen § 21a WpÜG zur Ermöglichung eines nachträglichen Verzichts des Bieters auf eine von ihm gesetzte Mindestannahmeschwelle

- 5 Der DAV regt an, die Anpassung der übernahmerechtlichen Vorschriften durch das ZuFinG zu nutzen, um ein im Schrifttum unterbreitetes Änderungsanliegen, das in der Praxis auf breite Zustimmung stößt, aufzugreifen, und es dem Bieter zu ermöglichen, nachträglich auf eine von ihm gesetzte Mindestannahmeschwelle zu verzichten.

- 6 Nach geltendem Recht kommt ein Verzicht nach § 21 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 WpÜG nur bis zu einem Tag vor Ablauf der Annahmefrist in Betracht. Zu diesem Zeitpunkt kennt der Bieter die sich letztlich einstellende Annahmquote noch nicht. Dies führt dazu, dass der Bieter sein Angebot, wenn er an ihm festhalten will, wiederholen muss, wenn die Mindestannahmeschwelle, und sei es auch nur ganz knapp, verfehlt wird. Dieses Risiko ist nicht selten gegeben, weil institutionelle Investoren verbreitet ihre Aktien zunächst zurückhalten und nicht einliefern, um sie später bei einer Strukturmaßnahme zu einem möglicherweise höheren Preis anbieten zu können. Die in diesen Fällen erforderlich werdende Wiederholung des Übernahmeangebots ist für Bieter- wie Zielgesellschaft gleichermaßen belastend. Aus diesem Grund ermöglichen viele ausländische Rechtsordnungen es dem Bieter, auch noch nachträglich, binnen kurzer Frist nach dem Zeitpunkt, zu dem die erreichte Annahmquote feststeht, auf die von

ihm gesetzte Mindestannahme-Bedingung zu verzichten. Diese Möglichkeit sollte auch im WpÜG eröffnet werden.

- 7 Der hierzu im Schrifttum unterbreitete und eingehend begründete Regelungsvorschlag (vgl. *Verse/Brellochs* ZHR 186 (2022) 339ff.) sieht die Ergänzung des WpÜG durch einen neuen § 21a WpÜG wie folgt vor:

"§ 21a Nachträglicher Verzicht auf die Mindestannahmebedingung. ¹Hat der Bieter die Wirksamkeit seines Angebots vom Erwerb eines Mindestanteils oder einer Mindestzahl von Wertpapieren oder eines Mindestanteils der Stimmrechte abhängig gemacht, kann er auf diese Bedingung auch nach Ablauf der Annahmefrist verzichten, wenn er sich dieses Recht in der Angebotsunterlage vorbehalten hat. ²Der Verzicht ist spätestens mit der Veröffentlichung nach § 23 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 gemäß § 14 Abs. 3 Satz 1 zu veröffentlichen und der Bundesanstalt mitzuteilen; § 14 Abs. 3 Satz 2 gilt entsprechend. ³Hat sich der Bieter den nachträglichen Verzicht nach Satz 1 vorbehalten, findet § 16 Abs. 2 auch auf ein anderes freiwilliges Angebot als ein Übernahmeangebot Anwendung."

Zu erwägen ist, die in dem Beitrag von *Verse/Brellochs* angesprochene Einschränkung diese Verzichtsmöglichkeit davon abhängig zu machen, dass die zunächst gesetzte Mindestannahmequote zumindest zu einem substantiellen Teil erreicht worden ist, etwa durch eine Ergänzung von Satz 1 wie folgt:

"...wenn er sich dieses Recht in der Angebotsunterlage vorbehalten hat und bis zum Ablauf der Annahmefrist wenigstens zwei Drittel des angestrebten Mindestanteils oder der angestrebten Mindestzahl erreicht hat."

- 8 Flankierend wäre dann § 2 WpÜG-AngVO dahin zu ergänzen, dass bei einem Angebot, das unter einer Mindestannahmebedingung steht, in der

Angebotsunterlage anzugeben ist, ob und in welchen Grenzen der Bieter sich den nachträglichen Verzicht auf diese Bedingung vorbehält.

Zu Art. 10

Änderung des BörsG (Einfügung von §§ 44 ff. BörsG-E: Börsenmantelaktiengesellschaft)

1. Grundsätzliche Erwägungen

- 9 Transaktionen mit "Special Purpose Acquisition Companies" (SPACs) waren in jüngerer Vergangenheit eine wieder häufiger genutzte Transaktionsvariante für Börsengänge. Hierbei werden (Zweck-)Gesellschaften ohne eigenes operatives Geschäft an die Börse gebracht, um mit dem eingesammelten Emissionserlös in einer vorgegebenen Zeit ein nicht börsennotiertes Unternehmen zu erwerben (sog. "DeSPAC"). Auf diese Weise wird im Ergebnis das Zielunternehmen mittelbar an die Börse gebracht. Gelingt kein Unternehmenserwerb, wird der SPAC wieder rückabgewickelt.
- 10 Keineswegs geht es dabei um die "Akquisition von Unternehmen, die noch nicht reif für einen IPO sind" (insoweit missverständlich Begr. RefE S. 85). Da das Zielunternehmen nach Durchführung der "Zieltransaktion" das neue (dauerhaft) börsennotierte Unternehmen ist, sind vielmehr insbesondere Unternehmen geeignet, die "bereits etabliert sind und ein gutes Wachstumspotential haben" (vgl. Deutsche Börse, <https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-de/primary-market/going-public/listing-trends/SPAC>). Aus Perspektive der Anteilseigner erweitern SPACs die Möglichkeiten, das Unternehmen entweder an die Börse zu bringen oder privat zu veräußern. Ein SPAC-Börsengang kann für das Zielunternehmen auch zeit- und kostensparender sein als ein konventioneller Börsengang und höhere Transaktionssicherheit auch in einem herausfordernden Börsenumfeld bieten.
- 11 In Deutschland kamen SPAC-Börsengänge bislang vergleichsweise selten und ausschließlich mit "ausländischen" Börsenmänteln vor. Grundsätzlich ist es

daher positiv zu sehen, dass der Entwurf es ermöglichen möchte, auch nach deutschem Recht gegründete SPACs für diese Transaktionen einsetzen zu können. Der Entwurf geht allerdings leider an den praktischen Bedürfnissen von Sponsoren, Initiatoren und Investoren vorbei und wird kaum dazu führen, dass zukünftig "Börsenmantelaktiengesellschaften" nach deutschem Recht als "SPAC" genutzt werden. Vor allem fehlen einige typische "Merkmale" von SPAC-Transaktionen im Gesetzesentwurf bzw. werden abweichend von der internationalen Transaktionspraxis geregelt (s. dazu näher unten).

12 Darüber hinaus erscheint dem DAV die Regelung fast ausschließlich aktienrechtlicher Problemkreise im Börsengesetz als ein Fremdkörper und ebenso wenig sachgerecht wie die Einführung der neuen Rechtsform einer "Börsenmantelaktiengesellschaft (BMAG)". Der DAV hält es für unwahrscheinlich, dass dieses Konzept im "Wettbewerb der Rechtsordnungen" bestehen wird, zumal im europäischen Ausland auf dem gemeinsamen Fundament der Richtlinie (EU) 2017/1132 ("Gesellschaftsrechts-RL") offenbar hinreichende Flexibilität besteht, "normale" Aktiengesellschaften als SPAC einzusetzen. In der jüngeren Vergangenheit wurden häufig die "Societas Europaea" (SE), die nach luxemburgischen Recht gegründet wurde, und die niederländische N.V. als SPACs genutzt. Vorzugswürdig wären daher für deutsche SPACs (Börsenmantelgesellschaften) Anpassungen im Aktiengesetz selbst, auch wenn dies unter Umständen rechtstechnisch schwieriger zu bewerkstelligen wäre.

13 Sollte der Gesetzgeber an seinem Konzept eines "Sondergesetzes" und einer eigenen Rechtsform festhalten, sollten jedenfalls einzelne Anpassungen im Aktiengesetz vorgenommen werden, die für alle Aktiengesellschaften unabhängig von ihrer Verwendung als SPAC von Bedeutung sind (z.B. Einführung von "redeemable shares", selbständige Optionsscheine; s. dazu näher unten). Für eine größere Akzeptanz könnte u.U. auch sorgen, wenn die neue Rechtsform in einen Abschnitt des Aktiengesetzes aufgenommen würde (vgl. die Unternehmergesellschaft im GmbHG).

2. Zu den Einzelbestimmungen:

a) § 44 BörsG-E (Begriffsbestimmungen)

- 14 § 44 BörsG-E enthält wesentliche Begriffsbestimmungen und Merkmale von SPAC-Transaktionen.
- 15 Unklar ist, ist ob die (Zweck-)Gesellschaft von vornherein als (auf den Börsengang angelegte) BMAG gegründet wird oder aber zunächst als AG-Mantel, der erst mit dem Börsengang zur BMAG wird. Auf ersteres deutet die Formulierung in Absatz 1 hin: "Gesellschaft *zur Erreichung* der Börsenzulassung". In Abs. 4 Nr. 2 heißt es dann aber, dass die besonderen Vorgaben nach den §§ 44 bis 47b BörsG-E nur gelten, wenn die Wertpapiere "zugelassen *wurden*". Richtig kann eigentlich nur sein, dass von vornherein eine BMAG gegründet wird, da anderenfalls unmittelbar vor oder mit der Börsenzulassung der Aktien nochmals eine Satzungsänderung erforderlich wäre. Dies sollte klargestellt werden.
- 16 In Abs. 1 fehlt die international übliche Vorgabe, dass die Zieltransaktion eine bestimmte Mindestschwelle, z.B. 80% des SPAC-Nettovermögens, erreichen muss. Dies erscheint neben der Beschreibung der Kriterien für das Zielunternehmen im Wertpapierprospekt wichtig, um sicherzustellen, dass die Fristvorgaben in Abs. 3 von den "Initiatoren" des SPAC nicht durch den Erwerb eines im Verhältnis zum vorhandenen Emissionserlös unwesentlichen Zielunternehmens unterlaufen werden.
- 17 Die Formulierung in Abs. 4 Nr. 2 ("deren Wertpapiere zum Handel an einem regulierten Markt zugelassen wurden") legt nahe, dass *sämtliche* Wertpapiere der BMAG zum Handel an der Börse zuzulassen sind. Tatsächlich hat ein SPAC typischerweise unterschiedliche Aktiengattungen (§ 11 AktG):

- Nur die sog. "Class A Shares" und Class A-Optionsscheine, die im Rahmen des Börsengangs beim Publikum platziert werden, werden als sog. "Units" zum Handel am geregelten Markt zugelassen ("Huckepack"-Struktur). Dies sollte im Gesetzestext zum Ausdruck kommen.
- Die Gründer bzw. "Initiatoren" halten "Class B Shares" und Class B-Optionsscheine, die nicht zum Börsenhandel zugelassen werden und erst nach dem Erwerb des Zielunternehmens gestaffelt in börsennotierte "Class A Shares" gewandelt werden können.

