



Mehr Kapital für alle

Am 12. April 2023 haben das Bundesfinanz- und das Bundesjustizministerium den Referentenentwurf für das Zukunftsfinanzierungsgesetz vorgelegt. Er hält für Wachstumsunternehmen und Investoren einige interessante Änderungen im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht bereit. Im Steuerrecht gibt es zudem Erleichterungen bei Mitarbeiterkapitalbeteiligungen.

► Man muss nicht wissen, dass die beiden federführenden Ministerien aktuell von FDP-Politikern geleitet werden, um die liberale Handschrift des Entwurfs zu erkennen. Das Gesetz zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen, kurz Zukunftsfinanzierungsgesetz (ZuFinG), zielt auf ein Steckenpferd des kleinsten Koalitionspartners in Berlin: Dank Digitalisierung, Entbürokratisierung und Internationalisierung soll der hiesige Finanzstandort attraktiver werden. Start-ups, schnell wachsende kleine und mittelständische Kapitalgesellschaften sowie internationale Unternehmen und Investoren sollen leichteren Zugang zum Kapitalmarkt erhalten, damit sie mehr in Deutschland investieren. Das scheint auch dringend notwendig zu sein, wenn man die Entwicklung der Börsengänge betrachtet. Gingen nach Angaben der Beratungsgesellschaft PwC 2021 noch 18 Unternehmen in Deutschland an die Börse, waren es im vergangenen Jahr gerade einmal vier und im ersten Quartal 2023 nur eines. Dabei bietet ein Börsengang Unternehmen die Möglichkeit, über den Kapitalmarkt das Eigenkapital zu erhöhen. Und das nicht nur einmal, sondern durch Kapitalerhöhungen theoretisch

unbegrenzt. Der Haken: Gründer und Eigentümerfamilien verlieren dadurch an Einfluss. Sie müssen ihre Entscheidungen gegenüber anteilsstarken Gesellschaftern begründen und sich auf Hauptversammlungen kritischen Fragen von Investoren stellen. Grundsätzlich hat jeder Altaktionär bei Kapitalerhöhungen ein Bezugsrecht, das er innerhalb von zwei Wochen ausüben kann. Ein Ausschluss davon ist bisher nur möglich, wenn die Kapitalerhöhung weniger als zehn Prozent des Grundkapitals beträgt und der Ausgabebetrag nicht deutlich unter dem Börsenpreis liegt. Laut ZuFinG soll die Grenze für Kapitalerhöhungen mit Bezugsrechtsausschluss auf 20 Prozent angehoben werden. „Diese Ausweitung hat für börsennotierte Unternehmen eine ganz erhebliche Bedeutung“, sagt Dr. Thorsten Kuthe, Rechtsanwalt und Partner bei der Kanzlei Heuking Kühn Lüer Wojtek in Köln. Er hat sich auf die Betreuung von kleinen und mittelgroßen börsennotierten Wachstumsunternehmen spezialisiert, die einen besonders hohen Kapitalbedarf aufweisen. Von denen nutzten schon jetzt 90 Prozent die Möglichkeit der schnellen, einfachen und günstigen Kapitalerhöhung. „Für diese Unternehmen

ist die Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss das erste Mittel der Wahl“, erläutert Kuthe. Allerdings kämen sie mit zehn Prozent des Grundkapitals oft nicht weit. Insbesondere für diese Gesellschaften würde sich der finanzielle Spielraum durch die geplante Anhebung der Grenze auf 20 Prozent des Grundkapitals deutlich erhöhen. Und damit ein Niveau erreichen, das in der EU längst Standard ist. Kuthe geht deshalb davon aus, dass diese Änderung des Gesetzesentwurfs die größte Praxisrelevanz haben und sich sofort im Marktgeschehen niederschlagen wird.

