

Entwurf eines Gesetzes zur Förderung privater Investitionen und des Finanzstandorts (Standortfördergesetz / StoFöG)

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 Förderung privater Investitionen und des Finanzstandorts (Standortfördergesetz/StoFöG). Wir teilen vollumfänglich die Ziele des Gesetzes, die Wettbewerbsfähigkeit und Attraktivität des deutschen Finanzstandortes weiter zu stärken, die Finanzierungsmöglichkeiten für Startups und innovative Unternehmen zu verbessern sowie die Zugangsbedingungen für Unternehmen zum Kapitalmarkt zu erleichtern. Stabile, effiziente und tiefere Kapitalmärkte sind dringend erforderlich, um den deutschen Kapitalmarkt nach vorne zu bringen. Wir begrüßen ausdrücklich, dass der Referentenentwurf nicht mehr erforderliche Vorgaben in der Börsenzulassungs-Verordnung und im Börsengesetz reduziert, was den Zugang für Unternehmen zum Kapitalmarkt erleichtert wird.

Dennoch bleibt das StoFöG in seiner jetzigen Form hinter seinen Möglichkeiten zurück. Wir vermissen Impulse zur Stärkung der Unternehmensfinanzierung und gezielte Maßnahmen zur Mobilisierung von Kapital. Um hier signifikante Verbesserungen zu erzielen und die Tiefe des Kapitalmarktes voranzutreiben, wird es nicht ohne umfangreiche Reformen und ein Umdenken bei der Altersvorsorge gehen. Eine Steigerung der Kapitalmarktpartizipation ist der wahrscheinlich wirkungsvollste Hebel für Wachstum, Wohlstand und eine auskömmliche Altersvorsorge. Ob die vorgeschlagenen Maßnahmen ausreichen werden, um die gegenwärtige Situation für Startups signifikant zu ändern, darf bezweifelt werden. Die geplante Startup und Scaleup Strategie der Bundesregierung wird hier deutlichere Impulse setzen müssen.

Mit den folgenden Themen werden wir uns in dieser Stellungnahme schwerpunktmäßig befassen:

- **Börsenzulassung:** Wir befürworten die vorgeschlagenen Entlastungen im Bereich der Aktien- und Börsenzulassung, wie den Wegfall der Mindestdauer des Bestehens des Emittenten, die Streichung der Pflicht zur Veröffentlichung der Börsenzulassung im Bundesanzeiger, den Wegfall der Entscheidung der Geschäftsführung bezüglich der Aufnahme der Notierung zugelassener Wertpapiere im regulierten Markt durch Verwaltungsakt sowie die Möglichkeit, jährliche Notierungsgebühren auch für Wertpapiere mit bestimmter Laufzeit einzuführen.
- **Erweiterung Aufgaben und Befugnisse der Börsenaufsichtsbehörde:** Die der Börsenaufsicht neu eingeräumten Befugnisse gehen über die ihr gesetzlich zugewiesenen Aufgaben hinaus. Die Einführung anlassloser Prüfungen bei verbundenen Unternehmen und Auslagerungsunternehmen des Börsenträgers ist unklar und unverhältnismäßig. Die geplanten Änderungen werden zu Kompetenzkonflikten zwischen

den Börsenaufsichtsbehörden der Länder und der BaFin als Bundesbehörde führen. § 3 BörsG in der derzeitigen Fassung ist europarechtskonform.

- **Freistellung von Drittland Hochfrequenzhändlern von der Zulassungspflicht:** Wir begrüßen die vorgeschlagene Befreiung von Drittland-Market Makern von der Erlaubnispflicht, aufgrund der mittelbaren Aufsicht über Börsen durch die Börsenaufsichtsbehörden. Zusätzlich regen wir an, die Befreiung von der Erlaubnispflicht analog auf Drittlandfirmen auszuweiten, die den Eigenhandel in der Variante des Hochfrequenzhandels betreiben, sofern diese ausschließlich an regulierte Börsen oder Handelsplätzen tätig sind.
- **Herabsetzung des Mindestnennwerts einer Aktie:** Wir begrüßen die vorgeschlagene Möglichkeit für Unternehmen, den Mindestnennwert ihrer Aktien auf bis zu einem Euro-cent absenken zu dürfen.
- **AGB-Kontrolle:** Aus unserer Sicht ist es essenziell, die Regelwerke von Börsen, Zentralverwahrern und zentralen Gegenparteien vollumfänglich von der AGB-Inhaltskontrolle auszunehmen. Dazu bedarf es einer 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.
- **Kapitalmaßnahmen:** Nachbesserungsbedarf sehen wir bei Kapitalerhöhungen aus genehmigtem und bedingtem Kapital. Wir halten die Festlegung einer festen gesetzlichen Obergrenze für nicht erforderlich. Zudem fehlt es beim vereinfachten Bezugsrechtsausschluss nach wie vor an einer gesetzlichen Regelung der Fragen, wie und wann der maßgebliche Börsenkurs für den Ausgabebetrag zu ermitteln ist und wann eine wesentliche Unterschreitung des Börsenkurses vorliegt.
- **Altersvorsorge:** Das Rentensystem muss einfacher werden, alle drei Säulen müssen fließend ineinander übergehen und es bedarf einer stärkeren Kapitaldeckung beziehungsweise einer stärkeren Kapitalmarktbeteiligung. Dies wäre der größte Hebel, privates Kapital zu mobilisieren, um so den deutschen Wirtschaftsstandort wieder nach vorne zu bringen. Die Einführung eines privatrechtlich-organisierten Altersvorsorgedepots als das zentrale Instrument, über welches alle relevanten Entscheidungen, wie die Auswahl der Altersvorsorgeprodukte, getroffen werden können, wäre ein wahrer und dringend notwendiger Paradigmenwechsel in der deutschen Renten- und Wirtschaftspolitik.
- **Überarbeitung der Anlageregeln für OGAW-Fonds:** OGAW-Fonds sind eines der wichtigsten Finanzinstrumente, wenn es um die Altersvorsorge in Deutschland geht. Wir würden es begrüßen, wenn die Bundesregierung eine OGAW-Reform auf Level 1 unterstützen würde. Um den ETF-Markt zu stärken, sollte ein Gleichlauf zwischen den Anlageschwellen für aktiv und passiv verwalteten OGAW-Fonds herbeigeführt werden.

Das Zukunftsfinanzierungsgesetz war ein guter und wichtiger erster Schritt, um den deutschen Kapitalmarkt für Unternehmen und Bürger attraktiver zu machen. Die GDB ist sich sicher, dass die nachstehenden Anmerkungen und Vorschläge einen weiteren wichtigen Beitrag hierzu leisten werden.

2. Anmerkungen im Einzelnen

2.1 Änderung der Börsenzulassungs-Verordnung (Artikel 4)

2.1.1 Mindestdauer des Bestehens und Bilanzpublizität des Emittenten

Wir begrüßen ausdrücklich, dass für die Zulassung von Aktien zukünftig keine Mindestdauer des Bestehens des Emittenten von drei Jahren gegeben sein muss und keine Jahresabschlüsse aus den drei vorangegangenen Geschäftsjahren offengelegt sein müssen. Die Zulassungsvoraussetzungen des § 3 BörsZulV sind in der Praxis immer wieder Gegenstand von Diskussionen im Vorfeld von neuen Börsenzulassungen. Oft sind Transaktionen so strukturiert, dass der eigentliche Emittent eine neu gegründete Listed Company darstellt, sodass auf die Ausnahmenvorschriften des § 3 Absatz 2 BörsZulV zurückgegriffen werden muss. So wurde das Regel-Ausnahme-Verhältnis allzu oft in sein Gegenteil verkehrt. Der Wegfall der Regelung ist daher auch aus praktischer Sicht wünschenswert. Darüber hinaus sind historische Finanzkennzahlen auch Bestandteil von Wertpapierprospekt weshalb eine Transparenzverlust nicht zu befürchten ist.

Zudem beendet der Vorschlag, unabhängig von der Aufhebung der Richtlinie 2001/34/EG und der damit verbunden europarechtlichen Vorgaben, die bisherige Benachteiligung des deutschen Kapitalmarkts und der Emittenten, die eine Zulassung anstreben.

Als Folge der Streichung des § 3 BörsZulV müsste jedoch auch § 48 Absatz 2 Satz 2 Nr. 4 und 8 BörsZulV gestrichen werden.

2.1.2 Streuung der Aktien im Zeitpunkt der Zulassung

Wir unterstützen explizit die neue Regelvorgabe zum Streubesitz bei Erstzulassung. Der Wegfall der territorialen Beschränkung und die Reduzierung des prozentualen Mindestsatzes werden die heute vorherrschende Anwendung der Ausnahmen in großem Maße reduzieren. Bisher erfüllen die allermeisten Emittenten den Regeltatbestand des § 9 Absatz 1 BörsZulV nicht. Die territoriale Beschränkung des Streubesitzes auf den EU/EW-Raum widerspricht der Internationalität des Börsenhandels und insbesondere des IPO-Geschäfts und erschwert vor allem nach dem EU-Austritt des Vereinigten Königreichs die Erfüllung der entsprechenden Voraussetzung für europäische Emittenten.

Die Ausnahmen zum Streubesitz erscheinen auf den ersten Blick weniger streng als bisher und sind immer kombiniert mit der Gewährleistung eines ordnungsgemäßen Börsenhandels. Nach unserem Verständnis liegt entsprechend der gesetzgeberischen Wertung eine ausreichende Streuung nach § 9 Absatz 2 Nr. 1 BörsZulV jedenfalls vor, wenn 100.000 Stücke sich im Streubesitz befinden, denn: die gesetzgeberische Mindestanzahl zuzulassender Aktien beträgt nach § 2 Absatz 1 Satz 1 BörsZulV 1.000.000 Stück bei Annahme eines Aktienkurswerts in Höhe von 1 Euro. Hiervon müssen sich nach § 9 Absatz 1 BörsZulV mindestens 10 Prozent, also 100.000 Stück, im Streubesitz befinden. Wir regen an diese Überlegung jedenfalls in der Gesetzesbegründung darzulegen, um die diesbezügliche gesetzgeberische Intention

klarzustellen. § 9 Absatz 2 Nr. 3 BörsZulV stellt eine völlig neue, aber sinnvolle Anknüpfung an das Verhältnis zwischen dem Marktwert des Streubesitzes und des gezeichneten Kapitals dar.

Formulierungsvorschlag

Die Verordnung über die Zulassung von Wertpapieren zum regulierten Markt einer Wertpapierbörse (Börsenzulassungs-Verordnung – BörsZulV) vom 09.09.1998 (BGBl. I S. 2832); zuletzt geändert durch das Gesetz vom 11.12.2023 (BGBl. 2023 I Nr. 354), wird wie folgt geändert:

§ 9 Streuung der Aktien

(1) Zum Zeitpunkt der Zulassung müssen ~~Die zuzulassenden Aktien müssen im Publikum eines Mitgliedstaats oder mehrerer Mitgliedstaaten der Europäischen Union oder eines Vertragsstaates oder mehrerer Vertragsstaaten des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum ausreichend gestreut sein. Sie gelten als ausreichend gestreut, wenn~~ mindestens 10 Prozent ~~fünfundzwanzig vom Hundert~~ des Gesamtnennbetrages, bei nennwertlosen Aktien der Stückzahl, der zuzulassenden Aktien vom Publikum erworben worden ~~sind~~ sein. Wenn Aktien derselben Gattung bereits zum Handel zugelassen sind, bezieht sich die Prüfung des Mindeststreubesitzes nach Satz 1 auf alle ausgegebenen und zugelassenen Aktien derselben Gattung.

2.1.3 Wegfall der Veröffentlichung der Börsenzulassung im Bundesanzeiger

Wir unterstützen den Vorschlag zu § 51 BörsZulV, wonach die Veröffentlichung der Börsenzulassung zukünftig nicht mehr im Bundesanzeiger erfolgen muss, sondern die Veröffentlichung allein auf der Internetseite des Börsenbetreibers zu erfolgen hat. Schon heute ist es gängige Praxis, dass die Zulassungsentscheidungen unmittelbar nach ihrer Bekanntgabe von den Börsen auf ihren Internetseiten veröffentlicht werden. Zusätzlich veröffentlichen meist auch die Emittenten eine entsprechende Mitteilung, und die Entscheidung wird über die gängigen Börsenticker im Markt gestreut. Das Informationsinteresse des Kapitalmarkts wird somit schnell und unmittelbar bedient. Die Veröffentlichung der Zulassungsentscheidung im Bundesanzeiger erscheint meist erst zu einem wesentlich späteren Zeitpunkt. Zudem wird dem Umstand Rechnung getragen, dass die im Bundesanzeiger vorgehaltenen Informationen gegebenenfalls sogar einen irreführenden Eindruck erwecken, da sie zwar über die Zulassung, nicht aber über den Widerruf derselben informieren.

2.2 Änderung des Börsengesetzes (Artikel 18-20)

2.2.1 Ausweitung der Aufgaben und Befugnisse der Börsenaufsichtsbehörde gemäß § 3 Absatz 4 und 5 BörsG

Die geplanten Änderungen an § 3 BörsG sind nicht zur Umsetzung des Artikel 69 MiFID II in deutsches Recht beziehungsweise zur Angleichung des § 3 BörsG an § 44 KWG geboten. Sie

sind in ihrer Reichweite unklar und unverhältnismäßig. § 3 BörsG in der derzeitigen Fassung setzt Artikel 69 MiFID II ausreichend um.

Die der Börsenaufsicht neu eingeräumten Befugnisse gehen über die ihr gesetzlich zugewiesenen Aufgaben hinaus. Die Einführung anlassloser Prüfungen bei verbundenen Unternehmen des Börsenträgers ist unklar und unverhältnismäßig. Sie lässt sich nicht durch Verweis auf entsprechende Prüfungsrechte der BaFin begründen und geht über diese hinaus.

Die geplanten Änderungen werden zu Kompetenzkonflikten zwischen den Börsenaufsichtsbehörden der Länder und der BaFin als Bundesbehörde führen. Daraus ergibt sich (i) das Risiko eines Verstoßes gegen das grundgesetzliche Verbot der Mischverwaltung, sowie (ii) das Risiko eines Verstoßes gegen das europarechtliche Gebot der klaren Aufgabenabgrenzung gemäß Artikel 68 MiFID II.

Wir regen daher an, die Regelung wie nachfolgend anzupassen:

Zu § 3 Absatz 4 Satz 1 BörsG:

Die Änderungen verfolgen laut Begründung eine engere Anlehnung der Befugnisse der Börsenaufsicht an die Auskunfts- und Prüfungsrechte der BaFin nach § 44 KWG. Die Befugnis zur Vornahme von Prüfungen soll sich unter anderem auf verbundene Unternehmen des Börsenträgers erstrecken. Dies ist unverhältnismäßig, da ein sachlicher Bezug dieser Unternehmen zum Börsenbetrieb und mithin zur Zuständigkeit der Börsenaufsicht fehlt. Die Beteiligungsverhältnisse oder die Konzernstruktur des Börsenträgers können nicht über die Reichweite der Befugnisse der Börsenaufsicht entscheiden. Mit dem Börsenträger verbundene Unternehmen haben grundsätzlich keine Relevanz für den Börsenbetrieb oder die Aufgabenerfüllung der Börsenaufsicht.

