

Zukunftsfinanzierungsgesetz: Hintergrund, Kernelemente und Perspektiven

Dr. Gerrit Fey, Leiter Fachbereich Kapitalmärkte, Deutsches Aktieninstitut e.V.
Capital Markets & Takeover Conference 2023
22. Juni 2023

Was sagt eigentlich die ChatGPT zum Zukunftsfinanzierungsgesetz?

” Als KI-Modell habe ich keinen Zugriff auf Informationen über spezifische Gesetzesvorhaben oder Ereignisse nach September 2021. Daher kann ich keine spezifischen Informationen zum "Zukunftsfinanzierungsgesetz" in Deutschland liefern.

Allgemein kann jedoch gesagt werden, dass Regierungen Gesetze zur Finanzierung der Zukunft erlassen können, um verschiedene Ziele zu erreichen. [...] Das **Ziel** eines Zukunftsfinanzierungsgesetzes **könnte sein, Anreize für private Investitionen [...] zu schaffen, um das wirtschaftliche Wachstum zu stimulieren, Arbeitsplätze zu schaffen und die langfristige Entwicklung des Landes zu fördern.** Es könnte auch darauf abzielen, Deutschland auf dem globalen Markt **wettbewerbsfähig zu halten und den technologischen Fortschritt voranzutreiben.**

[...] Um detaillierte Informationen zum spezifischen "Zukunftsfinanzierungsgesetz" in Deutschland zu erhalten, **sollten Sie aktuellere und spezifischere Quellen konsultieren.**“

Frage: „Warum braucht Deutschland ein Zukunftsfinanzierungsgesetz?“ (19.6.2023)