18 Abs. 4 Nr. 3 enthält die Vorgabe, dass die Satzung der BMAG die Möglichkeit vorsehen muss, eine virtuelle Hauptversammlung durchzuführen. Das ist nicht erforderlich und erweckt den unzutreffenden Eindruck, die virtuelle Hauptversammlung erleichtere es, Beschlüsse über Strukturmaßnahmen "durchzubekommen" (vgl. auch Begr. RefE S. 86: "Gewährleistung der besseren Durchsetzbarkeit"). Der Akzeptanz der virtuellen Hauptversammlung als "gleichwertige Veranstaltung" schadet dies. Die Vorgabe sollte daher gestrichen werden, zumal die Gründer auch dann eine Ermächtigung des Vorstands nach § 118a Abs. 1, 4 AktG in der Hand haben.

19 Die in Abs. 6 enthaltene Definition des "Initiators" wird, soweit ersichtlich, nur in § 46 Abs. 3 BörsG-E verwendet und sollte daher eher dort eingefügt werden. Aus dem Gesetzestext wird außerdem die besondere Stellung der "Initiatoren" nicht verständlich. Statt auf den Besitz von Aktien oder sonstigen Bezugsrechten abzustellen, sollte in die Definition aufgenommen werden, dass sie ein besonderes wirtschaftliches Eigeninteresse haben, weil sie das Profil der Zielgesellschaft mitbestimmen und die Auswahlentscheidung bei der Zieltransaktion treffen (vgl. auch Begr. RefE S. 89).

b) § 45 BörsG-E (Einlage, Verwendungsabrede)

- 20 Die in § 45 BörsG-E als Ausnahme von den aktienrechtlichen Kapitalaufbringungsregeln angelegte Treuhandkonstruktion für die erbrachten Einlagen bis zur Durchführung der Zieltransaktion ist grundsätzlich nachvollziehbar, weil anderenfalls keine wirksame Beschränkung der Vertretungsmacht des Vorstands nach außen hinsichtlich des Emissionserlöses möglich wäre (§ 82 Abs. 1 AktG). Durch die Treuhand wird entsprechend der internationalen Transaktionspraxis bei SPACs sichergestellt, dass die eingeworbenen Gelder nur für die Zieltransaktion oder die Rückzahlung an die Aktionäre bei Auflösung des SPAC verwendet werden.
- 21 Da eine (unmittelbare) Weiterleitung der Bareinlagen auf ein zweckgebundenes Treuhandkonto u.U. einer wirksamen Einlageleistung entgegensteht (Einlage steht nie zur freien Verfügung des Vorstands), wird die Vereinbarkeit mit den aktienrechtlichen Kapitalaufbringungsregeln in Abs. 3 "klargestellt" (Begr. RefE S. 87). Die Sonderregelungen sollen jedoch offenbar nur für die Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen zum Börsengang gelten ("§ 188 Absatz 2 Satz 1 in Verbindung mit..."). Dann müssen – was der Gesetzesentwurf nicht ausdrücklich sagt – bei der Gründung der BMAG die aktienrechtlichen Gründungsvorschriften uneingeschränkt gelten.
- 22 Nach Abs. 2 sind nur ein Notar oder ein Kreditinstitut geeignete Treuhänder. Gegenüber der bisherigen Transaktionspraxis in der EU ist dies eine Einschränkung, da die Erlöse aus der Platzierung der Aktien häufig auf ein von einer Tochtergesellschaft des SPAC (GmbH & Co KG) geführtes Treuhandkonto eingezahlt wurden. Ob mit dem Übertrag an ein (weisungsgebundenes) Tochterunternehmen ein wirksames "Ringfencing" der Emissionserlöse erreicht wird, kann allerdings bezweifelt werden. Auch die UK Listing Rules fordern, dass der Treuhänder eine "geeignete Drittpartei" sein muss, die nicht unter dem Einfluss des SPAC steht. Dem Regelungsansatz des Abs. 2 ist daher grundsätzlich zuzustimmen.

Entsprechend § 186 Abs. 5 AktG sollte die Regelung allerdings am Ende noch um den Halbsatz "oder ein nach § 53 Abs. 1 Satz 1 oder § 53b Abs. 1 Satz 1 oder Abs. 7 Kreditwesengesetz tätiges Unternehmen" ergänzt werden. Dadurch würde dem Umstand Rechnung getragen, dass in einem EWR-Staat zugelassene Kreditinstitute grundsätzlich berechtigt sind, ihr Geschäft auch in anderen EWR-Staaten auszuüben.

23

Es sollte außerdem erwogen werden, einzelne Punkte im Verhältnis zwischen Gesellschaft und Treuhänder näher zu regeln:

- Unklar ist, ob die gesamten Einlagen der Verfügungsbefugnis des Vorstands entzogen sein sollen. Die Gesellschaft hat bis zu 4 Jahre keinen eigenen Geschäftsbetrieb, muss aber laufende Kosten begleichen. Hinzu kommen die Kosten für die Vorbereitung der Zieltransaktion. Entsprechend internationaler Regelungen sollte daher ein Teil der Gelder von der Weiterleitung auf das Treuhandkonto ausgenommen sein (in den USA: 10%). Diese "Betriebskosten" werden in der Regel wirtschaftlich von den "Initiatoren" getragen, z.B. über einen "zusätzlichen Kaufpreis", den sie für die Class B-Optionsscheine bezahlen.
- Nicht geregelt wird, ob bzw. wie das Treuhandvermögen angelegt werden darf. In den USA müssen insoweit strikte Anlagekriterien festgelegt werden. Das Treuhandkonto sollte jedenfalls ein verzinsliches Konto sein.
- Wenn nur der Treuhänder unmittelbaren Zugriff auf das Gesellschaftsvermögen hat, müsste der Hauptversammlungsbeschluss über die Zieltransaktion nach § 46 BörsG-E wohl auch eine Verwendungsanweisung für die entsprechende Mittelverwendung enthalten oder gesetzlich geregelt sein, dass der Treuhänder die Geldmittel auf Grundlage eines solchen Hauptversammlungsbeschluss ohne weitere Prüfung für die Kaufpreiszahlung freigeben darf.

c) § 46 BörsG-E (Zuständigkeit der Hauptversammlung)

- 24 Die Zustimmung der Hauptversammlung zur Zieltransaktion ist fester Bestandteil internationaler SPAC-Transaktionen, auch wenn dadurch bei bestimmten Transaktionsstrukturen die Geschäftsführungsbefugnis des Vorstands (§§ 76, 77 AktG) eingeschränkt wird.
- 25 Unklar ist der Regelungsgehalt von Abs. 1 letzter Satz, wonach die Bekanntmachungspflicht nach § 124 Abs. 3 Satz 1 AktG sich auch auf den Zieltransaktionsbericht erstreckt. § 124 Abs. 1 Satz 1 AktG enthält nur den Grundsatz, dass die Verwaltung zu jedem Beschlussgegenstand der Hauptversammlung Vorschläge zur Beschlussfassung machen muss. Dies würde auch für die Zieltransaktion ohne weiteres gelten. Die zusätzliche Regelung sollte jedenfalls nicht bedeuten, dass der Zieltransaktionsbericht Teil der Hauptversammlungseinberufung sein muss. Stattdessen sollte die Information der Aktionäre in Anlehnung an §§ 52 Abs. 2 Satz 3-5, 175 Abs. 2, 179a Abs. 2 Satz 1-4, 293f Abs. 1-3, 319 Abs. 3, 320 Abs. 4, 327c Abs. 3-5 AktG so geregelt werden, dass der Zieltransaktionsbericht mit der Einberufung der Hauptversammlung ausgelegt oder im Internet auf der Website der BMAG zugänglich gemacht werden muss.
- 26 Abs. 3 Satz 2 sieht bei der Beschlussfassung einen Ausschluss des Stimmrechts der "Initiatoren" vor. Dies entspricht den Vorgaben der UK-Listing Rules. International bestehen insoweit aber durchaus unterschiedliche Gepflogenheiten. In den USA beispielsweise dürfen die "Initiatoren" mitstimmen. Es ist lediglich geregelt, dass alle Aktien(gattungen), auch die der "Initiatoren", jeweils nur eine Stimme pro Aktie haben können. Außerdem müssen ihre Interessenkonflikte eindeutig offengelegt werden, sonst können sie Schadensersatzansprüchen ausgesetzt sein, und auch die SEC kann einschreiten.
- 27 Bei der hier gewählten Lösung muss man sich darüber im Klaren sein, dass die Zustimmung der Hauptversammlung angesichts des qualifizierten

Mehrheitserfordernisses nach Abs. 3 Satz 1 recht ungewiss ist. Erwogen werden sollte, satzungsmäßig auch eine andere (niedrigere) Kapitalmehrheit vorsehen zu können. International können diese Hauptversammlungsbeschlüsse regelmäßig mit einfacher (Kapital-)Mehrheit gefasst werden. Für diesen Zweck müsste dann allerdings auch eine Ausnahme von § 179 Abs. 2 Satz 2 AktG vorgesehen werden, der für eine Änderung des Unternehmensgegenstands nur zulässt, dass die Satzung eine höhere Kapitalmehrheit bestimmt. Ohne die Beschlussfassung über diese Satzungsänderung kann die Zieltransaktion letztlich nicht vollzogen werden (vgl. Begr. RefE S. 89, 91). Eine Ausnahme von § 179 Abs. 2 Satz 2 AktG erscheint bei der zeitlich befristeten, nach zuvor festgelegten Kriterien auf "Veränderung angelegten" BMAG auch angemessen. Mit einer Änderung des Unternehmensgegenstands bei einem werbenden Unternehmen ist dies nicht vergleichbar.

28 In § 46 Abs. 3 Satz 1 BörsG-E sollte die ungenaue Formulierung "des *anwesenden* Grundkapitals" durch die im Aktiengesetz übliche Formulierung "des *bei der Beschlussfassung vertretenen* Grundkapitals" ersetzt werden.