Sofern verbundene Unternehmen selbst beaufsichtigt sind, kann es zudem zu Kompetenzkonflikten mit den für sie zuständigen Aufsichtsbehörden oder zu Kollisionen mit den für sie geltenden Aufsichtsanforderungen führen. Ein unauflösbarer Konflikt würde insbesondere dann entstehen, sofern beaufsichtigte Unternehmen gesetzlichen Geheimhaltungspflichten unterliegen, die keine Ausnahmen für Prüfungen durch eine an sich unzuständige Behörde vorsehen. Die geplanten Änderungen bergen zudem das Risiko der Grundgesetzwidrigkeit (Verbot der Mischverwaltung), da sie zu der Verwischung von Zuständigkeiten zwischen der BaFin als Bundesbehörde und den Börsenaufsichtsbehörden auf Länderebene führen können. Das ist auch mit europarechtlichen Vorgaben nicht vereinbar: Artikel 68 MiFID II fordert, dass ein Mitgliedstaat, wenn er mehrere Behörden als zuständige Behörden für die Durchsetzung der MiFID II und der MiFIR benennt, deren „jeweiligen Aufgaben klar [abgrenzt]“.

Der Entwurf geht auch deutlich über § 44 KWG hinaus, da sich die dort geregelten Auskunfts- und Prüfrechte der BaFin auf das beaufsichtigte Institut selbst und dessen übergeordnetes Unternehmen beschränken. Übergeordnete Unternehmen im Sinne des KWG sind Institute und Finanzholding-Gesellschaften, welche die aufsichtsrechtliche Konsolidierung vorzunehmen haben (§ 10a Absatz 1 und 2 KWG). Sie sind selbst Adressat von KWG-Pflichten und insbesondere für die Einhaltung von aufsichtsrechtlichen Vorgaben auf Gruppenebene verantwortlich. Hieraus rechtfertigt sich die Befugnis der BaFin, auch übergeordnete

Unternehmen prüfen zu können. Das BörsG sieht jedoch das Konzept der konsolidierten Aufsicht nicht vor. Selbst Prüfungen von übergeordneten Unternehmen des Börsenträgers besäßen daher keinen aufsichtsrechtlichen Anknüpfungspunkt. Prüfungen aller mit dem Börsenträger verbundenen Unternehmen wären erst recht uferlos und entbehrten jeder sachlichen Rechtfertigung.

Zum vorgesehenen Prüfrecht in Bezug auf Auslagerungsunternehmen ist anzumerken, dass dies zwar der Befugnis der BaFin nach § 44 KWG im Grundsatz entspricht. Der RefE sieht jedoch im Gegensatz zum KWG (§ 1 Absatz 10 KWG) keine Legaldefinition des Begriffs „Auslagerungsunternehmen“ vor, so dass Rechtsunsicherheit darüber entsteht, welche Unternehmen und Sachverhalte von dem Prüfrecht erfasst sind. Zudem spricht die Regelung pauschal von Auslagerungsunternehmen, so dass im Zusammenhang mit den sonstigen in § 3 Absatz 4 BörsG genannten Adressaten von Prüfungen unklar ist, ob sich das Prüfrecht der Börsenaufsicht auf Auslagerungsunternehmen des Börsenträgers beschränkt oder sich etwa auch auf Auslagerungsunternehmen von verbundenen Unternehmen des Börsenträgers erstrecken soll. Letzteres gehört eindeutig nicht zu den Aufgaben der Börsenaufsicht.

Wir regen daher an, die Bezugnahme auf „mit dem Börsenträger verbundenen Unternehmen im Sinne des § 271 Absatz 2 des Handelsgesetzbuchs“ in § 3 Absatz 4 Satz 1 BörsG zu streichen und eine Legaldefinition des Begriffs „Auslagerungsunternehmen“ in den RefE aufzunehmen, die an § 1 Absatz 10 KWG angelehnt ist.

Zu § 3 Absatz 4 Satz 2 BörsG:

Die Regelung sieht ein Auskunftsrecht der Börsenaufsicht gegenüber jedermann vor, das der Überwachung dienen soll, „ob die Verbote oder Gebote dieses Gesetzes oder der in § 1 Absatz 1 Satz 1 BörsG genannten Verordnungen eingehalten werden“. Die in § 1 Absatz 1 Satz 1 BörsG genannten Verordnungen sind neben der Verordnung (EU) 2015/2365 über die Transparenz von Wertpapierfinanzierungsgeschäften die Verordnung (EU) 600/2014 über Märkte für Finanzinstrumente (MiFIR) und die Verordnung (EU) 2022/2554 über die digitale operationale Resilienz im Finanzsektor (DORA). Das Auskunftsrecht würde die Börsenaufsicht somit beispielsweise auch legitimieren, Auskünfte von einem Kreditinstitut zu verlangen, um zu überwachen, ob dieses Kreditinstitut DORA-Anforderungen eingehalten hat. Dies ist jedoch eine klare und ausschließliche Kompetenz der BaFin. Die Regelung geht somit weit über die Kompetenz der Börsenaufsicht hinaus und ist zur Erfüllung ihrer Aufgaben nicht erforderlich. Es sollte klargestellt werden, dass die Börsenaufsicht das Auskunftsrecht nur im Rahmen der ihr nach § 3 BörsG zugewiesenen Aufgaben ausüben kann.

Wie regen daher an, in § 3 Absatz 4 Satz 2 BörsG den Passus „soweit dies zur Erfüllung ihrer Aufgaben erforderlich ist“ aufzunehmen. Dies würde auch einen Gleichlauf zu § 3 Absatz 4 Satz 1 BörsG herstellen.

Zu § 3 Absatz 5 Satz 2 BörsG:

Laut Begründung des RefE wird der Wortlaut von Satz 2 „an die frühere Gesetzesfassung angepasst, um auch drohende Missstände verhindern zu können.“

Die der Änderung zugrundeliegende Absicht erscheint unklar, da die frühere Gesetzesfassung (§ 2 Absatz 2 Satz 1 BörsG a.F.) bereits 2007 durch das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz in Umsetzung von Artikel 51 Abs. 1 Satz 1 MiFID I in § 3 Absatz 5 BörsG überführt und geändert wurde. Die zunächst nur gegenüber der Börse und den Handelsteilnehmern bestehende Anordnungsbefugnis wurde anschließend sukzessive auf den Börsenträger (2012) und schließlich auf jedermann (2018) erweitert. Insbesondere ist die Notwendigkeit einer weiteren Umsetzung von Artikel 70 MiFID II (zuvor Artikel 51 MiFID I) hinsichtlich der Sanktionierung von Verstößen nicht ersichtlich und geht aus der Gesetzesbegründung auch nicht hervor.

Wir regen eine Konkretisierung der Begründung zu der geplanten Änderung an, die diese Punkte aufgreift.

Zu § 5 Absatz 3 BörsG und § 50 Absatz 2 Nr. 10 BörsG (Auslagerungen):

Laut Begründung ist § 5 Absatz 3 BörsG an die Anzeigepflicht für Institute nach § 24 Absatz 1 Nr. 19 KWG angelehnt. Die beabsichtigte weitere Angleichung der Auslagerungsvorschriften für Börsenträger an den Institutssektor erscheint jedoch zunehmend überholt. § 5 Absatz 3 BörsG steht bereits heute in Konkurrenz zu unmittelbar für Börsenträger und die Börsenaufsichtsbehörden geltenden europarechtlichen Anforderungen an Auslagerungen (Artikel 6 RTS 7) und den Bezug von IKT-Dienstleistungen (DORA). Die Einführung von weiteren, an den Institutssektor angelehnten Parallelvorschriften über denselben Regelungssachverhalt würde daher nicht zu mehr Rechtssicherheit oder einer effektiveren Aufsicht, sondern tendenziell zu mehr Komplexität und überlappenden Anforderungen führen.

Durch die Änderung würde die Anzeigepflicht des Börsenträgers über Auslagerungssachverhalte auf „wesentliche Änderungen und schwerwiegende Vorfälle“ im Rahmen von bestehenden wesentlichen Auslagerungen erweitert. Diese Begriffe sind unbestimmt, so dass Unklarheit darüber entstehen würde, welche Ereignisse konkret anzeigepflichtig sind. Für Institute konkretisiert § 3 AnzV den Inhalt von Auslagerungsanzeigen nach § 24 Absatz 1 Nr. 19 KWG und definiert die Begriffe „wesentliche Änderungen“ und „schwerwiegende Vorfälle“. Das unmittelbare Heranziehen von § 3 AnzV zur Konkretisierung der vorgesehenen Neuregelung in § 5 Absatz 3 BörsG ist ausgeschlossen, da die AnzV auf einer KWG-spezifischen Verordnungsermächtigung beruht, von der BaFin als für Börsenträger unzuständige Behörde erlassen wurde und daher nur für KWG-Institute und nicht für Börsenträger gilt.

Spätestens auf Ebene des Bußgeldtatbestands (§ 50 Absatz 2 Nr. 10 BörsG n.F.) würden die unbestimmten Begriffe „wesentliche Änderungen“ und „schwerwiegende Vorfälle“ (s.o.) zu einem uferlosen Bußgeldtatbestand führen und nicht mehr dem Bestimmtheitsgebot genügen.

Zumindest sollte daher in der Gesetzesbegründung klargestellt werden, dass zur Bestimmung dieser Begriffe auf § 3 AnzV entsprechend Bezug genommen werden kann.

Zu § 5 Absatz 4b BörsG (Pflichten des Börsenträgers):

§ 5 Absatz 4b BörsG wird ergänzt um einen Hinweis auf Artikel 22b der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 festgelegten Standards für die Datenqualität.

Während es bei § 5 Absatz 4b BörsG jedoch um die Eingabe der Order in das Handelssystem, beziehungsweise deren Verarbeitung im Handelssystem geht, bezieht sich der neue Hinweis auf Artikel 22b auf die öffentliche Datenverteilung an den Konsolidierten Datenticker.

Da der aktuelle Text einen nicht zwingend korrekten sachlogischen Zusammenhang herstellt, empfehlen wir, die Referenz zu Artikel 22b der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 in einem eigenen Absatz 4c) in § 5 BörsG umzusetzen.

Sollte der Gesetzgeber einen Absatz beibehalten wollen, wäre zumindest eine Umordnung so auszuführen, dass die Referenz zu Artikel 22b, welche sich auf die Veröffentlichungssysteme des Börsenträgers bezieht, als zweiter Punkt benannt wird.

Dies würde die sachlogische Abfolge wieder herstellen.

Zu § 5 Absatz 9 BörsG (Pflichten des Börsenträgers):

Durch die neue Vorschrift soll der Börsenträger verpflichtet werden, der Börsenaufsichtsbehörde schwerwiegende Verstöße gegen die Handelsregeln, Störungen der Marktintegrität und Anhaltspunkte für einen Verstoß gegen die Vorschriften der MAR unverzüglich zu melden. Laut Begründung diene dies der Umsetzung von Artikel 54 Absatz 2 MiFID II. Tatsächlich ist eine solche Umsetzung bereits erfolgt und die Regelung daher nicht erforderlich. Sie stünde zudem in Widerspruch zu der im Börsengesetz geregelten Börsenorganisation und wäre praktisch nicht erfüllbar.

Artikel 54 Absatz 1 und 2 MiFID II regelt die Pflicht von Marktbetreibern, das Handelsgeschehen an der Börse zu überwachen und Regelverstöße von Teilnehmern am Börsenhandel der zuständigen Behörde zu melden. Marktbetreiber können – übersetzt in die deutsche Börsenorganisation – sowohl der Börsenträger als auch die Börse selbst sein (vgl. Artikel 4 Absatz 1 Nr. 18 MiFID II). Ob die aus Artikel 54 Absatz 1 und 2 MiFID II folgenden Pflichten in Deutschland die Börse oder den Börsenträger treffen, ergibt sich aus der Aufgabenverteilung des Börsengesetzes. Diese Aufgabenverteilung weist entsprechende Informationspflichten nur der Börse und ihren Organen zu, nicht aber dem Börsenträger.

Den Börsenträger treffen in Bezug auf die geplanten meldepflichtigen Vorgänge keine Überwachungsaufgaben. Seine Aufgaben beschränken sich auf die Erfüllung und Sicherstellung seiner Betriebspflicht. Er hat der Börse auf Anforderung die zur Durchführung und angemessenen Fortentwicklung des Börsenbetriebs erforderlichen finanziellen, personellen und sachlichen Mittel zur Verfügung zu stellen (§ 5 Absatz 1 Satz 2 BörsG). Die Durchführung des Börsenhandels einschließlich der Überwachung des Verhaltens der Handelsteilnehmer obliegt hingegen ausschließlich der Börse und insbesondere der Handelsüberwachungsstelle (HÜSt). Der Börsenträger hat in Bezug auf die genannten Vorgänge gegenüber der Börse auch keinen Informationsanspruch. Umgekehrt ist die Börse aufgrund der Verschwiegenheitspflicht nach § 10 BörsG an einer Information des Börsenträgers gehindert. Im Ergebnis könnte der Börsenträger somit den geplanten Meldepflichten auch faktisch nicht nachkommen.

Die Meldepflichten der HÜSt nach § 7 Absatz 5 BörsG setzen Artikel 54 Absatz 2 MiFID II bereits ordnungsgemäß und abschließend um. Insbesondere folgen für die HÜSt aus § 7 Absatz 5 BörsG

umfangreiche Meldepflichten auch an die Börsenaufsicht im Fall einer potenziellen Verletzung von börsenrechtlichen Vorschriften oder Anordnungen oder sonstigen Missständen, die die ordnungsgemäße Durchführung des Handels beeinträchtigen können. Daneben hat die HÜSt gemäß § 7 Absatz 5 BörsG auch die BaFin zu unterrichten, wenn sie Tatsachen feststellt, die für deren Aufgabenerfüllung erforderlich sind, wozu insbesondere auch eine Informationspflicht bei Marktmissbrauch (Artikel 14, 15 MAR) gehört. Eine weitere Informationspflicht bei Marktmissbrauch an die BaFin folgt mittlerweile unmittelbar aus Artikel 16 MAR. Schon aus diesem Grund dürfte Artikel 54 Absatz 2 MiFID II, soweit er sich auf eine Informationspflicht bei Marktmissbrauch bezieht, mittlerweile überholt und gegenstandslos sein.