Agenda

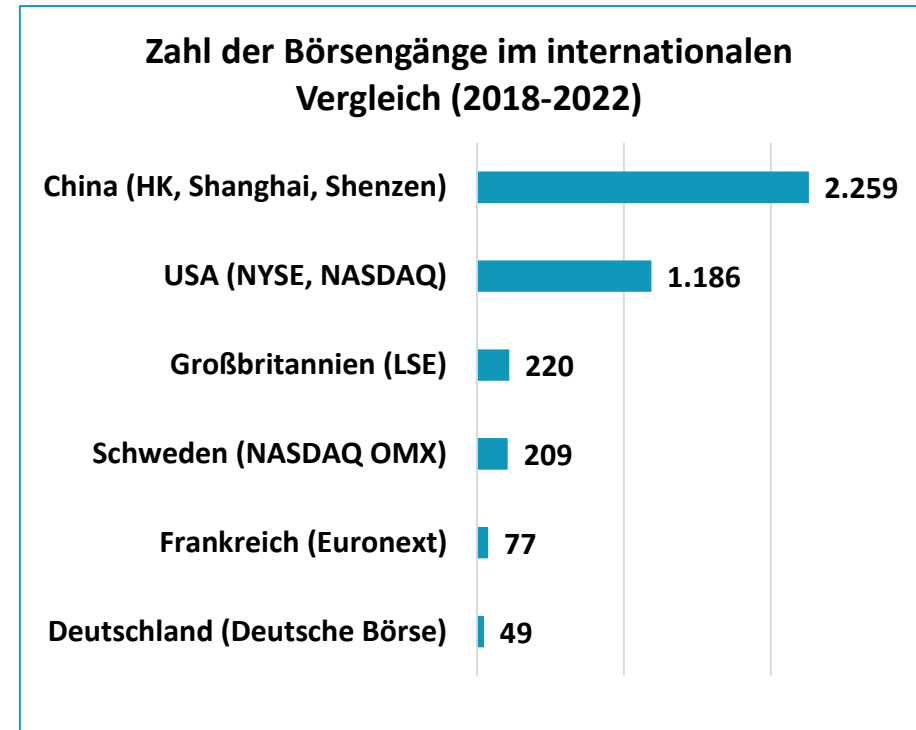
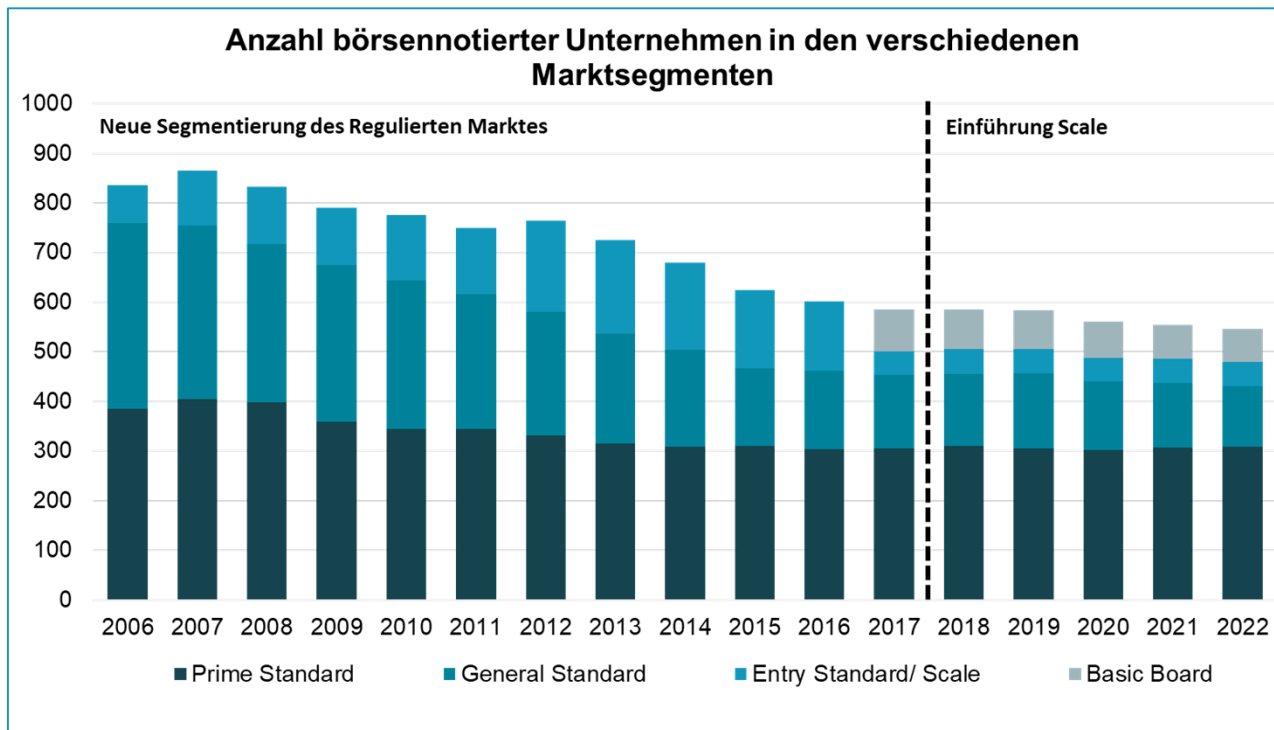
- ▣ Kapitalmarktpolitischer Hintergrund des Zukunftsfinanzierungsgesetzes
- ▣ Kernelemente des Zukunftsfinanzierungsgesetzes
 - ▣ Überblick
 - ▣ Ausgewählte Einzelbestimmungen
- ▣ Zusammenspiel mit europäischen Initiativen
- ▣ Fazit

Zukunftsfinanzierungsgesetz: Problem erkannt! Problem gebannt?

” Unser Land benötigt Investitionen in nahezu beispiellosem Umfang. [...] Es ist **erforderlich**, die Leistungsfähigkeit des **deutschen Kapitalmarkts zu stärken** und die Attraktivität des deutschen Finanzstandorts als bedeutenden Teil eines starken Finanzplatzes Europa zu erhöhen. Insbesondere Start-ups, Wachstumsunternehmen sowie kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) als Treiber von Innovation soll der **Zugang zum Kapitalmarkt und die Aufnahme von Eigenkapital erleichtert** werden. [...] **Aktien und börsennotierte Wertpapiere** sollen als Kapitalanlage **attraktiver** werden, um Nachfrageseite (Anreize für **Aktien als Kapitalanlage**) und Angebotsseite (Erhöhung der **Anzahl börsennotierter Unternehmen** in Deutschland) zu stärken. [...] Eine **Beibehaltung des Status quo** wäre möglich, aber **nachteilig für die Wettbewerbsfähigkeit und Innovation** des Finanzstandorts und die Aktienkultur in Deutschland.“

Begründung zum Referentenentwurf des Zukunftsfinanzierungsgesetzes, S. 1f.