29 Die beiden Hauptversammlungsbeschlüsse (und das Eintragungserfordernis für die Satzungsänderung nach § 181 Abs. 3 AktG) bieten Ansatzpunkte für Aktionärsklagen. Um eine hinreichende Transaktionssicherheit zu gewährleisten, sollte zumindest der Anwendungsbereich des Freigabeverfahrens nach § 246a AktG auf den Satzungsänderungsbeschluss (und damit implizit auch auf den Zustimmungsbeschluss zur Zieltransaktion) erstreckt werden. Da ohnehin jeder Aktionär, der der Zieltransaktion widerspricht, seine Aktien andienen kann (§ 47 BörsG-E), könnte aber evtl. auch erwogen werden, das Anfechtungsrecht nach § 246 AktG für die beiden Hauptversammlungsbeschlüsse auszuschließen.

d) § 47 BörsG-E (Andienungsrecht der Aktionäre; Zulässigkeit der Aktienrückgewähr)

- 30 Die Vorschrift dient der Sicherstellung und Umsetzung des international bei SPAC-Transaktionen üblichen Andienungsrechts der Aktionäre im Zusammenhang mit der Zieltransaktion. Da sie beim Erwerb ihrer Aktien nicht wissen, welche Zielgesellschaft erworben wird, sollen sie die Möglichkeit haben, ihr eingesetztes Kapital wieder abzuziehen.
- 31 Der Bestimmung bedürfte es in dieser Form nicht, wenn der Gesetzgeber "rückerwerbbarere Aktien" (redeemable shares) einführen würde. Sie sind nach Art. 82 Gesellschaftsrechts-RL zulässig und international bei SPAC-Transaktion das Gestaltungsmittel, um das Andienungsrecht der Aktionäre sicherzustellen. In Deutschland liegen Vorschläge zur Einführung rückerwerbbarer Aktien schon lange vor (vgl. Baums [Hrsg.], Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, 2001, Rn. 235 f.; zust. DAV-Handelsrechtsausschuss, Beil. zu NZG Heft 9/2003, S. 1, 25; s. auch DAV-Handelsrechtsausschuss, NZG 2011, 217 ff. Rn. 29).
- 32 Abs. 1 sieht vor, dass nur diejenigen Aktionäre zur Andienung ihrer Aktien berechtigt sind, die gegen den Beschluss über die Zieltransaktion Widerspruch zu Protokoll erklärt haben. Dies ist vom Abfindungsgebot im Verschmelzungsvertrag bekannt (vgl. § 29 UmwG), international aber bei SPAC-Transaktionen unüblich. Problematisch ist die "Widerspruchslösung", weil sie auch voraussetzt, dass die widersprechenden Anteilsinhaber gegen die Zieltransaktion stimmen. International wird – bis zu einer festgelegten Obergrenze zur Begrenzung des Mittelabflusses – allen Anteilsinhabern unabhängig vom Abstimmverhalten ein "Redemption Right" gewährt. Vor diesem Hintergrund sollte das Widerspruchserfordernis überdacht werden. Unabhängig davon ist in der Begründung davon die Rede, dass "nach den gesetzlichen Regelungen" auf die Funktion des Widerspruchs für das Andienungsrecht in der HV-Einladung besonders hinzuweisen ist (Begr.

RefE S. 88 unten). Dies bezieht sich offenbar auf einen zwischenzeitlich gestrichenen Regelungsentwurf und sollte ebenfalls gestrichen werden.

33

Abs. 2 dient angesichts des Fehlens "rückerwerbbarer Aktien" der Umsetzung des Andienungsrechts. Der Verweis auf § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG geht jedoch fehl, da diese rechtliche Grundlage für den Rückwerb der eigenen Aktien eine entsprechende Ermächtigung der Hauptversammlung voraussetzt, was jedoch im Gesetzesentwurf und der Begründung unerwähnt bleibt. Übersehen wird vor allem, dass mit § 71 Abs. 1 Nr. 3 AktG bereits ein systematisch passender gesetzlicher Rückwerbstatbestand für die Abfindung von Aktionären vorhanden ist. Insoweit bedürfte es auch nicht einer Heraufsetzung des zulässigen Rückkaufvolumens von 10% auf 30%, sondern allenfalls der klarstellenden Aufnahme der rechtlichen Grundlage für das Andienungsrecht in die Nr. 3.

e) § 47a BörsG-E (Aktienoptionen)

34

§ 47a BörsG-E soll die bei SPAC-Transaktion übliche Gewährung selbständiger Optionsscheine sowohl an die „Initiatoren“ als auch an das Publikum rechtlich absichern. Auch dieser Regelung bedürfte es nicht, wenn insoweit in § 221 AktG eine Klarstellung eingefügt würde. Es entspricht schon seit langem der h.M., dass selbständige Optionsscheine (naked warrants) nach § 221 AktG emittiert und mit einem bedingten Kapital nach § 192 Abs. 1 Nr. 1 AktG unterlegt werden können; die im Gesetzestext vorgesehene Formulierung "abweichend von § 221 AktG" ist deshalb unrichtig. Nur die verbleibende Rechtsunsicherheit hat dazu geführt, dass Emissionen selbständiger Optionsscheine vergleichsweise selten sind. Es gibt keinen Grund, deren Zulässigkeit nicht für alle Aktiengesellschaften klarzustellen. In der Form des § 47a BörsG-E ist eine Regelung – auch nach Streichung der Worte "abweichend von § 221 AktG" – kontraproduktiv, weil sie den Anschein erweckt, selbständige Optionsscheine seien nach allg. Aktienrecht unzulässig, und die

Gesellschaften daher ohne sachlichen Grund erst recht von dieser Finanzierungsform abschneidet.

35 Erwogen werden sollte zudem eine Erhöhung des Höchstbetrags für bedingtes Kapital nach § 192 Abs. 2 Nr. 1 AktG, weil die 50%-Grenze für SPAC-Transaktionen u.U. zu niedrig sein kann.

f) § 47b BörsG-E Beendigung der Börsenmantelaktiengesellschaft:
Abwicklung

36 § 47b BörsG-E betrifft (i) die Fortführung der BMAG als AG nach erfolgreicher Durchführung der Zieltransaktion (Abs. 1 Satz 2-4), (ii) die Beendigung und Auflösung der BMAG ohne Einhaltung des Sperrjahres nach § 272 Abs. 1 AktG, wenn es nicht gelungen ist, eine Zieltransaktion durchzuführen (Abs. 1 Satz 1, Abs. 3) und (iii) die Fortführung der BMAG ohne Zieltransaktion als (nicht-börsennotierte) AG, wenn die Hauptversammlung dies vor Fristablauf beschließt (Abs. 2). Nach den allgemeinen vertraglichen Regelungen des Treuhandverhältnisses dürfte es auch ohne entsprechende gesetzliche Anordnung unzweifelhaft sein, dass der Treuhänder mit der Fortsetzung der BMAG als AG verpflichtet ist, ein (Rest-)Guthaben zur "freien Verfügung des Vorstands" auf ein Konto der Gesellschaft zu übertragen. Fraglich ist jedoch, ob es im Falle der Fortsetzung der BMAG als (nicht-börsennotierte) Aktiengesellschaft nicht eines Umgehungsschutzes hinsichtlich der Kapitalaufbringungsregeln bedarf. Die Rechtfertigung der "Sonderregelung" des § 45 Abs. 3 BörsG-E für die Kapitalerhöhung zum Börsengang entfällt, wenn die Gesellschaft als "normale" AG fortgeführt wird, ohne dass es jemals zu einer Zieltransaktion gekommen ist. Es sollte erwogen werden, die Eintragung der Satzungsänderung nach § 181 Abs. 3 AktG mit einer Einzahlungsbestätigung nach § 37 Abs. 1 S. 3 AktG hinsichtlich der bis dahin treuhänderisch gehaltenen und nun erstmals "zur freien Verfügung" des Vorstands übertragenen Gelder zu verbinden.

3. Ergänzung von § 3 BörsZulV:

37 Unabhängig davon, ob sich der Gesetzgeber der eingangs vertretenen "aktienrechtlichen Lösung" anschließt oder bei der "Sonderregelung" im Börsengesetz bleibt, sollten die Regelungen von einer Ergänzung des § 3 BörsZulV begleitet werden. In einem neuen Absatz 3 sollten die Kriterien aufgenommen werden, die die Frankfurter Wertpapierbörse derzeit ungeachtet der Rechtsordnung, nach der der SPAC gegründet wurde, bei ihrer Ermessensentscheidung über die Börsenzulassung nach § 3 Abs. 2 BörsZulV zugrunde legt. Der neue Absatz 3 könnte in etwa lauten:

"Das Erfordernis des Absatz 1 gilt nicht für die Zulassung von Aktien, deren Emittenten reine Akquisitionszweckunternehmen [oder Börsenmantelaktiengesellschaften im Sinne von § 44 Abs. 1 BörsG] sind, wenn folgende Voraussetzungen erfüllt sind:

- 1. Der Erlös aus der Emission der Aktien wird auf ein verzinsliches Treuhandkonto eingezahlt,*
- 2. der Verwendungszweck des Emissionserlöses wird im Wertpapierprospekt detailliert dargestellt, und*
- 3. der Emittent weist nach, dass es sich bei dem Emittenten um ein zeitlich befristetes Unternehmen handelt, im Falle seiner Auflösung das Treuhandvermögen an die Gesellschafter ausgeschüttet wird und sichergestellt ist, dass die Gesellschafter mit einer Mehrheit von mindestens 50% über die Verwendung des Treuhandvermögens entscheiden."*

Zu Art. 12

Änderungen des Aktiengesetzes

1. Zu Nr. 9 - Einfügung von § 134 Abs. 2 AktG-E (Mehrstimmrechte)

38 Der DAV hält es grundsätzlich für richtig und zeitgemäß, an dem bisherigen Verbot von Mehrstimmrechtsaktien nicht länger uneingeschränkt festzuhalten, sondern eine angemessene Liberalisierung vorzunehmen, um deutschen Unternehmen den Zugang zum Kapitalmarkt zu erleichtern und einer Schlechterstellung im Vergleich zu Unternehmen aus Drittstaaten entgegenzuwirken. Der DAV hat sich daher erst jüngst grundsätzlich positiv zu dem Vorschlag der EU-Kommission für eine Richtlinie über Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien geäußert (DAV-Stellungnahme Nr. 11/2023) und kann hierauf zunächst Bezug nehmen. Im Anschluss daran ist zu § 134 Abs. 2 AktG-E folgendes anzumerken:

a) Schaffung von Mehrstimmrechtsaktien

39 Während der EU-RL-Vorschlag sich darauf beschränkt, Mehrstimmrechtsaktien für Gesellschaften in der Rechtsform der AG und SE zuzulassen, die die Börsenzulassung an einem KMU-Wachstumsmarkt suchen, geht § 134 Abs. 2 AktG-E mit Recht weiter, indem die Regelung auch die Rechtsform der KGaA erfasst, vor allem aber die Schaffung von Mehrstimmrechtsaktien nicht auf den bevorstehenden Börsengang an einem KMU-Wachstumsmarkt beschränkt, sondern sie auch Gesellschaften erlaubt, die die erstmalige Zulassung von Aktien in einem anderen Börsensegment anstreben, deren Aktien bereits zugelassen sind oder die keinen Börsengang beabsichtigen. Zur Kritik an dem enger angelegten Konzept des EU-RL-Entwurfs vgl. DAV-Stellungnahme 11/2023 zu Art. 1 und 3.