Die Einführung von § 5 Absatz 9 BörsG würde demnach zu doppelten Meldestrukturen führen, die zur Umsetzung von Artikel 54 MiFID II nicht erforderlich, mit dem Grundsatz der Trennung zwischen Börse und Börsenträger nicht vereinbar und praktisch nicht umsetzbar sind. Wir regen an, die Vorschrift zu streichen.

2.2.2 Gebühren und Entgelte

Die GDB begrüßt die Streichung des § 17 Absatz 1 Satz 1 Nr. 4 BörsG, die Änderung des gegenwärtigen Nr. 5 durch Streichung des Satzteils „deren Laufzeit nicht bestimmt ist,“ und die Neunummerierung als Nr. 4 anstelle des bisherigen Satz 1. Derzeit besteht für Börsen 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.

Die durch die Börse geschaffenen Möglichkeiten, Börseneinrichtungen laufend zu nutzen und entsprechende Transaktionen vornehmen zu können, insbesondere im Bereich des fortlaufenden Handels von Wertpapieren, verursachen nicht unerhebliche laufende Kosten – unabhängig von der Laufzeit eines Wertpapiers. 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. Aus unserer Sicht besteht kein sachlicher Grund, Wertpapiere mit unbestimmter Laufzeit vor dem Hintergrund des Kostendeckungsprinzips anders zu behandeln als Wertpapiere, deren Laufzeit begrenzt ist.

Die bestehende Regelung ermöglicht eine Umgehung der Gebührenerhebung durch Begebung von Wertpapieren mit einer bestimmten, über Jahrzehnte währenden 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. Gleichmaßen 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 nun vorgeschlagenen Möglichkeit, jährliche Notierungsgebühren auch für Wertpapiere mit bestimmter Laufzeit einzuführen, wird eine wichtige Voraussetzung für die Wahrung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit deutscher Börsen geschaffen.**

Daneben würden wir eine Anpassung in § 17 Absatz 3 BörsG zur Klarstellung begrüßen, wonach der Börsenträger für Dienstleistungen im Rahmen des Börsenbetriebs, die er „für Handelsteilnehmer, Emittenten von Wertpapieren, die im regulierten Markt der Börse gehandelt werden, oder sonstige Dritte“ erbringt, separate Entgelte verlangen kann. Eine Aufnahme des nachstehenden Begründungsvorschlags in die Gesetzesbegründung würde der Rechtssicherheit dienen.

Formulierungsvorschlag

Das Börsengesetz (BörsG) vom 16.07.2007 (BGBl. I S. 1330), zuletzt geändert durch Gesetz vom 27.12.2024 (BGBl. I S. 438), wird wie folgt geändert:

§ 17 Gebühren und Entgelte

(3) Unbeschadet der nach Absatz 1 erhobenen Gebühren kann der Börsenträger separate Entgelte verlangen. Dies gilt auch für Dienstleistungen, welche er im Rahmen des Börsenbetriebs für Handelsteilnehmer, Emittenten von Wertpapieren, die im regulierten Markt der Börse gehandelt werden, oder sonstige Dritte erbringt, sowie für die Offenlegung von Vorhandels- und Nachhandelsdaten.

Vorschlag für Begründung

Die Änderungen in § 17 Absatz 3 Satz 2 BörsG dienen der Klarstellung, dass der Börsenträger für Dienstleistungen im Rahmen des Börsenbetriebs (wie etwa die Bereitstellung von Handelssystemen oder der Vertrieb von Handelsdaten), die er „für Handelsteilnehmer, Emittenten von Wertpapieren, die im regulierten Markt der Börse gehandelt werden, oder sonstige Dritte“ erbringt, separate Entgelte verlangen kann. Der Begriff „Dritte“ bezog sich auch seither auf alle Personen, die nicht Börse beziehungsweise Börsenträger einerseits oder Handelsteilnehmer andererseits sind und umfasste auch Emittenten. Auch diese können Empfänger von Dienstleistungen des Börsenträgers „im Rahmen des Börsenbetriebs“ sein.

2.2.3 Wegfall der Entscheidung der Geschäftsführung bzgl. der Aufnahme der Notierung zugelassener Wertpapiere im regulierten Markt durch Verwaltungsakt

In seiner jetzigen Fassung regelt § 38 Absatz 1 BörsG, 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 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 einen Wettbewerbsnachteil für den Finanzstandort Deutschland darstellt.

Die GDB begrüßt ausdrücklich die vorgeschlagene Anpassung des § 38 Absatz 1 BörsG, wonach die Einführung künftig als Realakt qualifiziert wird. Das schlichte Verwaltungshandeln bei Aufnahme der Notierung zugelassener Wertpapiere im regulierten Markt lässt mehr Flexibilität zu

und reduziert den Verwaltungsaufwand. Entsprechend wäre auch die Handelseinstellung als actus contrarius zur Einführung nach § 38 BörsG als Realakt anzusehen.

2.2.4 Änderungen der Delisting-Regelung – Entscheidung der Börsengeschäftsführung

Durch die Änderung in § 39 Absatz 2 Satz 1 BörsG wird die Entscheidung der Börsengeschäftsführung über den Antrag des Emittenten, die Zulassung von Wertpapieren zum Handel im regulierten Markt zu widerrufen, zu einer gebundenen Entscheidung. Dadurch erhalten sowohl die Börse als auch die Emittenten mehr Rechtssicherheit.

§ 39 Absatz 2 Satz 2 Nr. 4 BörsG erweitert die Zulässigkeit eines Delisting-Antrags ohne Erwerbsangebot auf Fälle, in denen über das Vermögen des Emittenten ein Insolvenzverfahren eröffnet wurde. Die Regelung ist zu begrüßen, da insolventen Emittenten erfahrungsgemäß keine Mittel zur Durchführung eines Erwerbsangebotes zur Verfügung stehen und diese in der Vergangenheit daher an der Börse „gefangen“ waren.

Aus unserer Sicht ist es ebenfalls geboten, **die Zulässigkeit eines Delisting-Antrags ohne Erwerbsangebot auch auf solche Fälle auszweiten, bei denen die Aktien weiterhin an einem Markt gehandelt werden**, die einem organisierten Markt nach europäischen Vorgaben beziehungsweise deren Delisting-Vorgaben entsprechen.

Formulierungsvorschlag

Das Börsengesetz (BörsG) vom 16.07.2007 (BGBl. I S. 1330), zuletzt geändert durch Gesetz vom 27.12.2024 (BGBl. I S. 438), wird wie folgt geändert:

§ 39 Widerruf der Zulassung bei Wertpapieren

(2) Die Geschäftsführung hat ~~kann~~ die Zulassung im Sinne des Absatzes 1 auch auf Antrag des Emittenten widerrufen. ~~Der Widerruf darf nicht dem Schutz der Anleger widersprechen.~~ Bei Wertpapieren im Sinne des § 2 Absatz 2 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes ist ein Widerruf nur zulässig, wenn

1. bei Antragstellung unter Hinweis auf den Antrag eine Unterlage über ein Angebot zum Erwerb aller Wertpapiere, die Gegenstand des Antrags sind, nach den Vorschriften des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes veröffentlicht wurde, ~~oder~~
2. die Wertpapiere weiterhin zugelassen sind
 - a) an einer anderen inländischen Börse zum Handel im regulierten Markt oder
 - b) in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zum Handel an einem organisierten Markt, sofern für einen Widerruf der Zulassung zum Handel an diesem Markt Nummer 1 entsprechende Voraussetzungen gelten.
 - c) zum Handel an einem Markt außerhalb der Europäischen Union und außerhalb der anderen Vertragsstaaten des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum, der mit einem organisierten Markt vergleichbar ist und an dem

für einen Widerruf der Zulassung zum Handel an diesem Markt Nummer 1 entsprechende Voraussetzungen gelten.

2.2.5 Kündigung der Einbeziehung von Wertpapieren zum Handel am KMU-Wachstumsmarkt

§ 48a Absatz 1b BörsG n.F. sieht vor, dass für den Fall, dass der Emittent die Einbeziehung von Wertpapieren zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt kündigt, § 39 Absatz 2 bis 6 entsprechende Anwendung findet, sofern er nicht die Zulassung dieser Wertpapiere zum Handel im regulierten Markt beantragt.

Durch diese Vorschrift soll verhindert werden, dass Emittenten ohne Abgabe eines Delisting-Erwerbsangebots ihre Wertpapiere vom regulierten Markt delisten, indem sie zunächst ein Downlisting in einen KMU-Wachstumsmarkt vollziehen und anschließend die Einbeziehung der Wertpapiere in den KMU-Wachstumsmarkt kündigen. Wir verstehen und unterstützen diese Intention, sind jedoch der Auffassung, dass die getroffene Regelung zu weit gefasst ist.

Die aktuelle Formulierung erstreckt die entsprechende Anwendbarkeit des § 39 Absatz 2 bis 6 auf alle Emittenten, deren Wertpapiere in den Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt einbezogen sind und umfasst damit auch solche Emittenten, deren Wertpapiere nicht zuvor zum Handel in einem regulierten Markt zugelassen waren, deren Wertpapiere also seit je her ausschließlich zum Handel in einen KMU-Wachstumsmarkt oder sonstigen Freiverkehr einbezogen sind.

Aus unserer Sicht verringert diese Regelung die Attraktivität des KMU-Wachstumsmarkts für KMU durch die Schaffung einer zusätzlichen Ausstiegshürde in Form eines zwingenden Erwerbsangebots, das gerade für kleinere und kapitalmarkunerfahrene Unternehmen gegen ein Listing in einem KMU-Wachstumsmarkt spricht, weil keine einfache Rückzugsmöglichkeit vom Börsenhandel mehr bestünde. Wir befürchten, dass diese Regelung, entgegen der durch den Gesetzgeber bezweckten Stärkung und Revitalisierung der KMU-Wachstumsmärkte und Vereinfachung des Börsenzugangs für KMU, eine Flucht der gelisteten Emittenten aus KMU-Wachstumsmärkten zur Folge haben könnte. Zudem ist die Regelung geeignet KMU, die ein erstmaliges Listing an einer Börse erwägen, abzuschrecken. Außerdem erscheint die Gleichbehandlung von bislang ausschließlich im Freiverkehr gelisteten Emittenten und Emittenten, die zuvor ein Downlisting aus dem regulierten Markt vollzogen haben, vor dem Hintergrund der Zweckrichtung der Vorschrift nicht gerechtfertigt.

Wir schlagen deshalb vor, die entsprechende Anwendbarkeit des § 39 Absatz 2 bis 6 auf diejenige Konstellation zu beschränken, die eine Missbrauchsgefahr birgt. Diese Gefahr, die in der bewussten Umgehung der Regelungen des § 39 Absatz 2 bis 6 durch Emittenten zu sehen ist, kommt nur in Betracht im Falle eines Downlistings, wenn also der Emittent, dessen Wertpapiere nunmehr zum Handel in einen KMU-Wachstumsmarkt einbezogen sind, zuvor unter Nutzung der Ausnahmeregelung nach § 39 Absatz 2 Satz 2 Nr. 3 den Widerruf der Zulassung seiner Wertpapiere zum Handel im regulierten Markt erwirkt hat. Zudem regen wir an die Verpflichtung

zur Abgabe eines Delisting-Erwerbsangebots in der Konstellation des Downlistings unter Nutzung der Ausnahmeregelung nach § 39 Absatz 2 Satz 2 Nr. 3 auf einen Zeitraum von zwei Jahren zu befristen. Eine befristete Verpflichtung erscheint vor dem Hintergrund der Zweckrichtung der Vorschrift des Umgehungsverbots und des Anlegerschutzes möglich und verhältnismäßig, denn die Anleger hätten in dieser zweijährigen Übergangsphase vor einer möglichen Kündigung aus dem KMU-Wachstumsmarkt die Möglichkeit eine Desinvestitionsentscheidung im Wege der Veräußerung ihrer Wertpapiere über den Börsenhandel zu vollziehen, wenn sie das Risiko einer Kündigung der Einbeziehung der Wertpapiere in den Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt durch den Emittenten ohne verpflichtendes Erwerbsangebot nicht tragen wollen.

2.3 Änderung des Aktiengesetzes (Artikel 22)

2.3.1 Herabsetzung des Mindestnennwerts einer Aktie

Wir begrüßen, dass der Referentenentwurf durch § 8 Absatz 7 AktG Aktiengesellschaften die Möglichkeit einräumen möchte, in der Satzung festzulegen, dass der **Nennbetrag für Nennbetragsaktien sowie für Stückaktien der auf die einzelne Aktie entfallende anteilige Betrag des Grundkapitals auf bis zu einem Eurocent abgesenkt werden darf**.

Durch die mögliche Herabsetzung des Mindestnennbetrags 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.

Eine Herabsetzung ermöglicht auch Unternehmen, deren Aktien zu niedrigen Börsenkursen nahe einem Euro notieren, mittels Kapitalerhöhungen Eigenkapital aufzunehmen. Nach geltender Rechtslage 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 Unterpari-emission unter dem Nennbetrag ist gemäß § 9 Absatz 1 AktG nicht möglich. Insbesondere Wachstumsunternehmen mit dringendem Kapitalbedarf werden von der Neuregelung profitieren.

3. Weitere Vorschläge

Ein gut funktionierender Kapitalmarkt steht für mehr Wohlstand, bietet Kleinanlegern und Bürgern eine sichere Altersvorsorge und bietet Unternehmen nötiges Kapital, was für Wirtschaftswachstum sorgt. Ohne einen funktionierenden Kapitalmarkt wird es weder eine erfolgreiche Transformation zu einer nachhaltigen und digitalen Wirtschaft und Gesellschaft geben noch werden wir unseren Wohlstand dauerhaft halten können. Wir regen daher weitere Anpassungen an, die nachfolgend erläutert werden.

3.1 Kapitalmaßnahmen zur Stärkung der Unternehmensfinanzierung

3.1.1 Angemessenheit der Höhe des Ausgabebetrages beim vereinfachten Bezugsrechtsausschluss

Mit der Erhöhung der Grenze beim vereinfachten Bezugsrechtsausschluss von 10 Prozent auf nun 20 Prozent im Rahmen des ersten Zukunftsfinanzierungsgesetzes ist der Gesetzgeber der internationalen Marktpraxis gefolgt. Nach wie vor fehlt es jedoch an einer gesetzlichen Regelung der Fragen, wie beziehungsweise wann der maßgebliche Börsenkurs zu ermitteln ist und wann eine wesentliche Unterschreitung des Börsenkurses vorliegt.

Begründung

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 Ausgabebetrages 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 06.09.1965 (BGBl. I S. 1089), zuletzt geändert durch Gesetz vom 23.10.2024 (BGBl. 2024 I Nr. 323), 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 des Bezugsrechts ist insbesondere dann zulässig, wenn die Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen zwanzig 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.

3.1.2 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 Altgesellschaftern 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 06.09.1965 (BGBl. I S. 1089), zuletzt geändert durch Gesetz vom 23.10.2024 (BGBl. 2024 I Nr. 323), 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.