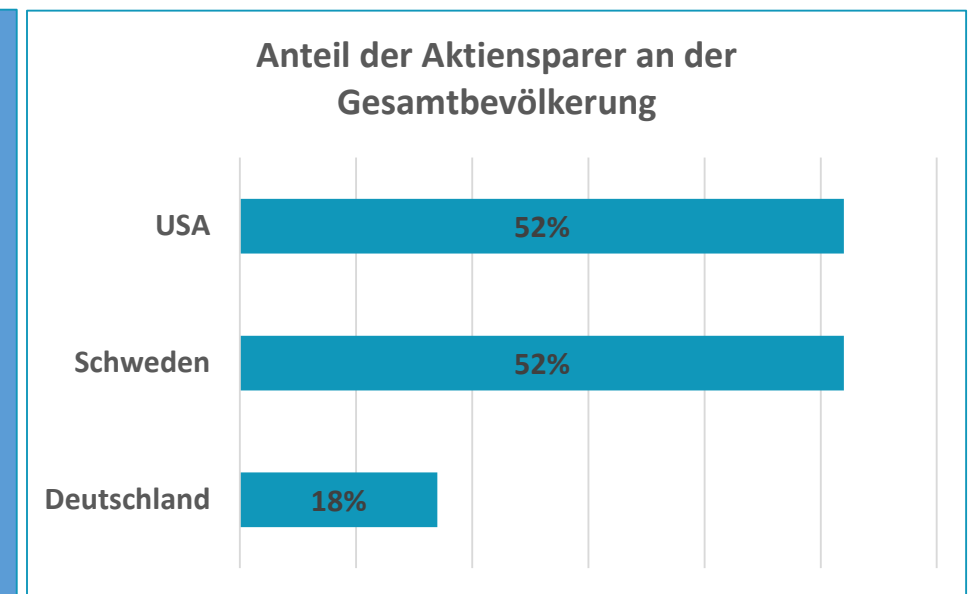
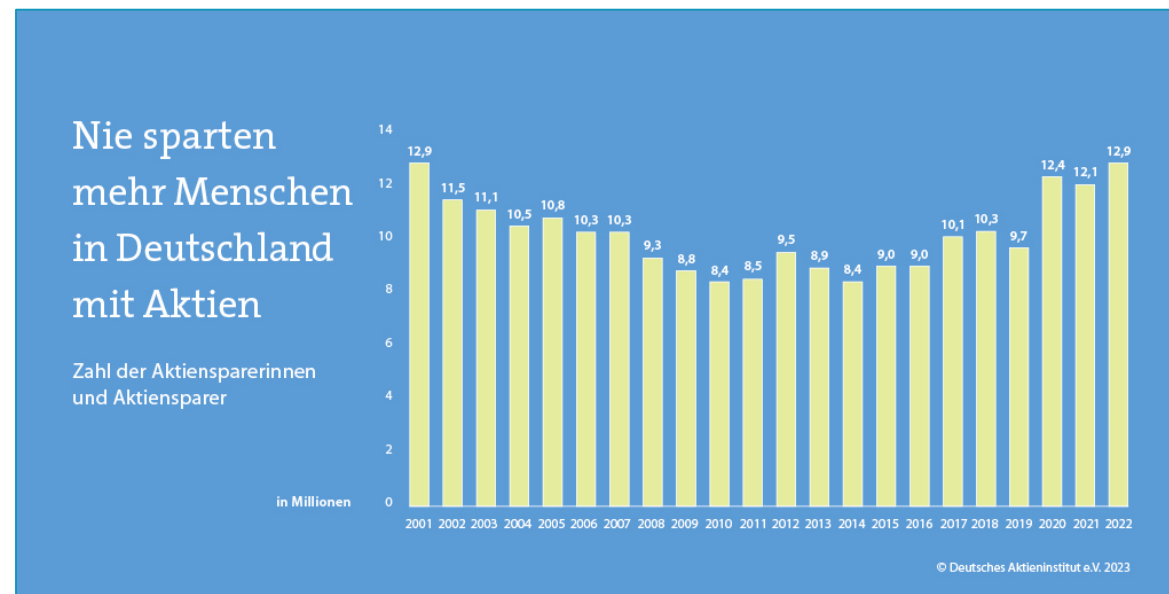
Sinkende Zahl börsennotierter Unternehmen und geringe Zahl von IPOs