40 Nach Satz 3 soll ein Beschluss zur Ausstattung oder Ausgabe von Aktien mit Mehrstimmrechten der Zustimmung aller "betroffenen" Aktionäre bedürfen. Gemeint ist damit ausweislich der Entwurfsbegründung (Seite

98) ein Zustimmungserfordernis sämtlicher Aktionäre. Das ist jedenfalls für den Fall nicht überzeugend, dass sämtliche vorhandenen Aktien mit gleichen Mehrstimmrechten ausgestattet werden, um eine spätere Kapitalerhöhung mit Einfachstimmrechtsaktien vorzubereiten; bei einer solchen Gestaltung, bei der sämtliche vorhandenen Aktionäre gleichbehandelt werden, gibt es keinen Grund, höhere Mehrheitserfordernisse zu verlangen als für jede andere Satzungsänderung. Zweifelhaft ist das vorgesehene Zustimmungserfordernis sämtlicher Aktionäre weiterhin für den Fall der Ausgabe von Mehrstimmrechtsaktien unter Aufrechterhaltung des Bezugsrechts aller Aktionäre. Auch in diesem Fall wird kein Aktionär benachteiligt. Der DAV neigt daher zu der Empfehlung, es auch für den Fall der Bezugsrechtskapitalerhöhung mit Mehrstimmrechtsaktien bei den normalen Mehrheitsanforderungen des § 182 AktG zu belassen und lediglich § 192 Abs. 1 Satz 2 AktG (keine niedrigere Kapitalmehrheit als 75%) auch auf die Ausgabe von Mehrstimmrechtsaktien zu erstrecken. Schwieriger zu beantworten scheint dem DAV die Frage, ob ein Hauptversammlungsbeschluss mit satzungsändernder Mehrheit genügen kann, wenn unter Ungleichbehandlung der Aktionäre nur ein Teil der ausstehenden Stammaktien nachträglich in Mehrstimmrechtsaktien umgewandelt oder bei Ausgabe neuer Mehrstimmrechtsaktien das Bezugsrecht ausgeschlossen werden soll. Für diesen Fall die Zustimmung sämtlicher Aktionäre zu verlangen, liegt nahe. In seiner Stellungnahme zum EU-RL-Vorschlag hatte der DAV als vermittelnde Lösung zu erwägen gegeben, nicht die Zustimmung sämtlicher Aktionäre zu verlangen, sondern einen Hauptversammlungsbeschluss mit satzungsändernder Mehrheit und einen zusätzlichen Sonderbeschluss der benachteiligten Stammaktionäre mit qualifizierter Mehrheit genügen zu lassen. Dem DAV würde dies nach wie vor als vertretbare Lösung erscheinen, die auch eine zusätzliche materielle Beschlusskontrolle oder gar ein zusätzliches Austrittsrecht der benachteiligten Aktionäre als entbehrlich erscheinen lassen dürfte. Bedacht werden müsste allerdings die Frage, ob an dem Sonderbeschluss auch solche Aktionäre teilnehmen dürften, die von der

Umwandlung in bzw. den Bezug von Mehrstimmrechtsaktien nur teilweise ausgeschlossen würden.

41 Eine Ausgabe von Mehrstimmrechtsaktien im Rahmen eines genehmigten Kapitals will der RefE ausweislich seiner Begründung (Seite 98) nicht zulassen. Aus dem Text von § 134 Abs. 2 AktG folgt das allerdings nicht zwingend, da auch der HV-Beschluss über eine Ermächtigung des Vorstands zur Ausgabe von Mehrstimmrechtsaktien als "Beschluss zur Ausgabe von Aktien mit Mehrstimmrechten" verstanden werden könnte. Dass die endgültige Entscheidung über die Ausgabe von Mehrstimmrechtsaktien nicht in die Hände der Verwaltung gelegt werden sollte, erscheint gleichwohl überzeugend. Es wäre wünschenswert, das auch im Gesetzestext – etwa in § 202 Abs. 1 AktG – klarzustellen.

42 Zur Frage, ob ein bedingtes Kapital mit Mehrstimmrechtsaktien vorgesehen werden kann, sagt der RefE konkret nichts. Man mag bezweifeln, ob dafür ein praktisches Bedürfnis besteht, rechtlich ausgeschlossen wäre es nach der Entwurfsfassung aber wohl nicht, oder allenfalls dann, wenn man Satz 3 so verstehen wollte, dass es für die Zustimmung "aller betroffenen Aktionäre" nicht auf den Zeitpunkt der Schaffung des bedingten Kapitals sondern seiner Ausnutzung ankäme. Auch hierzu mag sich eine Klarstellung empfehlen.

b) Begrenzung des Stimmgewichts (Satz 2)

43 Nach Satz 2 sollen Mehrstimmrechte auf höchstens das Zehnfache des einfachen Stimmrechts pro Aktie beschränkt sein. Das scheint dem DAV eine angemessene Begrenzung, die sich im Rahmen internationaler Standards hält. Hingegen sieht der Entwurf nicht vor, zusätzlich eine Höchstgrenze dafür festzulegen, wie viele Aktien mit einem Mehrstimmrecht ausgestattet werden können. Theoretisch wäre es danach denkbar, zum Beispiel die Hälfte der ausgegebenen Aktien mit zehnfachem Stimmrecht auszustatten mit der Folge, dass die andere Hälfte der Aktien zusammen gerade noch über insgesamt rd. 9% der

Stimmrechte verfügen würde. Diese Regelung dürfte sich nicht mit Art. 5 Abs. 1 (b) (i) des EU-RL-Vorschlags vertragen, wonach "*a maximum weighted voting ratio and a requirement on the maximum percentage of the outstanding share capital that the total amount of multiple-vote shares can represent*" erforderlich sein soll. Sieht man davon ab, erscheint es aber in der Tat entbehrlich, den Anteil von Mehrstimmrechtsaktien am Grundkapital – ähnlich wie den Anteil von Vorzugsaktien in § 139 Abs. 2 AktG – zu beschränken. Denn dort, wo eine Kapitalmehrheit erforderlich ist, wirken sich Mehrstimmrechtsaktien ohnehin nicht aus, und soweit es um die Stimmenmehrheit geht, nützt eine zusätzliche Beschränkung des Gesamtanteils von Mehrstimmrechtsaktien am Grundkapital nichts, weil bereits knapp mehr als neun Prozent aller Aktien mit zehnfachem Stimmrecht die einfache Stimmrechtsmehrheit gewähren.

c) Keine Begrenzung des Einsatzbereichs der Mehrstimmrechte

44

Der Entwurf verzichtet darauf, den Einsatzbereich des Mehrstimmrechts einzuschränken und bestimmte Beschlussgegenstände vom Mehrstimmrecht auszunehmen, wie Art. 5 Abs. 1 (b) (ii) des EU-RL-Vorschlags es als Alternative zu einer Beschränkung des Stimmengewichts genügen lassen will. Für das deutsche Aktienrecht ergibt sich eine gewisse Beschränkung de facto allerdings dadurch, dass die wesentlichen Strukturmaßnahmen, über die die Hauptversammlung zu entscheiden hat, neben der einfachen Stimmenmehrheit einer zusätzlichen (meist qualifizierten) Kapitalmehrheit bedürfen. Mehrstimmrechte sind für die Berechnung der Kapitalmehrheit irrelevant, so dass Mehrstimmrechtsaktien bei solchen Beschlussgegenständen im Ergebnis nicht das Zustandekommen der Kapitalmehrheit sichern, sondern nur das Zustandekommen der zusätzlich erforderlichen Stimmenmehrheit verhindern und damit im Ergebnis eine Vetoposition begründen können. Dass der Entwurf dies nicht hindern, sondern bei Strukturmaßnahmen eine solche Vetoposition der Mehrstimmrechtsaktionäre akzeptieren will, hält der DAV für sachgerecht.

45 Eine andere Frage ist es, ob für bestimmte Entscheidungen, die mit bloßer Stimmenmehrheit getroffen werden können, der Einsatz des Mehrstimmrechts ausgeschlossen werden sollte. Der DAV hat dazu in seiner Stellungnahme zum EU-RL-Vorschlag typische Interessenkonflikte zwischen Mehrheit und Minderheit angesprochen, etwa die Beschlussfassung über die Wahl des Abschlussprüfers, die Bestellung von Sonderprüfern, die Geltendmachung von Ersatzansprüchen und den Verzicht auf Ersatzansprüche, gegebenenfalls auch das Votum zu Vergütungssystem und -bericht. Die Frage scheint dem DAV diskussionswürdig, für das deutsche Recht im Ergebnis aber wohl eher zu verneinen. Wo ein konkreter Interessenkonflikt besteht, greifen ohnehin gesetzliche Stimmverbote, wo diese aber nicht greifen, ist ein möglicher Interessenkonflikt auch nicht manifest genug, um das Mehrstimmrecht auszuschließen. Entweder besteht Grund für einen völligen Ausschluss des Stimmrechts oder eben nicht. Eine Reduzierung des Mehrstimmrechts auf ein bloßes Einzelstimmrecht bei den genannten Beschlussgegenständen wäre wohl doch keine letztlich überzeugende Lösung.

46 Art. 5 Abs. 2 (d) des EU-RL-Entwurfs will es dem nationalen Gesetzgeber freistellen, Mehrstimmrechtsaktien mit der Beschränkung zu versehen, dass die Mehrstimmrechte nicht bei Beschlussfassungen der Hauptversammlung gelten, die auf die Verhinderung, Reduzierung oder Beseitigung nachteiliger Auswirkungen der Geschäftstätigkeit auf Menschenrechte oder die Umwelt abzielen. Dass der RefE hiervon keinen Gebrauch machen will, ist zu begrüßen; der DAV hat das schon in seiner Stellungnahme zum EU-RL-Vorschlag (zu Art. 5 Ziff. 1 b) näher ausgeführt.

d) Erlöschen der Mehrstimmrechte (Satz 4-8)

47 Nach Satz 4 sollen Mehrstimmrechte bei börsennotierten Gesellschaften im Falle der Übertragung der Aktie und nach Ablauf einer Höchstdauer seit Börsenzulassung erlöschen. Daraus folgt zunächst im Gegenschluss,

dass bei nicht börsennotierten Gesellschaften die Mehrstimmrechte zeitlich nicht befristet sind und eine Übertragung uneingeschränkt zulässig ist. Die Satzung kann durch Vinkulierung und Befristung der Mehrstimmrechte etwas anderes regeln. Das ist sachgerecht, das bisherige Verbot von Mehrstimmrechtsaktien für nicht börsennotierte Gesellschaften, geht schon nach geltendem Recht zu weit.

48

Bei börsennotierten Publikumsgesellschaften sind Mehrstimmrechte problematischer. Insoweit scheint der Ansatz des Entwurfs, sie nur für einen Übergangszeitraum zuzulassen, um einerseits den Entschluss zum Börsengang zu erleichtern, andererseits aber das Spannungsverhältnis zwischen Börsennotierung und Mehrstimmrechten nach einer gewissen Zeit aufzulösen nicht unvertretbar. Gleichwohl sollte noch einmal überdacht werden, ob man es nicht besser den (Gründungs-)Gesellschaftern überlässt, in der Satzung entsprechende Beschränkungen vorzusehen. Schutzmechanismen gegen einen Missbrauch der Mehrheitsmacht sind durch die Regelungen in Satz 1-3 und die ohnehin etablierten Regelungen zu Geschäften mit nahestehenden Personen, zum Konzernrecht sowie durch die Treuepflicht (und ggf. eine materielle Beschlusskontrolle) bereits hinreichend verwirklicht. Ein Korrektiv stellt auch der Kapitalmarkt dar, an dem die Aktien von Unternehmen mit Mehrstimmrechten ohne "marktübliche" Regelungen nur mit einem Bewertungsabschlag gehandelt werden dürften. Zudem wäre es Börsen- oder Indexbetreibern unbenommen, im Rahmen des ihnen zustehenden Gestaltungsspielraums für die Aufnahme in bestimmte Segmente oder Indizes Anforderungen an die zeitliche Beschränkung von Mehrstimmrechten zu stellen.