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

Durch das Zukunftsfinanzierungsgesetz wurde der Nennbetrag des bedingten Kapitals zur Vorbereitung des Zusammenschlusses von Unternehmen auf 60 Prozent erhöht. Der Nennbetrag des bedingten Kapitals für Umtausch- oder Bezugsrechte blieb jedoch bei der Hälfte des Grundkapitals.

Wir verweisen auf unsere Begründung zum vorangestellten Unterabschnitt 3.1.2. Der Verzicht auf die Erhöhung des Nennbetrags des bedingten Kapitals für Umtausch- oder Bezugsrechte schränkt die Flexibilität bei der Ausgabe dieser Instrumente als kurzfristige Finanzierungsmöglichkeit ein.

Formulierungsvorschlag

Das Aktiengesetz vom 06.09.1965 (BGBl. I S. 1089), zuletzt geändert durch Gesetz vom 23.10.2024 (BGBl. 2024 I Nr. 323), wird wie folgt geändert:

§ 192 Voraussetzungen

(3) Der Nennbetrag ~~des bedingten Kapitals darf sechzig vom Hundert und der Nennbetrag~~ des nach

~~1. Absatz 2 Nummer 1 beschlossenen Kapitals die Hälfte,~~

2. Absatz 2 Nummer 3 beschlossenen Kapitals darf zwanzig vom Hundert des Grundkapitals, das zur Zeit der 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.

3.2 Ausnahme von der AGB-Kontrolle

Die durch das Zukunftsfinanzierungsgesetz vorgenommene Änderung des BGB, bei bestimmten erlaubnispflichtigen Finanzgeschäften eine Ausnahme von der AGB-Kontrolle vorzusehen, erleichtert die Durchführung von Verträgen zwischen Finanzunternehmen und erhöht deren Rechtssicherheit. Es handelt sich dabei um eine eng begrenzte Ausnahme von der AGB-Kontrolle, die auf erlaubnispflichtige Finanzunternehmen beschränkt ist, wenn diese aufgrund ihrer Sachkunde für Finanzgeschäfte nicht des Schutzes durch die AGB-rechtliche Inhalts-

kontrolle bedürfen. Dennoch möchten wir auf einige Punkte hinweisen, welche die Wettbewerbsfähigkeit des Standortes Deutschland weiter stärken würden.

Zentralverwahrer beziehungsweise zentrale Gegenpartei

Zentralverwahrer und zentrale Gegenparteien sind Finanzmarktinfrastukturanbieter, für die mit der Verordnung (EU) 909/2017⁴ beziehungsweise der Verordnung (EU) 648/2012 eigene aufsichtsrechtliche Regime gelten, nach denen sie strengen regulatorischen Anforderungen und Erlaubnispflichten unterliegen. Diese Erlaubnispflichten werden von dem aktuellen Text 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 Nr. 6 beziehungsweise Nr. 12 KWG¹. Insofern findet § 310 Absatz 1a BGB grundsätzlich auch auf Verträge von Zentralverwahrern und zentralen Gegenparteien Anwendung. Allerdings berücksichtigt die Norm noch nicht in ausreichendem Maße die Besonderheiten von Zentralverwahrern und zentralen Gegenparteien im Sinne von § 1 Absatz 6 beziehungsweise Absatz 31 KWG.

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 bestehende 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

Gemäß § 310 Absatz 1a BGB müssen mit Ausnahme von Zentralbanken und internationalen Finanzorganisationen generell beide Vertragspartner eine Erlaubnis für Bankgeschäfte, Finanzdienstleistungen, Wertpapier(neben)dienstleistungen oder Zahlungsdienste haben (Finanzunternehmen).

¹ Dass dies so ist, ist eine deutsche Besonderheit. Daher würden Zentralverwahrer und zentrale Gegenparteien aus anderen Ländern wohl nicht unter die Ausnahme fallen.

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 Clearingverpflichtung² 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 Zahlungs- beziehungsweise Übertragungsaufträgen zwischen den Teilnehmern vorsieht. Diese förmliche Vereinbarung bildet in der Praxis das Regelwerk des Zentralverwahrers beziehungsweise das 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 erfahrene Vertragspartner, die im Zusammenhang mit dem Clearing nicht zwingend des besonderen Schutzes einer AGB-Inhaltskontrolle bedürfen.

Mit der Beschränkung der Ausnahme von der AGB-Inhaltskontrolle nur für Teilnehmer, die Finanzunternehmen sind, kann dazu führen, dass bestimmte Regelungen nur gegenüber diesen Teilnehmern wirksam sind, 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, ist damit 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.

² Je nach Assetklasse kann eine Clearingverpflichtung ab einem Geschäftsvolumen von ein bis vier Mrd. Euro bspw. für bestimmte OTC-Geschäfte bestehen.

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

Neben der Ausnahme von §§ 307 und 308 Nr. 1a und 1b BGB sollten 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 bleibt damit in weiten Teilen erhalten.

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. § 310 Absatz 1a BGB nimmt Verträge über erlaubnispflichtige Finanzgeschäfte von der AGB-Kontrolle aus. Die Regelwerke und vertraglichen Vereinbarungen von Zentralverwahrern und zentralen Kontrahenten bilden einen allgemeinen rechtlichen Rahmen für die Teilnehmer. Insbesondere im Fall von Zentralverwahrern 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 § 310 Absatz 1a BGB 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 Finanzmarktinфраstruktur beitragen, wenn sichergestellt wird, dass sämtliche Bestandteile der Regelwerke von Zentralverwahrern und zentralen Gegenparteien und vertraglichen Vereinbarungen mit sämtlichen Teilnehmern beziehungsweise Clearingmitgliedern und deren Kunden vollständig von der AGB-Kontrolle ausgenommen wären.

Börsen und deren Träger

Die vorstehende Problematik stellt sich auch für Börsen und deren Träger, da es sich bei Handelsteilnehmern nicht zwingend um Finanzunternehmen handelt. Für die Regeln der Börsen selbst spielt das zwar 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.

Börsen und ihre Träger sollten daher aus § 310 Absatz 1a) Satz 1 BGB herausgelöst und in den vorgeschlagenen Absatz 1b aufgenommen werden.

Formulierungsvorschlag

Das Bürgerliches Gesetzbuch in der Fassung vom 02.01.2002 (BGBl. I S. 42, 2909; 2003 I S. 738), zuletzt geändert durch Gesetz vom 17.07.2025 (BGBl. 2025 I Nr. 163), wird wie folgt geändert:

§ 310 Anwendungsbereich

(1a) Die §§ 307 und 308 Nummer 1a und 1b sind nicht anzuwenden auf Verträge über Geschäfte nach Satz 2, wenn ein Unternehmer das Geschäft, das Gegenstand des Vertrages ist, rechtmäßig gewerbsmäßig tätig und den Vertrag geschlossen hat mit

1. einem Unternehmer, der solche Geschäfte am Ort seines Sitzes oder einer Niederlassung auch als Erbringer der vertragstypischen Leistung rechtmäßig gewerbsmäßig tätigen kann,
2. einem großen Unternehmer im Sinne des Satzes 3, der Geschäfte nach Satz 2 am Ort seines Sitzes oder einer Niederlassung auch als Erbringer der vertragstypischen Leistung rechtmäßig gewerbsmäßig tätigen kann.

Geschäfte nach Satz 1 sind

1. Bankgeschäfte im Sinne des § 1 Absatz 1 Satz 2 des Kreditwesengesetzes,
2. Finanzdienstleistungen im Sinne des § 1 Absatz 1a Satz 2 des Kreditwesengesetzes,
3. Wertpapierdienstleistungen im Sinne des § 2 Absatz 2 des Wertpapierinstitutsgesetzes und Wertpapiernebenleistungen im Sinne des § 2 Absatz 3 des Wertpapierinstitutsgesetzes,
4. Zahlungsdienste im Sinne des § 1 Absatz 1 Satz 2 des Zahlungsdienstaufsichtsgesetzes,
5. Geschäfte von Kapitalverwaltungsgesellschaften nach § 20 Absatz 2 und 3 des Kapitalanlagegesetzbuchs und
- ~~6. Geschäfte von Börsen und ihren Trägern nach § 2 Absatz 1 des Börsengesetzes.~~

Ein Unternehmer ist als großer Unternehmer nach Satz 1 Nummer 2 anzusehen, wenn er in jedem der beiden Kalenderjahre vor dem Vertragsschluss zwei der drei folgenden Merkmale erfüllt hat:

1. er hat im Jahresdurchschnitt nach § 267 Absatz 5 des Handelsgesetzbuchs jeweils mindestens 250 Arbeitnehmer beschäftigt,
2. er hat jeweils Umsatzerlöse von mehr als 50 Millionen Euro erzielt oder
3. seine Bilanzsumme nach § 267 Absatz 4a des Handelsgesetzbuchs hat sich jeweils auf mehr als 43 Millionen Euro belaufen.

Satz 1 ist auch anzuwenden, wenn die folgenden Stellen eine der beiden Vertragsparteien sind:

1. die Deutsche Bundesbank,
2. die Kreditanstalt für Wiederaufbau,

3. eine Stelle der öffentlichen Schuldenverwaltung nach § 2 Absatz 1 Nummer 3a des Kreditwesengesetzes,
4. eine auf der Grundlage der §§ 8a und 8b des Stabilisierungsfondsgesetzes errichtete Abwicklungsanstalt,
5. die Weltbank, der Internationale Währungsfonds, die Europäische Zentralbank, die nationalen Zentralbanken der Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums und des Vereinigten Königreichs Großbritannien und Nordirland, die Europäische Investitionsbank oder eine vergleichbare internationale Finanzorganisation.

(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. Dieser Abschnitt findet ferner keine Anwendung auf Verträge, die Börsen und ihre Träger nach § 2 Absatz 1 des Börsengesetzes mit ihren Handelsteilnehmern im Sinne von § 2 Absatz 1 Satz 1 BörsG abschließen. Das gilt nicht, soweit es sich bei dem jeweiligen Vertragspartner um einen Verbraucher handelt.

3.3 Eintragung des wirtschaftlich Berechtigten in ein zentrales Namensregister

Die Regelungen des § 67 AktG zur Führung eines Aktienregisters sind nicht eindeutig formuliert, insbesondere was „den Prozess der Aktionärsidentifikation“ sowie „die Ein- und Umtragung von Namensaktien“ angeht. Zur Erhöhung der Rechtssicherheit regen wir eine Überprüfung des § 67 AktG an, um die Eintragung der tatsächlichen Endinvestoren (wirtschaftlich Berechtigten) als Aktionäre zweifelsfrei verpflichtend vorzuschreiben und die Qualität des Namensaktienregisters dadurch zu erhöhen.

Rechtssicherheit und Integrität könnten optimal über eine verpflichtende und kostenpflichtige Eintragung von Transaktionen in ein Namensaktienregister gewährleistet werden. Dieses Register, aufbauend auf transaktions-basierten Eintragungen (Kauf/Verkauf durch Aktionäre), könnte dann sämtliche Änderungen wie etwa Ein-, Aus- und Umtragungen verzeichnen, ohne eine komplette Abfrage aller Daten von unterschiedlichen Akteuren in der Verwahrkette zu einem bestimmten Zeitpunkt notwendig werden zu lassen. Dieses Konzept eines jederzeit aktuellen und bezogen auf Endinvestoren vollständigen Registers folgt drei Prinzipien, die nicht nur zur Stärkung der individuellen Aktionärsrechte beitragen, sondern auch die Grundlagen für einen fairen und zukunftsfähigen Aktienmarkt bilden würden:

Transparenz wird gewährleistet über die Einzeleintragungen der wirtschaftlich Berechtigten mittels eines verpflichtenden und kostenpflichtigen Eintragungssystems von Namensaktien in ein Namensaktienregister, das somit jederzeit Auskünfte und Informationsweitergabe an Emittenten, Banken, Investoren sowie Finanzbehörden ermöglichen könnte. Mithilfe dieses Registers könnte eine transparente und übersichtliche Aktionärs-

identifikation für Hauptversammlungen und andere Kapitalmaßnahmen gewährleistet werden. Auch stichtagsbezogene Abfragen zu Sanktionsregimen oder zur Aktionärsidentifikation wären zu jedem Zeitpunkt denkbar.

Nach aktueller Rechtslage können diese Daten auch durch den Emittenten mittels einer Aktionärsidentifikationsanfrage nach § 67d AktG ermittelt werden. Da diese Abfragen nicht regelmäßig erfolgen und insbesondere bei Sanktionierungen erst initiiert werden müssen, ist für die Emittenten die Aktionärsidentität für einen Großteil des Geschäftsjahres nicht nachvollziehbar, beziehungsweise unbekannt.

Durch verpflichtende Einzeleintragungen der wirtschaftlich Berechtigten in ein Namensaktienregister würde diese Transparenzlücke geschlossen, womit insbesondere bei regulären Abfragen wie zu einer Hauptversammlung oder dem Dividendenstichtag, als auch bei irregulären Abfragen wie zum Zwecke einer Sanktionierung oder Steuermeldungen, die jeweiligen Aktionärsidentitäten sofort ermittelbar und verfolgbar wären.

Demgegenüber stellen insbesondere Fremdbesitz-Eintragungen (sogenannte Nominee-Eintragungen) aktuell eine Quelle der Intransparenz dar und erschweren die Ausübung von Aktionärsrechten. Die Entwicklung zu einer verpflichtenden und individuellen Eintragung der wirtschaftlich Berechtigten von Namensaktien erachten wir als notwendig für ein transparentes Finanzsystem mit klaren und eindeutigen Besitzverhältnissen.

Ein heute geführtes Aktienregister ist in der Regel mit Aktionärsdaten von nur 40 Prozent bis maximal 60 Prozent des Grundkapitals befüllt und stark auf den deutschen Binnenmarkt beim Zentralverwahrer fokussiert. **Die Herstellung einer Vollständigkeit dieses Registers kann durch eine Verpflichtung zur Eintragung gefördert werden. Gleichzeitig ließen sich hierdurch intransparente Nominee-Eintragungen sowie fehlende Aktionärsidentifikation verhindern.** Bei Anfragen zur Aktionärsidentifikation mithilfe von sogenannten SID (Shareholder Identification)-Requests im Rahmen der Shareholder Rights Directive (SRD II) kann kein Anspruch auf Vollständigkeit und Aktualität gestellt werden, da lediglich zum Zeitpunkt der Anfrage die Aktionärsidentität der vollständig gesetzelten Anteile offengelegt wird. Zusätzlich können die Belange von vinkulierten Namensaktien kaum über den Aktionärsidentifikations-Prozess erfüllt werden, sodass hier eine bedeutende Lücke im System entsteht, die Unvollständigkeit erzeugt und Intransparenz fördert.

