

Entwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz)

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse

1. Einleitung

Die Gruppe Deutsche Börse (GDB) bedankt sich für die Gelegenheit zur schriftlichen Stellungnahme zum Referentenentwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz, ZuFinG). Wir teilen vollumfänglich die Ziele, durch Digitalisierung, Entbürokratisierung und Internationalisierung den deutschen Finanzmarkt für Unternehmen und Investoren attraktiver zu gestalten.

Im internationalen Vergleich hat Deutschland – gemessen an seiner wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit – eine zu geringe Kapitalmarkttiefe, eine niedrige Aktionärsquote, einen enormen Mangel an inländischem Wachstumskapital und eine geringe Anzahl an Börsengängen. An Ideen und risikobereiten und innovativen Unternehmerinnen und Unternehmern mangelt es jedenfalls nicht.

Ein gut funktionierender Kapitalmarkt kann Kapital für wachstumsorientierte Unternehmen und deren Mitarbeiter generieren, die Altersvorsorge der Bürgerinnen und Bürger stärken und die nachhaltige und digitale Transformation der Wirtschaft beschleunigen.

Der vorgelegte Referentenentwurf greift diese Anforderungen an einen modernen Kapitalmarkt auf und enthält größtenteils Maßnahmen, die den deutschen Kapitalmarkt deutlich voranbringen können. Die GDB sieht aber an einigen Stellen noch Möglichkeiten und Spielräume, um diese wichtigen Ziele noch effektiver und effizienter zu erreichen.

Mit den folgenden Themen werden wir uns in dieser Stellungnahme ausführlich befassen und Alternativvorschläge anbieten:

- **Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien:** Die GDB begrüßt die Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien ausdrücklich. Positiv hervorzuheben ist der weite Anwendungsbereich, der neben der AG auch die SE und die KGaA erfasst und Listings am regulierten Markt ermöglicht. Mit Blick auf die vorgesehenen Maßnahmen zum Schutz der Minderheitsaktionäre plädieren wir für einen ausgewogenen Ansatz, der die Attraktivität von Mehrstimmrechtsaktien für Unternehmen nicht konterkariert. Wir verweisen in diesem Zusammenhang auch auf die bereits bestehenden Schutzmaßnahmen an anderen Stellen des Gesellschaftsrechts.
- **SPAC:** Mit dem Referentenentwurf wird ein umfangreiches Rahmenwerk für SPAC beziehungsweise Börsenmantelgesellschaften eingeführt. SPACs sind ein möglicher Weg, um Unternehmen schnell und einfach an die Börse zu bringen. Wir sehen allerdings

noch rechtliche Unklarheiten bezüglich der Hauptversammlungsbeschlussfassung und der rechtlichen Ausgestaltung einer SPAC.

- **eWpG und elektronische Aktien:** Mit dem eWpG wird ein wichtiger Schritt in der Entwicklung des deutschen Wertpapierrechts vollzogen, der den deutschen Wertpapiermarkt für digitale Technologien öffnet. Die Novellierung des eWpG stellt damit wichtige Weichen, um den Finanzplatz Deutschland auch im internationalen Vergleich wettbewerbsfähig zu halten. Wir unterstützen ausdrücklich die Möglichkeit zur Emission elektronischer Aktien und Eintragung von Namens- und Inhaberaktien in ein elektronisches Wertpapierregister. Wir bitten aber um einige Klarstellungen hinsichtlich der Handhabung elektronischer Aktien, insbesondere durch die registerführende Stelle.
- **Öffnung des Depotgesetzes auch für ausländische Aktien:** Wir regen an, das Depotgesetz auch für fungible Wertpapiere nach ausländischem Recht im Inland zu öffnen. Dies sollte unabhängig von der Begebungsform und von der Qualifizierung als Inhaber-, Order- oder Rektapapier gelten. Wir sehen darin einen zentralen Punkt, um den Finanzplatz Deutschland weiter zu stärken und ihn auch im internationalen Vergleich wettbewerbsfähig zu halten.
- **Vorschlag zur Herabsetzung des Mindestnennwerts einer Aktie:** Der Mindestnennwert von einem Euro beschränkt die Möglichkeit der Eigenkapitalfinanzierung und mindert somit auch die Attraktivität Deutschlands als Finanzstandort. Durch die Herabsetzung des Mindestnennbetrags von Aktien auf einen Eurocent können börsennotierte Unternehmen bis zu einhundertmal mehr Aktien emittieren, wodurch Kapitalerhöhungen erleichtert würden. Von einem geringeren Mindestnennbetrag könnten zudem auch positive Impulse für die Beteiligung von Privatanlegern an der wirtschaftlichen Entwicklung von Unternehmen ausgehen.
- **Kapitalerhöhungen und Bezugsrechtsausschluss:** Die GDB begrüßt die Erhöhung der Grenze beim vereinfachten Bezugsrechtsausschluss. Allerdings sehen wir Nachbesserungsbedarf bei Kapitalerhöhungen aus genehmigtem und bedingtem Kapital.
- **Weitere Regelungen für eine erleichterte Börsenzulassung:** Die GDB würde einen vollständigen Entfall des Erfordernisses eines Mitantragsstellers begrüßen. Die Anforderungen an die Mindestdauer des Bestehens des Emittenten kann aus unserer Sicht entfallen. Auch die weiterhin erforderliche Veröffentlichung der Börsenzulassung im Bundesanzeiger ist mit Blick auf die anderen etablierten Informationskanäle entbehrlich.
- **AGB-Kontrolle:** Wir begrüßen die vorgeschlagenen Änderungen, die bei bestimmten erlaubnispflichtigen Finanzgeschäften eine Ausnahme von der AGB-Kontrolle vorsehen. Wir verstehen, dass es sich um eine eng begrenzte Ausnahme von der AGB-Kontrolle handelt. Aus unserer Sicht ist es essenziell, die Regelwerke von Zentralverwahrern und zentralen Gegenparteien vollumfänglich von der AGB-Inhaltskontrolle auszunehmen. Dazu bedarf es einer klar definierten Erweiterung des Adressatenkreises, einer Ausnahme von der Inhaltskontrolle gemäß § 305c BGB sowie der Klarstellung, dass sich die Ausnahme auf die Gesamtheit der Regelwerke von CSDs und CCPs erstreckt.

- **Stärkung der Mitarbeiterbeteiligung:** Wir unterstützen die vorgeschlagenen Maßnahmen, um die Mitarbeiterbeteiligung in Deutschland zu stärken. Insbesondere die Erhöhung des Freibetrags auf 5.000 Euro ist begrüßenswert. Wir schlagen jedoch vor, dass das Instrument der Entgeltumwandlung bestehen bleibt, um die Anreize der Gewährung von Beteiligungen nicht abzusenken.
- **Steuerliche Verlustverrechnung:** Wir sprechen uns dafür aus, die getrennte Verlustverrechnung des § 20 Absatz 6 EStG abzuschaffen. Ferner schlagen wir vor, unter Berücksichtigung einer zu erwartenden Entscheidung des Bundesverfassungsgerichtes die Beschränkung der Verlustverrechnung für Termingeschäfte und die Ausbuchung wertloser Wirtschaftsgüter zu streichen.

2. Anmerkungen im Einzelnen

2.1 Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien

Mehrstimmrechtsaktien gestehen ihrem Inhaber eine größere Möglichkeit der Einflussnahme auf die Entwicklung der Gesellschaft zu. Die Idee der Ausgabe von Mehrstimmrechtsaktien basiert auf dem Konzept, einerseits den Einfluss für die Entwicklung der Gesellschaft wichtiger Aktionäre sicherzustellen und andererseits die Vorteile des Kapitalmarktzugangs voll auszuschöpfen. Häufig waren es die Gründer selbst, welche „ihr“ Unternehmen mit ihren Ideen entscheidend vorangebracht haben. Vor allem für Unternehmen in der Spätfinanzierung ist ein einfacher Übergang zum IPO eine wichtige Finanzierungsquelle, um weiter zu wachsen.

In jüngerer Vergangenheit hat sich ein internationaler Standard dahingehend herausgebildet, dass zahlreiche Rechtsordnungen die Ausgabe von Mehrstimmrechtsaktien erlauben. So haben zahlreiche Länder bereits Mehrstimmrechte eingeführt (zum Beispiel Schweden, Finnland, Dänemark, Irland, Niederlande, Italien). In den Vereinigten Staaten sind Mehrstimmrechtsaktien etabliert und zulässig. Der EU Listing Act¹ enthält zudem eine Richtlinie mit Minimalvorgaben an die Ausgestaltung von Mehrstimmrechtsaktien, der den Mitgliedstaaten ausdrücklich weitgehende Freiheiten einräumt. Um zu vermeiden, dass innovative deutsche Unternehmen ein Listing an einer ausländischen Börse vorziehen, sollte Deutschland ein zukunftsgerichtetes und wettbewerbsfähiges Modell anbieten.

Vor diesem Hintergrund begrüßt die GDB die Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien ausdrücklich. Allerdings möchten wir einige Klarstellungen anregen und auf Punkte hinweisen, welche die Attraktivität womöglich einschränken.

2.1.1 Mehrstimmrechtsaktien als eigene Gattung

Nach dem Referentenentwurf bilden Mehrstimmrechtsaktien eine eigene Gattung. Damit verbunden ist die Erforderlichkeit von Sonderbeschlüssen für bestimmte Maßnahmen. Die GDB

¹ Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien in Gesellschaften, die eine Zulassung ihrer Anteile zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt beantragen, COM(2022) 761 final.

ist grundsätzlich der Auffassung, dass Mehrstimmrechtsaktien nicht als eigene Gattung ausgestaltet sein sollten, da sich auf diese Weise Sonderbeschlüsse vermeiden ließen. Sofern der Gesetzgeber bei der vorgeschlagenen Lösung bleibt, wäre zumindest die Klarstellung wünschenswert, dass zum Beispiel bei Kapitalerhöhungen der „normalen“ Stammaktien kein Sonderbeschluss der Mehrstimmrechtsaktien erforderlich wird. Ansonsten könnten mittels Sonderbeschlüssen bestimmte Maßnahmen blockiert und damit die Mitwirkungsrechte anderer Aktionäre beschränkt werden. Dies sollte vor dem Hintergrund des Minderheiten- und Anlegerschutzes noch einmal kritisch gewürdigt werden. Im Übrigen bleibt unklar, für welche Maßnahmen Sonderbeschlüsse erforderlich werden.

In der Gesetzesbegründung könnte klargestellt werden, dass Mehrstimmrechtsaktien zur Differenzierung zumindest eine andere ISIN oder vergleichbare Identifikationsnummer als Aktien mit einfachem Stimmrecht oder Aktien ohne Stimmrecht erhalten.

2.1.2 Schutz von Minderheitsaktionären sollte nicht zulasten der praktischen Anwendung und Attraktivität gehen

Die GDB begrüßt ausdrücklich, dass der Referentenentwurf eine flexible Ausgestaltung der Mehrstimmrechte ermöglicht und es keiner Rechtfertigung bei Einführung von Mehrstimmrechtsaktien bedarf. Das gilt insbesondere für den weiten Personenkreis, der als Inhaber infrage kommt sowie für den breiten Anwendungsbereich. Dass der Gesetzgeber über den Vorschlag der EU-Kommission zum Listing Act hinausgeht, indem er die Einführung nicht auf Unternehmen in der Rechtsform der AG an einem KMU-Wachstumsmarkt begrenzt, sondern das Instrument auch auf die SE und die KGaA und ein Listing am regulierten Markt ausweitet, ist begrüßenswert.

Dennoch möchten wir unsere Sorge zum Ausdruck bringen, dass die vorgeschlagenen zusätzlichen Vorkehrungen zum Schutz der Interessen der Anleger dazu führen könnten, dass nur wenige Gesellschaften in Deutschland von der Möglichkeit der Ausgabe von Mehrstimmrechtsaktien Gebrauch machen. Im Endergebnis wäre nichts gewonnen, wenn ein Start-up eine flexiblere Rechtsordnung und in der Folge schließlich dann auch den Weg an eine US-amerikanische Börse wählt, weil das dortige System weniger restriktiv ist.

Zunächst befürchten wir, dass das Erfordernis des einstimmigen Beschlusses zur Einführung in der Praxis schwierig umsetzbar sein könnte. Zwar teilen wir grundsätzlich den Gedanken, dass die Einführung von Mehrstimmrechten vor allem im Zusammenhang mit einem möglichen Börsengang stehen soll; allerdings möchten wir zu bedenken geben, dass selbst Start-ups in einer späteren Wachstumsphase und nach mehreren Finanzierungsrunden gegebenenfalls bereits eine breite Investorenbasis (auch durch Ausgabe von Mitarbeiteraktien) haben können, sodass Einstimmigkeit eine zu große Hürde sein kann. Zudem ist nicht nachvollziehbar, warum der Gesetzgeber nicht wenigstens auf die satzungsändernde Mehrheit abstellt, die sich an vielen Stellen des Gesellschaftsrechts etabliert hat, um Minderheiten zu schützen.

Weiter möchten wir anmerken, dass der gewählte Ansatz für Familienunternehmen (welche oft der Börse fernbleiben) zu wenig attraktiv erscheint. Insbesondere das Erlöschen der Mehrstimmrechte nach spätestens 20 Jahren sowie im Falle des Übertrags (insbesondere relevant für Erbfälle) sollte hierbei einer Prüfung unterzogen werden. Die KGaA ist kein gleichwertiges

Äquivalent für Familienunternehmer, da gerade das internationale Investorenpublikum häufig mit dieser Rechtsform nicht vertraut ist. Auch mit Blick in die Begründung des Referentenentwurfs gehen wir davon aus, dass der Gesetzgeber die Familienunternehmen nicht als primären Adressatenkreis betrachtet. Mehr Spielraum könnte hier für wertvolle Anreize sorgen.

Insgesamt hat der Gesetzgeber einen Weg gewählt, der im Bereich Anlegerschutz deutlich weiter reicht als der Vorschlag zum Listing Act, der solche Safeguards als zusätzliche Option für den Anlegerschutz ermöglicht, aber nicht verlangt. Im Sinne einer europäischen Harmonisierung und einer starken Position Deutschlands im Wettbewerb, sollten die Schutzmechanismen im europäischen Vergleich verhältnismäßig ausgestaltet werden.

Die GDB regt daher an, dass die Gesellschaften selbst über eine zeitliche Beschränkung (Sunset Clauses) mit satzungsändernder Mehrheit entscheiden sollen, wobei die Mehrstimmrechte nur über ein einfaches Stimmrecht verfügen.

Formulierungsvorschlag

Das Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089), das zuletzt durch Artikel 7 des Gesetzes vom 22. Februar 2023 (BGBl. 2023 I Nr. 51) geändert worden ist, wird wie folgt gefasst:

§ 134 Stimmrecht; Mehrstimmrechte

(2) Die Satzung kann Namensaktien mit Mehrstimmrechten vorsehen. Die Mehrstimmrechte dürfen höchstens das Zehnfache des Stimmrechts nach Absatz 1 Satz 1 betragen. Ein Beschluss zur Ausstattung oder Ausgabe von Aktien mit Mehrstimmrechten bedarf einer Mehrheit, die mindestens drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals umfasst. Bei börsennotierten Gesellschaften kann die Satzung Fristen für das Erlöschen der Mehrstimmrechte vorsehen. Die Satzung kann auch vorsehen, dass die Mehrstimmrechte im Fall der Übertragung der Aktie erlöschen.

2.1.3 Mehrstimmrechtsaktien in Übernahmesituationen

Der Regierungsentwurf enthält keine Regelung zum Umgang mit Mehrstimmrechtsaktien in Übernahmesituationen. Die Beseitigung der Mehrstimmrechte ist nur per Sonderbeschluss der Inhaber der Mehrstimmrechtsaktien gemäß § 179 Absatz 3 AktG möglich. Entsprechend ist dies eine hohe Hürde für das Abschaffen der Mehrstimmrechtsaktien und schränkt die Attraktivität für Kapitalgeber in Übernahmekonstellationen ein. Wir regen daher an, die Einführung gesetzlicher Regelungen für genannte Konstellationen zu prüfen.

2.2 Börsenmantelgesellschaft zum Zweck der Börsenzulassung

In Deutschland erlaubt das Unternehmensrecht SPAC-Konstruktionen bislang nicht, sodass SPACs nach ausländischem Recht – oftmals in den Niederlanden oder Luxemburg – gegründet werden, um dann in Deutschland an die Börse gehen zu können.

Auch wenn der SPAC-Markt zuletzt etwas an Dynamik eingebüßt hat, sind SPACs eine Alternative, um Unternehmen schnell und einfach an die Börse zu bringen. Die GDB begrüßt daher die Überführung von SPACs als Börsenmantelgesellschaft in das deutsche Recht.

2.2.1 Ausgestaltung der Börsenmantelgesellschaft

Die Börsenmantelaktiengesellschaft ist grundsätzlich als eine Aktiengesellschaft anzusehen, für die das Aktiengesetz gilt. Wir möchten jedoch anregen, dass der Anwendungsbereich auch die Rechtsform der SE als „europäische Aktiengesellschaft“ umfasst.