49

Wenn man es hingegen bei einer zeitlichen Obergrenze belassen will, erscheint der Zeitraum von 10 Jahren nach Börsennotierung mit der Möglichkeit, die Frist einmalig um bis zu 10 Jahre zu verlängern und mit den hierzu in Satz 4-8 des Entwurfs vorgesehenen Regelungen dem DAV sachgerecht und überzeugend. Man mag zwar die Frage aufwerfen, ob die Anknüpfung der 10-Jahresfrist an den Zeitpunkt der Börsennotierung

auch dann richtig ist, wenn die Gesellschaft erst nach Börsennotierung Mehrstimmrechte einführt. Die Frage dürfte jedoch von so geringer praktischer Relevanz sein, dass eine Sonderregelung für diesen Fall nicht zwingend erforderlich erscheint.

50

Nicht überzeugend scheint dem DAV hingegen, bei börsennotierten Gesellschaften ein zwingendes Erlöschen der Mehrstimmrechte im Falle der Übertragung der Aktie vorzusehen. Eine solche Regelung enthält nicht nur die Einladung zu Umgehungsstrukturen, sondern ist auch als Konzept nicht überzeugend. Wenn etwa eine Familiengesellschaft den Gang an die Börse in Erwägung zieht, aber durch Ausgabe von Mehrstimmrechtsaktien den Familieneinfluss sicherstellen möchte, ist das eine Zielsetzung, die der Entwurf gerade ermöglichen will, die sich aber mit einem zwingenden Erlöschen der Mehrstimmrechte im Übertragungsfall – zu dem auch der Erbfall gehören würde – nicht verträgt. Das gilt umso mehr, wenn man an der zeitlichen Befristung der Mehrstimmrechte festhalten will, denn dann genügt jedenfalls die zeitliche Befristung des Mehrstimmrechts für einen angemessenen Interessenausgleich, ohne dass es einer zusätzlichen "transfer-based sunset clause" bedarf. Wenn man gleichwohl eine Regelung des Übertragungsfalls für erforderlich ansehen wollte, wäre zumindest für rechtsgeschäftliche Übertragungen als milderer Mittel gegenüber einem Verfall der Mehrstimmrechte eine verpflichtende Vinkulierung in Betracht zu ziehen; vgl. dazu schon die DAV-Stellungnahme zum EU-RL-Vorschlag (Seite 20). Jedenfalls aber sollte es möglich sein, durch abweichende Satzungsregelung auch bei börsennotierten Gesellschaften einen Fortbestand der Mehrstimmrechte im Falle der Übertragung der Aktie zu ermöglichen.

51

Derzeit noch nicht bedacht sind die übernahmerechtlichen Folgen eines automatischen Verfalls von Mehrstimmrechten. Ein solcher kann sich mit erheblichen Stimmrechtsverschiebungen und einem "passiven Kontrollerwerb" eines Aktionärs mit regulären Stimmrechten verbinden. Insoweit müsste geregelt werden, dass ein passiver Kontrollerwerb keine

Pflicht zur Abgabe eines Pflichtangebots (§ 35 WpÜG) begründet oder jedenfalls eine Befreiung in Betracht kommt (§ 37 WpÜG).

52

Von der Einführung einer zwingenden "event-based sunset clause", wie Art. 5 Abs. 2 c des EU-RL-Entwurfs sie zulassen will, sieht der RefE mit Recht ab. Der Satzung bleibt es unbenommen, einen Verfall der Mehrstimmrechte bei bestimmten Ereignissen, etwa dem Ausscheiden des Inhabers der Mehrstimmrechtsaktien aus Vorstand oder Aufsichtsrat, vorzusehen. Das ist eine flexiblere und sachgerechtere Lösung als eine zwingende gesetzliche Verfallbestimmung bei Eintritt bestimmter Ereignisse es wäre.

2. Zu Nr. 10 – § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG-E (Erweiterung des vereinfachten Bezugsrechtsausschluss auf 20%)

53

In § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG-E ist vorgesehen, dass die Volumengrenze für den vereinfachten Bezugsrechtsausschluss bei Barkapitalerhöhungen von 10% auf 20% angehoben wird. Der DAV begrüßt die vorgesehene weitere Flexibilisierung der Eigenkapitalaufnahme für börsennotierte Gesellschaften. Damit würde nicht nur wie in der Entwurfsbegründung (S. 101) ausgeführt der Gleichlauf zur Möglichkeit der prospektfreien Zulassung neuer Aktien im Umfang von bis zu 20% des Grundkapitals bereits börsennotierter Emittenten hergestellt und eine Annäherung an die Regelungen anderer Jurisdiktionen, wie etwa Frankreich, erreicht. Vielmehr würde auch eine Empfehlung des 67. Deutschen Juristentags 2008 aufgegriffen. Dass sich die erforderliche Hauptversammlungsmehrheit für einen entsprechenden Bezugsrechtsausschluss bzw. für die Ermächtigung des Vorstands zu einem entsprechenden Bezugsrechtsausschluss im Rahmen eines genehmigten Kapitals im Einzelfall möglicherweise nicht ohne weiteres finden wird, steht der vorgeschlagenen Flexibilisierung nicht entgegen. Je nach den Verhältnissen bei der betreffenden Gesellschaft und der konkreten Ausgestaltung des Bezugsrechtsausschlusses bzw. der Ermächtigung zum Bezugsrechtsausschluss im Rahmen eines genehmigten Kapitals kann ein entsprechender Beschlussvorschlag angenommen werden, auch wenn sich die Abstimmungsempfehlungen und -richtlinien von Stimmrechtsberatern und

institutionellen Investoren in den letzten Jahren grundsätzlich gegen die Zustimmung zu Ermächtigungen zum Ausschluss des Bezugsrechts jenseits von insgesamt 10% des Grundkapitals aussprechen.

54 Zur Vermeidung von Missverständnissen und Problemen bei der Auslegung von § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG-E sollte die Entwurfsbegründung in einigen Punkten modifiziert werden. Die Bezugnahme auf Start-ups und "die langen Entwicklungszeiten bis zur Produktreife und profitablen Skalierung" (S. 101) passt im Kontext des § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG-E nicht, da der vereinfachte Bezugsrechtsausschluss ein börsennotiertes Unternehmen voraussetzt, Start-ups und Unternehmen in der Entwicklungsphase bis zur Produktreife jedoch nicht börsenfähig sind. Der ausschließliche Fokus in der Entwurfsbegründung auf Wachstumsunternehmen ist vermutlich der generellen Zielsetzung des Zukunftsfinanzierungsgesetzes geschuldet. Bezugsrechtsfreie Kapitalerhöhungen jenseits der 10%-Grenze dürften aber gerade auch in Krisenzeiten und einem herausfordernden gesamtwirtschaftlichen Umfeld (wie etwa zuletzt in der Corona-Pandemie und der Energiekrise zu beobachten) von besonderem Interesse sein.

55 Begr. RefE S. 101 weist überdies zum vereinfachten Bezugsrechtsausschluss darauf hin, dass flankierend künftig der Anspruch auf bare Ausgleichszahlung nach § 255 Abs. 3-6 AktG hinzutrete. Es sei deshalb schon hier angemerkt, dass die Erstreckung von § 255 Abs. 3-6 AktG-E auf den Fall des vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses ein problematisches Regelungsvorhaben darstellt, auf das unten Rn. 76 f. noch näher einzugehen ist.

3. Zu Nr. 11 – § 192 Abs. 3 AktG-E (Nennbetrag des bedingten Kapitals)

56 Die Heraufsetzung des bedingten Kapitals für Unternehmenszusammenschlüsse nach § 192 Abs. 3 S. 1 AktG-E von 50% auf 60 % soll Nachteile deutscher Unternehmen im internationalen Wettbewerb mit ausländischen Unternehmen, insbesondere aus den USA, ausgleichen, die nach ihrem jeweiligen nationalen Recht über mehr Flexibilität beim Einsatz von Aktien ihrer Gesellschaft für

Zusammenschlüsse mit anderen Unternehmen und Unternehmensakquisitionen verfügen. Dieses Regelungsanliegen des Gesetzgebers ist nachdrücklich zu unterstützen und entspricht einer langjährigen Forderung des DAV (vgl. bereits DAV-Stellungnahme Nr. 27/07). Allerdings ist der vom Entwurf gewählte Ansatz nicht geeignet, die zu Recht adressierten Wettbewerbsnachteile deutscher Unternehmen in diesem Punkt zu beseitigen. Abgesehen davon, dass zweifelhaft erscheint, ob die Heraufsetzung des maximal einsetzbaren bedingten Kapitals um lediglich 10% das Problem volumenmäßig wirklich lösen kann, wird in der Praxis für Unternehmenszusammenschlüsse und -transaktionen unter Einsatz von Aktien der Gesellschaft in der Regel gerade nicht das bedingte, sondern allenfalls das genehmigte Kapital genutzt. Für das genehmigte Kapital ist jedoch im Referentenentwurf keine entsprechende Erhöhung der maximalen Obergrenze vorgesehen. Zudem erscheint jedenfalls bei börsennotierten Gesellschaften mit breitem Streubesitz und institutionellen Investoren zweifelhaft, ob eine Heraufsetzung der entsprechenden Schwelle für das genehmigte Kapital zu einer Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen führen würde, da institutionelle Investoren und Stimmberater beim genehmigten Kapital in der Regel schon nicht bereit sind, für die Schaffung eines genehmigten Kapitals zu stimmen, das die bestehende Obergrenze von 50% ausschöpft.

57

Beim Einsatz des bedingten Kapitals für Unternehmenstransaktionen besteht das praktische Problem insbesondere darin, dass sich die Schaffung eines bedingten Kapitals für Unternehmenszusammenschlüsse nach § 192 Abs. 2 Nr. 2 AktG bereits auf eine konkrete Transaktion beziehen muss, die die beteiligten Unternehmen im Zeitpunkt der Schaffung des bedingten Kapitals regelmäßig noch nicht offenlegen können und wollen. Daher ist das bedingte Kapital als Instrument für Unternehmenszusammenschlüsse (unabhängig von der Höhe seiner maximalen Obergrenze) im Regelfall nicht wirklich geeignet. Will der Gesetzgeber dies ändern und die Attraktivität des bedingten Kapitals für Unternehmensakquisitionen und -zusammenschlüsse erhöhen, müsste er es Unternehmen ermöglichen, über das bedingte Kapital – unabhängig von einer konkreten Unternehmenstransaktion – eine Akquisitionswährung in Aktien der Gesellschaft für potentiell künftige Transaktionen zu schaffen. Damit würde jedoch das bedingte Kapital dem genehmigten Kapital angenähert, dem die

Stimmbereiter und institutionelle Investoren bereits auf Basis der bestehenden Obergrenze von 50% skeptisch gegenüberstehen. Eine echte Beseitigung der bestehenden Nachteile deutscher Unternehmen auf dem Markt der Unternehmenszusammenschlüsse und -akquisitionen, insbesondere im Verhältnis zu US-Unternehmen, dürfte daher nur auf Basis einer grundlegenden Reform der bestehenden aktienrechtlichen Schutzsysteme einschließlich des aktienrechtlichen Beschlussmängelrechts und des Spruchverfahrensrechts möglich sein.