Mithilfe eines stets vollständigen Namensaktienregisters (Stetigkeit) besteht für die Emittenten jederzeit die Möglichkeit, eine Abfrage zur Aktionärsidentifikation für die emittierten Anteile durchzuführen, während gleichzeitig die Vollständigkeit der Daten gewährleistet wird. Dabei sind Abfragen der Besitzverhältnisse nach SRD II weiterhin uneingeschränkt möglich, und würden dann hauptsächlich von dem Register beantwortet, sodass hier zum einen das bestehende System integriert wird und zugleich die Effizienz maßgeblich gefördert wird, da weniger Intermediäre und Finanzinstitute involviert sind.

Die GDB sieht den transaktions-basierten Registrierungsprozess in Verbindung mit einem jederzeit vollständigen und auf Endinvestorenebene geführten Namensaktienregister als einen bedeutenden Schritt zu einer langfristigen Lösung, die ebenfalls zukunftssträchtige Technologien

und Methoden nutzen würde. **Ein transaktions-basierter Ansatz, bei dem nur die Aktionäre nach Kauf und Verkauf registriert beziehungsweise de-registriert werden, ist somit auch im Sinne einer Digitalisierung der Wertpapierprozesse der fortschrittlichere Ansatz und kann auf zukünftige Entwicklungen wie Krypto-Wertpapiere angewandt werden.**

Es ist der GDB ein wichtiges Anliegen, dass klare und sichere Rahmenbedingungen geschaffen werden, die Aktionären und anderen Marktteilnehmern das Handeln und Investieren erleichtern – auch ein wichtiges Element in der aktuellen Diskussion zur Revitalisierung der Kapitalmarktunion. Ein Namensaktienregister, das Transparenz, Vollständigkeit und Stetigkeit garantieren könnte, wäre aus unserer Sicht im Interesse von Emittenten, Banken, Aktionären und auch der öffentlichen Hand.

3.4 Hauptversammlungsbeschluss über den Antrag zum Delisting

Als Ergänzung der neuen Widerrufsregelungen auf Antrag des Emittenten gemäß § 39 Absatz 2 BörsG („Delisting“) **wäre es wünschenswert, § 119 Absatz 1 Nr. 1 bis 9 AktG dergestalt zu ergänzen, dass die Entscheidung über einen solchen Antrag in der Kompetenz der Hauptversammlung liegt.** Mit dem Frosta-Beschluss (BGH, Beschluss vom 8.10.2013 – II ZB 26/12) hat der BGH eine ungeschriebene Hauptversammlungs-Kompetenz bezüglich des Delistings abgelehnt, da keine hinreichende Ähnlichkeit mit Strukturmaßnahmen nach § 119 Absatz 2 AktG besteht. Für die Praxis ist daher bis jetzt davon auszugehen, dass das Delisting an keine gesellschaftsrechtlichen Voraussetzungen gebunden ist, und es insbesondere keines Beschlusses der Hauptversammlung bedarf. Der Schutz der Aktionäre (in ihrer Rolle als Kapitalanleger) erfolgt bisher nur auf öffentlich-rechtlichem Weg im Rahmen des § 39 Absatz 2 BörsG. Voraussetzung des Widerrufs der Börsenzulassung auf Antrag des Emittenten ist, sofern keine weitere Börsenzulassung im EWR mehr besteht, die Abgabe eines unbedingten Übernahmeangebots nach den Vorschriften des WpÜG. Eine derartige Abfindung der Aktionäre hängt gesetzlich vom Börsenkurs ab, was den Bietern (zumeist PEs) ermöglicht, ihre Entscheidung zu einem Angebot – auch bei einer breiten Streuung der Aktien – von besonders günstigen Marktlagen abhängig zu machen. Dies schwächt das Vertrauen institutioneller Investoren insbesondere dann, wenn zwischen IPO und Delisting nur eine kurze Zeitspanne liegt, da deren Anlagestrategien langfristig ausgerichtet sind und „kurzfristige“ Delistings entsprechend deren Verlustrisiko erheblich erhöhen. Als Folge sehen immer mehr große Kapitalsammelstellen von einer Beteiligung zumindest am deutschen Kapitalmarkt ab. **Aus unserer Sicht würde daher einen Hauptversammlungsbeschluss mit qualifizierter Mehrheit dieser Problematik Rechnung tragen.**

3.5 Beseitigung einer Regelungslücke bei der Zulassung von Unternehmen aus Drittstaaten

Um Handelsteilnehmer aus einem Drittstaat zuzulassen, muss die Börse die im Herkunftsland des Handelsteilnehmers geltenden rechtlichen Bestimmungen erfüllen. In der Regel setzt die

Zulassung von Handelsteilnehmern aus Drittstaaten eine Erlaubnis oder Befreiung der Börse beziehungsweise des Börsenträgers nach lokalem Recht des Drittstaats voraus. Hierdurch werden der Börse zudem fortlaufende Rechtspflichten auferlegt, wie beispielsweise die Pflicht, einen bestimmten aufsichtsrechtlichen Status der Handelsteilnehmer aus diesem Land zu überprüfen oder bestimmte Informationen an die dortigen Aufsichtsbehörden weiterzuleiten. Die Erfüllung dieser Pflichten erfordert die Mitwirkung des Antragsstellers oder Handelsteilnehmers. Bei Nichterfüllung dieser Anforderungen kann der Börse durch die ausländische Aufsichtsbehörde gegebenenfalls ein Bußgeld auferlegt oder der Erlaubnis- oder Befreiungsstatus kann wieder entzogen werden.

Das geltende Recht trägt diesen Besonderheiten bei der Teilnehmerzulassung aus Drittländern bisher keine Rechnung. § 19 BörsG legt die Zulassungsvoraussetzungen zum Börsenhandel abschließend fest und gilt für alle Unternehmen unabhängig vom Herkunftsort. **Damit die Börse bei der Zulassung von Unternehmen aus Drittländern ihren rechtlichen Pflichten nachkommen kann, schlagen wir vor, zusätzliche Zulassungsanforderungen für Unternehmen aus Drittländern zu regeln. Zudem sollte eine Mitwirkungspflicht der Unternehmen oder – nach Zulassung – Handelsteilnehmer geregelt werden.** Die Mitwirkungspflicht soll insbesondere das Einverständnis zur Informationsweitergabe an die Aufsichtsbehörde im Drittland umfassen. Die vorgeschlagene Regelung stellt zudem sicher, dass die Börse die Teilnehmerzulassung widerrufen kann, sollte ihr der Erlaubnis- oder Befreiungsstatus im Drittland beispielsweise aufgrund von Änderungen des Regelungsrahmens im Drittland entzogen werden.

Formulierungsvorschlag

Das Börsengesetz (BörsG) vom 16.07.2007 (BGBl. I S. 1330), zuletzt geändert durch Gesetz vom 27.12.2024 (BGBl. I S. 438), wird wie folgt geändert:

§ 19 Zulassung zur Börse

(4) Die Zulassung eines Unternehmens zur Teilnahme am Börsenhandel nach Absatz 2 Satz 1 ist zu erteilen, wenn

[...]

4. bei dem Unternehmen, das nach Nummer 3 zum Nachweis von Eigenkapital verpflichtet ist, keine Tatsachen die Annahme rechtfertigen, dass es unter Berücksichtigung des nachgewiesenen Eigenkapitals nicht die für eine ordnungsmäßige Teilnahme am Börsenhandel erforderliche wirtschaftliche Leistungsfähigkeit hat,
5. bei Unternehmen mit Sitz außerhalb der Mitgliedsstaaten der Europäischen Union oder der anderen Vertragsstaaten des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum (Drittstaat) die Börse zudem nach dem Recht des jeweiligen Drittstaats berechtigt ist, diese Unternehmen als Handelsteilnehmer zuzulassen.

Die Börsenordnung kann vorsehen, dass bei Unternehmen, die an einer inländischen Börse oder an einem organisierten Markt im Sinne des § 2 Absatz 5 des

Wertpapierhandelsgesetzes mit Sitz im Ausland zur Teilnahme am Handel zugelassen sind, die Zulassung ohne den Nachweis der Voraussetzungen nach Satz 1 Nr. 1, 3 und 4 erfolgt, sofern die Zulassungsbestimmungen des jeweiligen Marktes mit diesen vergleichbar sind. Die Börsenordnung kann vorsehen, dass Handelsteilnehmer für den Zugang zu Handelssystemen der Börse weitere Voraussetzungen erfüllen müssen.

[...]

(12) Die in Absatz 4 Nr. 5 genannten Unternehmen oder Handelsteilnehmer aus Drittstaaten sind verpflichtet, der Börse auf Verlangen Informationen zur Verfügung zu stellen und Mitwirkungshandlungen vorzunehmen, die zur Erfüllung der rechtlichen Verpflichtungen der Börse oder des Börsenträgers im Sitzstaat des jeweiligen Unternehmens erforderlich sind. Die Börse ist berechtigt, alle Informationen an die zuständigen Aufsichtsbehörden des Sitzstaats weiterzuleiten, die zur Erfüllung der rechtlichen Verpflichtungen von Börse und Börsenträger erforderlich sind. § 10 BörsG findet insoweit keine Anwendung. Die Geschäftsführung kann gegenüber Handelsteilnehmern aus Drittstaaten das Ruhen der Zulassung längstens für die Dauer von sechs Monaten anordnen oder die Zulassung widerrufen, wenn die Erfüllung der Pflichten gemäß Satz 1 nicht gewährleistet erscheint.

3.6 Freistellung von der Erlaubnispflicht für Market Maker und Hochfrequenzhandelsunternehmen aus Drittstaaten

Wir begrüßen die vorgeschlagene Befreiung von Drittland-Market Makern von der Erlaubnispflicht, die aufgrund der mittelbaren Aufsicht über Börsen durch die Börsenaufsichtsbehörden keiner zusätzlichen Erlaubnispflicht bedürfen. Es handelt sich hierbei um eine Folgeänderung, da bereits heute Drittland-Firmen, welche lediglich Eigengeschäft an einer regulierten Börse betreiben, aufgrund der gleichen Begründung keiner Erlaubnispflicht durch die BaFin unterliegen. Die vorgesehene Änderung trägt dazu bei, den Finanzstandort Deutschland im Wettbewerb mit anderen europäischen Märkten langfristig zu stärken, administrativen Aufwand im Zusammenhang mit Erlaubnisverfahren zu beseitigen, die Liquidität an deutschen Handelsplätzen zu verbessern und die Rechtslage an andere Mitgliedstaaten anzugleichen (level playing field), die keine derartigen Erlaubnispflichten eingeführt haben.

Zugleich möchten wir eine Ausweitung der Befreiung für Hochfrequenzhandelsunternehmen aus Drittstaaten anregen. Derzeit betreiben etwa 75 Prozent der Market Maker diesen mittels Hochfrequenzhandelstechnologie. Daher scheint eine Einbeziehung von Hochfrequenzhändlern an regulierten Börsen in die Erlaubnispflichtbefreiung geboten, um den Marktzugang für Drittland-Market Maker auch faktisch und in einem signifikanten Umfang zu ermöglichen.

Hochfrequenzhändler unterliegen an Börsen/Handelsplätzen denselben Zulassungsvorgaben und Handelsregeln wie Market Maker. Daher erscheint eine Erstreckung der Befreiung für Market Maker zugrundeliegenden Wertung auch auf Hochfrequenzhandelsunternehmen sachgerecht und sinnvoll, da sie ebenfalls der mittelbaren Aufsicht unterliegen. Zudem wirken die

in unserem Vorschlag zu § 19 Absatz 4 und Absatz 12 BörsG vorgesehenen zusätzlichen Zulassungsvoraussetzungen und Mitwirkungspflichten für Drittstaatenunternehmen als aufsichtsrechtlicher Sicherungsmechanismus und gewährleisten, dass eine ausreichende Aufsicht auch bei einer Erlaubnisfreistellung für Drittland-Hochfrequenzhändler gewahrt ist.

Wir regen daher an, die Befreiung von der Erlaubnispflicht analog auf Drittlandfirmen auszuweiten, die den Eigenhandel in der Variante des Hochfrequenzhandels betreiben, sofern diese ausschließlich an regulierte Börsen oder Handelsplätzen tätig sind. Die gesetzliche Umsetzung kann dabei durch eine Ergänzung der §§ 32 KWG, 15 WpIG und 91 WpHG erfolgen, wie im Folgenden vorgeschlagen.

Formulierungsvorschlag

Das Gesetz über das Kreditwesen (Kreditwesengesetz – KWG) in der Fassung vom 09.09.1998 (BGBl. I S. 2776), zuletzt geändert durch Gesetz vom 28.02.2025 (BGBl. I S. 69), wird wie folgt ergänzt:

§ 32 Erlaubnis

(1g) Ein Unternehmen mit Sitz in einem Drittstaat bedarf für das Betreiben des Eigenhandels im Sinne des § 1 Absatz 1a Satz 2 Nummer 4 Buchstaben a und d keiner schriftlichen Erlaubnis nach Absatz 1, wenn es den Eigenhandel als Mitglied einer Börse oder als Teilnehmer eines Handelsplatzes betreibt; dies gilt bis zu einer Entscheidung der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde über eine Eintragung des Unternehmens in das Register nach Artikel 48 der Verordnung (EU) Nr. 600/2014.

Das Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) in der Fassung vom 09.09.1998 (BGBl. I S. 2708), zuletzt geändert durch Gesetz vom 27.12.2024 (BGBl. I S. 438), wird wie folgt ergänzt:

§ 91 Unternehmen mit Sitz in einem Drittstaat

(2) Für ein Unternehmen mit Sitz in einem Drittstaat, das nach § 32 Absatz 1a Nummer 4 und Absatz 1g des Kreditwesengesetzes oder nach § 15 Absatz 5 Nummer 4 und Absatz 5a des Wertpapierinstitutsgesetzes keiner Erlaubnis bedarf, findet der 11. Abschnitt dieses Gesetzes keine Anwendung.

Das Gesetz zur Beaufsichtigung von Wertpapierinstituten (Wertpapierinstitutsgesetz – WpIG) in der Fassung vom 12.05.2021 (BGBl. I S. 990), zuletzt geändert durch Gesetz vom 27.12.2024 (BGBl. 2024 I Nr. 438), wird wie folgt ergänzt:

§ 15 Erlaubnis für das Erbringen von Wertpapierdienstleistungen und -nebendienstleistungen

(5a) Ein Unternehmen mit Sitz in einem Drittstaat bedarf für das Betreiben des Eigenhandels im Sinne des § 2 Absatz 2 Nummer 10 Buchstaben a und d keiner schriftlichen Erlaubnis nach Absatz 1, wenn es den Eigenhandel als Mitglied einer Börse

oder als Teilnehmer eines Handelsplatzes betreibt; dies gilt bis zu einer Entscheidung der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde über eine Eintragung des Unternehmens in das Register nach Artikel 48 der Verordnung (EU) Nr. 600/2014.