Quellen: Deutsche Börse Group, EY und FESE
 Grafik: Deutsches Aktieninstitut

Die Deutschen nutzen die Aktie vergleichsweise wenig

Im Jahr 2022 ist fast jeder Fünfte am Aktienmarkt engagiert, also rund 18,3 Prozent der Bevölkerung ab 14 Jahren. Das ist in absoluten Zahlen mehr als je zuvor, aber im internationalen Vergleich immer noch zu wenig

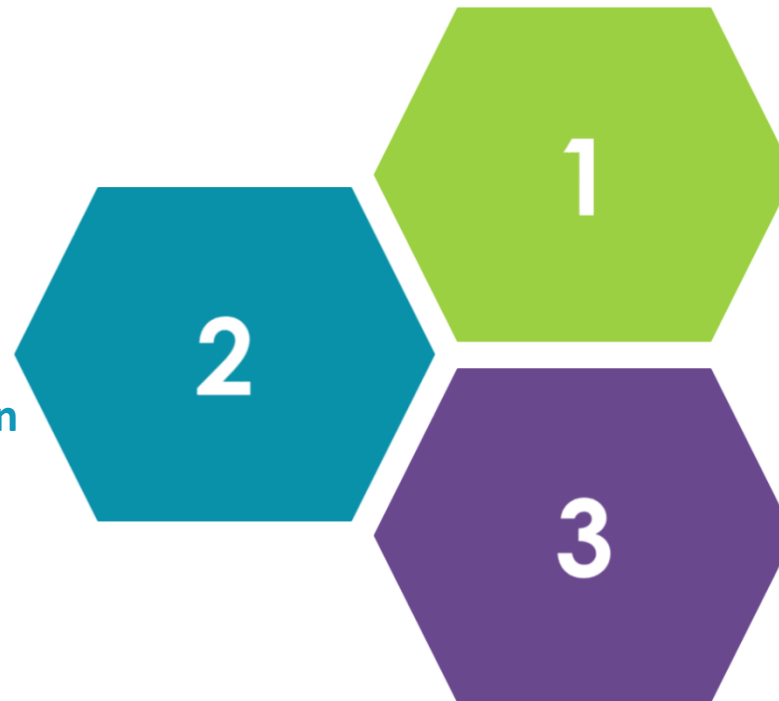


Quelle: Deutsches Aktieninstitut, Deutschland kann Aktie! Trotz Rekordniveau muss die Politik jetzt liefern, Januar 2023

Quelle: eigene Recherche

Stellschrauben, an denen gedreht werden muss, damit der Kapitalmarkt für Unternehmen und Anleger attraktiver wird

Regulierung, die Anleger schützt, ohne die Unternehmen zu überfordern



Aktienrecht, das flexible Kapitalaufnahme ermöglicht

Stärkung des Kapitalangebots für einen tiefen und breiten Kapitalpool

Agenda

- ▣ Kapitalmarktpolitischer Hintergrund des Zukunftsfinanzierungsgesetzes
- ▣ **Kernelemente des Zukunftsfinanzierungsgesetzes**
 - ▣ Überblick
 - ▣ Ausgewählte Einzelbestimmungen
- ▣ Zusammenspiel mit europäischen Initiativen
- ▣ Fazit

An welchen Stellschrauben wird mit dem Zukunftsfinanzierungsgesetz gedreht?