58 Bei der Schaffung eines bedingten Kapitals für Mitarbeiterbeteiligungen ist die in § 192 Abs. 3 Satz 1 Nr. 2 AktG-E vorgesehene Heraufsetzung der Obergrenze von 10% auf 20% im Grundsatz zu begrüßen. Damit soll deutschen Unternehmen die Suche nach talentierten Mitarbeitern erleichtert, die Identifikation der Mitarbeiter mit dem Unternehmen gestärkt und die langfristige Bindung an das Unternehmen, speziell im Start-up Bereich, gefördert werden. Gleichzeitig soll durch die Anhebung der Obergrenze für die Bezugsquote von Mitarbeiteraktien die Konkurrenzfähigkeit von deutschen Start-up Unternehmen im Vergleich zu Start-up Unternehmen aus den USA gesteigert werden. Da nach der der Gesetzesbegründung zugrundeliegenden empirischen Studie die Mitarbeiterbeteiligungsquote bei Start-up Unternehmen in den USA bereits im Durchschnitt bei 20% liegt, erscheint die vom Gesetzgeber gewählte neue Obergrenze von 20% zwar als ein erster Schritt in die richtige Richtung. Ob damit jedoch wirklich ein *level playing field* für deutsche Start-up Unternehmen geschaffen wird oder ob es insoweit noch einer weitergehenden Flexibilisierung bedarf, wird sich zeigen müssen.

59 Zur Schaffung eines bedingten Kapitals zur Ausgabe von Aktienoptionen im Zusammenhang mit SPAC-Transaktionen vgl. schon oben Rn. 35.

4. Zu Nr. 13 – § 255 Abs. 2-6 n.F. (Bewertungsrügen bei Kapitalerhöhung)

a) § 255 Abs. 2, 3 Satz 1, Abs. 6 AktG-E (Verweisung von Bewertungsrügen in das Spruchverfahren)

60 § 255 Abs. 2 AktG-E sieht im Unterschied zur bisherigen Regelung vor, dass nunmehr auch die Anfechtung einer Kapitalerhöhung gegen Einlagen bei Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre wegen eines unangemessen niedrigen Wertes der Einlage ausgeschlossen wird. Stattdessen sollen die Aktionäre von der Gesellschaft gemäß § 243 Abs. 3 Satz 1 AktG-E einen Ausgleich durch bare Ausgleichszahlung verlangen können, der gemäß § 243 Abs. 6 AktG-E in das Spruchverfahren verwiesen wird.

61 Damit kommt der Entwurf langjährigen Forderungen nach, wonach Bewertungsfragen bei allen Grundlagen- und Strukturmaßnahmen sachgerecht in das Spruchverfahren zu verweisen sind. Die Geltendmachung von Bewertungsrügen in Anfechtungsverfahren führt zu einer für die Transaktionspraxis nicht hinnehmbaren Rechtsunsicherheit. Diese konnte auch in den Freigabeverfahren zur Überwindung einer Registersperre nicht zuverlässig hergestellt werden. Denn einzelne Oberlandesgerichte sind der Auffassung, dass das Freigabeverfahren zur Beurteilung von schwierigen Bewertungsfragen nicht geeignet ist und haben daher Freigabeanträge zurückgewiesen. Mit der Verweisung in das Spruchverfahren wird daher Transaktionssicherheit geschaffen, dem Schutzinteresse der Aktionäre aber gleichzeitig sachgerecht Rechnung getragen.

62 Der Entwurf verweist auch die Bewertungsrüge bei Sachkapitalerhöhungen ins Spruchverfahren. Damit wird auch der letzte Fall beseitigt, in dem noch Bewertungsrügen im Anfechtungsverfahren geltend gemacht werden können, und ein einheitliches Rechtsschutzsystem verwirklicht. Das ist umso mehr konsequent, nachdem

auch zu Bewertungsrügen auf der Ebene der aufnehmenden Gesellschaft bei der Verschmelzung und beim Unternehmensvertrag erst kürzlich durch das UmRUG die Anfechtung ausgeschlossen und der Rechtsschutz der Aktionäre in das Spruchverfahren verwiesen wurde.

- 63 Auch bei einer einheitlichen Verweisung von Bewertungsrügen in das Spruchverfahren müssen allerdings für die Sachkapitalerhöhung andere materielle Überprüfungsregeln gelten als bei anderen Grundlagen- und Strukturmaßnahmen, insbesondere dem Unternehmensvertrag und dem Squeeze out. So geht es bei der Barabfindung nach einem Unternehmensvertrag oder einem Squeeze out um deren "Angemessenheit", die von den Gerichten engmaschig überprüft wird. Lediglich sehr geringe Wertabweichungen von in der Regel bis zu 5% werden von den Gerichten als unwesentlich anerkannt, weil auch bei einer ordnungsgemäßen Unternehmensbewertung realistisch keine Punktlandung im Sinne eines einzig wahren Unternehmenswertes erreicht werden kann.
- 64 Bei der Überprüfung der Sachkapitalerhöhung geht es dagegen darum, ob der Wert der Einlage "unangemessen niedrig ist". Insoweit besteht Einigkeit darüber, dass ein nur eingeschränkter gerichtlicher Überprüfungsmaßstab gilt, weil ein unternehmerischer Einschätzungsspielraum der Verwaltung anzuerkennen ist. Nur bei eindeutig außerhalb einer vertretbaren Bandbreite liegender Einschätzung der Verwaltung ist die Einlage „unangemessen niedrig“. In der Sache entspricht diesem unterschiedlichen Prüfungsmaßstab auch die regelmäßig alleinige Maßgeblichkeit des Börsenkurses gemäß § 255 Abs. 4 RefE (unten Rn. 72 ff.).
- 65 Soweit die Entwurfsbegründung im Zusammenhang mit dem erleichterten Bezugsrechtsausschluss davon spricht, dass der Ausgabebetrag "nicht nur unerheblich" unter dem "wahren Wert" der neuen Aktien liegen darf (Begr. RefE S. 101), ist damit also eine andere Wesentlichkeitsschwelle gemeint als die üblicherweise in Spruchverfahren etablierte enge

Bandbreite. Der Gesetzgeber sollte zur Vermeidung von Rechtsunsicherheit in Spruchverfahren in § 255 Abs. 2 AktG klarstellen, dass eine unangemessen niedrige Einlage nur vorliegt, wenn die Einschätzung der Verwaltung i.S.v. § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG nicht mehr pflichtgemäß ist, weil sie außerhalb jeder vertretbaren Bandbreite liegt.

b) § 255 Abs. 3 Satz 2, 4 AktG-E (Bare Ausgleichszahlung, Freistellungsanspruch)

- 66 Der Ausgleich zu Gunsten der durch einen Bezugsrechtsausschluss betroffenen Aktionäre soll gemäß § 255 Abs. 3 Satz 1, 4 AktG-E durch bare Ausgleichszahlung erfolgen, für die die Gesellschaft Mittel im Wege eines Gewinnvortrags oder durch Rücklagen vorsehen oder schaffen muss. Gemäß § 255 Abs. 3 Satz 2 AktG-E kann die Gesellschaft von dem eintretenden Aktionär Freistellung oder Erstattung des Ausgleichs verlangen.
- 67 Unklar bleibt dabei schon, wie die Gesellschaft in der Lage sein soll, eine in ihrer Höhe unbekannte Ausgleichspflicht durch Gewinnvortrag oder Rücklagen zu decken. Aber auch davon abgesehen ist das Ausgleichskonzept nicht überzeugend. Weder die Beschränkung auf eine bare Ausgleichszahlung noch die Möglichkeit eines Verlangens auf Freistellung bzw. Erstattung durch den eintretenden Aktionär sind sachgerecht. Trotz der Gesetzesformulierung "kann verlangen" müsste der Vorstand einen derartigen Anspruch regelmäßig geltend machen, will er nicht eine eigene Haftung riskieren. Dies würde in der Praxis schon Barkapitalerhöhungen nicht börsennotierter Gesellschaften, erst recht aber Sachkapitalerhöhungen praktisch unmöglich machen, weil einlegende Aktionäre in aller Regel eine in der Höhe nur schwer überschaubare Freistellungs- oder Ausgleichspflicht ablehnen werden.
- 68 Eine bare Ausgleichszahlung ist darüber hinaus nicht der sachgerechte Schutzmechanismus. Dies gilt insbesondere in Fällen der Einbringung von Unternehmen oder Unternehmensanteilen als Sacheinlage, die

wirtschaftlich einer Verschmelzung ähnelt. In beiden Fällen verbleiben die außenstehenden Aktionäre in der kombinierten Unternehmenseinheit und nehmen auch an den wirtschaftlichen Vorteilen aus der Unternehmenszusammenführung teil. Deshalb ist es sachgerecht, wenn die aufnehmende Gesellschaft bei einem unangemessen niedrigen Einlagewert im Verhältnis zum Ausgabewert der Aktien wie bei der Verschmelzung einen Ausgleich durch von ihr zu schaffende zusätzliche Aktien erbringt. Dieser innovative Weg wurde im UmRUG für die Verschmelzung auf der Ebene der aufnehmenden Gesellschaft erstmalig vorgesehen und er sollte auch bei der Sachkapitalerhöhung eingeschlagen werden. Darüber hinaus sollte auch in Fällen der Barkapitalerhöhung an die Stelle eines Barausgleichs zugunsten der benachteiligten Altaktionäre ein Ausgleich in Aktien treten, um den oben Rn. 67 dargelegten Vorbehalten gegen eine Barausgleichspflicht entgegenzuwirken.

c) § 255 Abs. 3 Satz 3 AktG-E (Erstreckung auf das genehmigte Kapital)

69 Bemerkenswert ist, dass der Entwurf den Ausgleich zu Gunsten der von einem Bezugsrechtsausschluss betroffenen Aktionäre nunmehr auch auf den Fall des genehmigten Kapitals erstrecken will.

70 Da die Aktionäre bei der Entscheidung der Verwaltung über die Ausnutzung eines bestehenden genehmigten Kapitals durch Bezugsrechtsausschluss gegen Sacheinlagen bislang keine Anfechtungsmöglichkeit hatten, erfolgt insoweit eine deutliche Stärkung des Schutzes der außenstehenden Aktionäre über das bislang bestehende gesetzliche System hinaus. Ein Spruchverfahren auch beim genehmigten Kapital wird dieses nicht zuletzt aus der Sicht internationaler Investoren in seiner Attraktivität mindern. Der Entwurf geht damit wieder einen Schritt zurück in Richtung einer stärkeren Angleichung des Rechtsschutzes beim genehmigten Kapital an den Rechtsschutz bei der ordentlichen Kapitalerhöhung, wie er früher von der Rechtsprechung

etabliert und später wegen der erheblichen Beeinträchtigung der Attraktivität des genehmigten Kapitals aufgegeben wurde.