3.7 Aufhebung der CCP-Meldepflichten nach dem WpHG

Gemäß § 22 Absatz 3 WpHG sind inländische CCPs verpflichtet, der deutschen zuständigen Behörde MiFIR-Transaktionsdaten zu übermitteln, obwohl diese nach europäischen MiFIR-Vorgaben nicht in den Anwendungsbereich fallen.

Diese Meldepflicht führt zu erheblichen Kosten auf Seiten des CCPs, da die auf Handelsdaten abgestellte Regulierung regelmäßig im Sinne der dem CCP zur Verfügung stehenden Daten geprüft werden muss und der CCP teilweise ihm fehlende Daten von den Handelsplätzen beschaffen muss. Darüber hinaus ist eine laufende Überwachung der Meldequalität erforderlich und bei Einführung neuer CCP-Funktionen oder -Produkte muss die Meldesoftware jedes Mal aufwändig getestet werden. Bei bedeutenden Änderungen der Regulierung kommt zusätzlicher Projektaufwand hinzu.

Demgegenüber ist der Zusatznutzen der CCP-Daten für die Aufsicht gering, denn

- Der inländische CCP hat nur eine Untermenge der meldepflichtigen Transaktionen, denn es fehlen
 - nicht geclearte Produkte wie Zertifikate und Optionsscheine;
 - Transaktionen, die nachträglich noviert werden (Trade Entry Service für Xetra und Eurex);
 - außerbörsliche Geschäfte mit börsennotierten Basiswerten;
 - Geschäfte, die von ausländischen CCPs gecleart werden (zum Beispiel CBOE Clear Europe N.V. für den Kassamarkt).
- Dem CCP fehlen die Informationen über Endkunden und Entscheidungsträger.
- Der Aufsicht stehen bereits die Meldungen von Käufer und Verkäufer zur Verfügung (beziehungsweise die Meldung des Handelsplatzes für Handelsteilnehmer, die nicht der MiFIR unterliegen) die über die Börsengeschäftsnummer einander zugeordnet werden können.

Hinzu kommt, dass MiFIR-Transaktionsdaten Handelsdaten sind, da das Reporting auf die Markt/Preis-Integrität abstellt. Relevant für die Eurex Clearing sind aber die Clearingdaten. Beispielsweise sind Clearingpreise nicht in jedem Fall identisch mit den Handelspreisen (zum Beispiel bei Multi-leg-Strategien). So stehen die ursprünglichen Handelsdaten (zum Beispiel auch die Strategiepreise) der Eurex Clearing als Clearinghaus nur zur Verfügung, weil die Handelsplätze (Eurex und Xetra) Entitäten der Gruppe Deutsche Börse sind. Die Handelsdaten zu erheben und die Qualität zu sichern sind für das Clearinghaus kosten- und zeitintensiv.

In der Gesamtbetrachtung stellt § 22 Absatz 3 WpHG einen Standortnachteil für inländische deutsche CCPs gegenüber anderen europäischen und außereuropäischen CCPs dar, der angesichts des begrenzten Nutzens für aufsichtliche Zwecke nicht gerechtfertigt

und hinsichtlich des damit verbundenen Aufwands unverhältnismäßig erscheint. **Wir plädieren daher dafür, die Regelung ersatzlos zu streichen.**

3.8 Informationsaustausch mit Behörden

Das deutsche Börsengesetz ist in Bezug auf den Informationsaustausch noch sehr stark auf Wertpapierbörsen und den entsprechend zuständigen Finanzaufsichtsbehörden zugeschnitten. Es spiegelt insbesondere für eine Waren- oder Warenterminbörse mit weiteren zuständigen Aufsichtsbehörden die nunmehr geltenden regulatorischen Anforderungen zur Informationsbereitstellung nur unzureichend wider. So enthält das Börsengesetz keine explizite Befugnis zum Informationsaustausch beispielsweise mit der Bundesnetzagentur und der Markttransparenzstelle für Strom und Gas, die für die Überwachung des deutschen Energiegroßhandel zuständig sind. Diese ergibt sich aus §§ 47d, 47e Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen für Handelsinformationen sowie bei Verdachtsfällen aus § 5b Absatz 1 Gesetz über die Elektrizitäts- und Gasversorgung (EnWG).

Bei dem Informationsaustausch mit für den Energiegroßhandel zuständigen europäischen NRA wird es schon unklarer, hier wird auf die REMIT zurückgegriffen. Schwierig wird es dann bei internationalen, also nicht-europäischen Aufsichtsbehörden, für die es keine dezidierten nationalen oder europäischen Regelungen gibt.

Im Börsengesetz finden sich für den Informationsaustausch und die Meldung von Verdachtsfällen im Wesentlichen zwei Regelungen, § 7 Absatz 4 BörsG für die Handelsüberwachungsstelle und § 10 BörsG für die Börse, genauer für die bei der Börse Beschäftigten.

Informationsaustausch mit Handelsüberwachungsstelle, § 7 Absatz 4, 5 BörsG

Der Begriff „Daten über Geschäftsabschlüsse“ in § 7 Absatz 4 Satz 1 ist zu eng. Inhaltlich sollte der Umfang der auszutauschenden Informationen zumindest der Formulierung von § 17 Absatz 2 WpHG angepasst werden. Auch weitere Vorschriften wie § 58a Absatz 2 EnWG oder § 47i Absatz 1 Satz 2 GWB beziehen sich auf den Austausch von Informationen und/oder Beobachtungen und Feststellungen.

Weitere staatliche, mit der Überwachung von Märkten, Branchen, wie Energie oder von Marktteilnehmern betraute Stellen werden nicht erfasst. Auch ist der Begriff des organisierten Marktes im BörsG nicht näher definiert. An verschiedenen Stellen des BörsG ist anerkannt, dass grundsätzlich auf den Begriff des organisierten Marktes i.S.d. WpHG abzustellen ist, der jedoch lediglich auf solche Märkte beschränkt ist, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden. Auch wenn man den Begriff des „organisierten Marktes“ weiter versteht, so ergibt sich dennoch für einige Produkte, die an der EEX gehandelt werden, wie zum Beispiel für japanischen Strom, eine Regelungslücke. Insbesondere, wenn es keine lokale Börse in dem Land gibt, fehlt es an der Zuständigkeit für die Überwachung eines ausländischen, organisierten Marktes. In diesen Fällen wird die derzeitige Regelung der speziellen Zuständigkeit von Regulierungsbehörden (Branchen oder Produktzuständigkeit vs. Marktaufsicht) nicht gerecht. Es sollte klargestellt werden, welche Stellen zulässige Adressaten nach § 7 Absatz 4 Satz 2 BörsG sein können.

Der Bezugspunkt des letzten Halbsatzes in § 7 Absatz 4 Satz 2 auf eine bestehende Börsenaufsicht erlaubt die Übermittlung von Informationen an zuständige Stellen wie Energieregulierungsbehörden nicht, die eine Branche oder einen Markt beziehungsweise deren Marktteilnehmer beaufsichtigen ohne notwendigerweise selbst eine Börsenaufsichtsfunktion wahrzunehmen.

Eine Information der BaFin ist grundsätzlich unschädlich, aber gerade bei solchen Produkten nicht sinnvoll, für die keine Zuständigkeit hinsichtlich der internationalen Zusammenarbeit besteht (vgl. Finanzinstrumente nach § 18 WpHG). Für den Bereich der Spot-Energieprodukte besteht keine vergleichbare, generelle Zuständigkeit seitens der Bundesnetzagentur, da sich die Zuständigkeit der jeweiligen Energieregulierungsbehörden hier nach den Marktgebieten richtet. Eine Differenzierung zwischen solchen Produkten, die in den Zuständigkeitsbereich der BaFin fallen und solchen Produkten, die nicht in den Zuständigkeitsbereich der BaFin fallen, erscheint daher angezeigt.

Durch § 7 Absatz 5 Satz 5 sind lediglich Verstöße gegen die Marktmissbrauchsverordnung und (zumindest aktuell noch) nur im Zusammenhang mit Finanzinstrumenten (einschließlich EU-Emissionszertifikate) erfasst, nicht aber Spotmarktgeschäfte in Strom und Gas sowie außereuropäische Emissionszertifikate. Es könnte hier (deklaratorisch) klargestellt werden, dass die Information nur zu erfolgen hat, wenn die Bundesanstalt auch fachlich zuständig ist sowie weitere zuständige Behörden, wie BNetzA oder ACER ebenfalls zuständige Behörden auch in Kenntnis gesetzt werden können.

Informationsaustausch mit Börsenaufsichtsbehörde, § 10 Absatz 1 BörsG

Die Formulierung in § 10 Absatz 1 Satz 1 BörsG erlaubt nur die Information über anonymisierte Handelsdaten, aber nicht die Zulassung zur Börse selbst (sofern nicht-öffentlich) oder Handelsaktivitäten unter Nennung der handelnden Unternehmen oder der wirtschaftlichen Berechtigten dahinter, dies erfordert eine Rechtfertigung nach Satz 3.

Rechtfertigung Nr. 2 beschränkt die Weitergabe auf Börsenaufsichtsbehörden oder Aufsichtsbehörden für andere Märkte, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden. Das erfasst nicht Regulierungsbehörden, die Strom oder Gasmärkte (Markt im weiteren Sinn) beziehungsweise diese Branche insgesamt überwachen, sowie Behörden mit Überwachungszuständigkeit für Produkte, die keine Finanzinstrumente sind. Auch der weitere Katalog in Nr. 2 sowie die Nr. 3 und 5 haben eher Finanzaufsichtsbehörden im Fokus.

Formulierungsvorschlag

Das Börsengesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 16.07.2007 (BGBl. I S. 1330), zuletzt geändert durch Gesetz vom 27.12.2024 (BGBl. I S. 438), wird wie folgt geändert:

§ 7 Handelsüberwachungsstelle

(4) Die Handelsüberwachungsstelle kann Daten über Geschäftsabschlüsse sowie Beobachtungen und Feststellungen der Geschäftsführung und der Handelsüberwachungsstelle einer anderen Börse übermitteln, soweit sie für die Erfüllung der Aufgaben dieser Stellen erforderlich sind. Die Handelsüberwachungsstelle kann

Daten über Geschäftsabschlüsse sowie Beobachtungen und Feststellungen auch solchen Stellen übermitteln, die kraft Gesetzes oder im öffentlichen Auftrag mit der Überwachung von Börsen oder anderen Märkten, an denen Finanzinstrumente oder andere Wirtschaftsgüter gehandelt werden, oder die mit der Überwachung von börsengehandelten Finanzinstrumenten oder anderen Wirtschaftsgütern betraut sind, soweit sie für die Erfüllung der Aufgaben dieser Stellen erforderlich sind. ~~den zur Überwachung des Handels an ausländischen organisierten Märkten oder entsprechenden Märkten mit Sitz außerhalb der Europäischen Union oder eines Vertragsstaates des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zuständigen Stellen übermitteln und~~ Die Handelsüberwachungsstelle kann auch solche Daten von diesen Stellen empfangen, soweit sie zur ordnungsgemäßen Durchführung des Handels und der Börsengeschäftsabwicklung erforderlich sind. An diese Stellen dürfen solche Daten nur übermittelt werden, wenn diese Stellen und die von ihnen beauftragten Personen einer der Regelung des § 10 gleichwertigen Verschwiegenheitspflicht unterliegen. Diese Stellen sind darauf hinzuweisen, dass sie die Daten nur zu dem Zweck verwenden dürfen, zu dessen Erfüllung sie ihnen übermittelt werden. Die Handelsüberwachungsstelle hat der Börsenaufsichtsbehörde, der Geschäftsführung und – sofern im Rahmen ihrer Zuständigkeit – der Bundesanstalt mitzuteilen, mit welchen zuständigen Stellen in anderen Staaten sie welche Art von Daten auszutauschen beabsichtigt.

(5) Stellt die Handelsüberwachungsstelle Tatsachen fest, welche die Annahme rechtfertigen, dass börsenrechtliche Vorschriften oder Anordnungen verletzt werden oder sonstige Missstände vorliegen, welche die ordnungsmäßige Durchführung des Handels an der Börse oder die Börsengeschäftsabwicklung beeinträchtigen können, hat sie die Börsenaufsichtsbehörde und die Geschäftsführung unverzüglich zu unterrichten. Die Geschäftsführung kann eilbedürftige Anordnungen treffen, die geeignet sind, die ordnungsmäßige Durchführung des Handels an der Börse und der Börsengeschäftsabwicklung sicherzustellen; § 3 Abs. 9 gilt entsprechend. Die Geschäftsführung hat die Börsenaufsichtsbehörde über die getroffenen Maßnahmen unverzüglich zu unterrichten. Stellt die Handelsüberwachungsstelle Tatsachen fest, deren Kenntnis für die Erfüllung der Aufgaben der Bundesanstalt erforderlich ist, unterrichtet sie unverzüglich die Bundesanstalt. Die Unterrichtung der Bundesanstalt hat insbesondere zu erfolgen, wenn die Handelsüberwachungsstelle Tatsachen feststellt, deren Kenntnis für die Verfolgung von Verstößen gegen das Verbot von Insidergeschäften nach Artikel 14 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder das Verbot der Marktpreismanipulation nach Artikel 15 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 erforderlich ist. Die Sätze 4 und 5 gelten in Bezug auf die Agentur für die Zusammenarbeit der Energieregulierungsbehörden, die Bundesnetzagentur und die Regulierungsbehörden anderer Mitgliedstaaten, mit der Maßgabe, dass diese insbesondere über solche Daten über Geschäftsabschlüsse sowie Beobachtungen und Feststellungen zu unterrichten sind, deren Kenntnis für die Verfolgung von Verstößen gegen Vorschriften der Verordnung (EU) Nr. 1227/2011 erforderlich sind. Die Handelsüberwachungsstelle kann ferner Daten über Geschäftsabschlüsse sowie Beobachtungen und Feststellungen an eine Stelle in einem anderen Staat übermitteln, die der Bundesanstalt oder der Bundesnetzagentur

vergleichbare Überwachungsaufgaben bezüglich Marktmissbrauch oder Insiderhandel wahrnimmt, soweit die Handelsüberwachungsstelle Tatsachen feststellt, deren Kenntnis für die Erfüllung der Aufgaben dieser Stelle erforderlich sind und die bei dieser Stelle Beschäftigten einer der Regelung des § 10 gleichwertigen Verschwiegenheitspflicht unterliegen. Diese Stelle ist darauf hinzuweisen, dass sie die Daten nur zu dem Zweck verwenden darf, zu dessen Erfüllung sie ihr übermittelt werden.