Aktienrecht/Rechtsformen	Regulierung	Kapitalangebot
Mehrstimmrechtsaktien ✓	Kleine Anpassungen in diversen Gesetzen ✓	Mitarbeiteraktien ✓
Kapitalerhöhungen ✓		Vermögenswirksame Leistungen ✓
SPACs ✓		Steuerfreibetrag/ Anlagesparkonto ?
Elektronische Aktien ✓	Zusammenspiel mit EU Listing Act	Altersvorsorge ✗

Aktienrechtliche Vorschläge im Referentenentwurf des Zukunftsfinanzierungsgesetzes

- Einführung von Mehrstimmrechtsaktien
(Streichung § 12 (1) AktG-E, § 134 AktG-E)
 - Positiv:
 - Adressiert die Sorge der Gründer, nach dem Börsengang und sich daran anschließenden Finanzierungsrunden die strategische Kontrolle zu verlieren
 - Nimmt Rechtswettbewerb mit anderen Rechtsordnungen in der EU auf
 - Negativ:
 - Einstimmigkeitserfordernis bei der Einführung ist eine hohe Hürde (EU-Vorschlag: qualifizierte Mehrheit)
 - Zu starre Sunset-Clause beim Erlöschen von Mehrstimmrechtsaktien

Kapitalerhöhungen sollen erleichtert werden

▣ Kapitalerhöhungen

▣ Spielraum für Kapitalerhöhungen aus Vorratsbeschlüssen wird erhöht

- ▣ Vereinfachten Bezugsrechtsausschluss (10 auf 20 Prozent, § 186 (3) S. 4 AktG-E)
- ▣ Bedingten Kapital für Unternehmenszusammenschlüsse und Mitarbeiterkapitalbeteiligung (§ 192 (3) AktG-E)

▣ Aber: Transaktionssicherheit verschlechtert sich (§ 255 AktG-E)

- ▣ Ausschluss der Anfechtung bei unangemessen niedriger Einlage, dafür langwieriges und kostspieliges Spruchverfahren
- ▣ Praxisfremde und schädliche Regelungen zum angemessenen Ausgabepreis
 - ▣ 3-Monats-Durchschnittskurs untauglich für den Fall der Kapitalerhöhung
 - ▣ Feste Definition eines Maximalabschlags nimmt Flexibilität
- ▣ ... und zur Entschädigung
 - ▣ Entschädigung durch eintretender Aktionäre gefährdet Transaktionen
 - ▣ Festlegung auf Barabfindung ist bilanzielle gerade für Wachstumsunternehmen nicht darstellbar

Der Deutschland-SPAC und die elektronische Aktie kommen

- SPACs (§§ 44ff. BörsG-E): Rechtswettbewerb wird angenommen
 - „Börsenmantelaktiengesellschaft“ zwingend als AG verfasst, zwingend im Regulierten Markt zu notieren
 - Zieltransaktion innerhalb von zw. 24 und 36 Monaten nach Zulassung zum Handel im Regulierten Markt, Verlängerung durch satzungsändernden Beschluss bis auf max. 48 Monate
 - Einlagen bei Treuhänder oder Kreditinstitut verwahrt
 - 75%-Zustimmung der Hauptversammlung zur Zieltransaktion, widersprechende Aktionäre haben Andienungsrecht, dessen Erfüllung keine Einlagerückgewähr ist
 - Ausgabe selbständiger Aktienoptionsscheine nach internationalen Vorbild
 - Regelungen zur Beendigung des SPAC

- Elektronische Aktien (Änderungen am eWpG): Deutschland bleibt innovativ
 - Einführung elektronischer Aktien
 - Als Inhaber-Aktien aber nur als im zentralen Register verwahrte Aktien möglich

Der deutsche Gesetzgeber allein kann die Kapitalmarktregulierung nur eingeschränkt verändern

▣ Regulierungsaspekte (Auswahl)

- ▣ § 2 BörsZVO: Senkung der Mindestliquiditätsanforderung von 1,25 Mio. auf 1 Mio. Euro
- ▣ § 32 Abs. 2a BörsG-E: gemeinsame Antragstellung zwingend nur noch in Teilbereichen des Regulierten Marktes
- ▣ § 26 Abs. 1 WpHG: Abschaffung der Vorab-Übersendung von Ad-hoc-Mitteilung an die BaFin
- ▣ WpÜG: u.a. Digitalisierung der Verfahren, Fristfragen (siehe nächster Vortrag)

▣ Weitere Anregungen vom Aktieninstitut

- ▣ Prüfung von § 21 WpÜG: Möglichkeit des nachträglichen Verzichts auf Mindestannahmeschwellen in Reaktion auf zunehmende Bedeutung von Indexfonds?
- ▣ Flexibilisierung von Einreichungsformaten beim Unternehmensregister (§ 11 Abs. 2 URV), so dass künftig z.B. auch Halbjahresfinanzberichte in XHTML eingereicht werden können, wenn Unternehmen dies möchten

Zukunftsfinanzierungsgesetz setzt Impulse für die Kapitalanlage, ...