Problematisch ist aus unserer Sicht insbesondere das Spannungsverhältnis zu § 3 Absatz 1 BörsZulV (siehe auch Abschnitt 2.7.5), wonach ein Emittent für die Zulassung seiner Aktien mindestens drei Jahre als Unternehmen bestanden und seine Jahresabschlüsse für die drei dem Antrag vorangegangenen Geschäftsjahre entsprechend den hierfür geltenden Vorschriften offengelegt haben muss. Hier ist eine Klarstellung notwendig, dass dieses Erfordernis für Börsenmantelgesellschaften nicht gilt.

Fraglich ist weiter, ob das zwingende Erfordernis der Abhaltung der Hauptversammlung als virtuelle Veranstaltung in dieser Form erforderlich ist.

2.2.2 Kapitalaufbringung

Durch die Klarstellung, dass der Geschäftsführung einer SPAC der Zugriff auf das Treuhandkonto aus Gründen des Anlegerschutzes verwehrt wird, scheint das Spannungsverhältnis, wonach die eingezahlten Einlagen grundsätzlich dem Vorstand zur freien Verfügung stehen müssen, zunächst gelöst zu sein. Die Rechtsprechung hinsichtlich des Verhältnisses zu den allgemeinen aktienrechtlichen Prinzipien bleibt jedoch abzuwarten.

2.2.3 Hauptversammlungsbeschluss über De-SPAC-Transaktion

Die Entscheidung über die Zieltransaktion bedarf der Zustimmung der Hauptversammlung. Dafür notwendig ist die Zustimmung von 75 Prozent des anwesenden Grundkapitals, wobei die Stimmrechte der Initiatoren ausgeschlossen sind.

Aus Sicht der GDB sollte eine einfache Mehrheit für den Beschluss ausreichen. Zu hochgegriffene Mehrheitserfordernisse und ein zwingendes Stimmverbot für Sponsoren geht mit erheblichen Risiken für die De-SPAC-Transaktion einher, die in dieser Form in anderen Rechtsordnungen nicht bestehen. Insbesondere in Verbindung mit den Andienungsrechten besteht die Gefahr, dass die Beschlussmehrheit gegebenenfalls nicht erreichbar ist, wenn die Obergrenze von 30 Prozent des Grundkapitals ausgeschöpft würde.

2.2.4 Selbstständige Optionsscheine

Dass die Ausgabe von selbstständigen Optionsscheinen zulässig ist, um insbesondere als Anreiz für die Sponsoren zu dienen, begrüßen wir ausdrücklich. Richtigerweise wird in der Begründung des Referentenentwurfs darauf aufmerksam gemacht, dass die Praxis von SPACs in jüngerer Zeit ein erheblicher Bedarf nach selbstständigen Optionsscheinen offenbart hat. Nach unserem

Verständnis gilt dies aber weiterhin nur für diesen speziellen Fall, sodass wir eine weitergehende aktienrechtliche Anpassung anregen.

Begründung

Die Ausgabe selbständiger Optionsscheine ist bislang nicht rechtssicher möglich. Insbesondere in der bestehenden Regelung des § 187 AktG sowie in der fehlenden Nennung selbständiger Optionsscheine in § 221 AktG werden in der Literatur vielfach Anhaltspunkte gegen eine Zulässigkeit gesehen. § 187 AktG sieht vor, dass Bezugsrechte auf neue Aktien nur unter Vorbehalt des gesetzlichen Bezugsrechts der Altaktionäre gewährt werden können und eine Zusicherung eines Bezugsrechts vor einem Beschluss der Hauptversammlung über die entsprechende Kapitalerhöhung gegenüber der Gesellschaft unwirksam ist. Mit § 192 Absatz 2 Nummer 3 AktG besteht im Gesetz allerdings bereits die Möglichkeit zur Ausgabe selbständiger Optionsscheine als Vergütungsbestandteil an Mitarbeiter und Mitglieder der Geschäftsführung.

Die Ausgabe von selbständigen Optionsscheinen, wie im Referentenentwurf vorgesehen, nur im Fall von Börsenmantelgesellschaften ausdrücklich zuzulassen, erhöht die bestehenden Rechtsunsicherheiten weiter und beschränkt die im Markt genutzten Möglichkeiten weiter ein.

Vor dem Hintergrund der weiterhin bestehenden Rechtsunsicherheiten und im Interesse einer internationalen Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Kapitalmarktes, sollen die Möglichkeiten zur Ausgabe von selbständigen Optionsscheinen eindeutig gesetzlich geregelt und den Gesellschaften ein verlässlicher Rahmen für eine flexible und marktgerechte Eigenkapitalfinanzierung geschaffen werden.

Formulierungsvorschlag

Das Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089), das zuletzt durch Artikel 7 des Gesetzes vom 22. Februar 2023 (BGBl. 2023 I Nr. 51) geändert worden ist, wird wie folgt geändert:

§ 187 Zusicherung von Rechten auf den Bezug neuer Aktien

- (1) Rechte auf den Bezug neuer Aktien können nur unter Vorbehalt des Bezugsrechts der Aktionäre zugesichert werden.
- (2) Zusicherungen vor dem ~~Beschluss~~ **Beschluß** über die Erhöhung des Grundkapitals sind der Gesellschaft gegenüber unwirksam. Dies gilt nicht, soweit die Zusicherung durch die Gesellschaft aufgrund einer Ermächtigung durch die Hauptversammlung erfolgt.

§ 192 Voraussetzungen

- (2) Die bedingte Kapitalerhöhung soll nur zu folgenden Zwecken beschlossen werden:
 1. zur Gewährung von Umtausch- oder Bezugsrechten auf Grund von Wandelschuldverschreibungen oder selbständigen Optionsscheinen;
 2. zur Vorbereitung des Zusammenschlusses mehrerer Unternehmen;

- zur Gewährung von Bezugsrechten an Arbeitnehmer und Mitglieder der Geschäftsführung der Gesellschaft oder eines verbundenen Unternehmens im Wege des Zustimmungs- oder Ermächtigungsbeschlusses.

2.3 Elektronische Aktien

Die GDB begrüßt die Einführung elektronischer Wertpapiere durch das Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG).

Das eWpG bedeutet die Öffnung des deutschen Wertpapierrechts für papierlose Behebungsformen, wie sie etwa auch im EU-Ausland, aber auch im weltweiten Effektenverkehr üblich sind. Mit dem eWpG wird ein wichtiger Schritt in der Entwicklung des deutschen Wertpapierrechts vollzogen, der aufgrund technologischer Veränderungen und der Entwicklung in anderen Rechtsordnungen dringend erforderlich war. Das Gesetz öffnet den deutschen Wertpapiermarkt für digitale Technologien.

Zugleich wird die Rechtslage in Deutschland derjenigen in vielen anderen Staaten angenähert, in denen es bereits Vorschriften zu elektronischen beziehungsweise dematerialisierten Wertpapieren gibt und in denen die Nutzung innovativer Technologien (wie der Blockchain-Technologie) für Finanzinstrumente zugelassen ist. Das eWpG stellt damit wichtige Weichen, um den Rechtsstandort und Finanzplatz Deutschland auch im internationalen Vergleich wettbewerbsfähig zu halten.

Um die Attraktivität des Standorts weiter zu fördern, regen wir zudem eine Öffnung des Depotgesetzes für ausländische nicht-physische Wertpapiere an (siehe Abschnitt 2.4).

2.3.1 Bitte um Klarstellung hinsichtlich § 17 eWpG

Die registerführende Stelle stellt nach § 17 Absatz 1 und 2 eWpG sicher, dass bestimmte Angaben über das eingetragene Kryptowertpapier im Kryptowertpapierregister enthalten sind. Nach § 17 Absatz 3 eWpG hat die registerführende Stelle sicherzustellen, dass die Angaben § 17 Absatz 1 und 2 eWpG nur zusammen abgerufen werden können.

Die Blockchain-Technologie basiert unter anderem auf der Nutzung von Smart Contracts. Ein Smart Contract würde ein Kryptowertpapier auf der Blockchain repräsentieren und Daten zur Inhaberschaft sowie einige weitere Daten aufnehmen.

In unserem Verständnis umfasst das Kryptowertpapierregister zum einen die in einem Smart Contract auf der Blockchain abgelegten Daten („on-chain“), zum anderen auch zentral bei der registerführenden Stelle abgelegte Daten außerhalb der Blockchain („off-chain“).

Ersteres wären beispielsweise Angaben wie die Blockchain-Adressen der Inhaber und die Anzahl der Stücke, die der jeweilige Inhaber (über den Public Key) hält.

Zweiteres wären beispielsweise die Angaben zum „Klarnamen“ und Adresse eines Inhabers in Einzuleintragung. Ohne auf die genaue Einteilung zwischen on-chain und off-chain einzugehen, ist nur die Summe aus beidem die Repräsentanz des Kryptowertpapierregisters.

Die Smart Contracts lassen sich von jedem Teilnehmer unabhängig von der jeweiligen Rolle (Emittent, Inhaber, Verfügungsberechtigter) einsehen; bei einer Public Blockchain sogar von jeder Person mit direktem oder indirektem Zugang zu einem Node der jeweiligen Blockchain. Damit wird es möglich, dass eine Person einzelne Daten aus einem Smart Contract aus den „on-chain“ Daten ersieht. Eine Verknüpfung mit den „off-chain“ Daten bei der registerführenden Stelle findet nicht statt.

Vor diesem Hintergrund bitten wir bezüglich der Einsichtnahme der Teilnehmer beziehungsweise Berechtigten in das Kryptowertpapierregister um eine allgemeine Klarstellung in der Gesetzesbegründung. Diese sollte die technischen Besonderheiten der Blockchain-Technologie berücksichtigen.

Unser Verständnis des Sachverhaltes ist wie folgt:

1. Die registerführende Stelle stellt die Ablage der Daten nach § 17 Absatz 1 und 2 eWpG sicher, kann diese abrufen und entsprechend zur Verfügung stellen:
 - a. an jeden Teilnehmer gemäß § 10 Absatz 1 eWpG i.V.m. § 10 Absatz 1 eWpRV sowie
 - b. an Personen mit berechtigtem Interesse gemäß § 10 Absatz 2 eWpG unter Berücksichtigung von § 10 Absatz 3 eWpG.
2. Die Anfrage eines Teilnehmers oder einer Person mit berechtigtem Interesse erfolgt an die registerführende Stelle. In diesem Fall stellt die registerführende Stelle sicher, dass die Daten gemäß § 17 Absatz 3 eWpG verknüpft und zusammen für den Anfragenden abgerufen werden. Die Verknüpfung erfolgt regelmäßig nicht allein blockchainbasiert aufgrund der Verteilung von on- und off-chain Daten, sondern die registerführende Stelle führt als zentrale Stelle die Angaben in seinem System für die zur Verfügungstellung zusammen.
3. Der Zugriff auf einzelne Daten in der Blockchain durch einen Teilnehmer stellt keine Einsichtnahme in das Register nach § 10 eWpG dar. Der Abruf der unvollständigen Daten (nur on-chain), die teilweise pseudonymisiert oder über nicht öffentlich zugängliche Zuordnungstabellen abgelegt sind, ist nach unserem Verständnis nicht in der Verfügung der registerführenden Stelle und erfolgt auf alleiniges Handeln und Risiko der abfragenden Person. Damit wird § 17 Absatz 3 eWpG nicht berührt.

2.3.2 Rückumwandlung in Papierform innerhalb von § 6 Absatz 2 eWpG ausschließen

Mit voranschreitender Digitalisierung des Finanzmarktes wirkt § 6 Absatz 2 eWpG anachronistisch, da er Beteiligte zwingt, jene Prozesse und Kapazitäten vorzuhalten, welche für eine Begebung mittels Urkunde notwendig sind. Dies läuft den Zielen des eWpG zuwider.

Einen Anspruch auf eine Papierurkunde aufrechtzuerhalten, erscheint mit Blick auf die angestrebte Digitalisierung des Wertpapierrechts und die Relevanz für die Emissionspraxis entbehrlich. Wir halten die Abschaffung daher für geeignet, um die Effizienzen am Finanzmarkt zu steigern und Kosten für die Beteiligten zu senken.

Formulierungsvorschlag

Das Gesetz über elektronische Wertpapiere vom 3. Juni 2021 (BGBl. I S. 1423) wird wie folgt geändert:

§ 6 Verhältnis zu Wertpapierurkunden

(2) Der Emittent kann ein elektronisches Wertpapier nicht durch ein inhaltsgleiches mittels Urkunde begebenes Wertpapier ersetzen. ~~„wenn~~

~~1. der Berechtigte zustimmt oder~~

~~2. die Emissionsbedingungen eine solche Ersetzung ohne Zustimmung des Berechtigten ausdrücklich zulassen.~~

~~Das elektronische Wertpapier ist im Falle einer Ersetzung durch ein mittels Urkunde begebenes Wertpapier aus dem Register zu löschen. An die Stelle der Eintragung im Register tritt die Verkörperung des Rechts in der neu zu begebenden Urkunde, sobald die Löschung vollzogen und die Urkunde ausgestellt ist.~~

2.3.3 Elektronische Aktie und digitale Gesellschaftsformen

Wir unterstützen ausdrücklich das Bestreben der Bundesregierung, die Möglichkeit zur Emission elektronischer Wertpapiere auch auf Aktien auszuweiten. Auch unterstützen wir, dass elektronische Aktien in beiden Formen der elektronischen Wertpapierregister eingetragen werden können. Dies ist aus unserer Sicht ein weiterer wichtiger Schritt in Richtung der Digitalisierung des hiesigen Finanzmarktes, nachdem bereits Inhaberschuldverschreibungen elektronisch begeben werden können.

Da in Deutschland, im Unterschied zum Beispiel zu der Schweiz, die Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) als Rechtsform mehr Anwendung findet und Börsengänge entsprechend weniger häufig sind, regen wir auch an, grundsätzlich über weitere digitale Gesellschaftsformen nachzudenken. Ein Beispiel könnte hier die „digitale GmbH“ sein, die digitale Gesellschafteranteile vorsieht.

2.3.4 Interoperabilität

Neben der angesprochenen Öffnung für ausländische Wertpapiere im DepotG, würde auch eine reibungslose Interoperabilität zwischen den verschiedenen Registerformen den Standort stärken.

So könnte das eWpG ergänzt werden, um ein „Siloleben“ von Wertpapieren zu verhindern. Daher befürworten wir eine Öffnung im Sinne der Interoperabilität zwischen den Registerformen. So wäre bspw. die Möglichkeit vorteilhaft, bestimmte Teilbestände eines Wertpapiers, welches bereits mit einer ISIN in das zentrale Register emittiert wurde, auf ein Kryptowertpapierregister zu transferieren. Selbst wenn dies dann für diesen Teilbestand ein Ende der multilateralen Handelsfähigkeit bedeuten würde, könnte so ein gewisser Teilbestand von Wertpapieren unter einer ISIN zwischen Registern geteilt und weiter verteilt werden.

2.3.5 Aufbewahrungsfristen und Inhalt der Aufbewahrung

Die folgende Begründung bezieht sich neben dem Entwurf des Gesetzestextes auf die jüngste beziehungsweise verfügbare Gesetzesbegründung zum eWpG vom 24.02.2021.²

Für physische Wertpapiere leiten sich die Verjährungsfristen aus § 194 ff. BGB und insbesondere aus §199 BGB ab. Es stellt sich die Frage, ob sich die Aufbewahrungsfristen für elektronische Wertpapiere ebenfalls hieraus ableiten lassen.

Einer solchen Schlussfolgerung kann nicht Rechnung getragen werden, wenn man § 4 Absatz 9 eWpG und dessen Gesetzesbegründung heranzieht. In § 4 Absatz 9 eWpG wird die Löschung durch die Kenntlichmachung eines Wertpapiers als gegenstandslos definiert. Eine endgültige Löschung im Sinne einer Vernichtung der gespeicherten Daten aus Gründen der Beweisführung scheint nach der Gesetzesbegründung als nicht wünschenswert.

Ebenfalls lässt § 7 Absatz 2 eWpG diesbezüglich Interpretationsspielraum. Hier heißt es, dass die registerführende Stelle sicherzustellen hat, dass das elektronische Wertpapierregister jederzeit die bestehende Rechtslage zutreffend wiederzugeben hat.

Wir bitten hier für § 7 Absatz 2 und § 4 Absatz 9 eWpG um Klarstellung, ob gespeicherte Daten unbegrenzt vorgehalten werden müssen.

Da es aus unserer Sicht keine Gründe dafür gibt, einen Unterschied zwischen physischen und elektronischen Wertpapieren herzustellen, befürworten wir Klarheit im Gesetzestext und damit eine Gleichstellung zwischen von elektronischen Wertpapieren gegenüber physischen Wertpapieren. Zumal auch eine Vorhaltung der gespeicherten Daten auf Ewigkeit nicht dabei hilft Effizienzen am Finanzmarkt zu steigern und Kosten für die Beteiligten zu senken.

Neben den Aufbewahrungsfristen sollte ebenfalls Eindeutigkeit darüber herrschen, welche Informationen gespeichert werden müssen. Während bei physischen Wertpapieren die Urkunde eine Zeit nach Endfälligkeit vernichtet wird, es also ein Vernichtungsprotokoll gibt und die gesamte Dokumentation archiviert wird, könnten bei elektronischen Wertpapieren beispielsweise Informationen bezüglich der Umsätze zum Wertpapier (Mark-up, Mark-down, Settlement etc.) aufbewahrt werden.