§ 10 Verschwiegenheitspflicht

(1) Die bei der Börsenaufsichtsbehörde oder einer Behörde, der Aufgaben und Befugnisse der Börsenaufsichtsbehörde nach § 3 Abs. 7 übertragen worden sind, Beschäftigten, die nach § 3 Abs. 8 beauftragten Personen, die Mitglieder der Börsenorgane sowie die beim Träger der Börse Beschäftigten oder unmittelbar oder mittelbar in seinem Auftrag handelnden Personen, soweit sie für die Börse tätig sind, dürfen die ihnen bei ihrer Tätigkeit bekannt gewordenen Tatsachen, deren Geheimhaltung im Interesse der Handelsteilnehmer, der zuständigen Behörden oder eines Dritten liegt, insbesondere Geschäfts- und Betriebsgeheimnisse sowie personenbezogene Daten, nicht unbefugt offenbaren oder verwenden, auch wenn sie nicht mehr im Dienst sind oder ihre Tätigkeit beendet ist. Dies gilt auch für andere Personen, die durch dienstliche Berichterstattung Kenntnis von den in Satz 1 bezeichneten Tatsachen erhalten. Ein unbefugtes Offenbaren oder Verwenden im Sinne des Satzes 1 liegt insbesondere nicht vor, wenn Informationen weitergegeben werden an

1. Strafverfolgungsbehörden oder für Straf- und Bußgeldsachen zuständige Gerichte,
2. kraft Gesetzes oder im öffentlichen Auftrag mit der Überwachung von Börsen oder anderen Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, von Kreditinstituten, Finanzdienstleistungsinstituten, Wertpapierinstituten, Kapitalverwaltungsgesellschaften, extern verwalteten Investmentgesellschaften, Finanzunternehmen, Versicherungsunternehmen, Versicherungsvermittlern oder den Vermittlern von Anteilen an Investmentvermögen im Sinne des § 2a Abs. 1 Nr. 7 des Wertpapierhandelsgesetzes oder mit der Überwachung des Handels mit Finanzinstrumenten oder Devisen betraute Stellen sowie von diesen beauftragten Personen,
3. kraft Gesetzes oder im öffentlichen Auftrag mit der Überwachung von Waren oder Märkten für Waren oder Warentermingeschäfte wie beispielsweise Energie oder Energieanlagen im Sinne von § 3 Nr. 14, 15 des Energiewirtschaftsgesetz oder von Treibhausgasemissionszertifikaten oder Derivaten darauf oder mit der Überwachung von Teilnehmern an diesen Märkten betraute Stellen sowie von diesen beauftragten Personen unabhängig davon, ob diese Produkte als Finanzinstrumente zu qualifizieren sind,
4. Zentralnotenbanken, das Europäische System der Zentralbanken oder die Europäische Zentralbank in ihrer Eigenschaft als Währungsbehörden sowie an

- andere staatliche Behörden, die mit der Überwachung der Zahlungssysteme betraut sind,
5. mit der Liquidation oder dem Insolvenzverfahren über das Vermögen eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens im Sinne des § 2 Abs. 4 des Wertpapierhandelsgesetzes, eines Börsenträgers oder eines organisierten Marktes mit Sitz im Ausland oder dessen Betreiber befasste Stellen, und an
 6. die Europäische Zentralbank, das europäische System der Zentralbanken, die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde, die Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung, die Europäische Bankenaufsichtsbehörde, den Gemeinsamen Ausschuss der Europäischen Finanzaufsichtsbehörden, den Europäischen Ausschuss für Systemrisiken oder die Europäische Kommission,

soweit die Kenntnis dieser Informationen für diese Stellen zur Erfüllung ihrer Aufgaben erforderlich ist. Für die bei diesen Stellen Beschäftigten gilt die Verschwiegenheitspflicht nach Satz 1 entsprechend. Befindet sich eine in Satz 3 Nr. 1 bis 4 genannte Stelle in einem anderen Staat, so dürfen die Informationen nur weitergegeben werden, wenn die bei dieser Stelle beschäftigten und von dieser Stelle beauftragten Personen einer dem Satz 1 entsprechenden Verschwiegenheitspflicht unterliegen.

3.9 Beschleunigung des Prozesses bei der Entstehung von Aktien

Bisher hängt das Wirksamwerden einer Kapitalerhöhung unmittelbar durch Beschluss der Hauptversammlung oder durch Ausnutzung genehmigten Kapitals gemäß § 189 AktG von der Eintragung ihrer Durchführung im Handelsregister ab. Im Falle der Ausgabe von Bezugsaktien im Rahmen der bedingten Kapitalerhöhung nach §§ 192 ff. AktG ist hingegen die Eintragung in das Handelsregister nicht konstitutiv – die Aktien entstehen bereits mit Ausgabe durch den Vorstand.

Die Eintragung einer Kapitalerhöhung nimmt oftmals mehrere Tage oder gar Wochen in Anspruch. Hingegen erfolgen Handelsregistereintragungen im Ausland häufig taggleich. Zudem setzt sich der Vorstand möglichen Haftungsrisiken aus, sollte er sich entscheiden, die durch eine Kapitalerhöhung erlangten Barmittel vor Eintragung der Kapitalerhöhung zu verwenden. Erfolgt die Eintragung nicht innerhalb der im Zeichnungsschein zwingend festzusetzenden Frist, wäre die Gesellschaft zur Rückzahlung der Einlage an die Zeichner verpflichtet.

Wir schlagen daher vor, die Eigenkapitalfinanzierung von deutschen Gesellschaften durch Ermöglichung einer beschleunigten und planbareren Wirksamkeit von Barkapitalerhöhungen in bestimmten Fällen zu erleichtern, indem in bestimmten Fällen die Prüfung der Kapitalerhöhung durch den beurkundenden Notar erlaubt wird. Eine entsprechende notarielle Bescheinigung über die Einhaltung der gesetzlichen Anforderungen der Barkapitalerhöhung führt sodann bereits mit Ausstellung der Bescheinigung zur Wirksamkeit der Kapitalmaßnahme und der Ausgabe der neuen Aktien. Eine Eintragung der Kapitalerhöhung im Handelsregister ist sodann unverzüglich

vom Notar von Amts wegen durch Anmeldung der Kapitalerhöhung einzuleiten und vom zuständigen Registergericht vorzunehmen, hat aber nur noch deklaratorische Wirkung.

Die Wirksamkeit bereits nach notarieller Prüfung soll nur für sogenannte Vereinfachte Barkapitalerhöhungen in Betracht kommen. Dies sind Barkapitalhöhungen, bei denen die Einlagen unverzüglich nach der Beschlussfassung vollständig von den Aktionären geleistet wurden und die Kapitalerhöhung somit durchgeführt wurde. Damit eine Wirksamkeit durch Notarakt in Betracht kommt, müssen ferner Vorstand und der Vorsitzende des Aufsichtsrats der Gesellschaft gegenüber dem Notar erklären, dass eine Klage gegen die Wirksamkeit der vereinfachten Barkapitalerhöhung nicht oder nicht fristgemäß erhoben oder eine solche Klage rechtskräftig abgewiesen oder zurückgenommen worden ist. Bei der Ausnutzung eines genehmigten Kapitals genügt hingegen die erfolgte Eintragung des genehmigten Kapitals in das Handelsregister.

Der Gläubigerschutz und öffentliche Belange sind durch die Prüfung durch den beurkundenden Notar nicht tangiert. Vielmehr überträgt der Vorschlag den bisher geltenden Prüfungsumfang des Registergerichts unverändert auf den beurkundenden Notar, welcher sodann durch Einreichung aller erforderlichen Unterlagen und Anmeldung der erfolgten vereinfachten Barkapitalerhöhung die Registerpublizität in gewohnter Weise herstellt. Es bleibt zudem der Hauptversammlung unbenommen, die Verwaltung anzuweisen, nicht die Möglichkeit einer vereinfachten Barkapitalerhöhung zu wählen, sondern die Anmeldung wie bisher beim Handelsregister vorzunehmen.

Auch im europäischen Ausland entstehen die Aktien vielfach bereits mit notarieller Beurkundung der Kapitalerhöhung. Sowohl in den Niederlanden als auch im Großherzogtum Luxemburg wird die Kapitalerhöhung hingegen bereits mit dem Erhöhungsbeschluss der Gesellschafterversammlung wirksam.

Begründung

Eine alternative Prüfungsmöglichkeit durch den beurkundenden Notar bei vereinfachten Barkapitalerhöhungen trägt dem Bedürfnis eines beschleunigten und unbürokratischen Verfahrens Rechnung. Ziel des Vorschlags ist es, für Aktiengesellschaften und europäischen Aktiengesellschaften mit Sitz in Deutschland die Möglichkeit zu schaffen, eine vereinfachte Barkapitalerhöhung unverzüglich mit der Durchführung zu einem für alle Beteiligten planbaren Tag wirksam werden zu lassen.

Die Prüfung der Kapitalerhöhung durch den Notar entspricht sowohl in Fällen einer Barkapitalerhöhung unmittelbar durch Beschluss der Hauptversammlung als auch in Fällen der Barkapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital dem bisherigen Prüfungsumfang des Registergerichts, sodass dadurch insbesondere auch der Gläubigerschutz gewahrt bleibt. Insbesondere hat sich der Notar wie im Fall der Anmeldung unmittelbar zum Handelsregister auch das Registergericht die erfolgte Kapitalaufbringung nachweisen zu lassen. Hinsichtlich eines vielfach mit einer Kapitalerhöhung einhergehenden Bezugsrechtsausschlusses obliegt dem Notar – entsprechend dem bestehenden Prüfungsumfang des Registergerichts – zudem eine nähere Prüfung sowie gegebenenfalls eine Verweigerung der Bescheinigung, wenn offensichtlich

ist, dass eine sachliche Rechtfertigung nicht vorliegt oder durch eine entsprechende Mitteilung eines Aktionärs auf einen angeblichen Gesetzesverstoß bei Beschlussfassung oder Durchführung hingewiesen wird.

Es soll den Aktiengesellschaften weiterhin auch möglich sein, die Prüfung und Bewirkung der Kapitalerhöhung – wie bisher – durch das Registergericht vornehmen zu lassen. Zwar nimmt die Überprüfung durch das Registergericht in vielen Fällen mehr Zeit in Anspruch und die Kapitalerhöhung wird gemäß § 189 AktG erst mit der Eintragung der Kapitalerhöhung wirksam. Dennoch kann die bislang bestehende Prüfung durch das Registergericht, insbesondere aus Kostengründen, für kleinere Aktiengesellschaften vorzugswürdig erscheinen. Darüber hinaus kann die Überprüfung durch das Registergericht in bestimmten Situationen auch deshalb zu empfehlen sein, weil durch die registergerichtliche Prüfung keine Gefahr einer Fiktion gemäß § 15 Absatz 1 HGB entsteht. Durch das Wirksamwerden der vereinfachten Barkapitalerhöhung bereits mit notariellem Akt besteht für einen kurzen Zeitraum eine Unrichtigkeit der im Handelsregister eingetragenen Grundkapitalziffer. Erst mit (deklaratorischer) Eintragung der vereinfachten Barkapitalerhöhung in das Handelsregister tritt auch eine Registerpublizität der Kapitalerhöhung ein. Es ist jedoch regelmäßig nicht zu erwarten, dass durch den kurzen Zeitraum zwischen Wirksamwerden der Kapitalerhöhung und Eintragung in das Handelsregister negative Auswirkungen auf den Handelsverkehr entstehen.

Es erscheint vorliegend jedoch sinnvoll, die Prüfung der Ordnungsgemäßheit der Kapitalerhöhung von der jeweiligen Gesellschaft und Situation abhängig zu machen. Der Vorschlag soll folglich die bestehende Prüfung durch das Registergericht nicht ersetzen, sondern eine Alternative zu dieser bieten. Entscheidet sich die Gesellschaft jedoch für die Prüfung durch den beurkundenden Notar, verliert das Registergericht seine Prüfungskompetenz vollständig. Dem Handelsregister verbleibt dann lediglich die Pflicht zur nunmehr deklaratorisch wirkenden Eintragung der Kapitalerhöhung in das Handelsregister.

Die Wahl zwischen der Prüfung durch das Registergericht und der Prüfung durch den beurkundenden Notar liegt, sofern die Hauptversammlung den Vorstand nicht anderweitig anweist, im Ermessen des Vorstands der Aktiengesellschaft. Die Hauptversammlung hat demnach die Möglichkeit, die Frage der Prüfung der Kapitalerhöhung selbst zu bestimmen.

Formulierungsvorschlag

Das Aktiengesetz vom 06.09.1965 (BGBl. I S. 1089), zuletzt geändert durch Gesetz vom 23.10.2024 (BGBl. I S. 323), wird durch folgende Ergänzung geändert:

§ 190 Vereinfachte Barkapitalerhöhung

Eine Anmeldung zur Eintragung in das Handelsregister durch den Vorstand und den Vorsitzenden des Aufsichtsrats gemäß § 184 und § 188 ist entbehrlich, sofern der Beschluss über die Erhöhung des Grundkapitals ausschließlich gegen Bareinlagen unter vollständiger Leistung des Ausgabebetrags durchgeführt wird (vereinfachte Barkapitalerhöhung) und die Kapitalerhöhung und deren Durchführung durch den beurkundenden Notar (§ 130 Abs. 1) gemäß Absatz 2 geprüft und bescheinigt wurde. Die

vereinfachte Barkapitalerhöhung wird abweichend von § 189 mit Erteilung der Bescheinigung nach Absatz 2 des Notars wirksam.

Der Notar hat auf Antrag des Vorstands und des Vorsitzenden des Aufsichtsrats die Einhaltung der gesetzlichen Anforderungen an die vereinfachte Barkapitalerhöhung zu prüfen und zu bescheinigen. Die Bescheinigung darf im Übrigen nur erteilt werden, wenn der Vorstand und der Vorsitzende des Aufsichtsrats der Gesellschaft

1. eine Erklärung und Nachweise mit dem Inhalt nach § 37 Abs. 1 abgegeben und
2. erklärt haben, dass eine Klage gegen die Wirksamkeit des Beschlusses über die Kapitalerhöhung nicht oder nicht fristgemäß erhoben oder eine solche Klage rechtskräftig abgewiesen oder zurückgenommen worden ist.

Hat ein Notar eine Bescheinigung nach Absatz 2 erteilt, hat er diese unverzüglich nach deren Erteilung zum Handelsregister einzureichen und die Änderung der Satzung anzumelden. Der Anmeldung sind die Erklärungen und Nachweise nach Absatz 2 Satz 2 sowie die Anlagen nach § 188 Abs. 3 Nr. 1 und Nr. 3 beizufügen.