- Spürbarer Ausbau bei vermögenswirksamen Leistungen macht Wertpapiersparen attraktiver
 - Maximale Arbeitnehmersparzulage soll von 80 Euro auf 240 Euro verdreifacht werden
 - Einkommensgrenzen bei der Arbeitnehmersparzulage sollen entfallen
- Mitarbeiterkapitalbeteiligung: Substantieller Ausbau der Förderung mit praxisfernen Einschränkungen (§ 3 Nr. 39 EStG)
 - Steuerfreibetrag für Mitarbeiterkapitalbeteiligungen soll von derzeit 1.440 Euro auf 5.000 Euro jährlich angehoben werden
 - Aber:
 - Entgeltumwandlung soll nicht mehr möglich sein
 - Freibetrag wird an eine Sperrfrist von drei Jahren gekoppelt

... aber zentrale Weichenstellungen stehen noch aus

- Eckpunktepapier verspricht Freibetrag für im Privatvermögen erzielte Gewinne aus der Veräußerung von Aktien und von Aktienfondsanteilen
 - Das würde den verbessern Status quo verbessern, aber...
 - ...es kommt auf die Höhe des Freibetrags an
 - ...der Freibetrag berücksichtigt keine Dividenden
 - Alternative: Anlagesparkonten nach dem Vorbild anderer europäischer Länder
- Ampel-Pläne zur Altersvorsorge sind nicht mehr als ein erster Schritt
 - Generationenkapital: Kapitalstock in der gesetzlichen Rente darf nicht auf einmalig 10 Mrd. Euro begrenzt bleiben
 - Betriebliche und private Altersvorsorge: Bisher nicht mehr als Absichtserklärungen, dass Anlageprodukte möglich sein sollen, die höhere Renditen abwerfen.

Agenda

- ▣ Kapitalmarktpolitischer Hintergrund des Zukunftsfinanzierungsgesetzes
- ▣ Kernelemente des Zukunftsfinanzierungsgesetzes
 - ▣ Überblick
 - ▣ Ausgewählte Einzelbestimmungen
- ▣ **Zusammenspiel mit europäischen Initiativen**
- ▣ Fazit

Zusammenspiel mit europäische Initiativen: Kommt Ihnen das bekannt vor?

” The overall objective of this initiative is to introduce technical adjustments to the EU rulebook in order to **reduce regulatory and compliance costs for companies** seeking to list or already listed with a view to streamlining the listing process and enhancing legal clarity, while ensuring an appropriate level of investor protection and market integrity. This, in turn, is expected to help diversify funding sources for companies in the EU and **increase investments, economic growth, job creation and innovation in the EU.**

Begründung zum Entwurf des EU-Listing Act, 7.12.2022

” Today's package aims to achieve that goal and **encourage participation in EU capital markets**, which has traditionally been lower than in other jurisdictions, such as the United States – even though Europeans have very high savings rates. Boosting the Capital Markets Union is also an **essential means to channel private funding into our economy and to fund the green and digital transitions.**

Website zum Retail Investment Package vom 23.5.2023

Auch die EU will Impulse setzen

- ▣ Regulierung der Kapitalmärkte ist weitgehend EU-weit harmonisiert
- ▣ Geplante Erleichterungen durch das Listing Package der EU-Kommission
 - ▣ Revision des EU-Prospektrechts, um die Prospekterstellung und damit die Kapitalaufnahme zu erleichtern
 - ▣ Überarbeitung des EU-Marktmissbrauchsrechts
 - ▣ Erleichterungen bei der Bereitstellung von Research („KMU“-Ausnahme)
 - ▣ Mindestharmonisierung zur Einführung von Mehrstimmrechtsaktien für Unternehmen, die ein Listing an einem „KMU-Wachstumsmarkt“ anstreben
- ▣ Aktueller Status
 - ▣ Rat: Negotiating Mandate zum Listing Package liegen vor
 - ▣ Parlament: Berichtsentwürfe des ECON liegen vor, Änderungsanträge weiterer Parlamentarier stehen aus