Daher stellt sich die Frage, ob solche Informationen auch aufbewahrt werden müssen oder auf den Bestand beziehungsweise auf die wesentlichen Informationen zum elektronischen Wertpapier (Emissionsbedingungen etc.) reduziert werden kann. Analog zu physischen Wertpapieren schlagen wir vor, auf die wesentlichen Merkmale zu reduzieren. Auch hier bitten wir um Klarstellung.

Zusammenfassend bitten wir im Gesetzestext um Klarstellung hinsichtlich der Aufbewahrungsfristen von elektronischen Wertpapieren und darüber, welche Daten/Informationen aufbewahrt werden müssen.

² Gesetzentwurf der Bundesregierung eines Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren, Drucksache 19/26925.

Wir befürworten hierbei eine Gleichstellung von elektronischen Wertpapieren gegenüber physischen Wertpapieren und damit die genannten Aufbewahrungsfristen sowie eine Reduzierung der Daten, welche aufbewahrt werden müssen, auf den Bestand.

2.4 Änderungen des Depotgesetzes

Mit dem Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren vom 3. Juni 2021 (BGBl. I S. 1423) wurde § 1 Absatz 1 des Depotgesetzes geändert und folgender Satz angefügt: „*Wertpapiere im Sinne dieses Gesetzes sind auch elektronisch begebene Wertpapiere im Sinne des Gesetzes über elektronische Wertpapiere.*“ Mit dem neuen Satz wurde klargestellt, dass das Depotgesetz auch auf die in Absatz 1 genannten Wertpapiere Anwendung findet, wenn diese nach dem eWpG elektronisch begeben worden sind.

Wir regen an, den dem Depotgesetz zugrundeliegenden Wertpapierbegriff auch für fungible Wertpapiere nach ausländischem Recht im Inland zu öffnen; dies sollte unabhängig von der Begebungsform (physisch oder nicht-physisch) und von der deutsch-rechtlichen Qualifizierung als Inhaber-, Order- oder Rektapapier gelten. Wir sehen darin einen zentralen Punkt, um den Finanzplatz Deutschland weiter zu stärken und ihn auch im internationalen Vergleich wettbewerbsfähig zu halten.

Nach derzeitiger Rechtslage bestehen Beschränkungen bei der Aufnahme von ausländischen Wertpapieren in den **inländischen Effektengiroverkehr** (§ 5 Absatz 1 Depotgesetz). In die Girosammelverwahrung im Inland nach § 5 Absatz 1 Depotgesetz kann eine Wertpapiersammelbank nur solche Wertpapiere aufnehmen, die dem depotrechtlichen Wertpapierbegriff gemäß § 1 Absatz 1 Depotgesetz genügen. Dies sind insbesondere Inhaber- und Orderpapiere nach deutschem Recht. Wertpapiere, die nach ausländischem Recht begeben werden, sind bei einer Wertpapiersammelbank im Inland oft nicht verwahrfähig, da diese Wertpapiere häufig nicht nach sachenrechtlichen Grundsätzen funktionieren und daher für die Zwecke des § 5 Absatz 1 Depotgesetz auch nicht unter den Begriff „*andere Wertpapiere, wenn diese vertretbar sind*“ des § 1 Absatz 1 Depotgesetz subsumiert werden können. Dies betrifft neben den im Ausland geläufigen Namenspapieren insbesondere die dematerialisierten Wertpapiere nach ausländischem Recht.

Eine Wertpapiersammelbank im Inland kann Wertpapiere nach ausländischem Recht nur dann ohne Einschränkungen in den Effektengiroverkehr aufnehmen, wenn diese im Wege der Auslandsverwahrung (gegenseitige Kontoverbindung) verfügbar sind (**ausländischer Effektengiroverkehr**, § 5 Absatz 4 Depotgesetz). Dies umfasst nach dem Willen des Gesetzgebers im Rahmen des § 5 Absatz 4 Satz 1 Nummer 4 Depotgesetz grundsätzlich sämtliche Wertpapiere, die als fungibles Wertpapier sammelverwahrfähig sind.

Die oben dargelegte Beschränkung bei der Aufnahme von Wertpapieren in den inländischen Effektengiroverkehr nach § 5 Absatz 1 Depotgesetz hat zur Folge, dass zahlreiche, insbesondere ausländische Emittenten ihre Wertpapiere nicht bei der Wertpapiersammelbank im Inland verwahren lassen können und somit gezwungen sind, zu einer Wertpapiersammelbank im Ausland auszuweichen.

In der derzeitigen Rechtslage sehen wir einen Wettbewerbsnachteil für den Standort Deutschland gegenüber solchen EU-Mitgliedstaaten, die die Aufnahme ausländischer nicht-physischer Wertpapiere in deren Effekten giroverkehr ermöglichen. Da davon auszugehen ist, dass im In- und (EU-)Ausland die Begebung nicht-physischer Wertpapiere in der Zukunft zunehmen wird, wird sich mit voranschreitender Digitalisierung des Sektors die aktuelle Limitierung durch das Depotgesetz in der Zukunft verstärkt auswirken.

Dieses Ergebnis steht zudem im Widerspruch zu der Zielsetzung der Zentralverwahrer-Verordnung (Verordnung (EU) Nr. 909/2014 – CSDR) und der Kapitalmarktunion. Ziel der CSDR ist unter anderem, den Wettbewerb zwischen Zentralverwahrern im Bereich der grenzüberschreitenden Abwicklung zu fördern. Die Schaffung eines integrierten Markts für Wertpapierlieferungen und -abrechnungen, an dem nicht zwischen nationalen und grenzüberschreitenden Wertpapiergeschäften unterschieden wird, wird für das ordnungsgemäße Funktionieren des Binnenmarkts als erforderlich angesehen. Der CSDR-Verordnungsgeber hat hierbei die unmittelbare Erbringung von Zentralverwahrer-Dienstleistungen im Blick („Issuer CSD“-Tätigkeit; im deutschen Depotrecht über § 5 Absatz 1 Depotgesetz), nicht im Wege von Verbindungsvereinbarungen zwischen Zentralverwahrern („CSD links“; im deutschen Depotrecht über gegenseitige Kontoverbindungen gemäß § 5 Absatz 4 Depotgesetz). Er weist ausdrücklich darauf hin, dass trotz zunehmender Entwicklung von Verbindungsvereinbarungen zwischen Zentralverwahrern ein stärker integrierter Markt für Zentralverwahrer-Dienstleistungen bislang nicht erreicht werden konnte und Verbindungsvereinbarungen zum Import von Risiken führen, die bei Zentralverwahrern aus anderen Mitgliedstaaten auftreten (vgl. Erwägungsgrund (4) der CSDR).

Begründung

Um den Finanzplatz Deutschland auch in der Breite für ausländische Emittenten zu öffnen und attraktiv zu machen, regen wir daher eine Ausweitung des Wertpapierbegriffs des Depotgesetzes für die Inlandsverwahrung nach § 5 Absatz 1 Depotgesetz analog zur Auslandsverwahrung nach § 5 Absatz 4 Depotgesetz an. Das heißt, der Umfang der umfassten Wertpapiere beim inländischen Effekten giroverkehr (nach § 5 Absatz 1 Depotgesetz) sollte der gleiche sein wie beim ausländischen Effekten giroverkehr (nach § 5 Absatz 4 Depotgesetz). Dies würde man mit der Einbeziehung von vertretbaren Wertpapieren nach ausländischem Recht in den inländischen Effekten giroverkehr erreichen.

Für die Zwecke der Zulässigkeit von physischen und nicht-physischen (insbesondere Namenspapiere und dematerialisierte Wertpapiere) ausländischen Wertpapieren für den Effekten giroverkehr nach § 5 Absatz 1 Depotgesetz bietet es sich etwa an, im Rahmen des Wertpapierbegriffs in § 1 Absatz 1 Depotgesetz eine Ergänzung aufzunehmen, dass fungible Wertpapiere, die ausländischem Recht unterliegen, Wertpapiere im Sinne des § 1 Absatz 1 Depotgesetz sind (siehe Formulierungsvorschlag unten). Diese Ergänzung würde sicherstellen, dass auch nicht-physische fungible Wertpapiere von § 1 Absatz 1 Depotgesetz umfasst sind.

Zudem bedarf es unseres Erachtens einer gesetzlichen Anordnung, dass diese Wertpapiere nach sachenrechtlichen Grundsätzen zu behandeln sind. Hier würde es sich unseres Erachtens anbieten, zum Beispiel einen neuen § 9c Depotgesetz einzufügen.

Der Gesetzgeber hat bereits in der Vergangenheit Möglichkeiten gefunden, nicht-sachenrechtlich funktionierende Wertpapiere oder Wertrechte in den sachenrechtlich funktionierenden Effekten- giroverkehr zu integrieren und die ordnungsgemäße Verwahrung dieser Wertpapiere sowie deren ordnungsmäßige Übertragung im Wege des Sachenrechts zu gewähren:

a) Einbeziehung ausländischer fungibler Wertpapiere über § 5 Absatz 4 Satz 1 Nummer 4 Depotgesetz

Aktuelle Voraussetzung des § 5 Absatz 4 Satz 1 Nummer 4 Depotgesetz ist einzig, dass es sich um fungible Wertpapiere handelt. Weitere Einschränkungen sieht die Vorschrift für den Auslandseffektenverkehr nicht vor. Der Gesetzgeber hat mit der Einführung des § 5 Absatz 4 Depotgesetz auf die sachenrechtliche Übertragbarkeit der Wertpapiere bewusst verzichtet. Vielmehr genügt es, dass im Rahmen der gegenseitigen Konto- beziehung nach § 5 Absatz 4 Depotgesetz die ausländische Rechtsordnung dem Hinterleger eine Rechtstellung einräumt, die der des Depotgesetz gleichwertig ist (vgl. § 5 Absatz 4 Satz 1 Nummer 2 Depotgesetz). Das heißt, es kommt bei dieser Vorschrift insbesondere darauf an, dass der verwahrrechtliche Rahmen, in dem die ausländische Wertpapiersammelbank operiert, vergleichbar ist mit dem verwahrrechtlichen Rahmen einer Wertpapiersammelbank in Deutschland.

b) Behandlung der Sammelschuldbuchforderung als Sammelbestand und Miteigentum nach Bruchteilen, § 6 Absatz 2 Satz 1 und 2 BSchuWG

Wertrechte des Bundes oder der Länder sind keine Wertpapiere im Sinne des Depot- gesetz. Die Rechte des Anlegers werden in ein Register des Emittenten (Bund oder Länder) eingetragen. Das Recht kann nur durch Umtragung im Register auf einen Dritten übertragen werden. Eine Urkunde, bei der das Recht aus dem Papier dem Recht an dem Papier folgt, gibt es nicht. Für die Zwecke der Girosammelverwahrung hat der Gesetz- geber in § 6 Absatz 2 Satz 1, 2 und 6 BSchuWG für solche Wertrechte bestimmt, dass Wertrechte in einer Sammeleintragung auf eine Wertpapiersammelbank als Wertpapier- sammelbestand und Gläubiger der Sammelschuldbuchforderung als Miteigentümer nach Bruchteilen gelten. Die Vorschriften des Depotgesetz sind entsprechend anzuwenden. Vergleichbare Vorschriften gibt es auch für Wertrechte der Länder. Die Wertpapier- sammelbank nimmt mithin Wertrechte des Bundes oder der Länder ohne eine Urkunde, bei der das Recht aus dem Papier, dem Recht an dem Papier folgt, in die Girosammel- verwahrung auf.

c) Sachenrechtliche Übertragbarkeit von Namensschuldverschreibungen für die Zwecke des Effektingiroverkehrs

Namenschuldverschreibungen nach deutschem Recht sind Rektapapiere, das heißt das Recht an dem Papier, folgt dem Recht aus dem Papier (sofern eine Urkunde (Beweis- urkunde) ausgestellt wurde). Rektapapiere werden mithin nach Forderungsrecht über- tragen, üblicherweise in einem Register. Da der Gesetzgeber ein Marktbedürfnis zur Aufnahme von Namensschuldverschreibungen in den Effektingiroverkehr gesehen hat, hat er diese 2009 explizit in den Wertpapierbegriff des § 1 Absatz 1 Satz 2 Depotgesetz

aufgenommen. Hier ist die Klarstellung des Gesetzgebers in der Gesetzesbegründung hilfreich, wo es ausdrücklich heißt, dass auch Namensschuldverschreibungen in das sachenrechtliche Wertpapiergiro nach dem Depotgesetz einbezogen sind.

d) Behandlung von elektronischen Wertpapieren als Sache i.S.d. § 90 BGB, § 2 Absatz 3 eWpG

2021 hat der Gesetzgeber den Wertpapierbegriff des Depotgesetz um elektronische Wertpapiere nach dem eWpG erweitert (vgl. § 1 Absatz 1 Satz 3 eWpG). Elektronische Wertpapiere gelten gemäß § 2 Absatz 3 eWpG als Sachen im Sinne des § 90 BGB und können somit, wie in Urkunden verbrieft Wertpapiere, sachenrechtlich übertragen werden. In § 9 Absatz 1 eWpG heißt es weiter: *„Elektronische Wertpapiere in Sammeleintragung gelten als Wertpapiersammelbestand. Die Berechtigten der eingetragenen inhaltsgleichen Rechte gelten als Miteigentümer nach Bruchteilen an dem eingetragenen elektronischen Wertpapier. Der jeweilige Anteil bestimmt sich nach dem Nennbetrag der für den Berechtigten in Sammeleintragung genommenen Rechte.“*

Die angeführten Beispiele zeigen, dass der sachenrechtliche Effekten giroverkehr auch dann funktioniert, wenn nicht sachenrechtlich funktionierende Wertpapiere eingebucht werden, unabhängig davon, ob es sich um Wertpapiere (oder Wertrechte) nach deutschem oder ausländischem Recht handelt.

Der Unterschied eines ermöglichten inländischen Effekten giroverkehrs (§ 5 Absatz 1 Depotgesetz) zur Verwahrung über den ausländischen Effekten giroverkehr (§ 5 Absatz 4 Depotgesetz) wäre dabei, dass die Verwahrung dieser ausländischen Wertpapiere ohne Einbindung von ausländischen Intermediären stattfinden kann, die unter einer fremden Rechtsordnung operieren.

Für die Anleger bedeutet dies eine Reduzierung der Verwahr Risiken (inklusive dem Insolvenzrisiko). Die rechtliche Behandlung dieser Wertpapiere in der Verwahrung und der Übertragung wäre die gleiche wie bei den Wertpapieren, die über den ausländischen Effekten giroverkehr bei einer deutschen Wertpapiersammelbank verwahrt und übertragen werden. Verwahrung und Übertragung (inklusive gutgläubigen Erwerb) bei einer Wertpapiersammelbank, aber auch im weiteren Verlauf der Depotkette innerhalb Deutschlands, finden in diesem Bereich auch heute schon entsprechenden dem deutschen Sachenrecht statt.

Formulierungsvorschlag

Das Depotgesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 11. Januar 1995 (BGBl. I S. 34), das zuletzt durch Artikel 4 des Gesetzes vom 3. Juni 2021 (BGBl. I S. 1423) geändert worden ist, wird wie folgt geändert:

§ 1 Allgemeine Vorschriften

(1) Wertpapiere im Sinne dieses Gesetzes sind Aktien, Kuxe, Zwischenscheine, Zins-, Gewinnanteil- und Erneuerungsscheine, auf den Inhaber lautende oder durch Indossament übertragbare Schuldverschreibungen, ferner andere Wertpapiere, wenn diese vertretbar sind, mit Ausnahme von Banknoten und Papiergeld. Wertpapiere im Sinne dieses Gesetzes sind auch:

1. Namensschuldverschreibungen, soweit sie auf den Namen einer Wertpapier-sammelbank ausgestellt wurden.;
2. ~~Wertpapiere im Sinne dieses Gesetzes sind auch~~ elektronisch begebene Wertpapiere im Sinne des Gesetzes über elektronische Wertpapiere.;
3. fungible Wertpapiere, die ausländischem Recht unterliegen.

Nach § 9b DepotG wird folgender § 9c eingefügt:

§ 9c

(1) Wertpapiere, die nach ausländischem Recht begeben und von einer Wertpapier-sammelbank nach § 5 Absatz 1 zur Sammelverwahrung zugelassen sind, gelten als Sammelbestand. Die Berechtigten an diesen Wertpapieren gelten als Miteigentümer nach Bruchteilen. Die Vorschriften dieses Gesetzes über Sammelverwahrung und Sammel-bestandanteile gelten sinngemäß, soweit nicht Absatz 2 etwas anderes bestimmt.

(2) Die §§ 7, 8 und 9a finden keine Anwendung.

2.5 Herabsetzung des Mindestnennwerts auf einen Eurocent

Nach dem geltenden § 8 des Aktiengesetzes müssen Nennbetragsaktien auf mindestens einen Euro lauten und der auf Stückaktien entfallende anteilige Betrag des Grundkapitals darf einen Euro nicht unterschreiten.

Der Mindestnennwert von einem Euro beschränkt die Möglichkeit der Eigenkapitalfinanzierung mittels Kapitalerhöhung und mindert somit auch die Attraktivität Deutschlands als Finanzstandort. Der internationale Vergleich beispielsweise mit den Niederlanden und dem Großherzogtum Luxemburg zeigt, dass in der Praxis vielfach geringere Nennbeträge unter einem Euro zulässig sind und von den Gesellschaften gewählt werden.

