

## STELLUNGNAHME

# Referentenentwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz – ZuFinG)

## I. Einführung

Die mit dem Zukunftsfinanzierungsgesetz verfolgten Ziele, privates Kapital für die vielfältigen Herausforderungen unserer Zeit zu mobilisieren und dabei die Digitalisierung und Endbürokratisierung weiter voranzutreiben, begrüßen wir nachdrücklich. Insbesondere die im Gesetzesentwurf vorgesehenen Änderungen im Aktien- und Gesellschaftsrecht, auf die sich die vorliegende Stellungnahme begrenzt, sind aus unserer Sicht richtige und wichtige Maßnahmen, um die internationale Wettbewerbsfähigkeit sowohl der deutschen Aktiengesellschaft als auch des Finanzstandorts Deutschlands zu stärken.

Positiv hervorzuheben ist insbesondere die Anhebung der Höchstgrenze für den vereinfachten Bezugsrechtsausschluss gegen Bareinlage zum Börsenkurs von 10 auf 20 Prozent des Grundkapitals (§ 186 Abs. 3 Satz 4 AktG-E). Die dadurch erhöhte Flexibilisierung der Eigenkapitalaufnahme ist gerade für forschungsintensive Projekte etwa zur Bewältigung der Energiewende oder zum Ausbau der Digitalisierung erforderlich.

In diesem Kontext ist auch der Anfechtungsausschluss bei Bewertungsrügen bei einer Kapitalerhöhung gegen Einlagen (§ 255 AktG-E) zu begrüßen. Der Vorschlag belegt einmal mehr, dass das aktienrechtliche Beschlussmängelrecht mit seiner Kassationsfolge insgesamt reformbedürftig ist. Das geltende Anfechtungsrecht zeigt sich auch bei anderen Entscheidungen wie etwa einer durch politische, wirtschaftliche oder technologische Entwicklungen notwendig gewordene Änderung des Unternehmenszwecks als Hemmnis. Wir regen daher an, das Zukunftsfinanzierungsgesetz auch zu nutzen, um die Beschlussmängelfolgen insgesamt, jedenfalls aber punktuell weiter zu flexibilisieren.

Generell zu begrüßen ist des Weiteren die geplante Einführung der elektronischen Aktie und der börsennotierten Mantelgesellschaft, mit denen der Unternehmenspraxis weitere interessante Gestaltungsinstrumente für die Kapitalgewinnung zur Verfügung gestellt werden.

## II. Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien

Besonders positiv hervorzuheben ist der Vorschlag zur Wiederbelebung der Mehrstimmrechtsaktie. Bei richtiger Ausgestaltung können Mehrstimmrechte nicht nur Türöffner zum Kapitalmarkt für Unternehmensgründer und deren Nachkommen sein, sie können auch für bereits börsennotierte Unternehmen ein interessantes Instrument sein, um etwa Anreize für langfristige und nachhaltige Investments zu setzen. Die deutsche Aktiengesellschaft könnte

dadurch im internationalen Wettbewerb der Rechtsformen verlorenes Terrain wieder zurückgewinnen und damit den Finanzstandort Deutschland insgesamt weiter stärken.

## 1. Trendwechsel: „One Share – one Vote“-Grundsatz im Wandel

Der Einwand, Mehrstimmrechte widersprechen den Erwartungen des Kapitalmarkts, der eine Übereinstimmung von Anteilseigentum und Stimmrechtseinfluss („one share – one vote“) verlangt, kann als widerlegt gelten.

Das folgt *zum einen* aus dem Befund, dass – nach den Ausführungen des Handelsrechtsausschusses des Deutschen Anwaltvereins (DAV) zum „EU Listing Act“ – inzwischen die Hälfte der EU-Mitgliedstaaten Mehrstimmrechtsaktien (in unterschiedlicher Ausgestaltung) zulassen. In UK sind danach Mehrstimmrechtsaktien selbst im obersten Börsensegment zugelassen; auch in den USA stehen sie börsennotierten Gesellschaften zur Verfügung und werden dort auch von Unternehmen mit sehr hoher Börsenkapitalisierung genutzt.<sup>1</sup>