Revision des EU-Prospektsrechts: Spürbare Erleichterungen bei Folgeemissionen mit Luft nach oben

▣ Revision des EU-Prospektsrechts

- ▣ Viele Elemente des Vorschlags adressieren wichtige Probleme, z.B. Erleichterungen für Folgeemissionen.
- ▣ Allerdings auch: Zweifel an der Zielerreichung (z.B. starre Verpflichtungen bei Verweisen) sowie erhöhte Haftungsrisiken (z.B. durch eine Seitenzahlbegrenzung).
- ▣ Und: Der Vorschlag adressiert primär die Probleme von Aktienemittenten; für Anleiheemittenten könnten bewährte Emissionsprogramme sogar erschwert werden.

▣ Aktuellen Diskussionen

- ▣ Grundkonzeption bleibt vermutlich erhalten (z.T. andere Schwellenwerte)
- ▣ Fallen starre Verweise und Seitenzahlbeschränkungen noch raus?
- ▣ Bleibt es doch bei Reihenfolge von Risikofaktoren?
- ▣ ESG-Darstellung in der Prospektzusammenfassung?
- ▣ Annäherung der Regime der Prospekthaftung?

Revision der Ad-hoc-Publizität im EU-Recht: Systemwechsel! Aber auch echte Reform?

- Überarbeitung des EU-Marktmissbrauchsrechts (MAR)
 - Ad-hoc-Publizität
 - Zwischenschritte in sog. gestreckten Sachverhalten unterliegen nicht mehr der Ad-hoc-Pflicht, wohl aber überwiegend wahrscheinliche künftige Endereignisse (Art. 17.1.)
 - Delegierter Rechtsakt zu veröffentlichungspflichtigen Informationen (nicht abschließende Liste)
 - Außerdem: Veröffentlichungszwang bei Vertraulichkeitsbruch, Information der Behörden über Selbstbefreiung im Zeitpunkt der Selbstbefreiung
 - Insiderlisten: Rückkehr zu permanenten Insiderlisten, aber weiter Datenfülle pro Eintrag
 - Managers' Transactions: Partielle Erleichterungen in der Closed Period, aber kein großer Wurf
- Aktuelle Diskussionen
 - Ad-hoc-Publizität: Kommt doch ein echtes Finalitätskonzept?
 - Insiderlisten: Bleibt es bei den projektbezogenen Listen?
 - Managers' Transactions: Werden Rat und EP mutiger sein als die KOM?

Es ist noch zu früh für ein Fazit

- ZFinG und EU Listing Act sind als umfassende Initiativen zur Stärkung der Kapitalmärkte zu begrüßen
- Neu ist vor allem: auch die Probleme der Unternehmen am Kapitalmarkt werden adressiert
- Jedoch: Gefahr verpasster Chance besteht
 - ZFinG: Vor allem Regelungen zu Kapitalerhöhungen müssen überarbeitet werden
 - EU Listing Act: Es fehlt an Konsistenz und Konsequenz, vor allem im Marktmissbrauchsrecht drohen sogar Verschlechterungen
- Außerdem: Zusammenspiel mit anderen Initiativen bleibt wichtig
 - Reform/Ergänzung der Altersvorsorge für einen breiten und tiefen Kapitalpool
 - Retail Investment Package: Ist ein Mehr an Regulierung in der Anlageberatung zu erwarten?

Zukunftsfinanzierungsgesetz: Hintergrund, Kernelemente und Perspektiven

Dr. Gerrit Fey, Leiter Fachbereich Kapitalmärkte, Deutsches Aktieninstitut e.V.

Capital Markets & Takeover Conference 2023

22. Juni 2023

Kontakt

Dr. Gerrit Fey
Leiter Fachbereich Kapitalmärkte

Deutsches Aktieninstitut e.V.
Senckenberganlage 28
60325 Frankfurt am Main

Telefon +49 69 92915-41

E-Mail fey@dai.de