Gesellschaften, deren Börsenkurse nahe einem Euro notieren, bleibt zudem eine Eigenkapitalaufnahme durch Kapitalerhöhung regelmäßig verwehrt, weil eine Ausgabe unter dem Mindestnennwert von einem Euro ausgeschlossen ist. Das erschwert insbesondere Wachstumsunternehmen, deren Aktienkurse häufig volatil sind und nahe dem Mindestnennwert von einem Euro liegen können, die dringend benötigte Kapitalaufnahme.

Die durch den Mindestnennwert von einem Euro bedingte, beschränkte Anzahl an ausgegebenen Aktien begrenzt zudem die Anzahl der Aktien, die emittiert werden können, unnötig. Könnten hingegen aufgrund eines geringeren Mindestnennbetrags bei gleichem Volumen der Kapitalerhöhung mehr Aktien ausgegeben werden, so würde der erhöhte Aktienumlauf die Handelbarkeit der Wertpapiere und Attraktivität der Börsennotierung zusätzlich verbessern.

Zudem können erfolgreiche börsennotierte Gesellschaften, deren Börsenpreise in den letzten Jahren deutliche Kurssteigerungen erlebt haben, bei einem kleineren Mindestnennbetrag auch ohne die Notwendigkeit einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln einen Aktiensplit ihrer

bisher auf einen Euro lautenden Aktien herbeiführen und so die Aktie am Kapitalmarkt wieder attraktiver gestalten.

Auch SPACs können von einem herabgesetzten Mindestnennbetrag profitieren. Es bietet sich daher an, die Attraktivität und Zugänglichkeit von Börsenmantelgesellschaften (siehe Anmerkungen in Abschnitt 2.2) mit einer Herabsetzung des Mindestnennbetrags von Aktien auf einen Eurocent noch weiter zu stärken.

Begründung

In den letzten Jahren ist ein deutlicher Anstieg der Börsenkurse auf dem Kapitalmarkt zu verzeichnen. So sind Börsenkurse von über 100 Euro keine Seltenheit mehr. Für Privatanleger mit geringem Anlagevolumen begründen die hohen Aktienkurse eine hohe Eintrittsschwelle in den Kapitalmarkt und mindern die Attraktivität von Aktien als Anlageinstrument. Kleinstanleger können einzelne Werte nicht erwerben und müssen auf eine Diversifikation ihres Anlagevolumens verzichten.

Durch die Herabsetzung des Mindestnennbetrags von Aktien auf einen Eurocent können börsennotierte Aktiengesellschaften bis zu einhundertmal mehr Aktien emittieren als nach der geltenden Gesetzeslage. Die dadurch bedingte erhöhte Anzahl angebotener Aktien auf dem Kapitalmarkt reduziert gleichermaßen den Börsenkurs der einzelnen Aktien. Die Herabsetzung des Nennbetrags gestaltet die Aktie damit als Anlageform attraktiver und auch für Privatanleger mit einem geringen Anlagevolumen zugänglich.

Die Praxis ist dem Problem mit der Etablierung sogenannter „Bruchteilsaktien“ begegnet. Insbesondere Neo-Broker bieten ihren Kunden die Möglichkeit, bereits ab einem Euro Aktien zu erwerben oder in ETFs zu investieren. Der Erwerb dieser Bruchteilsaktien stellt jedoch nur eine Notlösung dar. Diese führt auch zu bisher nicht abschließend geklärten Folgefragen, insbesondere in Hinblick auf die fehlende Regulierung des Handels solcher Bruchteile und die Ausübung der Stimmrechte, und trägt mithin zur Rechtsunsicherheit auf dem Markt bei.

Soweit in der Vergangenheit befürchtet wurde, ein geringerer Mindestnennbetrag würde das Schutzniveau für unerfahrene Anleger zu weit absenken, da diese durch günstig erscheinenden Penny Stocks zu unüberlegten Investitionen hingerissen sein könnten, vermag indes nicht mehr zu überzeugen. Zunächst ist zu beachten, dass der Handel mit Aktien niedrigen Nennbetrags an der Frankfurter Wertpapierbörse in luxemburgischen Aktien bereits jetzt durch Kleinstanleger praktiziert wird, ohne dass sich hier Nachteile bemerkbar gemacht hätten. Zudem ist es vorzugswürdig, Kleinstanlegern den Erwerb solcher Aktien am regulierten Markt zu ermöglichen.

Die Herabsetzung des Mindestnennbetrags auf einen Eurocent ermöglicht auch Unternehmen, deren Aktien zu niedrigen Börsenkursen, nahe einem Euro notieren, mittels Kapitalerhöhungen Eigenkapital aufzunehmen. Bisher ist das unmöglich, weil bei einem Börsenkurs gleich oder nahe einem Euro niemand bereit sein wird, Aktien zu einem höheren Betrag als einem Euro zu zeichnen. Eine Unterpriemission unter dem Nennbetrag ist gemäß § 9 Absatz 1 AktG nicht möglich. Die betroffenen Gesellschaften sind gezwungen, den zusätzlichen Zeitaufwand, die erhöhten Kosten sowie die höheren Klagerisiken für eine Kapitalherabsetzung und Zusammen-

legung von Aktien zu tragen. Betroffen davon sind insbesondere Wachstumsunternehmen mit dringendem Kapitalbedarf.

Eine rechtsvergleichende Betrachtung zeigt, dass viele Staaten – auch innerhalb der EU – einen geringeren Mindestnennwert als einen Euro für ihre Aktien beziehungsweise deren Äquivalente vorsehen. Exemplarisch zu nennen sind hierbei Frankreich, Spanien, Niederlande, Belgien, Dänemark, Finnland, das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten von Amerika. Eine Studie des Deutschen Aktieninstituts³ zur Attraktivität des Börsenstandortes Deutschland zeigt, dass der Mindestnennwert von einem Euro in Deutschland durchaus dazu beiträgt, dass auch deutsche Unternehmen eine Börsenplatzierung an ausländischen Handelsplätzen gegenüber einer Emission in Deutschland bevorzugen. Die befragten Teilnehmer der Studie geben an, dass die durch einen geringen Mindestnennwert im Ausland vereinfachte Stückelung des Grundkapitals die Eigenkapitalfinanzierung, insbesondere für Wachstumsunternehmen vereinfachen würde. Ferner werden Börsengänge erleichtert, wenn im Vorfeld des Börsengangs Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln durchgeführt werden können, um die Zahl der Aktien zu erhöhen. Sofern die freien Kapitalrücklagen der Gesellschaft derzeit nicht für eine Kapitalerhöhung zur Deckung des Mindestnennbetrages von einem Euro ausreichen, verbleibt derzeit der Gesellschaft ebenfalls nur die aufwändige Durchführung einer ordentlichen Kapitalerhöhung. Die Herabsetzung des Mindestnennwerts von Aktien von einem Euro auf einen Eurocent verbessert somit auch die Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Finanzstandorts.

Formulierungsvorschlag

Das Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089), das zuletzt durch Artikel 7 des Gesetzes vom 22. Februar 2023 (BGBl. 2023 I Nr. 51) geändert worden ist, wird wie folgt geändert:

§ 8 Form und Mindestbeträge der Aktien

(2) Nennbetragsaktien müssen auf mindestens einen Euro^{cent} lauten. Aktien über einen geringeren Nennbetrag sind nichtig. Für den Schaden aus der Ausgabe sind die Ausgeber den Inhabern als Gesamtschuldner verantwortlich. Höhere Aktiennennbeträge müssen auf volle Eurocent oder Euro lauten.

(3) Stückaktien lauten auf keinen Nennbetrag. Die Stückaktien einer Gesellschaft sind am Grundkapital in gleichem Umfang beteiligt. Der auf die einzelne Aktie entfallende anteilige Betrag des Grundkapitals darf einen Euro^{cent} nicht unterschreiten. Absatz 2 Satz 2 und 3 findet entsprechende Anwendung.

2.6 Kapitalerhöhungen und Bezugsrechtsausschluss

Die GDB begrüßt insbesondere die Erhöhung der Grenze beim vereinfachten Bezugsrechtsausschluss. Allerdings sehen wir noch Nachbesserungsbedarf bei Kapitalerhöhungen aus

³ DAI-Studie zu Ausland-Listings von BioNTech, CureVac & Co. vom Juli 2021

genehmigtem und bedingtem Kapital. Unsere Vorschläge werden nachstehend detailliert erläutert.

2.6.1 Erhöhung der Grenze beim vereinfachten Bezugsrechtsausschluss

Die GDB begrüßt die Möglichkeit eines vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses von nunmehr bis zu 20 Prozent des Grundkapitals. Dies entspricht der internationalen Marktpraxis und den Bedürfnissen der Unternehmen.

2.6.2 Angemessenheit der Höhe des Ausgabebetrages

Zwar ist die Erhöhung der Grenze beim vereinfachten Bezugsrechtsausschluss begrüßenswert, die Änderung des § 255 AktG ist dagegen nicht geeignet, Kapitalerhöhungen zu erleichtern und stellt die etablierte Praxis in Frage. Für die Kapitalerhöhung unter erleichtertem Bezugsrechtsausschluss nach § 186 Absatz 3 Satz 4 AktG besteht eine funktionierende und häufig genutzte Marktpraxis. Diese würde durch die Erstreckung der bislang für diese Transaktionsform praktisch nicht relevanten Regelung zum unangemessen niedrigen Ausgabepreis nach § 255 AktG verkompliziert und womöglich sogar unmöglich gemacht.

Begründung

Die Erstreckung der Neuregelung auf genehmigtes Kapital ist zur Vermeidung einer faktischen Registersperre nicht geboten und daher nicht sachgerecht. Das Konzept eines Ausgleichsanspruchs der Aktionäre erscheint nicht durchdacht; die vermeintliche Parallele zu Ausgleichs- und Abfindungsansprüchen bei Strukturmaßnahmen erscheint verfehlt, die Einzelheiten der Berechnung eines Ausgleichsanspruches unklar. Die wirtschaftlichen Konsequenzen des Ausgleichsanspruchs für Emittenten sind unverhältnismäßig, wohingegen die erwogenen Erstattungs- und Freistellungsansprüche gegen neue Aktionäre praxisfremd erscheinen und sich als Platzierungshindernisse erweisen dürften. Im Anfechtungsverfahren gilt der Bebringungsgrundsatz der Parteien, das heißt der Anfechtungskläger muss die Unangemessenheit des Ausgabekurses belegen, während im Spruchverfahren der (eingeschränkte) Amtsermittlungsgrundsatz gilt. Spruchverfahren sind häufig langwieriger und teurer als die meist relativ kurzen Freigabeverfahren.

Die GDB regt daher an, grundsätzlich beim bisherigen Freigabeverfahren zu bleiben. Mit Blick auf das gesetzgeberische Ziel einer erleichterten Kapitalaufnahme unter Wahrung der Interessen bestehender Anteilseigner bitten wir zudem um Berücksichtigung der folgenden Überlegungen hinsichtlich der Angemessenheit des Ausgabepreises neuer Aktien.

Das geplante Abstellen auf den Drei-Monats-Durchschnittskurs bei der Beurteilung der Angemessenheit des Ausgabepreises neuer Aktien führt zu willkürlichen Ergebnissen. Diese sind entweder ein Platzierungshindernis oder aber zur Sicherstellung des Verwässerungsschutzes untauglich.

Die bislang fehlende gesetzliche Regelung der Fragen, wie beziehungsweise wann der maßgebliche Börsenkurs zu ermitteln ist und wann eine wesentliche Unterschreitung des Börsenkurses vorliegen könnte, belastet die Unternehmen mit einer erheblichen Unsicherheit und verhindert die

effiziente Ausnutzung von genehmigtem Kapital als kurzfristig verfügbares Mittel zur Unternehmensfinanzierung.

Der Zeitpunkt, in dem der maßgebliche Börsenpreis zu bestimmen ist, ist bisher nicht rechtssicher geklärt. Die Rechtsprechung (BGH, Urteil vom 10.7.2018 – II ZR 120/16) geht davon aus, dass „*der Ausgabebetrag der neuen Aktien den am Tag der Festlegung des Ausgabebetrags bestehenden Börsenkurs*“ nicht unwesentlich unterschreiten darf. In der Literatur ist hingegen vielfach auch angedacht, auf einen Durchschnittskurs innerhalb eines Zeitraums von ca. drei bis fünf Tagen vor der Festlegung des Ausgabebetrag abzustellen.

Da der vereinfachte Bezugsrechtsausschluss von dem Gedanken geleitet ist, dass die mit ihrem Bezugsrecht ausgeschlossenen Altgesellschafter Aktien an der Börse zukaufen können, ist es angemessen, auf den Börsenkurs in engem zeitlichem Zusammenhang mit der Emission der neuen Aktien aus genehmigtem Kapital abzustellen. Daher ist es grundsätzlich zweckmäßig, auf den Zeitpunkt, in dem der Ausgabepreis festgelegt wird, abzustellen.

Während der unbestimmte Rechtsbegriff „*wesentlich unterschreiten*“ in der Praxis zu Unsicherheiten führt, wäre eine feste gesetzliche Grenze für Gesellschaften ebenso hinderlich, da dann das Volatilitätsrisiko in Verbindung mit der angestrebten Kaufanreizmarge gegebenenfalls nicht ausreichend berücksichtigt werden könnte. Die GDB schlägt daher vor, den Begriff eines nicht wesentlichen Unterschreitens grundsätzlich beizubehalten, zugleich aber die Regelung zu ergänzen, wonach eine Unterschreitung von bis zu 10 Prozent jedenfalls nicht wesentlich ist.

Hierdurch wird eine übermäßige ökonomische Verwässerung der Kapitalanteile der Alteigentümer verhindert. Auf der anderen Seite wird den Gesellschaften angesichts der Tatsache, dass neue Investoren in aller Regel einen Abschlag auf einen bestehenden Börsenkurs verlangen, ein gewisser Spielraum eingeräumt, um bei der Gewinnung neuen Eigenkapitals hinreichend flexibel zu sein.

Formulierungsvorschlag

Das Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089), das zuletzt durch Artikel 7 des Gesetzes vom 22. Februar 2023 (BGBl. 2023 I Nr. 51) geändert worden ist, wird wie folgt geändert:

§ 186 Bezugsrecht

(3) Das Bezugsrecht kann ganz oder zum Teil nur im Beschluß über die Erhöhung des Grundkapitals ausgeschlossen werden. In diesem Fall bedarf der Beschluß neben den in Gesetz oder Satzung für die Kapitalerhöhung aufgestellten Erfordernissen einer Mehrheit, die mindestens drei Viertel des bei der Beschlußfassung vertretenen Grundkapitals umfaßt. Die Satzung kann eine größere Kapitalmehrheit und weitere Erfordernisse bestimmen. Ein Ausschluss ~~Ausschluß~~ des Bezugsrechts ist insbesondere dann zulässig, wenn die Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen zwanzig ~~zehn~~ vom Hundert des Grundkapitals nicht übersteigt und der Ausgabebetrag den Börsenpreis nicht wesentlich unterschreitet. Eine nicht wesentliche Unterschreitung ist jedenfalls dann gegeben, wenn

der Ausgabebetrag den im Zeitpunkt der Festlegung des Ausgabebetrages bestehenden Börsenpreis um nicht mehr als 10 % unterschreitet.

2.6.3 Erhöhung des Höchstbetrages bei Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital

Derzeit kann genehmigtes Kapital maximal bis zur Hälfte des Grundkapitals zur Zeit der Ermächtigung beschlossen werden. Diese Einschränkung verhindert insbesondere den flexiblen Einsatz genehmigter Kapitalia als Mittel kurzfristiger Unternehmensfinanzierung und benachteiligt deutsche Unternehmen gegenüber Gesellschaften in diesbezüglich flexibleren ausländischen Jurisdiktionen. Die Nichtanhebung des Höchstbetrages ist auch inkonsequent im Hinblick auf die Anhebung des Schwellenwerts für bedingte Kapitalia, die allerdings schwieriger für Unternehmenszusammenschlüsse nutzbar sind als genehmigtes Kapital.

Begründung

Insbesondere bei der Neugründung von Gesellschaften beziehungsweise deren Markteintritt verfügen Gesellschaften zunächst regelmäßig über eine niedrige Grundkapitalziffer und können dementsprechend nur in begrenztem Umfang genehmigte oder bedingte Kapitalia nutzen.

Sie bleiben vielmehr zunächst auf die Durchführung von Barkapitalerhöhungen angewiesen und sind mithin durch das Erfordernis der Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung bei der kurzfristigen Nutzung von Marktchancen signifikant benachteiligt und mit zusätzlichen Kosten belastet. Dies trifft vor allem Wachstumsunternehmen in der Rechtsform der Aktiengesellschaft oder europäischen Aktiengesellschaft mit Sitz in Deutschland, für die dadurch die Wahl einer ausländischen Rechtsform ohne vergleichbare Anforderungen attraktiver sein kann.