71 Der DAV befürchtet, dass die Erstreckung auf das genehmigte Kapital dem Regelungsziel des Gesetzentwurfs, die Finanzierung zukunftssichernder Investitionen zu erleichtern, entgegensteht. Er tritt deshalb dafür ein, einen Verzicht auf die Erstreckung auf das genehmigte Kapital in Erwägung zu ziehen. Ist das nicht gewollt, erscheint es dem DAV zumindest wichtig, dass zugleich die unternehmerische Einschätzungsprärogative des Vorstands im Spruchverfahren hinsichtlich der Bewertung der Einlage anerkannt und die Maßgeblichkeit des Börsenkurses gemäß § 255 Abs. 4 AktG-E festgeschrieben wird.

d) § 255 Abs. 4 AktG-E (Maßgeblichkeit des Börsenkurses)

72 Nach § 255 Abs. 4 AktG-E ist bei börsennotierten Gesellschaften für die Bestimmung der als Gegenleistung zu gewährenden Aktien deren Börsenkurs maßgeblich. Unterschreitet der Ausgabebetrag den Börsenkurs nicht wesentlich, so entfällt der Anspruch auf Ausgleichszahlungen nach Abs. 3 Satz 1 AktG-E. Der Börsenkurs ist gemäß § 255 Abs. 4 Satz 2 Nr. 1-3 AktG-E nur ausnahmsweise nicht allein maßgebend, wenn kapitalmarktrechtliche Verstöße gegen die ad hoc-Pflicht, das Insiderverbot oder das Verbot der Marktmanipulation vorliegen oder wenn die Liquidität der Aktie extrem gering ist. Der RefE lehnt sich insoweit an die entsprechenden Regelungen für öffentliche Erwerbs- und Übernahmeangebote nach dem WpÜG und der AngebVO an. Angesichts der sehr niedrighschwelligigen Anforderungen ist damit der Börsenpreis bei börsennotierten Aktiengesellschaften regelmäßig allein maßgeblich.

73 Damit geht der Entwurf über den bisherigen Stand der Rechtsprechung für Barabfindung und Ausgleich bei Unternehmensvertrag und Squeeze out hinaus. Bislang unterscheiden die Gerichte zwischen dem Börsenkurs als Desinvestitionswert, an dessen Maßgeblichkeit geringe Anforderungen

entsprechend dem WpÜG und der AngebVO (und in Übereinstimmung mit § 255 Abs. 4 AktG-E) gestellt werden. Dagegen kommt der Börsenwert als maßgebliche Schätzgrundlage für die Bestimmung des Unternehmenswertes nur dann in Betracht, wenn er aufgrund hoher Liquidität der Aktie aussagekräftig und Ausdruck einer effizienten Informationsverarbeitung durch den Kapitalmarkt ist.

74 Für die Sachkapitalerhöhung ist die regelmäßige alleinige Maßgeblichkeit des Börsenkurses schon bei Erfüllung niedriger Anforderungen (keine Marktengpass, Erfüllung kapitalmarktrechtlicher Pflichten) sachgerecht, weil ohnehin der gerichtliche Überprüfungsmaßstab angesichts des breiten unternehmerischen Ermessens eingeschränkt ist (oben Rn. 63). Dementsprechend ist zu § 255 Abs. 2 AktG auch weitgehend anerkannt, dass ein Ausgabebetrag nicht unangemessen ist, wenn er (mindestens) dem Börsenpreis entspricht.

75 Der Entwurfstext von Abs. 4 Satz 1 bezieht die Maßgeblichkeit des Börsenkurses nur auf den Wert der im Zuge der Kapitalerhöhung "gewährten" Aktien. Das schließt es nicht aus, auch den Wert börsennotierter Aktien als Sacheinlage an deren Kurs zu orientieren. Die alleinige Festschreibung des Börsenkurses darf allerdings nicht dazu führen, dass beim Erwerb von börsennotierten Zielgesellschaften im Wege der Sachkapitalerhöhung auf deren Börsenkurs kein marktübliches Premium gezahlt werden kann. Ein Ausgabebetrag, der sich am Kurs der übernehmenden Gesellschaft orientiert und auf den Börsenkurs der Zielgesellschaft als Gegenleistung für die Erlangung von Kontrolle ein marktübliches Premium reflektiert, ist also nicht unangemessen niedrig.

76 Wird dagegen eine nicht börsennotierte Unternehmensbeteiligung eingebracht oder eine nicht nach dem Börsenkurs bewertbare Sacheinlage, so bleibt es bei der Notwendigkeit der Beurteilung des intrinsischen Wertes der Einlage (insbes. nach der DCF-Methode oder der Ertragswertmethode). In diesem Fall wird sich der Börsenwert der übernehmenden Gesellschaft nicht ohne weiteres in ein Verhältnis zum

intrinsischen Wert der Zielgesellschaft setzen lassen, sondern es bedarf einer (mindestens) ergänzenden Betrachtung des intrinsischen Wertes auch der übernehmenden Gesellschaft.

e) Verhältnis von § 255 Abs. 3 u. 4 AktG-E zu § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG-E

77

Der vereinfachte Bezugsrechtsausschluss nach § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG verträgt sich nicht ohne weiteres mit einem anschließenden Spruchverfahren zur Überprüfung der Frage, ob der Wert der Einlage unangemessen niedrig war. Nach Auffassung des DAV sollte die vorgesehene Erstreckung von § 255 Abs. 3 AktG-E auf den vereinfachten Bezugsrechtsausschluss noch einmal kritisch überprüft werden.

78

Soll es bei dieser Erstreckung bleiben, ergibt sich ein Spannungsverhältnis zu § 255 Abs. 4 AktG-E, das dort Anpassungen nahelegt. Beim vereinfachten Bezugsrechtsausschluss gemäß § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG-E muss es sowohl bei einer regulären Kapitalerhöhung als auch bei dem in der Praxis wichtigsten Anwendungsfall der Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital (§§ 186 Abs. 3 Satz 4 AktG-E, 203 AktG) bei der anerkannten Praxis bleiben, dass ein Ausgabebetrag mit einem maßvollen Abschlag auf den aktuellen Börsenkurs nicht unangemessen niedrig ist. Wäre auch im Rahmen eines Bezugsrechtsausschlusses nach § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG-E auf den Dreimonatsdurchschnittskurs des § 5 Abs. 1 bis 3 WpÜG-Angebotsverordnung abzustellen, würde § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG-E jedenfalls bei fallenden Kursen leerlaufen. In § 255 Abs. 4 AktG-E sollte daher folgender Satz 5 eingefügt werden:

"Satz 4 findet bei einem Bezugsrechtsausschluss gem. § 186 Abs. 3 Satz 4, auch in Verbindung mit § 203, keine Anwendung."

79

Eine bare Ausgleichszahlung gem. § 255 Abs. 3 AktG-E kann allenfalls dann in Betracht kommen, wenn der aktuelle Börsenkurs ausnahmsweise in den Fällen des § 255 Abs. 4 Satz 2 Nr. 1 – 3 nicht maßgeblich ist. Die

insoweit etwas missverständlichen Aussagen in der Gesetzesbegründung (S. 101) sollten etwa wie folgt klargestellt werden:

"Flankierend tritt künftig der Anspruch auf bare Ausgleichszahlung nach § 255 Abs. 3 bis 6 AktG hinzu, soweit der Ausgabebetrag nicht nur unerheblich unter dem „wahren Wert“ der neuen Aktien liegt. Börsenkurs ausnahmsweise gem. § 255 Abs. 4 Satz 3 nicht maßgeblich ist."

5. Zusätzliche Regelungsvorschläge zum AktG:

80 Der DAV regt an, das ZuFinG um zwei weitere Änderungen zu ergänzen, die die Finanzierung der Aktiengesellschaft erleichtern und unnötigen bürokratischen Aufwand verringern würden:

a) Änderung von § 8 Abs. 2 und 3 AktG: Reduzierung des rechnerischen Mindestnennbetrags auf 0,01 Euro

81 Der DAV regt an § 8 Abs. 2 Satz 1 und Abs. 3 Satz 3 dahingehend zu ändern, dass der Mindestnennbetrag und der auf eine Aktie entfallende anteilige Betrag des Grundkapitals (rechnerischer Nennbetrag) statt bislang mindestens 1 Euro künftig mindestens 0,01 Euro betragen muss. Als Folgeänderung müssten in § 8 Abs. 2 Satz 4 AktG die Worte "volle Euro" durch "volle Cent" ersetzt werden.

82 Aktien aus einer Bezugsrechtskapitalerhöhung lassen sich in der Regel nur mit einem signifikanten Abschlag zum Börsenkurs platzieren. Liegt der Börsenkurs nahe am (rechnerischen) Mindestnennbetrag, ist die Festlegung eines Ausgabebetrages mit signifikantem Abschlag zum Börsenkurs nicht zulässig, da der Ausgabebetrag der neuen Aktien den (rechnerischen) Mindestnennbetrag gemäß § 9 Abs. 1 AktG nicht unterschreiten darf. Eine Bezugsrechtskapitalerhöhung dürfte in diesem Szenario nicht durchführbar sein.

- 83 Zur Lösung des Problems kommt in einer solchen Situation derzeit nur eine Kapitalherabsetzung im Wege der Zusammenlegung von Aktien in Betracht. Dadurch kann der auf eine Aktie entfallende wertmäßige Anteil an der Gesellschaft (und damit voraussichtlich der Börsenkurs) wieder über ihren Nennbetrag gehoben und eine Ausgabe neuer Aktien über dem geringsten Ausgabebetrag ermöglicht werden. Dieses Verfahren geht jedoch mit erheblichem prozeduralem und zeitlichem Aufwand einher und gibt den Gläubigern – sofern nicht ohnehin die Voraussetzungen für eine vereinfachte Kapitalherabsetzung zu Sanierungszwecken vorliegen – das Recht, gem. § 225 AktG Sicherheit zu verlangen.
- 84 Vermeiden ließe sich dieses aufwändige und teure Verfahren in Fällen, in denen aufgrund der Kapitalherabsetzung kein Kapital abfließt, durch einen gesetzlichen Verzicht auf die Gläubigersicherheit nach § 225 AktG. Solange das nicht gewollt ist, empfiehlt es sich, den Mindestnennbetrag nach § 8 Abs. 2 Satz 1 AktG – ggf. vorübergehend – auch auf einen Bruchteil von einem Euro, mindestens jedoch einen Cent festlegen zu können. Dies wäre im europäischen Vergleich keinesfalls ungewöhnlich.
- 85 Würde das Grundkapital der Gesellschaft durch Reduzierung des Nennbetrags der einzelnen Aktie auf mindestens 0,01 Euro herabgesetzt, würde automatisch der auf eine Aktie entfallende wertmäßige Anteil an der Gesellschaft (und damit voraussichtlich der Börsenkurs) wieder über ihren Nennbetrag gehoben und eine Ausgabe neuer Aktien über dem geringsten Ausgabebetrag und so die Wiederanhebung des Grundkapitals auf seine vorherige Höhe ("Kapitalschnitt") ermöglicht werden.
- 86 Sollte die dauerhafte Einführung von Cent-Aktien rechtspolitisch nicht erwünscht sein, könnte das Gesetz regeln, dass nach angemessener Frist die Zusammenlegung von Aktien stattzufinden hat, die freilich zu einem gewissen administrativen Aufwand im Wege des Spitzenausgleichs führen würde. Bei Gesellschaften mit Stückaktien könnte auch vorgegeben werden, den rechnerischen Nennbetrag je Aktie durch eine

Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln ohne Ausgabe neuer Aktien gem. § 207 Abs. 2 Satz 2 AktG zu erhöhen, sobald die erforderlichen Rücklagen vorliegen.¹

b) Änderung von § 124 Abs. 2 Satz 3 Var. 2 AktG

87

Die Vorschrift sieht Bekanntmachungspflichten im Zusammenhang mit der Beschlussfassung der Hauptversammlung über die Billigung des *Vergütungssystems des Vorstands* nach § 120a Abs. 1 AktG, über die Vergütung des Aufsichtsrats nach § 113 Abs. 3 AktG und über die Billigung des *Vergütungsberichts* nach § 120 Abs. 4 AktG vor. Danach ist der vollständige Inhalt der Unterlagen zu den betreffenden Beschlussgegenständen bekanntzumachen. Diese zusätzlichen Bekanntmachungspflichten wurden durch das ARUG II eingefügt, das der Umsetzung der Vorgaben der geänderten Aktionärsrechte-RL diene. Sie sind allerdings nicht europarechtlich vorgegeben. Insbesondere die jährliche Aufnahme der regelmäßig sehr ausführlichen Vergütungsberichte überfrachtet die Hauptversammlungseinberufungen. Mit der Verarbeitung der Einberufungen, die häufig mehr als 100 Seiten betragen, ist auch der Bundesanzeiger überfordert, was sich in zahlreichen Korrekturveröffentlichungen niedergeschlagen hat. Dieses "Bekanntmachungsrisiko" ist für die Praxis ein unhaltbarer Zustand. Für eine rechtzeitige und sachgerechte Vorbereitung der Hauptversammlung und ein informiertes Votum der Aktionäre über die genannten Vergütungsthemen ist die Bekanntmachung in der Hauptversammlungseinberufung auch nicht erforderlich. Ausreichend ist hierfür eine Pflicht zur Auslage in den Geschäftsräumen bzw. Zugänglichmachung der Unterlagen über die Internetseite, wie u.a. §§ 175 Abs. 2, 293f Abs. 1-3, 319 Abs. 3, 320 Abs. 4, 327c Abs. 3-5 AktG für Finanzinformationen und Unterlagen zu Strukturmaßnahmen deutlich zeigen. Der Gesetzgeber sollte daher die Bekanntmachungspflicht in § 124 Abs. 2 Satz 3 Var. 2 AktG dringend daran anpassen.

¹ Ausführlicher zum Vorstehenden Apfelbacher/Kuthe/Meyer, Vorschläge zur vereinfachten Eigenkapitalaufnahme aus privater Hand zur Bewältigung der COVID-19-Krise, AG 2020, 501 (508, 509).

Zu Art. 15

Änderung des eWpG

1. Zu Nr. 1 (Neufassung von § 1)

88 § 1 eWpG soll auf Namensaktien und Zentralregister-Inhaberaktien ausgedehnt werden. Hingegen soll es dabei bleiben, dass das eWpG bei Schuldverschreibungen nur anwendbar ist, wenn diese als *Inhaberschuldverschreibungen* emittiert werden. Es ist jedoch kein Grund dafür ersichtlich, Namensschuldverschreibungen weiterhin von der Anwendung des eWpG auszunehmen. Es wird daher angeregt, zukünftig auch Namensschuldverschreibungen elektronisch ausgeben zu können.

2. Zu Nr. 2 (Änderung von § 6)

89 § 6 Abs. 2 eWpG erlaubt den Emittenten die Umwandlung von elektronischen Wertpapieren in inhaltsgleiche Urkunden. Das soll grundsätzlich auch für elektronische Aktien gelten, nach § 6 Abs. 5 Satz 1 eWpG-E jedoch nur, wenn die Satzung der Aktiengesellschaft die Verbriefung nicht ausschließt. Nach § 10 Abs. 1 Satz 2 Nr. 3, Abs. 6 AktG-E können elektronische Aktien jedoch überhaupt nur eingeführt werden, wenn die Verbriefung durch die Satzung ausgeschlossen ist. Deshalb schließt § 6 Abs. 5 eWpG-E die Umwandlung einer elektronischen Aktie nach § 6 Abs. 2 eWpG-E stets aus, wenn nicht zunächst die Satzung der Gesellschaft geändert und die Verbriefung zugelassen wird.

90 Die Begründung zu § 6 eWpG-E ist eher irreführend, wenn sie formuliert, es könne "gegebenenfalls" ein entsprechender satzungsändernder Beschluss der Hauptversammlung erforderlich werden (Begr RefE S. 106); ein solcher ist immer erforderlich, um eine elektronische Aktie zu verbrieften. Entsprechendes gilt für § 6 Abs. 5 Satz 2 eWpG-E.

91 § 6 Abs. 5 eWpG-E sollte daher ersatzlos entfallen und in der Begründung zu den Ergänzungen von § 6 Abs. 1 und Abs. 2 eWpG-E klargestellt werden, dass

ein Wechsel der Verbriefung einen satzungsändernden Beschluss der Hauptversammlung erfordert.

3. Zu Nr. 9 (Einfügung von § 30a eWpG-E)

92 Nach § 30a eWpG-E kann der Emittent die registerführende Stelle auch mit der Führung des Aktienregisters nach § 67 Abs. 1 Satz 1 AktG beauftragen.

93 Nach § 21 Abs. 2, § 22 eWpG kann der Emittent ein Kryptowertpapier in ein anderes elektronisches Wertpapierregister übertragen. Wurde auf das Kryptowertpapierregister auch die Führung des Aktienregisters nach § 67 AktG übertragen, kann es aufgrund einer solchen Übertragung zu einem Auseinanderfallen des Führers des elektronischen Wertpapierregisters und des das Aktienregister führenden Registerführers kommen.

94 Ein Auseinanderfallen der Führung von Wertpapierregister und Aktienregister birgt erhebliche Unsicherheiten. Es sollte deshalb klargestellt werden, dass im Falle einer Übertragung des Aktienregisters auf ein Wertpapierregister ein Wechsel des Führers des Wertpapierregisters auch einen Wechsel des Führers des Aktienregisters nach sich zieht.

95 Es wird daher angeregt, § 30a eWpG-E um einen Satz 2 zu ergänzen. Dieser könnte etwa lauten:

"Im Falle der Übertragung der Führung des Aktienregisters auf die registerführende Stelle führt ein Wechsel der registerführenden Stelle nach § 21 Abs. 2, § 22 gleichzeitig zu einem Wechsel der aktienregisterführenden Stelle."

4. Verschiedene redaktionelle Hinweise

96 a) §§ 4 Abs. 7, 5 eWpG regeln die Niederlegung von "Emissionsbedingungen" von Inhaberschuldverschreibungen.

Elektronische Aktien unterliegen jedoch nicht Emissionsbedingungen, sondern ausschließlich der Satzung.

- 97 Es sollte daher in § 4 Abs. 7 eWpG angefügt werden, dass es sich bei den Emissionsbedingungen um die Niederlegung des Inhalts der Rechte bei Schuldverschreibungen handelt. Entsprechend sollte bei § 5 Abs. 1 eWpG klargestellt werden, dass es sich um die Niederlegung von den Bedingungen von Schuldverschreibungen handelt und nicht um die Satzung des Emittenten der Aktien.
- 98 Einer gesonderten Niederlegung der Satzung bedarf es nicht, da insoweit bereits die Regelungen des Aktiengesetzes genügen.
- 99 b) § 9 Abs. 1 Satz 2 eWpG-E wird richtigerweise ergänzt um die Anzahl bei Stückaktien. Bei § 8 Abs. 1 wird jedoch gleichermaßen auf den Nennbetrag einer Emission abgestellt. Es bedarf einer entsprechenden Ergänzung wie in § 9 eWpG.
- 100 c) § 14 Abs. 1 und Abs. 2 eWpG adressieren jeweils u.a. die "Löschung des Wertpapiers und seiner niedergelegten Emissionsbedingungen" bez. "die Löschung einer Eintragung und ihrer niedergelegten Emissionsbedingungen". Da es bei elektronischen Aktien keine Emissionsbedingungen gibt (siehe oben), sollte klargestellt werden, dass zwar die Löschung von Aktien geregelt werden soll, diese jedoch auch ohne die Löschung von "niedergelegten Emissionsbedingungen" erfolgt. Dies könnte etwa dergestalt vorgenommen werden, dass nach dem Wort "und" jeweils ein "gegebenenfalls" eingefügt wird. Entsprechendes gilt für § 18 eWpG.
- 101 d) Auf S. 107 der Entwurfsbegründung wird bei der Ergänzung von Nr. 5 als zu ändernd § 13 eWpG genannt. Richtig ist jedoch § 14 eWpG.
- 102 e) Nach § 16 Abs. 2 Satz 2 eWpG kann ein Wechsel der registerführenden Stelle durch den Emittenten erfolgen, "es sei denn, in den

Emissionsbedingungen ist etwas Abweichendes geregelt". Insofern bedarf es einer Ergänzung dahingehend, dass auch eine abweichende Regelung in der Satzung der Aktiengesellschaft für die registerführende Stelle bei elektronischen Aktien vorgesehen sein kann.

- 103 f) Auf S. 106, 107 und 108 der Entwurfsbegründung findet sich drei Mal in Form einer Zwischenüberschrift der nicht zuzuordnende Hinweis "zu Buchstabe c" und danach ein Mal "zu Buchstabe b".

Zu Artikel 16

Änderung des Einkommensteuergesetzes

- 104 Der DAV begrüßt vom Grundsatz her die in Art. 16 vorgeschlagenen Erleichterungen zur Arbeitnehmerbeteiligung. Ob die Betragsanhebung ausreichend ist, wird sich zeigen. Das zunehmend komplizierte und damit streitanfällige Verfahren wird kritisch gesehen. Zudem muss darauf hingewiesen werden, dass das eigentliche Problem der Finanzierung von Start-Up Unternehmen nicht angegangen wird: Die Verlustnutzung/der Verlustersatz auf der Ebene der Gesellschaft und die Verlustnutzung auf der Ebene des Gesellschafters/Darlehensgebers.

Zu Artikel 19

Änderung des Kreditwesengesetzes

Zu Nummer 10 (Einfügung von § 46i KWG)

- 105 Nach dem Entwurf sollen die Inhaber von Kryptowerten in der Insolvenz des Kryptoverwahrers aussonderungsberechtigt sein. Dies erscheint dem DAV grundsätzlich sinnvoll, da es u. E. grundsätzlich geeignet sein dürfte, die Akzeptanz von Kryptowerten zu steigern. Die Kostentragung der Aussonderung zulasten des Kunden ist im Rahmen der Insolvenzabwicklung ebenfalls zu begrüßen. In gleicher Weise wie die insolvenzrechtliche Behandlung von Kryptowerten ist auch eine Gesetzesvorschrift, die das zivilrechtliche Wesen der Kryptowerte bestimmt, wünschenswert. Der Gesetzgeber sollte dieser

Festlegung nicht ausweichen, um die sich im Zusammenhang mit der Übertragung der Werte immer wieder stellende Frage rechtssicher zu beantworten.