*Zum anderen* schlägt die EU-Kommission im Rahmen des Listing Act vor, im Wege der Mindestharmonisierung (!) die EU-Mitgliedstaaten zu verpflichten, Mehrstimmrechtsaktien – unter Beachtung bestimmter zwingender und fakultativer Bedingungen zum Schutz von Aktionären ohne Mehrstimmrechtsaktien – für Gesellschaften einzuführen, die eine Erstnotierung an einem KMU-Wachstumsmarkt anstreben.<sup>2</sup>

## 2. Appell für mehr Gestaltungsfreiheit bei der Einführung von Mehrstimmrechtsaktien

Wenngleich die einschlägige Regelung des § 134 Abs. 2 AktG des Entwurfs des Zukunftsfinanzierungsgesetzes weniger rigide ausgestaltet ist als der Vorschlag der EU-Kommission, der Mehrstimmrechte nur für Aktiengesellschaften (verpflichtend) vorschreiben will, die erstmalig zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen werden sollen, so halten wir die im Referentenentwurf angelegte Ungleichbehandlung von (noch) nicht börsennotierten und bereits gelisteten Unternehmen für nicht überzeugend. Wir plädieren vielmehr für eine deutlich weitergehende Öffnung der Mehrstimmrechtsaktien auch für die Zeit nach dem Börsengang. Dabei ist zu berücksichtigen, dass der europäische Gesetzgeber den Mitgliedstaaten weites Ermessen bei der Ausgestaltung von Mehrstimmrechtsaktien einräumt.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> Siehe Handelsrechtsausschuss des Deutschen Anwaltvereins (DAV), Stellungnahme zum Vorschlag der EU-Kommission für eine Richtlinie über Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien in Gesellschaften, die eine Zulassung ihrer Anteile zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt beantragen – COM (2022) 761 final (im Weiteren „EU-Mehrstimmrechts-RL“), NZG 2023, 464, 465.

<sup>2</sup> Siehe Art. 4 ff. EU-Mehrstimmrechts-RL.

<sup>3</sup> Vgl. dazu die (deklaratorische) Regelung des Art. 3 EU-Mehrstimmrechts-RL: „Die Mitgliedstaaten dürfen nationale Bestimmungen, die es Gesellschaften gestatten, auch in nicht von der Richtlinie abgedeckten Fällen Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien einzuführen, erlassen oder beibehalten.“

## a) Schutzmaßnahmen für benachteiligte Stammaktionäre

Im Einzelnen sieht § 134 Abs. 2 AktG-E zunächst vor, dass Mehrstimmrechtsaktien höchstens das *Zehnfache des Stimmrechts einer Stammaktie* sichern dürfen. Eine solche Begrenzung des maximalen Stimmgewichts, die auch die EU-Kommission im Rahmen des EU Listing Act vorschlägt (Art. 5 Abs. 1 b) i) EU-Mehrstimmrechts-RL), lässt den Unternehmen in der vorgegebenen Höhe ausreichend Spielraum und ist daher aus unserer Sicht angemessen. Dabei begrüßen wir es, dass der Entwurf keine gegenständliche Begrenzung der Mehrstimmrechte in der Form vorsieht, dass diese bei bestimmten Beschlussgegenständen, die etwa eine qualifizierte Mehrheit erfordern, unberücksichtigt bleiben. Die Entwurfsverfasser begründen dies mit dem Hinweis, dass einschneidende Beschlüsse zusätzlich eine Entscheidung mit Kapitalmehrheit erfordern, Mehrstimmrechte insoweit also ohnehin außer Betracht bleiben (S. 98 f.). Davon unabhängig wäre es auch nicht zielführend, Mehrstimmrechte von vornherein bei wesentlichen Aktionärsbeschlüssen zu suspendieren, sind es doch gerade diese, an denen Mehrstimmrechtsaktionäre ein besonderes unternehmerisches Mitentscheidungsinteresse haben. Der Vorschlag der EU-Kommission stellt es in das Ermessen der Mitgliedstaaten, ob sie entweder eine quantitative oder eine beschlussgegenständliche Begrenzung des Stimmgewichts von Mehrstimmrechtsaktien vorsehen (Art. 5 Abs. 1 b) EU-Mehrstimmrechts-RL).