Eine rechtsvergleichende Betrachtung zeigt zudem, dass andere europäische Rechtsordnungen weitgehend auf umfangsmäßige Beschränkungen genehmigter Kapitalia verzichten, ohne dass hieraus ein Nachteil der Aktionäre erkennbar wäre. Hierbei sind insbesondere Luxemburg und die Niederlande hervorzuheben. Luxemburg bietet sowohl für ursprünglich deutsche als auch andere an der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelte Unternehmen besonders attraktive Rahmenbedingungen und sieht keine Begrenzung des genehmigten Kapitals vor. In den Niederlanden besteht hingegen lediglich das Erfordernis, dass das ausgegebene Grundkapital wenigstens 20 Prozent des genehmigten Kapitals betragen muss. Das genehmigte Kapital ist mithin effektiv auf 500 Prozent des Grundkapitals beschränkt.

Dass entsprechend höhere genehmigte Kapitalia von mehr als 50 Prozent bis zu mehreren 1.000 Prozent des Grundkapitals von Investoren am deutschen Kapitalmarkt ebenfalls anerkannt sind, zeigen die aktuell bestehenden genehmigten Kapitalia insbesondere luxemburgischer Gesellschaften an der Frankfurter Wertpapierbörse. Dies zeigt auch, dass die vollständige Aufhebung der Obergrenze nicht zu Missbrauch führt.

Dem zu berücksichtigenden Verwässerungsschutz hinsichtlich der Aktien der Altaktionäre wird dahingehend Rechnung getragen, dass die Ermächtigung weiterhin hohen gesetzlichen Anforderungen genügen muss. Die Ermächtigungen sind weiterhin auf jeweils 5 Jahre befristet. Ebenfalls ist eine qualifizierte Hauptversammlungsmehrheit zur Beschlussfassung hierüber

erforderlich. Damit wird die Entscheidung über die Ermächtigung in die Hände der Aktionäre gelegt. Letztlich wird Altgesellchaftern und insbesondere Minderheitsaktionären durch die nach dem Gesetz bestehende Beschlusskontrolle ein ausreichender Schutz gewährleistet.

Ein Erfordernis für hohe genehmigte Kapitalia im Vergleich zu dem zunächst bestehenden Grundkapital zeigt sich auch bei SPACs. Im Rahmen der De-SPAC-Transaktion, wird die SPAC regelmäßig eine Kapitalerhöhung durchzuführen haben. Im Hinblick auf die regelmäßig kurze Zeitschiene für den Transaktionsprozess wird in der Praxis vielfach genehmigtes Kapital eingesetzt. Hierdurch können etwaige Beschlussmängelklagen gegen die Kapitalmaßnahme bereits frühzeitig vor der Transaktion erledigt werden. Im Hinblick auf die üblichen Größenverhältnisse zwischen der SPAC und dem ausgewählten Zielunternehmen ist hierbei im Rahmen einer Business Combination regelmäßig eine Kapitalerhöhung um ein Vielfaches des bestehenden Grundkapitals in Betracht zu ziehen. Dieser Umstand ist den Investoren der SPAC auch bei ihrer Investitionsentscheidung bekannt und wird von ihnen als Teil des Business-Modells „SPAC“ akzeptiert.

Vor diesem Hintergrund ist die Festlegung einer festen gesetzlichen Obergrenze weder erforderlich noch zweckmäßig.

Formulierungsvorschlag

Das Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089), das zuletzt durch Artikel 7 des Gesetzes vom 22. Februar 2023 (BGBl. 2023 I Nr. 51) geändert worden ist, wird wie folgt geändert:

§ 202 Voraussetzungen

(3) ~~Der Nennbetrag des genehmigten Kapitals darf die Hälfte des Grundkapitals, das zur Zeit der Ermächtigung vorhanden ist, nicht übersteigen.~~ Die neuen Aktien sollen nur mit Zustimmung des Aufsichtsrats ausgegeben werden. § 182 Abs. 1 Satz 5 gilt sinngemäß.

2.6.4 Erhöhung Höchstbetrages bei Kapitalerhöhung aus bedingtem Kapital für Wandelschuldverschreibungen und Unternehmenszusammenschlüsse

Mit der Anpassung des § 192 Absatz 2 und 3 AktG wird der Nennbetrag des bedingten Kapitals zur Vorbereitung des Zusammenschlusses von Unternehmen auf 60 Prozent erhöht. Der Nennbetrag des bedingten Kapitals für Umtausch- oder Bezugsrechte bleibt bei der Hälfte des Grundkapitals.

Wir verweisen auf unsere Begründung zum vorangestellten Unterabschnitt. Aus unserer Sicht greift die Erhöhung auf 60 Prozent zu kurz und bleibt insbesondere hinter US-Recht zurück. Für Unternehmenszusammenschlüsse ist vielfach ausreichend hohes genehmigtes Kapital relevant. Dass der Referentenentwurf keine Erhöhung des Nennbetrags des bedingten Kapitals für Umtausch- oder Bezugsrechte vornimmt, schränkt die Flexibilität bei der Ausgabe dieser Instrumente als kurzfristige Finanzierungsmöglichkeit ein.

Formulierungsvorschlag

Das Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089), das zuletzt durch Artikel 7 des Gesetzes vom 22. Februar 2023 (BGBl. 2023 I Nr. 51) geändert worden ist, wird wie folgt geändert:

§ 192 Voraussetzungen

(3) Der Nennbetrag ~~des bedingten Kapitals darf die Hälfte und der Nennbetrag~~ des nach Absatz 2 Nr. 3 beschlossenen Kapitals ~~darf~~ den ~~fünften zehnten~~ Teil des Grundkapitals, das zur Zeit der ~~Beschlussfassung~~ ~~Beschlußfassung~~ über die bedingte Kapitalerhöhung vorhanden ist, nicht übersteigen. § 182 Abs. 1 Satz 5 gilt sinngemäß. ~~Satz 1 gilt nicht für eine bedingte Kapitalerhöhung nach Absatz 2 Nummer 1, die nur zu dem Zweck beschlossen wird, der Gesellschaft einen Umtausch zu ermöglichen, zu dem sie für den Fall ihrer drohenden Zahlungsunfähigkeit oder zum Zweck der Abwendung einer Überschuldung berechtigt ist. Ist die Gesellschaft ein Institut im Sinne des § 1 Absatz 1b des Kreditwesengesetzes, gilt Satz 1 ferner nicht für eine bedingte Kapitalerhöhung nach Absatz 2 Nummer 1, die zu dem Zweck beschlossen wird, der Gesellschaft einen Umtausch zur Erfüllung bankaufsichtsrechtlicher oder zum Zweck der Restrukturierung oder Abwicklung erlassener Anforderungen zu ermöglichen. Eine Anrechnung von bedingtem Kapital, auf das Satz 3 oder Satz 4 Anwendung findet, auf sonstiges bedingtes Kapital erfolgt nicht.~~

2.7 Regelungen zur Börsenzulassung

Der Referentenentwurf enthält gute Maßnahmen, um die Börsenzulassungsvoraussetzungen zu erleichtern und so den Zugang zum Kapitalmarkt schneller und günstiger zu ermöglichen. Die GDB sieht allerdings noch weitere Möglichkeiten, um die Regelungen zur Börsenzulassung schlanker und effizienter zu fassen.

2.7.1 Einheitliches Listing

§ 38 BörsG regelt, dass die Aufnahme der Notierung zugelassener Wertpapiere im regulierten Markt durch einen weiteren Verwaltungsakt erfolgt.

Sind Wertpapiere zum Börsenhandel zugelassen, bedarf die Aufnahme der Notierung einer gesonderten Entscheidung der Geschäftsführung, die vom Emittenten zu beantragen ist. Diese künstliche Aufteilung von Zulassung und Notierung als jeweils eigenständige Verwaltungsakte, ist zuletzt durch den Referentenentwurf aus dem Jahr 2006 zum Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz (FRUG) bestätigt worden. Dort war zunächst vorgesehen, dass die Zulassungsentscheidung neben der Prospektprüfung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) getroffen wird. Die Börse sollte dann aber noch hoheitlich über die Aufnahme der Notierung entscheiden. So sollte sichergestellt werden, dass zum regulierten Markt zugelassene Wertpapiere auch tatsächlich gehandelt werden können. Es bestanden hier offen-

sichtlich Bedenken, dass die BaFin trotz fehlenden direkten Zugangs zu den Handelsinfrastrukturen die technischen Voraussetzungen für den Handel hätte prüfen müssen. Nachdem der Gesetzgeber sich bereits im Regierungsentwurf bewusst dafür entschieden hatte, die Entscheidung über die Zulassung zum Börsenhandel in den Händen der Börsen zu belassen, wurde die künstliche Aufteilung in zwei Verwaltungsakte jedoch nicht behoben. Seit dem vierten Finanzmarktförderungsgesetz (BGBl. I 2002 S. 2010) ist die Einführung zudem nicht mehr an eine amtliche Preisfeststellung gekoppelt und setzt daher auch nicht mehr zwingend hoheitliches Handeln voraus. Der künstlichen und nicht erforderlichen Aufteilung in zwei Verwaltungsakte bedarf es aber nicht, da die Geschäftsführung nach Prüfung der Zulassungsvoraussetzungen über die Zulassung der Wertpapiere zum Handel entscheidet und der Emittent die Zulassung in der Absicht betreibt, dass seine Wertpapiere auch zum Handel eingeführt werden. Die Gesetzessystematik sieht daher bereits vor, dass die Geschäftsführung bei der zu treffenden Entscheidung über die Einführung gebunden ist. Kommt der Emittent seinen Mitteilungspflichten aus Absatz 1 nach und sind die Fristen/Vorgaben der Absätze 2-4 berücksichtigt, sind die Wertpapiere einzuführen. Die Aufteilung von Zulassung und Notierung in zwei Antragsverfahren ist zudem weder vom europäischen Gesetzgeber vorgesehen noch international üblich. Sie führt vielmehr zu einem ineffizienten Verfahren und zusätzlichen Aufwänden und Kosten für die Emittenten, da Verwaltungsaufwände auf die Emittenten umzulegen sind, was wiederum einen Wettbewerbsnachteil für den Finanzstandort Deutschland darstellt.

Da der Referentenentwurf zum ZuFinG keine Anpassung enthält, schlägt die GDB die Änderung des § 38 BörsG vor, sodass es den Börsen überlassen wird, die Einzelheiten der Notierungsaufnahme in den Börsenordnungen zu regeln. Die Börsen haben dabei insbesondere dem Umstand Rechnung zu tragen, dass es sich bei der Notierungsaufnahme künftig um keinen eigenständigen Verwaltungsakt handelt.

Begründung

Durch die vorgeschlagene Neufassung des § 38 BörsG werden im Rahmen des FRUG nicht vorgenommene Änderungen am BörsG nachgeholt. § 38 BörsG erlaubt den Börsen künftig eine schnelle Notierungsaufnahme zu ermöglichen und diese an den tatsächlichen Gegebenheiten des jeweiligen Börsenplatzes auszurichten. Eine Entscheidung über die Einführung durch Verwaltungsakt erfolgt künftig nicht. Die technische Prüfung wird von der Geschäftsführung bei Zulassung beziehungsweise Einbeziehung mit geprüft und ist Gegenstand dieses Verwaltungsaktes.

Die Änderungen in § 17 und § 41 BörsG sowie § 106 SAG sind entsprechende Folgeänderungen.

Formulierungsvorschlag

Das Börsengesetz vom 16. Juli 2007 (BGBl. I S. 1330, 1351), das zuletzt durch Artikel 12 des Gesetzes vom 19. Dezember 2022 (BGBl. I S. 2606) geändert worden ist, wird wie folgt geändert:

§ 17 Gebühren und Entgelte

- (1) Die Gebührenordnung kann die Erhebung von Gebühren und die Erstattung von Auslagen vorsehen für

1. die Zulassung zur Teilnahme am Börsenhandel und für die Teilnahme am Börsenhandel,
2. die Zulassung zum Besuch der Börse ohne das Recht zur Teilnahme am Handel,
3. die Zulassung von Finanzinstrumenten, anderen Wirtschaftsgütern und Rechten zum Börsenhandel, die Einbeziehung von Wertpapieren zum Börsenhandel im regulierten Markt sowie den Widerruf der Zulassung und der Einbeziehung,
- ~~4. die Einführung von Wertpapieren an der Börse,~~
5. die Notierung von Wertpapieren, deren Laufzeit nicht bestimmt ist,
6. die Prüfung der Druckausstattung von Wertpapieren,
7. die Ablegung der Börsenhändlerprüfung.

§ 38 Einführung

(1) Der Emittent teilt den beabsichtigten Zeitpunkt und die Merkmale für die Aufnahme der Notierung von zum regulierten Markt zugelassener Wertpapiere (Einführung) der Geschäftsführung mit. Die Geschäftsführung entscheidet auf Antrag des Emittenten über die Aufnahme der Notierung zugelassener Wertpapiere im regulierten Markt (Einführung). Der Emittent hat der Geschäftsführung in dem Antrag den Zeitpunkt für die Einführung und die Merkmale der einzuführenden Wertpapiere mitzuteilen. Das Nähere regelt die Börsenordnung.

§ 41 Auskunftserteilung

(1) Der Emittent der zugelassenen Wertpapiere sowie das Institut oder Unternehmen, das die Zulassung der Wertpapiere nach § 32 Abs. 2 Satz 1 zusammen mit dem Emittenten beantragt hat, sind verpflichtet, der Geschäftsführung aus ihrem Bereich alle Auskünfte zu erteilen, die zur ordnungsgemäßen Erfüllung ihrer Aufgaben im Hinblick auf die Zulassung und die Einführung der Wertpapiere erforderlich sind.

Das Sanierungs- und Abwicklungsgesetz vom 10. Dezember 2014 (BGBl. I S. 2091), das zuletzt durch Artikel 16 des Gesetzes vom 3. Juni 2021 (BGBl. I S. 1568) geändert worden ist, wird wie folgt geändert:

§ 106 Zulassung zum Handel und Einbeziehung in den Handel von neu ausgegebenen Wertpapieren

(2) Die Abwicklungsbehörde teilt der Geschäftsführung der jeweiligen Börse die Merkmale des einzuführenden Wertpapiers gemäß Absatz 1 Satz 1 mit. Die Regelungen der jeweiligen Börsenordnungen über die Einführung gemäß den Antrag nach § 38 Absatz 1 Satz 2 des Börsengesetzes sind auf die Mitteilung entsprechend anzuwenden.

2.7.2 Gebühren und Entgelte

Gemäß § 17 Absatz 1 Satz 1 Nummer 5 BörsG kann die Gebührenordnung von Börsen die Erhebung von Gebühren und die Erstattung von Auslagen für die Notierung von Wertpapieren, deren Laufzeit nicht bestimmt ist, vorsehen. Demnach besteht für Börsen derzeit zwar die Möglichkeit, Emittenten von Wertpapieren mit unbestimmter Laufzeit laufend an den im Zusammenhang mit der Notierung ihrer Wertpapiere entstehenden Kosten zu beteiligen, nicht jedoch Emittenten von Wertpapieren mit bestimmter Laufzeit. Diese Regelung halten wir vor dem Hintergrund der angestrebten Erhöhung der Attraktivität des deutschen Kapitalmarkts und der Sicherstellung der zukünftigen Wettbewerbsfähigkeit des Finanzstandorts Deutschland für novelierungsbedürftig.

Begründung

Die durch die Börse geschaffene Möglichkeit, Börseneinrichtungen laufend zu nutzen und entsprechende Transaktionen vornehmen zu können, insbesondere im Bereich des fortlaufenden Handels von Wertpapieren, verursachen nicht unerhebliche laufende Kosten. Gleiches gilt im Hinblick auf die Tätigkeiten der Börsenorgane. Die Tätigkeiten und Einrichtungen kommen nicht nur den Börsenmitgliedern und Anlegern zugute, sondern vor allem auch den Wertpapieremittenten, denen über die Börse die Möglichkeit der Kapitalbeschaffung eröffnet wird.

Die hieraus resultierenden laufenden Kosten entstehen losgelöst von der Laufzeit der jeweiligen Wertpapiere. Aus unserer Sicht besteht sachlich somit kein Grund, Wertpapiere mit unbestimmter Laufzeit vor dem Hintergrund des Kostendeckungsprinzips anders zu behandeln als Wertpapiere, deren Laufzeit begrenzt ist. Vielmehr ermöglicht die bestehende Regelung bei Wahlmöglichkeit des Emittenten eine Umgehung der Gebührenerhebung durch Begebung von Wertpapieren mit einer bestimmten, über Jahrzehnte währende, Laufzeit. In der Folge besteht für Börsen unter Wahrung des Kostendeckungsprinzips derzeit keine Möglichkeit, Emittenten von Wertpapieren mit unbestimmter Laufzeit und Emittenten von Wertpapieren mit bestimmter Laufzeit bei der Erhebung von jährlichen Notierungsgebühren gleich zu behandeln. Gleichermaßen schränkt es die Möglichkeit von Börsen ein, Investitionen zur Sicherstellung eines attraktiven und wettbewerbsfähigen Notierungsangebots für Emittenten von Wertpapieren mit bestimmter Laufzeit zu tätigen. Mit der Möglichkeit, jährliche Notierungsgebühren auch für Wertpapiere mit bestimmter Laufzeit einzuführen, würde entsprechenden Regelungen an anderen internationalen Finanzmärkten Rechnung getragen und damit eine wichtige Voraussetzung für die Wahrung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit deutscher Börsen geschaffen werden.