Kontrolle über Unternehmen

Das geplante ZuFinG sieht zudem die Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien für alle Aktiengesellschaften sowie für die SE und die KGaA vor. Mehrstimmrechtsaktien ermöglichen die Ungleichgewichtung von Kapital und Stimmrecht. Das ist besonders für Gründer oder Familienunternehmen interessant, die mithilfe von Investoren an die Börse gehen möchten. Durch entsprechende Satzungsregelungen können bestehende Namensaktien mit Mehrstimmrechten ausgesetzt oder neue Mehrstimmrechtsaktien im Rahmen einer Kapitalerhöhung ausgegeben werden. Dabei sind auch Mehrstimmrechtsaktien mit unterschiedlich hohen Stimmrechten zulässig. „Die Umsetzung ist juristisch komplex, dennoch werden sich viele Unternehmen mit dieser Möglichkeit beschäftigen“, sagt Dr. Henrik Armah, Partner und Rechtsanwalt der Kanzlei Greenberg Traurig in Berlin. Er hegt jedoch Zweifel, ob am Ende tatsächlich so viele davon Gebrauch machen werden und die gewünschte politische Zielsetzung erreicht wird. Dem Gesetzgeber gehe es darum, dass Gründer und Familienunternehmen beim Börsengang trotzdem die Kontrolle über das Unternehmen behalten. Dem steht jedoch das Interesse der Investoren, Einfluss auf die Geschäftspolitik zu gewinnen, gegenüber. „Das ist aus Sicht vieler Investoren, die den Großteil des Aktienkapitals zur Verfügung stellen, der springende Punkt für ihre Beteiligung“, erläutert Armah. Dieser mit jedem Börsengang verbundene Konflikt werde sich durch Mehrstimmrechtsaktien nicht lösen lassen.

Markt für SPAC aktuell schwierig

Bei zwei weiteren geplanten Änderungen attestiert Armah dem Gesetzgeber zwar gute Absichten, aber schlechtes Timing: Börsenmantelgesellschaften und Kryptoaktien. Die im anglo-amerikanischen Raum als Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) bekannten Börsenmantelgesellschaften sind in den USA seit langem ein etabliertes Instrument. Eine SPAC dient dazu, durch einen Börsengang Kapital einzusammeln, um ein nichtbörsennotiertes Unternehmen zu übernehmen. Dies kann anschließend ohne weiteren Börsengang in eine AG umgewandelt werden. In Deutschland wurden ebenfalls schon Transaktionen nach diesem Modell vollzogen,



„Die Ausweitung des Bezugsrechtsausschlusses bei Kapitalerhöhungen von zehn auf 20 Prozent hat für börsennotierte Unternehmen eine ganz erhebliche Bedeutung.“

Dr. Thorsten Kuthe
Rechtsanwalt und Partner
Heuking Kühn Lüer Wojtek

ohne dass es spezielle Regelungen gab. „Dass der Gesetzgeber das jetzt nachholt, ist grundsätzlich zu begrüßen“, sagt Armah, „doch aktuell ist der Markt für SPACs in Deutschland eingebrochen.“ Dasselbe gelte auch für Kryptoaktien, nachdem entsprechende Handelsplattformen wie Binance und Coinbase im vergangenen Jahr in den USA von der Börsenaufsicht SEC verklagt wurden. Allerdings schätzen Armah und Kuthe die Chancen für ein Comeback von Aktienemissionen auf der Grundlage der Blockchain-Technologie höher ein. „Kurzfristig werden Kryptoaktien keine große Rolle spielen, aber es wird sich auch in Deutschland ein Markt dafür entwickeln, weshalb es gut ist, die Rechtslage daran anzupassen“, erläutert Thorsten Kuthe. Er geht davon aus, dass die Technik weiterentwickelt und in einigen Jahren im Aktienhandel Fuß fassen wird. Der Gesetzesentwurf für das ZuFinG enthält auch eine interessante Änderung im Steuerrecht. Sie soll deutsche Unternehmen für Fach- und Führungskräfte attraktiver machen. Dies soll zum einen durch die Aufstockung des Freibetrags für Mitarbeiterkapitalbeteiligungen von 1440 auf 5000 Euro pro Jahr erreicht werden. Zum anderen ist ein Aufschub der Besteuerung bis zum Verkauf der Aktien vorgesehen. Das hängt jedoch von der Bereitschaft des Arbeitgebers ab, für die anfallende Lohnsteuer zu haften. „Ich hätte mir an dieser Stelle einen mutigeren Schritt gewünscht“, sagt Kuthe, „denn im internationalen Vergleich sind die freigestellten Beträge immer noch gering.“ Gerade in Start-ups und Wachstumsunternehmen verzichten Fach- und Führungskräfte anfangs beim Gehalt und werden umso mehr über Aktien am Unternehmenserfolg beteiligt. Da gehe es schnell um fünf- bis sechsstelligen Beträge, die in anderen Ländern deutlich günstiger besteuert würden. Unter dem Strich sind sich beide Juristen einig: Das Zukunftsfinanzierungsgesetz hat zwar viele gute Ansätze, aber der ganz große Wurf ist es nicht. ■

Christoph Neuschäffer