Als weitere Schutzmaßnahme für Stammaktionäre sieht § 134 Abs. 2 Satz 3 AktG-E vor, dass die Einführung von Mehrstimmrechtsaktien einen *Beschluss aller betroffenen Aktionäre* bedarf. Dabei fällt auf, dass der Vorschlag der EU-Kommission für die Einführung und jede weitere strukturelle Änderung von Mehrstimmrechten eine qualifizierte Mehrheit genügen lässt (Art. 5 Abs. 1 a) EU-Mehrstimmrechts-RL). Diese Vorgabe halten wir für deutlich sachgerechter. Denn eine erforderliche Zustimmung aller Aktionäre bedeutet, dass – worauf die Entwurfsbegründung auch hinweist (S. 98) – die Einführung von Mehrstimmrechten bei bereits gelisteten Gesellschaften faktisch unmöglich ist. Damit würde jedoch ein potenziell großer Anwenderkreis von dieser Strukturvariante ausgeschlossen und das Ziel, die Attraktivität der Aktiengesellschaft nachhaltig zu steigern, nur sehr begrenzt erreicht. Im weiteren Gesetzgebungsverfahren sollte daher geprüft werden, ob alternativ zur Allzustimmung zumindest eine qualifizierte oder auch eine satzungsmäßig niedrigere (§ 179 Abs. 2 Satz 2 AktG) Kapitalmehrheit ausreichen kann, wenn die Gleichbehandlung der Aktionäre bei der Einführung gewährleistet ist oder den benachteiligten Aktionären bspw. eine angemessene Ausgleichszahlung zugesprochen wird.

## b) Ungleichbehandlung von börsennotierten Gesellschaften

§ 134 Abs. 2 Sätze 4 bis 6 AktG-E sehen nur für börsennotierte Gesellschaften vor, dass Mehrstimmrechte im Fall der *Übertragung* der Aktie, spätestens aber *zehn Jahre* nach Börsennotierung der Gesellschaft erlöschen. Die Verfallsfrist kann durch eine Satzungsregelung einmalig um weitere maximal zehn Jahre verlängert werden, wobei der Beschluss über die Fristverlängerung frühestens ein Jahr vor Ablauf der gesetzlichen oder satzungsmäßig verkürzten Erstfrist gefasst werden kann.

Die dadurch erzeugte Ungleichbehandlung von börsennotierten gegenüber nicht börsennotierten Gesellschaften halten wir für nicht überzeugend. Die dauerhafte Beibehaltung von Mehrstimmrechten kann gerade für familiengeführte Unternehmen oder langfristig

orientierte Investoren von großem Interesse sein. Das Beispiel der KGaA belegt dies anschaulich. Aus unserer VCI-Mitgliedschaft sind bspw. drei große Unternehmen in der Rechtsform der KGaA im DAX40 gelistet. Die klassische Aktiengesellschaft mit der Möglichkeit, Mehrstimmrechtsaktien dauerhaft einzuführen, wäre gerade für familiengeführte Gesellschaften eine interessante Alternative zur KGaA. Eine solche Aktiengesellschaft mit Mehrstimmrechtsaktien hätte auch den Vorteil, dass sie auf den internationalen Kapitalmärkten bekannt und akzeptiert ist, wohingegen die KGaA eher als eine exotische deutsche Besonderheit wahrgenommen wird.

Dies vorausgeschickt sollte die Festlegung einer Verfallsfrist nicht durch das Gesetz vorgegeben, sondern auch dies als ein Teil der Ausgestaltung der Mehrstimmrechtsaktien sowohl hinsichtlich ihrer generellen Einführung als auch ihres Inhalts (z. B. als regelmäßig wiederkehrender Hauptversammlungsbeschluss) in das Ermessen des Satzungsgebers gelegt werden.