Bei der Ausgestaltung der Notierungsgebühren gilt § 17 Absatz 1a Satz 1 BörsG, das heißt diese sind transparent und diskriminierungsfrei auszugestalten. Weiterhin ist die Gebührenordnung durch die Börsenaufsichtsbehörde gemäß § 17 Absatz 2 Satz 1 BörsG zu genehmigen. Darüber hinaus ist bei der Berechnung der jährlichen Notierungsgebühren das Äquivalenzprinzip zu beachten. Damit besteht bereits ein rechtlicher Rahmen zur Sicherstellung einer angemessenen und ausgewogenen Gebührenregelung, der analog zu anderen Wertpapieren auch auf Wertpapiere mit bestimmter Laufzeit angewendet werden kann.

Formulierungsvorschlag

Das Börsengesetz vom 16. Juli 2007 (BGBl. I S. 1330, 1351), das zuletzt durch Artikel 12 des Gesetzes vom 19. Dezember 2022 (BGBl. I S. 2606) geändert worden ist, wird wie folgt geändert:

§ 17 Gebühren und Entgelte

(1) Die Gebührenordnung kann die Erhebung von Gebühren und die Erstattung von Auslagen vorsehen für

1. die Zulassung zur Teilnahme am Börsenhandel und für die Teilnahme am Börsenhandel,
2. die Zulassung zum Besuch der Börse ohne das Recht zur Teilnahme am Handel,
3. die Zulassung von Finanzinstrumenten, anderen Wirtschaftsgütern und Rechten zum Börsenhandel, die Einbeziehung von Wertpapieren zum Börsenhandel im regulierten Markt sowie den Widerruf der Zulassung und der Einbeziehung,
4. die Einführung von Wertpapieren an der Börse,
5. die Notierung von Wertpapieren, ~~deren Laufzeit nicht bestimmt ist.~~
6. die Prüfung der Druckausstattung von Wertpapieren,
7. die Ablegung der Börsenhändlerprüfung.

2.7.3 Erfordernis eines Mitantragstellers

Der Referentenentwurf ändert § 32 BörsG dahingehend, dass in der jeweiligen Börsenordnung die zwingend gemeinsame Antragstellung des Emittenten mit dem Mitantragsteller auf Teilbereiche des regulierten Marktes (sogenannter Prime Standard) im Sinne des § 42 Absatz 1 BörsG beschränkt werden kann. Zwar würde die GDB einen vollständigen Entfall des Erfordernisses eines Mitantragstellers begrüßen, dennoch handelt es sich um sinnvolle Erleichterung. Wir verweisen in diesem Zusammenhang allerdings darauf, dass die entworfene Regelung sich nicht in die bestehende Systematik im Zusammenhang mit einem Segmentwechsel in den Prime Standard einfügt. Hierfür sollte eine Lösung gefunden werden, die der Tatsache Rechnung trägt, dass die Zulassung zum Prime Standard der Regelfall ist.

Zudem bleibt die Rechtsfolge für die Prospektverantwortlichkeit unklar und noch regelungsbedürftig. Wir plädieren für die Streichung der Prospektverantwortlichkeit des begleitenden Instituts im WpPG.

Begründung

Durch den Verzicht auf einen Mitantragsteller ist eine Schwächung des Anlegerschutzes nicht zu befürchten. Die in der Prospektverordnung vorgesehenen Haftungsadressaten stehen weiterhin zur Verfügung.

Was die europarechtlichen Vorgaben für die Prospekthaftung angeht, ist Artikel 11 Prospektverordnung (VO 2017/1129/EU) maßgeblich. Dort wird vom europäischen Gesetzgeber geregelt, wer für die Fehlerhaftigkeit eines Prospekts einzustehen hat. Festzuhalten ist zunächst, dass

auch in Artikel 11 Absatz 1 ProspektVO dem Wortlaut nach nur von einem Antragsteller die Rede ist, der die Prospekthaftung zu übernehmen hat („die die Zulassung beantragende Person“). Im Übrigen verteilt die Prospektverordnung die Haftung auf diejenigen Personen, die entweder einen Einfluss auf den Prospektinhalt haben (Emittent und dessen Organe) oder die ein eigenes wirtschaftliches Interesse hieran haben (Anbieter, Antragsteller oder Garantiegeber). Eine Verdopplung bestimmter Haftungsadressaten ist indessen nicht vorgesehen.

Formulierungsvorschlag

Das Wertpapierprospektgesetz vom 22. Juni 2005 (BGBl. I S. 1698), das zuletzt durch Artikel 3 des Gesetzes vom 9. Juli 2021 (BGBl. I S. 2570) geändert worden ist, wird wie folgt geändert:

§ 8 Prospektverantwortliche

Die Verantwortung für den Inhalt des Prospekts haben zumindest der Anbieter, der Emittent, der Zulassungsantragsteller oder der Garantiegeber ausdrücklich zu übernehmen. Bei einem Prospekt für das öffentliche Angebot von Wertpapieren nach Artikel 3 Absatz 1 der Verordnung (EU) 2017/1129 hat in jedem Fall der Anbieter die Verantwortung für den Inhalt des Prospekts zu übernehmen. ~~Sollen auf Grund des Prospekts Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen werden, hat neben dem Emittenten stets auch das Kreditinstitut, das Finanzdienstleistungsinstitut, das Wertpapierinstitut oder das nach § 53 Absatz 1 Satz 1 oder § 53b Absatz 1 Satz 1 des Kreditwesengesetzes tätige Unternehmen, mit dem der Emittent zusammen die Zulassung der Wertpapiere beantragt, die Verantwortung für den Prospekt zu übernehmen.~~ Wenn eine Garantie für die Wertpapiere gestellt wird, hat auch der Garantiegeber die Verantwortung für den Inhalt des Prospekts zu übernehmen.

2.7.4 Mindestmarktkapitalisierung bei Aktien

Durch die Änderung des § 2 Absatz 1 BörsZulV wird für zuzulassende Aktien der Mindestbetrag für die voraussichtliche Marktliquidität von 1,25 Millionen Euro auf 1 Million Euro herabgesetzt und damit an die derzeitigen europäischen Mindestvorgaben angepasst. Die GDB begrüßt die Änderung uneingeschränkt.

2.7.5 Mindestdauer des Bestehens und Bilanzpublizität des Emittenten

Für eine Zulassung seiner Aktien muss der Emittent gemäß § 3 Absatz 1 BörsZulV mindestens drei Jahre als Unternehmen bestanden und seine Jahresabschlüsse für die drei dem Antrag vorangegangenen Geschäftsjahre entsprechend den hierfür geltenden Vorschriften offengelegt haben. Sinn und Zweck ist einerseits, dass sich der Emittent am Markt bewährt haben muss und andererseits interessierte Anleger sich durch Einsichtnahme der Bilanzen einen Überblick über die wirtschaftliche Situation des Emittenten machen können.

Demgegenüber ist es aus europarechtlichen Gründen allein entscheidend, dass der Emittent seine Jahresabschlüsse für die drei dem Antrag vorangegangenen Geschäftsjahre offengelegt hat. Andere europäische Jurisdiktionen sind dem europäischen Leitbild gefolgt und verlangen

keine Mindestdauer des Bestehens von drei Jahren. Weiterhin sehen Drittstaatenjurisdiktionen wie beispielsweise das Vereinigte Königreich, mit denen der deutsche Kapitalmarkt konkurriert, von dem Erfordernis einer Dauer des Bestehens ab. Danach genügt es, wenn ein Emittent beispielsweise zwei volle Geschäftsjahre und ein Rumpfgeschäftsjahr aufweisen kann. Der deutsche Kapitalmarkt ist durch diese Regelung somit benachteiligt, ohne dass dem Publikumschutz besonders gedient wäre.

Die GDB regt daher an, dem Beispiel anderer Jurisdiktionen zu folgen.

Begründung

Eine Gefährdung des Publikumsschutzes ist durch die Streichung eines Mindestalters von drei Jahren nicht erkennbar. Vielmehr räumt der europäische Richtliniengeber den Mitgliedstaaten die Möglichkeit ein, sich auf das Mindestmaß der Bilanzpublizität zu beschränken. Allein hierdurch wird dem Informationsbedürfnis des Publikums für die Zwecke eines begründeten Urteils über den Emittenten ausreichend Rechnung getragen. Die Dauer des Bestehens führt nicht zwingend zu einer gesteigerten Akzeptanz beziehungsweise Bewährung am Markt.

Der Vorschlag beabsichtigt, die Anzahl an Börsengängen in Deutschland zu erhöhen und die Position des deutschen Kapitalmarkts im Wettbewerb mit anderen Handelsplätzen zu stärken.

Formulierungsvorschlag

Die Börsenzulassungs-Verordnung in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2832), die zuletzt durch Artikel 2 des Gesetzes vom 3. Juni 2021 (BGBl. I S. 1423) geändert worden ist, wird wie folgt geändert:

§ 3 Bilanzpublizität Dauer des Bestehens des Emittenten

(1) Der Emittent zuzulassender Aktien ~~muss~~ ~~muß mindestens drei Jahre als Unternehmen bestanden und~~ seine Jahresabschlüsse für die drei dem Antrag vorangegangenen Geschäftsjahre entsprechend den hierfür geltenden Vorschriften offengelegt haben.

Alternative

Zumindest sollte das Gesetz eine explizite Ausnahme für Börsenmantelgesellschaften vorsehen, damit diese unabhängig von einer Ermessensentscheidung der Geschäftsführung der Börse nach § 3 Absatz 2 BörsZulV zulassungsfähig sind.

2.7.6 Streubesitz bei Aktien

Zulassungsvoraussetzung für einen Handel von Aktien im regulierten Markt nach § 9 BörsZulV ist das Vorhandensein einer Mindeststreuung der zuzulassenden Aktien. Der Begriff der Streuung (free float) bezeichnet dabei die Verteilung der zuzulassenden Aktien an verschiedene Aktionäre. Hierbei finden grundsätzlich nur solche Aktionäre Berücksichtigung, die entweder in einem oder mehreren Mitgliedstaaten der EU oder in einem oder mehreren Mitgliedstaaten des EWR ansässig sind und ihre Beteiligung den entsprechenden Schwellenwert unterschreitet. Derzeit gelten Aktien als ausreichend gestreut, wenn mindestens 25 Prozent der zuzulassenden Aktien vom Publikum gehalten werden.

Sinn und Zweck der Vorschrift ist, dass dem Markt in ausreichendem Maß umlaufende Aktien zur Verfügung stehen, weil nur so ein repräsentativer Handel als Voraussetzung für eine ordnungsgemäße Preisfeststellung gewährleistet ist. Die Investorenlandschaft hat sich in den vergangenen Jahrzehnten indes derart verändert, dass eine ausschließliche Anknüpfung an die EU/EWR-Ansässigkeit der Praxis nicht gerecht wird.

Eine europäische Neuregelung der Streubesitzanforderung ist zwar Gegenstand der Beratungen zum EU Listing Acts, wobei die genaue Ausgestaltung derzeit aber noch offen ist. Wir regen daher auch mit Blick auf die zeitliche Dauer des europäischen Rechtssetzungsverfahrens und der zu erwartenden Umsetzungsfristen an, im Rahmen des nationalen Gesetzgebungsverfahrens eine zeitnahe Anpassung zu prüfen.

2.7.7 Veröffentlichung der Börsenzulassung im Bundesanzeiger

Die Zulassung von Wertpapieren wird gemäß § 51 BörsZuIV von der Börsengeschäftsführung auf Kosten der Antragsteller im Bundesanzeiger veröffentlicht. Die Veröffentlichung trägt zur Befriedigung des Informationsbedürfnisses des Kapitalmarkts bei. Im Laufe der Zeit hatte der Gesetzgeber das Informationsmedium immer wieder dem technischen Fortschritt angepasst.

Die Börsen veröffentlichen die Zulassungsentscheidungen unmittelbar nach ihrer Bekanntgabe auch auf ihren Internetseiten. Auch die Emittenten veröffentlichen meist selbst entsprechende Mitteilungen. Schließlich werden entsprechende Entscheidungen auch über die gängigen Börsenticker im Markt gestreut. Das Informationsinteresse des Kapitalmarkts wird somit schnell und unmittelbar durch die Informationsträger bedient. Demgegenüber erfolgt eine Veröffentlichung der Zulassungsentscheidung im Bundesanzeiger meist erst zu einem wesentlich späteren Zeitpunkt, sodass die Zulassungsentscheidung dem Kapitalmarkt längst bekannt ist.

Hinzu kommt, dass anders als die Entscheidung der Börsengeschäftsführung über die Zulassung, beispielsweise die Entscheidung über den Widerruf der Börsenzulassung beziehungsweise die Einstellung oder Aussetzung des Handels nicht im Bundesanzeiger veröffentlicht wird. Diese Entscheidung wird vielmehr ausschließlich auf den Internetseiten der Börsen veröffentlicht. Die im Bundesanzeiger vorgehaltenen Informationen können somit sogar einen irreführenden Eindruck erwecken, da sie zwar über die Zulassung nicht aber über den Widerruf derselben informieren. Auch über die Aufnahme der Notierung zugelassener Wertpapiere wird nicht durch eine Publikation im Bundesanzeiger informiert. Allein durch die Einsichtnahme in den Bundesanzeiger wird somit nicht ersichtlich, ob zugelassene Wertpapiere gehandelt werden können.

Die GDB regt daher an, den Verzicht auf die Veröffentlichungspflicht im Bundesanzeiger im Regierungsentwurf aufzugreifen. Um sicherzustellen, dass das Informationsinteresse des Kapitalmarktes befriedigt wird, ist dann in der Börsenzulassungsverordnung vorzusehen, dass die Entscheidung über die Börsenzulassung auf der Internetseite der Börse zu veröffentlichen ist.

Begründung

Durch Änderung der Börsenzulassungsverordnung wird gewährleistet, dass die Veröffentlichung der Zulassungsentscheidung auf der Internetseite der Börse oder des Börsenträgers erfolgt. Der Kapitalmarkt wird mithin durch den Entscheidungs- und Informationsträger selbst und unmittelbar

über die Zulassung informiert. Die nochmalige, verzögerte Veröffentlichung im Bundesanzeiger führt zu einem Überangebot an Informationen und kann aufgrund des geringen Mehrwerts und den damit verbunden Kosten bedenkenlos gestrichen werden.

Formulierungsvorschlag

Die Börsenzulassungs-Verordnung in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2832), die zuletzt durch Artikel 2 des Gesetzes vom 3. Juni 2021 (BGBl. I S. 1423) geändert worden ist, wird wie folgt geändert:

§ 51 Veröffentlichung der Zulassung

Die Zulassung wird von der Geschäftsführung unverzüglich auf der Internetseite der Börse oder des Börsenträgers veröffentlicht ~~auf Kosten der Antragsteller im Bundesanzeiger veröffentlicht.~~

2.8 Ausnahme von der AGB-Kontrolle

Wir begrüßen die vorgeschlagenen Änderungen des Bürgerlichen Gesetzbuchs, die bei bestimmten erlaubnispflichtigen Finanzgeschäften eine Ausnahme von der AGB-Kontrolle gemäß §§ 307 und 308 Nummer 1a und 1b des Bürgerlichen Gesetzbuchs vorsehen.

Dies erleichtert die Durchführung von Verträgen zwischen Finanzunternehmen und erhöht deren Rechtssicherheit. Hierdurch wird die Wettbewerbsfähigkeit des Standortes Deutschland gestärkt.

Positiv ist auch die Aufnahme von Zentralbanken und internationalen Finanzorganisationen in diese Ausnahmeregelung, da dies ihre Handlungsfähigkeit stärkt.

Wir verstehen, dass es sich um eine eng begrenzte Ausnahme von der AGB-Kontrolle handelt, die beschränkt ist auf erlaubnispflichtige Finanzunternehmen, wenn diese aufgrund ihrer Sachkunde für Finanzgeschäfte nicht des Schutzes durch die AGB-rechtliche Inhaltskontrolle bedürfen.

2.8.1 Zentralverwahrer beziehungsweise zentrale Gegenpartei

Zentralverwahrer und zentrale Gegenparteien sind Finanzmarktinfrastukturanbieter für die mit der Verordnung (EU) Nr. 909/20174 beziehungsweise der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 eigene aufsichtsrechtliche Regime gelten, nach denen sie strengen regulatorischen Anforderungen und Erlaubnispflichten unterliegen. Diese Erlaubnispflichten werden von dem aktuellen Entwurfstext zwar nicht in Bezug genommen, allerdings stellt die Tätigkeit als Zentralverwahrer beziehungsweise als zentrale Gegenpartei jeweils auch ein Bankgeschäft dar, nämlich gemäß § 1 Absatz 1 Satz 2 Nummer 6 beziehungsweise Nummer 12 KWG.⁴ Insofern würde die neue Vorschrift des § 310 Absatz 1a BGB grundsätzlich auch auf Verträge von Zentralverwahrern und zentralen Gegenparteien Anwendung finden. Allerdings nimmt der Referentenentwurf noch nicht in

⁴ Dass dies so ist, ist eine deutsche Besonderheit. Daher würden Zentralverwahrer und zentrale Gegenparteien aus anderen Ländern wohl nicht unter die Ausnahme fallen.

ausreichendem Maße auf die Besonderheiten von Zentralverwahrern und zentralen Gegenparteien im Sinne von § 1 Absatz 6 beziehungsweise Absatz 31 KWG Rücksicht.

Da die Funktion von Zentralverwahrern und zentralen Gegenparteien für die Finanzmärkte von wesentlicher Bedeutung ist und Störungen erhebliche negative Auswirkungen auf die Finanzstabilität haben könnten, sieht die Finalitätsrichtlinie (Richtlinie (EG) 98/26) einen weitreichenden Schutz von Transaktionen und Aufträge vor, die gemäß den Regelwerken von Zentralverwahrern und zentralen Gegenparteien abgewickelt werden (sogenannte Finalität). Sollten sich die Regelwerke eines Zentralverwahrers oder einer zentralen Gegenpartei aufgrund einer AGB-Kontrolle in Teilen oder gegenüber einzelnen Teilnehmern als rechtlich unwirksam erweisen, stünde damit die Rechtssicherheit und Finalität sämtlicher über die Systeme eines Zentralverwahrers beziehungsweise einer zentralen Gegenpartei ausgeführter Aufträge in Frage, mit weitreichenden möglichen Folgen für das Vertrauen der Marktteilnehmer in die Stabilität der Finanzmärkte.

Es ist daher essenziell, die Regelwerke von Zentralverwahrern und zentralen Gegenparteien vollumfänglich von der AGB-Inhaltskontrolle auszunehmen.

Dazu bedarf es – über die vorgesehene Ausnahmeregelung hinaus – einer Erweiterung des Adressatenkreises, einer Ausnahme auch von der Inhaltskontrolle gemäß § 305c BGB sowie der Klarstellung, dass sich die Ausnahme auf die Gesamtheit der Regelwerke von Zentralverwahrern und zentralen Gegenparteien erstreckt.

Erweiterung des Adressatenkreises

Nach dem Referentenentwurf müssen mit Ausnahme von Zentralbanken und internationalen Finanzorganisationen generell beide Vertragspartner eine Erlaubnis für Bankgeschäfte, Finanzdienstleistungen, Wertpapier(neben)dienstleistungen oder Zahlungsdienste haben (Finanzunternehmen).

Die Finalitätsrichtlinie sieht für die Systeme von Zentralverwahrern und zentralen Gegenparteien ebenfalls einen eng begrenzten Kreis zulässiger Teilnehmer vor, der Institute, zentrale Gegenparteien, Verrechnungsstellen, Clearingstellen, Systembetreiber und Clearingmitglieder einer zentralen Gegenpartei umfasst. Diese Teilnehmer müssen allerdings nicht zwingend Finanzunternehmen sein. Insbesondere die Clearingmitglieder einer zentralen Gegenpartei können finanzielle Gegenparteien (Banken, Wertpapierfirmen, (Rück-)Versicherungen, Pensionsfonds und Fonds) oder auch sogenannte nicht-finanzielle Gegenparteien sein, die von den besonderen Sicherungsmechanismen für CCP-geclearte Geschäfte profitieren wollen oder aufgrund aufsichtsrechtlicher Vorgaben einer Clearingverpflichtung⁵ unterliegen. Der Schutz der Finalitätsrichtlinie setzt dabei eine wirksame förmliche Vereinbarung voraus, die gemeinsame Regeln und vereinheitlichte Vorgaben für das Clearing oder die Ausführung von Zahlungsbeziehungsweise Übertragungsaufträgen zwischen den Teilnehmern vorsieht. Diese förmliche Vereinbarung bildet in der Praxis das Regelwerk des Zentralverwahrers beziehungsweise das

⁵ Je nach Assetklasse kann eine Clearingverpflichtung ab einem Geschäftsvolumen von ein bis vier Mrd. Euro bspw. für bestimmte OTC-Geschäfte bestehen.

Regelwerk der zentralen Gegenpartei, gegebenenfalls ergänzt um weitere vertragliche Vereinbarungen mit den Teilnehmern und Clearingmitgliedern und ihren Kunden.

Insbesondere im Bereich des Clearings von Geschäften, die an Warenbörsen und vergleichbaren Warenmärkten (zum Beispiel für Strom und Erdgas) abgeschlossen werden, sind trilaterale Clearingvereinbarungen zwischen zentraler Gegenpartei, Clearingmitglied und deren Kunden – die selbst keine Finanzunternehmen sind – üblich. Die Einbeziehung der Kunden ist in der direkten physischen Erfüllung zwischen zentraler Gegenpartei und Kunde begründet, da Clearingmitglieder selbst nicht über die Voraussetzungen zur physischen Erfüllung (also beispielsweise der Lieferung von Strom) verfügen, was auch nicht ihrem Geschäftszweck als Bank entspricht. Für den Schutz des Systems ist es daher zwingend erforderlich, dass das Regelwerk der zentralen Gegenpartei jederzeit und gegenüber allen Kunden durchsetzbar ist. Bei den Kunden handelt es sich zudem um Börsen- und Marktteilnehmer und damit um entsprechend erfahrene Vertragspartner, die im Zusammenhang mit dem Clearing nicht zwingend des besonderen Schutzes einer AGB-Inhaltskontrolle bedürfen.

Sollte die Ausnahme von der AGB-Inhaltskontrolle nur für Teilnehmer gelten, die Finanzunternehmen sind, könnte dies dazu führen, dass bestimmte Regelungen nur gegenüber diesen Teilnehmern wirksam wären, jedoch nicht gegenüber solchen Teilnehmern, die keine Finanzunternehmen sind. Das für den Schutz nach der Finalitätsrichtlinie vorausgesetzte bestehen von gemeinsamen Regeln und einheitlichen Vorgaben für alle Teilnehmer, wäre dann nicht länger gegeben. Der bezweckte Systemschutz wäre nicht mehr gewährleistet. Das Bestehen des Systems sowie die Rechtssicherheit und Finalität sämtlicher über das System ausgeführter Aufträge stünde in Frage, mit weitreichenden möglichen Folgen für das Vertrauen der Märkte in die Stabilität des Finanzmarkts.

Daher sollten alle Teilnehmer eines Zentralverwahrers sowie sämtliche Clearingmitglieder und ihre Kunden in den Adressatenkreis der Ausnahmeregelung aufgenommen werden.

Ausnahme von der AGB-Kontrolle gemäß § 305c des Bürgerlichen Gesetzbuchs

Neben der Ausnahme von §§ 307 und 308 Nummer 1a und 1b BGB müssen für einen effektiven Schutz die Regelwerke von Zentralverwahrern und zentralen Gegenparteien auch von der AGB-Kontrolle gemäß § 305c BGB ausgenommen werden. Tatsächlich überschneidet sich die Reichweite des § 305c mit der des § 307 BGB erheblich. Die AGB-Inhaltskontrolle bliebe damit in weiten Teilen erhalten. Das Ziel, die Rechtssicherheit zu stärken würde daher nur unzureichend erfüllt.

Nach § 305c BGB werden Vertragsklauseln kein Vertragsbestandteil, wenn sie so überraschend sind, dass der Vertragspartner nicht mit ihnen zu rechnen braucht. Dem liegt der Gedanke zugrunde, dass der Vertragspartner geschützt werden muss, weil er nach praktischer Lebenserfahrung den Inhalt der Bedingungen nicht zur Kenntnis nimmt. Diesen Schutz benötigen Systemteilnehmer nicht zwingend, denn sie verfügen über die notwendige Professionalität und Kapazitäten, um die Regeln des Systems, an dem sie teilnehmen, tatsächlich vollständig zur Kenntnis zu nehmen und zu prüfen, ob diese für sie angemessen sind.

Erfassung der Gesamtheit der Regelwerke von Zentralverwahren und zentralen Gegenparteien

Von entscheidender Bedeutung ist, dass die Gesamtheit der Regelwerke von Zentralverwahren und zentralen Gegenparteien von der AGB-Kontrolle ausgenommen werden, und sich dies nicht lediglich auf bestimmte Teile erstreckt. Der Referentenentwurf nimmt Verträge über erlaubnispflichtige Finanzgeschäfte von der AGB-Kontrolle aus. Die Regelwerke und vertraglichen Vereinbarungen von Zentralverwahren und zentralen Kontrahenten bilden einen allgemeinen rechtlichen Rahmen für die Teilnehmer. Insbesondere im Fall von Zentralverwahren kommen erlaubnispflichtigen Geschäfte, wie etwa eine Wertpapierübertragung nicht mit dem Zentralverwahrer, sondern unmittelbar zwischen den Teilnehmern, aber über das System und gemäß dem Regelwerk des Zentralverwahrers zustande. Da es sich bei dem Referentenentwurf um eine restriktiv auszulegende gesetzliche Ausnahme von der AGB-Inhaltskontrolle handelt, wäre hier eine entsprechende Klarstellung speziell für die Regelwerke von wünschenswert.

Es würde daher wesentlich zum Schutz der Finanzmarktinfrastruktur beitragen, wenn sichergestellt wird, dass sämtliche Bestandteile der Regelwerke von Zentralverwahren und zentralen Gegenparteien und vertraglichen Vereinbarungen mit sämtlichen Teilnehmern beziehungsweise Clearingmitgliedern und deren Kunden vollständig von der AGB-Kontrolle ausgenommen wären.

2.8.2 Nicht erfasste Finanzunternehmen

Trotz der Bezugnahme auf Unternehmen, die eine Erlaubnis nach KWG beziehungsweise WpIG oder ZAG haben, sind verschiedene Unternehmen der Finanzbranche nicht in den Anwendungsbereich der Ausnahme einbezogen. Diese Unternehmen können daher nicht von der zusätzlichen Rechtssicherheit, die mit der neuen Regelung einhergeht, profitieren, obwohl sie in vielen Fällen nicht auf den Schutz der AGB-Inhaltskontrolle angewiesen sein dürften.

Insbesondere Kapitalverwaltungsgesellschaften, Investmentgesellschaften und Pensionsfonds ebenso wie Unternehmen der Versicherungsbranche werden offenkundig nicht von der Ausnahme erfasst. Darüber hinaus profitieren auch ausdrücklich vom Anwendungsbereich des KWG beziehungsweise WpIG ausgenommene Marktteilnehmer nicht von der Ausnahme. Obgleich wir verstehen, dass die Ausnahme eng begrenzt sein soll, könnte es für die nicht erfassten Finanzmarktteilnehmer eine zusätzliche Hürde darstellen, wenn mit ihnen Verträge nicht in gleichem Maße rechtssicher abgeschlossen werden können.

Ob Unternehmen, die erlaubnispflichtiges Eigengeschäft betreiben, in dieser Eigenschaft zum Adressatenkreis der Regelungen zu zählen sind, ist zumindest fraglich, denn in der Aufzählung der Finanzdienstleistungen in § 1 Absatz 1a Satz 2 KWG, auf die die neue Regelung verweist, wird das Eigengeschäft nicht genannt. Dies liegt daran, dass Eigengeschäft nur in bestimmten Kombinationen zur erlaubnispflichtigen Finanzdienstleistungen wird, was erst in § 1 Absatz 1a Satz 3 KWG ausgeführt wird.

Im Unterschied zu Betreibern von MTFs und OTFs sind Börsenbetreiber nicht in den Anwendungsbereich einbezogen, denn sie unterliegen keiner Erlaubnispflicht nach Kreditwesengesetz, sondern nach Börsengesetz. Dass Börsenbetreiber nicht genannt werden, erscheint nicht ganz konsistent, denn die Regulierung für Börsenbetreiber ist grundsätzlich strenger als die

Regulierung der MTF- und OTF-Betreiber unterliegen. Für die Regeln der Börsen selbst spielt das keine Rolle, denn diese sind aufgrund des öffentlich-rechtlichen Charakters deutscher Börsen in der Regel als öffentlich-rechtliche Satzungen oder Allgemeinverfügungen verfasst, auf die §§ 305 ff. BGB keine Anwendung finden. Für die Verträge, die der Börsenbetreiber mit den Teilnehmern abschließt, gilt dies jedoch nicht. Insofern wäre eine entsprechende Ergänzung im Gesetzestext sinnvoll.

Ferner wäre in unseren Augen eine Klarstellung im Gesetzestext sinnvoll, ob für die Anwendung der Regelung genügt, wenn der Vertrag für beide Seiten ein erlaubnispflichtiges Geschäft zum Gegenstand hat. Die einheitliche Formulierung im Referentenentwurf in Satz 1 1. Halbsatz und in Satz 1 2. Halbsatz Nummer 1 „*einem Unternehmer, der [...] für ein solches Geschäft eine Erlaubnis hat [...]*“, ließe sich – wenn auch weniger sinnvoll – so verstehen, dass sich die Erlaubnis auf dasselbe Geschäft im Sinne von Satz 2, also auf dieselbe Art von Erlaubnis beziehen muss.

2.8.3 Nicht erfasste Vertragsteile

Bei dem neuen § 310 Absatz 1a BGB handelt es sich um eine Ausnahmeregelung. Sie wird in der Rechtsanwendung entsprechend eng auszulegen sein. Nur Sachverhalte, die klar und eindeutig von der Ausnahme erfasst sind, werden daher von der neuen Regelung erfasst.

Begründung

Dem Wortlaut der Regelung nach sind unter anderem erfasst „*Verträge über [...] Bankgeschäfte im Sinne des § 1 Absatz 1 Satz 2 des Kreditwesengesetzes*“. Im Rahmen ihrer regulierten Tätigkeiten schließen Banken mit Kunden eine Vielzahl unterschiedlicher vertraglicher Regelungen ab. Dazu gehören etwa die AGB-Banken ebenso wie und weitere Sonderbedingungen für bestimmte Geschäftsarten, wie etwa die Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte. Diese Verträge werden von Banken zwar eindeutig im Rahmen ihrer regulierten Tätigkeit abgeschlossen, streng genommen liegen diesen Verträgen jedoch noch keine Geschäfte zu Grunde, die eine Erlaubnis nach dem Kreditwesengesetz erfordern würde, denn diese Verträge sollen lediglich einen allgemeinen Rahmen für die Geschäftsbeziehung zwischen Bank und Kunde und für etwaige in Zukunft abzuschließende Geschäfte bilden, sie stellen per se jedoch noch kein Geschäft aus dem Katalog der Bankgeschäfte dar, wie etwa eine Darlehensgewährung oder ein Wertpapiergeschäft. Die Formulierung im Gesetzentwurf „*Verträge über Geschäfte nach Satz 2*“ (sprich Verträge über Bankgeschäfte im Sinne des § 1 Absatz 1 Satz 2 KWG) könnte daher zu Zweifeln führen, ob auch die vorgenannten Verträge erfasst sind, die lediglich im Vorfeld beziehungsweise zur Vorbereitung erlaubnispflichtiger Bankgeschäfte abgeschlossen werden.

Dieselben Zweifel könnten sich auch mit Blick auf den Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte ergeben, wenn dieser zwischen einer Bank und ihrem Kunden abgeschlossen wird. Obwohl der Abschluss des Rahmenvertrags im Rahmen der regulierten Tätigkeit der Bank stattfindet, begründet der Abschluss des Rahmenvertrags selbst kein Finanztermingeschäft, was zu Zweifeln führen könnte, ob die Regelungen des Rahmenvertrags für Finanztermingeschäft von der AGB-Prüfung gemäß §§ 307 und 308 Nummer 1a und 1b BGB ausgenommen sind oder nicht.

Wir schlagen daher eine Klarstellung vor, die sicherstellt, dass sämtliche Vertragsabschlüsse, die im Rahmen entsprechender regulierter Tätigkeiten und Dienstleistungen erfolgen, von der Ausnahmeregelung erfasst werden.

Formulierungsvorschlag zu 2.8.1 bis 2.8.3

Das Bürgerliches Gesetzbuch in der Fassung der Bekanntmachung vom 2. Januar 2002 (BGBl. I S. 42, 2909; 2003 I S. 738), das zuletzt durch Artikel 1 des Gesetzes vom 14. März 2023 (BGBl. 2023 I Nr. 72) geändert worden ist, wird wie folgt geändert:

§ 310 Anwendungsbereich

(1a) Die §§ 307 und 308 Nummer 1a und 1b sind nicht anzuwenden auf Verträge, die ein Unternehmer in Bezug auf Geschäfte nach Satz 2 abschließt, für die er im Inland oder Ausland eine Erlaubnis hat und der Aufsicht unterliegt, mit

1. einem Unternehmer, der den Vertrag gleichfalls in Bezug auf Geschäfte nach Satz 2 abschließt, für die er im Inland oder Ausland eine Erlaubnis hat und der Aufsicht unterliegt,
2. einem großen Unternehmer im Sinne des Satzes 3, der keine Erlaubnis für ein solches Geschäft, aber im Inland oder Ausland für eines der anderen Geschäfte nach Satz 2 hat und der Aufsicht unterliegt,
3. einer Zentralbank oder
4. einer internationalen Finanzorganisation.

Geschäfte nach Satz 1 sind Bankgeschäfte im Sinne des § 1 Absatz 1 Satz 2 des Kreditwesengesetzes, Finanzdienstleistungen im Sinne des § 1 Absatz 1a Satz 2 des Kreditwesengesetzes, Wertpapierdienstleistungen im Sinne des § 2 Absatz 2 des Wertpapierinstitutsgesetzes, Wertpapiernebenleistungen im Sinne des § 2 Absatz 3 des Wertpapierinstitutsgesetzes und Zahlungsdienste im Sinne des § 1 Absatz 1 Satz 2 des Zahlungsdienstaufsichtsgesetzes sowie der Betrieb einer Börse im Sinne des Börsengesetzes. [...]