Gleiches gilt auch für die Einführung und Ausgestaltung einer ereignisbasierten Verfallsklausel. Das in § 134 Abs. 2 Satz 4 AktG-E gesetzlich angeordnete Erlöschen von Mehrstimmrechten im Fall der Übertragung von Mehrstimmrechtsaktien ist mit Blick auf das Ziel des Zukunftsfinanzierungsgesetzes, Gründern innovativer Unternehmen den Zugang zum Kapitalmarkt zu erleichtern und für sie attraktiver zu machen, kontraproduktiv. Denn die Regelung „denkt“ zu kurzfristig, da sie nur die erste (Gründer-) Generation in den Blick nimmt. Das Beispiel der KGaA zeigt indessen den großen Bedarf, die strategische Kontrolle über das Unternehmen auch generationenübergreifend zugunsten der Gründerfamilie zu sichern. Ein automatischer Verfall von Mehrstimmrechten bei einer Übertragung der Aktie, der nach der Entwurfsbegründung auch Fälle der Erbrechtsnachfolge umfasst, würde diesen Bedürfnissen nicht gerecht werden. Wie in anderen Staaten sollte demgegenüber auch die Übertragung von Mehrstimmrechtsaktien einschließlich des Börsenhandels ohne Verlust des Mehrstimmrechts möglich sein.

Europarechtlich ist darauf hinzuweisen, dass sowohl übertragungsbasierte als auch zeitbasierte und ereignisbasierte Verfallsklauseln nach Art. 5 Abs. 2 des Kommissionsvorschlags für eine Mehrstimmrechte-RL zu den rein fakultativen Schutzmaßnahmen zählen und den Mitgliedsstaaten insoweit ein weiter Ermessensspielraum bei der Ausgestaltung von Mehrstimmrechten eingeräumt wird.

### **3. Fazit**

Die Wiedereinführung der Mehrstimmrechtsaktien wird von uns sehr begrüßt. Bei der gesetzlichen Ausgestaltung sollte den Unternehmen größtmöglicher Gestaltungsspielraum zugewilligt werden. Eine im Vergleich zu nicht börsennotierten Gesellschaften eingeschränkte Ermöglichung von Mehrstimmrechten bei börsennotierten Gesellschaften ist nicht überzeugend. Mehrstimmrechtsaktien sind insbesondere als Alternative zur KGaA interessant, weshalb Mehrstimmrechte zur generationenübergreifenden Sicherung der strategischen Unternehmenskontrolle auch nach dem Börsengang dauerhaft zur Verfügung stehen sollten. Zeit- und ereignisbasierte Verfallsregeln sollten daher nicht per Gesetz aufgedrängt, sondern der Regelung durch den Satzungsgeber überlassen werden.

Die Gestaltungsfreiheit sollte dabei auch die Möglichkeit umfassen, Mehrstimmrechte an eine bestimmte Haltedauer zu knüpfen, um dadurch Anreize für nachhaltige Investments zu setzen. Zu denken ist bspw. an eine Verdoppelung oder Verdreifachung des Stimmrechts nach zweijähriger Haltedauer und eine Verfünffachung nach fünf- oder zehnjähriger Haltedauer, jeweils kombiniert mit der Voraussetzung, dass der letztendlich wirtschaftlich Berechtigte (Ultimate Shareholder) im Aktienregister eingetragen ist. Welche Aktienmodelle sich durchsetzen, sollte der Selbstregulierung des Marktes überlassen bleiben.

#### **Ansprechpartner:**

##### **Dr. Tobias Brouwer**

Rechtsanwalt (Syndikusrechtsanwalt)  
Bereich Recht und Steuern, Nachhaltigkeit  
Abteilungsleiter Recht und Steuern  
T +49 (69) 2556-1435 | E [brouwer@vci.de](mailto:brouwer@vci.de)

#### **Verband der Chemischen Industrie e.V. – VCI**

Mainzer Landstraße 55  
60329 Frankfurt

[www.vci.de](http://www.vci.de) | [www.ihre-chemie.de](http://www.ihre-chemie.de) | [www.chemiehoch3.de](http://www.chemiehoch3.de)

[LinkedIn](#) | [Twitter](#) | [YouTube](#) | [Facebook](#)

[Datenschutzhinweis](#) | [Compliance-Leitfaden](#) | [Transparenz](#)

- Registernummer des deutschen Lobby-Registers: R000476
- Registernummer des EU-Transparenzregisters: 15423437054-40

*Der Verband der Chemischen Industrie (VCI) vertritt die Interessen von rund 1.900 Unternehmen aus der chemisch-pharmazeutischen Industrie und chemienaher Wirtschaftszweige gegenüber Politik, Behörden, anderen Bereichen der Wirtschaft, der Wissenschaft und den Medien. 2021 setzten die Mitgliedsunternehmen des VCI rund 220 Milliarden Euro um und beschäftigten über 530.000 Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter.*