(1b) Dieser Abschnitt findet keine Anwendung auf die Regelwerke von zentralen Gegenparteien im Sinne von § 1 Absatz 31 des Kreditwesengesetzes oder Zentralverwahrern im Sinne von § 1 Absatz 6 des Kreditwesengesetzes sowie auf Verträge, die diese über die Erbringung ihrer entsprechend regulierten Dienstleistungen und Tätigkeiten mit Clearingmitgliedern oder deren Kunden bzw. mit Teilnehmern abschließen. Das gilt nicht, soweit es sich bei dem jeweiligen Vertragspartner um einen Verbraucher handelt.

2.8.4 Änderung des Einführungsgesetzes zum BGB

Wurden vor Inkrafttreten der neuen Ausnahmeregelung allgemeine Geschäftsbedingungen vereinbart, die einen rechtlichen Rahmen für bestimmte von Zeit zu Zeit abzuschließende Geschäfte bilden, stellt sich die Frage, ob ihre Regelungen bei künftigen Geschäftsabschlüssen weiter der AGB-Kontrolle unterliegen.

Wir sehen hier Spielraum, bei künftigen Geschäftsabschlüssen, denen nach dem Willen der Parteien ein einheitliches Regime allgemeiner Geschäftsbedingungen zugrunde liegen soll, die Ausnahme von der AGB-Kontrolle sowohl auf das Alt-, als auch auf das Neugeschäft zu erstrecken. Dies würde dem Gedanken der Rechtssicherheit dienen und die Parteien von der Obliegenheit entbinden, ihre Allgemeinen Geschäftsbedingungen pro-Forma neu zu bestätigen.

2.9 Eintragung im Aktienregister und Wertpapierabwicklung

2.9.1 Richtigstellung in der Gesetzesbegründung zur Änderung des § 67 AktG

Bei Ausgabe von Namensaktien muss die Aktiengesellschaft ein Aktienregister führen. Die GDB regt eine Richtigstellung des in der Gesetzesbegründung zu Nummer 4 (Änderung des § 67 AktG) aufgeführten Satzes *„Für börsennotierte Gesellschaften ist dies in der Praxis irrelevant, da die Meldung für normale Aktien automatisch über das elektronische Handelssystem beziehungsweise den Verwahrer der Aktie (in erster Linie die Clearstream Banking AG) erfolgt“* an.

Begründung

Über das elektronische Handelssystem erfolgen keine Aktionärsdaten Meldungen, das ist ein separater Prozess. „Automatisch“ werden Datensätze nur an die Aktienregister geleitet, wenn eine Bank das auch aktiv anstößt.

Formulierungsvorschlag

Die Gesetzesbegründung wird wie folgt gefasst: *„Für börsennotierte Gesellschaften ist dies in der Praxis irrelevant, da die Meldung für verbrieft Aktien über eine Schnittstelle des Zentralverwahrers der Aktie (in erster Linie die Clearstream Banking AG) erfolgt.“*

2.9.2 Teilrechte in der Wertpapierabwicklung

Die Regulierung von Bruchstücken und Teilrechten in der Wertpapierabwicklung ist derzeit nicht Bestandteil des Artikels 12 des ZuFinG. Bruchstücke und Teilrechte entstehen durch Kapitalmaßnahmen und betreffen insbesondere die §§ 213, 266 AktG sowie den § 166 UmwG. Sie führen zu Ineffizienzen im deutschen Markt.

2.10 Einführung eines sog. second step mergers

Nach bisheriger Gesetzeslage ist für den Ausschluss von Minderheitsaktionären unter Übertragung ihrer Aktien auf den Hauptaktionär („Squeeze-Out“) Voraussetzung, dass der Hauptaktionär mindestens 90 Prozent beziehungsweise 95 Prozent des Grundkapitals hält. Derzeit bestehen drei Wege für einen Squeeze-Out: Im Zusammenhang mit der Verschmelzung von zwei Aktiengesellschaften ist der Ausschluss der Minderheitsaktionäre aus der übertragenden Gesellschaft nach den Vorgaben des Umwandlungsgesetzes möglich, sobald der übernehmenden Gesellschaft 90 Prozent des Grundkapitals der übertragenden Gesellschaft

gehören. Gemäß § 39a des WpÜG, ist für den übernahmerechtlichen Squeeze-Out Voraussetzung, dass dem Bieter nach einem Übernahme- oder Pflichtangebot mindestens 95 Prozent des stimmberechtigten Grundkapitals an der Zielgesellschaft gehören. Ebenfalls kann beim „aktienrechtlichen Squeeze-Out“ gemäß § 327a Absatz 1 AktG die Hauptversammlung auf Verlangen des Hauptaktionärs über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionären auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung abstimmen, wenn dem Hauptaktionär Aktien der Gesellschaft in Höhe von 95 Prozent des Grundkapitals gehören.

Wir möchten anregen, die vollständige Integration von Aktiengesellschaften durch den Erwerber im zeitlichen Zusammenhang mit dem Erwerb von 50 Prozent des Grundkapitals zu erleichtern. Dadurch soll zum einen der Anreiz von aktivistischen Investoren verringert werden, aus Spekulationsgründen Aktien zurückzuhalten. Zum anderen soll die Transaktionssicherheit für die Erwerber im Hinblick auf den Ausschluss der Minderheitsaktionäre erhöht werden. Zu diesem Zweck soll im Umwandlungsgesetz die gesetzliche Grundlage dafür geschaffen werden, dass im Falle einer Konzernverschmelzung eine übernehmende Gesellschaft, die im engen zeitlichen Zusammenhang zu der Verschmelzung, 50 Prozent des Grundkapitals der übertragenden Kapitalgesellschaft und somit eine kontrollierende Mehrheit erwirbt, bereits bei einem Anteilseigentum von mindestens 75 Prozent des Grundkapitals der übertragenden Gesellschaft deren Minderheitsaktionäre im Zusammenhang mit der Verschmelzung ausschließen kann.

Begründung

Bei den Rechtsinstituten des verschmelzungsrechtlichen Squeeze-Out und des aktienrechtlichen Squeeze-Out ist für die Übertragung der Beteiligung der Minderheitsaktionäre an den Hauptaktionär eine angemessene Barabfindung vorgesehen. Die Erwartung der Aktionäre, diese Abfindung zu erhalten, führt in Fällen, in denen ein Erwerber mit dem Ziel einer vollständigen Übernahme neu in die Gesellschaft einsteigt, allerdings zu Problemen. Aktionäre, insbesondere aktivistische Investoren, liefern ihre Beteiligung an der Zielgesellschaft nicht oder nur teilweise in das Übernahmeangebot des Bieters ein und spekulieren darauf, dass ihnen im Nachgang zu dem Einstieg des Bieters eine höhere Abfindung im Rahmen einer auf das Angebot nachfolgenden Strukturmaßnahme gezahlt werden muss, die sodann aufgrund bereits eingetretener Synergieeffekte mit dem Erwerber über dem Angebotspreis des Übernahmeangebots liegt („Back-End-Speculation“). Aus diesem Grund wurden in der Vergangenheit vielfach die zur Durchführung eines Squeeze-Out notwendigen entsprechenden Beteiligungsschwellen von 90 Prozent beziehungsweise 95 Prozent zum Teil nicht oder erst nach finanziellen Zugeständnissen des Bieters an die aktivistischen Investoren erreicht. Dies verlangsamt den Integrationsprozess der Zielgesellschaft in die Konzernstruktur und erhöht zudem die Kosten, die im Schnitt für jede außenstehende Aktie den Angebotspreis um circa 50 Prozent überschreiten, für die übernehmende Gesellschaft. Dies steht jedoch dem Interesse der Muttergesellschaft, die Konzernstruktur zu ordnen und zu vereinfachen, entgegen. Zudem wird der Konzentrationsprozess der Zielgesellschaft in die Struktur der Bieterin verlangsamt. Entsprechend sind Bieter bei erstrebter Vollübernahme und Integration einem erheblichen Transaktionsrisiko ausgesetzt.

Vor diesem Hintergrund soll im Umwandlungsgesetz die gesetzliche Grundlage dafür geschaffen werden, dass eine übernehmende Gesellschaft, die im engen zeitlichen Zusammenhang zu der Verschmelzung 50 Prozent des Grundkapitals der übertragenden Kapitalgesellschaft und somit

eine kontrollierende Mehrheit erwirbt, bereits bei einem Anteilseigentum von mindestens 75 Prozent des Grundkapitals der übertragenden Gesellschaft deren Minderheitsaktionäre im Zusammenhang mit der Verschmelzung ausschließen kann, sofern sie kurzfristig nach der Übernahme die Integration vollzieht.

Durch die Regelung wird zum einen erreicht, dass die Attraktivität des spekulativen Zurückhaltens von Aktien an börsennotierten Aktiengesellschaften im Rahmen von öffentlichen Übernahmen beziehungsweise Pflichtangeboten durch aktivistische Investoren gemindert wird, da nunmehr bereits bei einem Anteilsbesitz von 75 Prozent an der Zielgesellschaft der Squeeze-Out zur vollständigen Integration der Zielgesellschaft möglich und eine darüberhinausgehender Anteilsbesitz hierzu nicht mehr erforderlich ist. Umgekehrt ermöglicht die neue Regelung Erwerbern von einer Mehrheit des Grundkapitals Planungssicherheit bei der Durchführung der vollständigen Integration der erworbenen Gesellschaft und incentiviert sie, die den Squeeze-Out zügig anzugehen und die betriebswirtschaftlich sinnvolle Integration der Zielgesellschaft abzuschließen.

Die Möglichkeit eines Squeeze-Out bei einer 75-prozentigen Beteiligung ist im deutschen Recht bisher nicht vorgesehen. Wie dargelegt, ist ein verschmelzungsrechtlicher Squeeze-Out von Minderheitsaktionären nach § 62 Absatz 5 UmwG bei einer Beteiligungsschwelle von 90 Prozent, möglich. Im Übrigen gelten bei den Ausschlussverfahren gemäß § 327a AktG und § 39a WpÜG jeweils ein Schwellenwert von 95 Prozent. Aus verfassungsrechtlicher Sicht muss gewährleistet bleiben, dass grundsätzlich nur solche Aktionäre ausgeschlossen werden können, deren Anlageinteresse sich angesichts des Fehlens realer Einwirkungsmöglichkeiten auf die Unternehmensführung auf die vermögensrechtliche Komponente konzentriert.

Durch die Einführung des qualitativen Kriteriums, dass dem Squeeze-Out gemäß § 62 Absatz 6 UmwG n.F. zwingend der Erwerb von mehr als 50 Prozent des bestehenden Grundkapitals der Gesellschaft an der übertragenden Gesellschaft durch den Hauptaktionär innerhalb von zwölf Monaten vorangegangen sein muss, wird im Interesse der Minderheitsaktionäre sichergestellt, dass nicht durch jeden geringfügigen Zuerwerb von Anteilen durch den Hauptaktionär bei Überschreiten der 75-prozentigen Beteiligungsschwelle den Ausschluss der Minderheitsaktionäre gemäß § 62 Absatz 6 UmwG n.F. möglich sein wird.

Auch weitergehende Interessen der Minderheitsaktionäre sind nicht unverhältnismäßig betroffen. Der von § 62 Absatz 6 UmwG n.F. betroffene Minderheitsaktionär wird allein aus einer bestimmten Art der Kapitalanlage verdrängt. Sein reines Vermögensinteresse kann mit dem Geldwert abgefunden werden (§ 327b AktG), die Barabfindung unterliegt der Verzinsung und ist der gerichtlichen Überprüfung zugänglich (§ 327f Satz 2 AktG, § 1 Nummer 3 des Spruchverfahrensgesetzes). Zudem ist nicht davon auszugehen, dass durch einen Ausschluss von Minderheitsaktionären gemäß den Vorgaben von § 62 Absatz 6 UmwG n.F. Minderheitsaktionäre betroffen sind, die ein über die reine Kapitalanlage hinausgehendes, in weiterem Maße schützenswertes Beteiligungsinteresse, etwa als Gesellschafter eines Familienunternehmens, haben. Denn angesichts des Erfordernisses, dass in zeitlichem Zusammenhang vor dem Squeeze-Out im Rahmen der Verschmelzung 50 Prozent des Grundkapitals der übertragenden Gesellschaft am Markt (beispielsweise durch ein öffentliches Angebot) erworben werden müssen, werden Familienunternehmen mit kleinem Gesellschafterkreis nicht betroffen sein.

Formulierungsvorschlag

Das Umwandlungsgesetz vom 28. Oktober 1994 (BGBl. I S. 3210; 1995 I S. 428), das zuletzt durch Artikel 1 des Gesetzes vom 22. Februar 2023 (BGBl. 2023 I Nr. 51) geändert worden ist, wird wie folgt geändert:

§ 62 Konzernverschmelzungen

(6) Sofern die übernehmende Gesellschaft innerhalb von 12 Monaten vor dem Abschluss des Verschmelzungsvertrags mindestens 50 % des Grundkapitals einer übertragenden Aktiengesellschaft am Markt erworben hat, kann die Hauptversammlung einer übertragenden Aktiengesellschaft innerhalb von drei Monaten nach Abschluss des Verschmelzungsvertrages einen Beschluss nach § 327a Absatz 1 Satz 1 des Aktiengesetzes fassen, wenn der übernehmenden Gesellschaft (Hauptaktionär) Aktien in Höhe von mindestens 75 % des Grundkapitals gehören. Im Übrigen gilt Absatz 5 entsprechend.

2.11 Erhöhung des Freibetrages für Mitarbeiterbeteiligungen

Die GDB ist der Auffassung, dass der Mitarbeiterbeteiligung eine zentrale Rolle zukommt. Sie kann Beschäftigte an das Unternehmen binden und bei der Altersvorsorge unterstützen. Daher unterstützen wir die Erhöhung des Freibetrags von derzeit 1.440 Euro auf 5.000 Euro ab dem kommenden Jahr.

Wir verstehen die Sorge des Gesetzgebers, dass der Freibetrag grundsätzlich für Lohnoptimierungsmodelle genutzt werden könnten. Der Gesetzgeber sollte dabei aber bedenken, dass dadurch ein erhöhtes Risiko besteht, dass Unternehmen Vermögensbeteiligungen in geringerem Umfang als bisher oder im schlimmsten Fall gar nicht gewähren könnten, wenn eine Entgeltumwandlung nicht möglich ist. Wir regen daher an, die Abschaffung der Möglichkeit zur Entgeltumwandlung nochmals zu überdenken.

2.12 Verlustverrechnung

Während das Eckpunktepapier noch die Abschaffung des gesonderten Verlustverrechnungskreises für Aktienveräußerungsverluste sowie für Verluste aus Termingeschäften und aus Forderungsausfällen im Privatvermögen vorsah, fehlen diese Vorhaben im vorgelegten Referentenentwurf leider völlig.

Die GDB setzt sich für eine Abschaffung der getrennten Verlustverrechnung nach § 20 Absatz 6 EStG ein. Wir teilen diesbezüglich die Auffassung des Bundesfinanzhofs, wonach die Beschränkung, dass Verluste aus Aktienveräußerungen nur mit Gewinnen aus diesen, nicht aber mit anderen Kapitaleinkünften verrechnet werden dürfen, gegen Artikel 3 Absatz 1 GG verstößt (BFH, VIII R 11/18 vom 17.11.2020).

Neben dem gesonderten Verrechnungskreis für Aktienveräußerungsverluste wurde mit § 20 Absatz 6 Satz 5 und 6 EStG ein weiterer Verlustverrechnungskreis für Termingeschäfte sowie die Ausbuchung wertloser Wirtschaftsgüter etabliert. Demnach können Verluste aus Termingeschäften nur noch in Höhe von 20.000 EUR mit Gewinnen und Einkünften aus Stillhalterprämien verrechnet werden. Diese Beschränkungen führen nach unserer Ansicht zu einer asymmetrischen Besteuerung, die aus verfassungsrechtlicher Sicht mit erheblichen Bedenken verbunden ist. Darüber hinaus teilen wir die Charakterisierung von Termingeschäften als spekulativ nicht, da gerade Termingeschäfte häufig der Absicherung dienen.

Daher spricht sich die GDB dafür aus, die Beschränkung der Verlustverrechnung für Termingeschäfte und die Ausbuchung wertloser Wirtschaftsgüter nach § 20 Absatz 6 Satz 5 und 6 EStG zu streichen.

3. Schlussbemerkung

Der vorgelegte Referentenentwurf enthält zahlreiche gute Ansätze, um den deutschen Kapitalmarkt effizienter, effektiver und im internationalen Vergleich wettbewerbsfähiger zu machen. Die Gruppe Deutsche Börse unterstützt und begrüßt weite Teile des Referentenentwurfs ausdrücklich. Über die Berücksichtigung der vorgebrachten Anregungen und Argumente würden wir uns freuen. Wir sind uns sicher, dass damit ein noch größerer Schritt für eine zukunftssichere Finanzierung von Unternehmen sowie der Transformation in eine klimaneutrale, nachhaltige und digitalisierte Wirtschaft und Gesellschaft möglich ist.

Selbstverständlich stehen wir für weitere Gespräche im Rahmen des Legislativprozesses sehr gerne zur Verfügung.