§ 399 Falsche Angaben

(1) Mit Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder mit Geldstrafe wird bestraft, wer

1. als Gründer oder als Mitglied des Vorstands oder des Aufsichtsrats zum Zweck der Eintragung der Gesellschaft oder eines Vertrags nach § 52 Absatz 1 Satz 1 über die Übernahme der Aktien, die Einzahlung auf Aktien, die Verwendung eingezahlter Beträge, den Ausgabebetrag der Aktien, über Sondervorteile, Gründungsaufwand, Sacheinlagen und Sachübernahmen oder in der nach § 37a Absatz 2, auch in Verbindung mit § 52 Absatz 6 Satz 3, abzugebenden Versicherung,
2. als Gründer oder als Mitglied des Vorstands oder des Aufsichtsrats im Gründungsbericht, im Nachgründungsbericht oder im Prüfungsbericht,
3. in der öffentlichen Ankündigung nach § 47 Nr. 3,
4. als Mitglied des Vorstands oder des Aufsichtsrats zum Zweck der Eintragung einer Erhöhung des Grundkapitals (§§ 182 bis 206) über die Einbringung des bisherigen, die Zeichnung oder Einbringung des neuen Kapitals, den Ausgabebetrag der Aktien, die Ausgabe der Bezugsaktien, über Sacheinlagen, in der Bekanntmachung nach § 183a Abs. 2 Satz 1 in Verbindung mit § 37a Abs. 2 oder in der nach § 184 Abs. 1 Satz 3 abzugebenden Versicherung,
5. als Mitglied des Vorstands oder des Aufsichtsrats zum Zweck der Erhöhung des Grundkapitals im Wege der vereinfachten Barkapitalerhöhung (§ 190) über die Zeichnung oder Einbringung neuen Kapitals, den Ausgabebetrag der Aktien oder in der nach § 190 Abs. 2 Satz 2 Nr. 2 abzugebenden Negativerklärung;
6. als Abwickler zum Zweck der Eintragung der Fortsetzung der Gesellschaft in dem nach § 274 Abs. 3 zu führenden Nachweis oder
7. als Mitglied des Vorstands einer Aktiengesellschaft oder des Leitungsorgans einer ausländischen juristischen Person in der nach § 37 Abs. 2 Satz 1 oder § 81 Abs. 3

Satz 1 abzugebenden Versicherung oder als Abwickler in der nach § 266 Abs. 3 Satz 1 abzugebenden Versicherung

falsche Angaben macht oder erhebliche Umstände verschweigt.

Das Gesetz über Kosten der freiwilligen Gerichtsbarkeit für Gerichte und Notare (GNotKG) vom 23.07.2013 (BGBl. I S. 2586), zuletzt geändert durch Gesetz vom 07.04.2025 (BGBl. I S. 109), wird wie folgt geändert:

§ 123a Bescheinigung einer vereinfachten Barkapitalerhöhung

Geschäftswert der Bescheinigung einer vereinfachten Barkapitalerhöhung gemäß § 190 des Aktiengesetzes ist die Summe aller Einlagen im Rahmen der vereinfachten Barkapitalerhöhung. Der Geschäftswert beträgt höchstens 10 Millionen Euro.

Anlage 1 zum GNotKG

Bescheinigung gemäß § 190 des Aktiengesetzes 1,0 – mindestens 1.000,00 €

Das Einführungsgesetz zum Aktiengesetz (EGAktG) vom 06.09.1965 (BGBl. I S. 1185), zuletzt geändert durch Artikel 19 Gesetz vom 23.10.2024 (BGBl. 2024 I Nr. 323), wird wie folgt geändert:

§ 26... Übergangsvorschrift zum ...

§ 190 des Aktiengesetzes ist erstmals auf Beschlüsse von Hauptversammlungen anwendbar, die nach dem [einzusetzen: Tag der Verkündung] des § 190 des Aktiengesetzes einberufen werden.

3.10 Rechtsunsicherheit bei Begebung von elektronischen Wertpapieren

Wir möchten zudem ein Thema im Zusammenhang mit der Begebung von elektronischen Wertpapieren ansprechen. Konkret geht es darum, dass derzeit Rechtsunsicherheit besteht, ob Wertpapiere nach ausländischem Recht (d.h. deren Wertpapierrechtsstatut ausländischem Recht unterliegt) als elektronische Wertpapiere über das zentrale Register nach dem eWpG begeben werden können. Diesbezüglich gibt es unterschiedliche Auffassungen in der Literatur; unter anderem wird (wenn auch vermutlich als Mindermeinung) die Ansicht vertreten, das eWpG ermögliche nur die Begebung deutsch-rechtlicher Wertpapiere in elektronischer Form. Eine solche Auslegung kann unseres Erachtens gesetzgeberisch nicht gewollt sein. Daher bitten wir um eine gesetzgeberische Klarstellung, dass auch elektronische Wertpapiere nach ausländischem Recht über ein elektronisches Wertpapierregister nach dem eWpG begeben werden können.

Dies würde die Begebung von elektronischen Wertpapieren bei grenzüberschreitenden Sachverhalten verbessern, dem Recht des Emittenten nach Artikel 49 Absatz 1 CSDR dienen und zukünftig den deutschen Standort sowohl für die Begebung und anschließende Verwahrung ausländischer (insbesondere europäischer) elektronischer Wertpapiere attraktiver machen.

3.11 Verbessertes Ökosystem für Startups und Scaleups

Die deutsche Wirtschaft wird primär von internationalen Investoren finanziert. Zwar ist der Anteil von inländischen Investoren in den letzten Jahren leicht gestiegen, dennoch stammen laut einer KfW-Studie aus dem Juli 2025 immer noch drei Viertel der Finanzierungsquellen für deutsche Startups von ausländischen Investoren. Zum Vergleich: In Frankreich ist es etwa die Hälfte. Das kann für eine der weltgrößten Volkswirtschaften keine nachhaltige Finanzierungsstruktur ihrer innovativen Unternehmen sein. Die höchsten internationalen Engagements lassen sich in der Late-Stage Finanzierung beobachten. Hier reicht das inländische Risikokapital nicht annähernd aus, um den nächsten Wachstumsschritt zu begleiten, sodass ausländisches Kapital für Startups alternativlos ist. Das ist bedauernswert, denn zum einen handelt es sich um die Wachstumsphase mit den größten Renditechancen, zum anderen vereinnahmen ausländische Investoren in der Regel nicht nur die Rendite, sondern entscheiden auch über den Exit. Ein hoher Anteil von ausländischem Kapital erhöht die Wahrscheinlichkeit eines Börsengangs der entsprechenden Unternehmen im Ausland ebenso wie des dortigen Aufbaus von Produktionsstätten, der mit dem Export von Arbeitsplätzen und Know-how einhergeht. Diese Arbeitsplätze samt dem Know-how stehen Deutschland dann nicht mehr zur Verfügung, was vor dem Hintergrund der zunehmenden wirtschaftlichen und sozialen Herausforderungen nicht hingenommen werden darf.

Die vorgeschlagenen Maßnahmen im StoFöG zur Verbesserung der Situation von Startups fallen zu kurz aus. Hier begrüßen wir jedoch die geplante „Startup und Scaleup-Strategie“ der Bundesregierung und werden uns bei dieser Gelegenheit mit konkreten Vorschlägen einbringen, wie das Ökosystem für deutsche Startups und Scaleups verbessert werden kann. Nach Abschluss der jüngst gestarteten Online-Konsultation des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie muss zügig der Austausch mit Vertretern von Startups und Industrie aufgenommen werden. Die daraus resultierenden Erkenntnisse müssen schnellstmöglich in konkrete Gesetzesvorhaben umgesetzt werden.

3.12 Überarbeitung der Anlageregeln für OGAW-Fonds

Die OGAW-Richtlinie hat einen starken europäischen ETF-Markt hervorgebracht. Kleinanleger haben dadurch Zugang zu einer Vielzahl an diversifizierten, kostengünstigen und transparenten Anlagemöglichkeiten erhalten. Der aktuelle EU-Rahmen reicht jedoch nicht aus, um die Ziele der Spar- und Investmentunion (SIU) der EU zu erreichen. Zudem betrachten wir OGAW-Fonds als eines der wichtigsten Finanzinstrumente, wenn es um die Altersvorsorge in Deutschland geht. Ein starker EU-Rechtsrahmen für Fondsregulierung ist entsprechend im deutschen Interesse. **Wir würden es daher begrüßen, wenn die Bundesregierung die Bestrebungen einer**

breitangelegten OGAW-Reform auf Level 1 unterstützt, um den europäischen ETF-Markt deutlich zu erweitern und die Basis für ein zukunftssicheres Altersvorsorgesystem zu legen.

Insbesondere eine Anhebung der Anlageschwellen für aktiv verwaltete OGAW-Fonds könnte diese Ziele unterstützen. Folgende Gründe sprechen aus unserer Sicht für eine Anhebung:

- Die aktuellen OGAW-Anlagegrenzen für aktiv verwaltete OGAW-Fonds, insbesondere die sogenannte „5/10/40-Prozent-Regel“, können sich negativ auf die Aktienperformance auswirken, wenn positive Kursbewegungen dazu führen, dass die Grenzen überschritten werden und Fondsmanager gezwungen werden, sehr gut performende Aktien verkaufen zu müssen. Dieser Verkaufsdruck erhöht zudem die Volatilität und reduziert die Marktkapitalisierung von Aktien und Indizes. Dies läuft den Interessen der Anleger zuwider, die an Aktien mit starker Performance und hoher Marktkapitalisierung interessiert sind.
- Für indexreplizierende passive OGAW-Fonds gelten hingegen weniger strenge Regeln, obwohl diese nicht zwangsläufig risikoärmer oder besser diversifiziert sind. So darf ein einzelnes Wertpapier mit bis zu 20 Prozent oder unter bestimmten Voraussetzungen sogar mit bis zu 35 Prozent gewichtet werden. Es gibt aus unserer Sicht keine plausiblen Gründe, warum aktive und passive OGAW-Fonds nicht gleichbehandelt werden sollten, da die hohen Standards der OGAW-Richtlinie zum Anlegerschutz für beide gleichermaßen gelten. Eine Erhöhung der Grenzen bedeutet zudem keine Verpflichtung zu höheren Portfoliogewichtungen, sondern stellt lediglich eine zusätzliche Option für Fondsmanager dar, Anlegern ein gutes Produkt anzubieten.
- Warum dringender Handlungsbedarf besteht, zeigt sich auch am Beispiel des Delistings der Linde plc von der Frankfurter Wertpapierbörse. Linde war gemessen an der Marktkapitalisierung der größte Emittent im DAX. Linde entschied sich gegen die Fortsetzung ihres Dual Listings und notiert seitdem ausschließlich an der NYSE. Damit entschied sich das Unternehmen für einen Markt mit höherer Liquidität und geringeren regulatorischen Anforderungen. Obwohl die DAX-Kappungsgrenze von 10 Prozent auf 15 Prozent angehoben wurde, um den Marktanforderungen Rechnung zu tragen, bleibt das grundlegende Problem der „5/10/40-Prozent-Regel“ ungelöst. Vor dem Hintergrund der Bestrebungen, die Beteiligung von Kleinanlegern zu erhöhen, privates Kapital zu mobilisieren und die Kapitalmärkte zu stärken, würde diese Reform für höhere Liquidität, geringere Volatilität und einem verbesserten Produktangebot sorgen.

Daher sollten die Regeln für passive OGAW-Fonds auch als Grundlage für aktiv verwaltete OGAW-Fonds gelten, sodass aktive Fondsmanager bis zu 20 Prozent in eine einzelne Aktie investieren könnten.

3.13 Reform der Altersvorsorge

Die GDB ist der Auffassung, dass die genannten Ziele des StoFöG nur dann erreicht werden können, wenn konkrete Maßnahmen zur Mobilisierung von privatem Kapital ergriffen werden. Der mit Abstand größte Hebel liegt in einer breiten Reform der Altersvorsorge – und zwar über alle

drei Säulen hinweg. Die Kapitalmarktbeteiligung der Deutschen ist zu niedrig – mit der Konsequenz, dass mehrere Billionen Euro mit niedriger Verzinsung auf deutschen Konten oder gebunden in festverzinslichen Altersvorsorgeprodukten liegen. Zwar hat die Bundesregierung mit dem Zweiten Betriebsrentenstärkungsgesetz bereits eine Reform der zweiten Säule angestoßen, aber die Diskussionen um die Reform der Riesterrente als Teil der privaten Altersvorsorge sowie das sich abzeichnende Fortbestehen der fehlenden Zukunftsfähigkeit der Gesetzlichen Rente zeigt, dass eine Rentenreform weiter und ganzheitlicher betrachtet werden muss. Wir möchten die Kommentierung des vorliegenden Referentenentwurfs daher nutzen, um unsere Vorschläge für eine zukunftsfähige Rentenreform vorzustellen, die den Lebensabend der Bürgerinnen und Bürgern nachhaltig absichert.

Es wird bei weitem nicht genügen, nur das Rentenniveau zu stabilisieren, die betriebliche Altersvorsorge für mehr Berechtigte zu öffnen und den Förderkreis bei der Riester-Rente zu erweitern. Das Rentensystem muss einfacher werden, die Säulen müssen fließend ineinander übergehen und es bedarf einer stärkeren Kapitaldeckung beziehungsweise einer stärkeren Kapitalmarktbeteiligung in allen Säulen. Um diese Vorhaben erfolgreich umzusetzen und die drei Säulen eng miteinander zu verknüpfen, bietet sich die Schaffung eines zentralen Altersvorsorgedepots an, über welches alle relevanten Entscheidungen, wie die Auswahl der Anbieter und Anlageziele, getroffen werden können und die gebündelten Rentenansprüche und Kapitalbestände auf einen Blick ersichtlich sind. Wie eine umfassende Renten- und Altersvorsorgereform aussehen kann, wird im Folgenden eingehend erläutert.

Säule 1: Gesetzliche Rentenversicherung

Die gesetzliche Rente sollte dringend um eine kapitalgedeckte Komponente (Aktienrente) ergänzt werden. Der größte Teil der Rentenbeiträge würde weiterhin in das Umlageverfahren fließen; ein fester Anteil (mindestens 2,5 Prozent) würde zukünftig am Kapitalmarkt investiert und den Beziehungsberechtigten individuell zugerechnet werden. Eine Verwendung der Kapitalerträge zur Stabilisierung der Finanzlage der GRV wäre daher gesetzlich ausgeschlossen.

Die kapitalgedeckte Komponente wird in privatrechtliche Fonds investiert. Zur Auswahl stehen Aktien-, Renten-, Misch- und Garantiefonds, die bestimmte Vorgaben an Governance, Transparenz und Anlagekriterien erfüllen. Erfolgt keine aktive Investitionsentscheidung, wird der Beitrag automatisch in einem Standard-Altersvorsorgefonds investiert. Eine vorzeitige Entnahme der kapitalgedeckten Komponente ist nicht möglich, d.h. die Auszahlung der Aktienrente erfolgt – wie der umlagefinanzierte Teil – zusammengekommen im Zeitpunkt des Renteneintritts.

Säule 2: Betriebliche Altersvorsorge

Das Betriebsrentenstärkungsgesetz, das es Arbeitgebern erleichtert Betriebsrenten anzubieten, ist ein erster Schritt, aber noch nicht ausreichend. Zu wenige Arbeitnehmer haben gegenwärtig Zugang zu einer betrieblichen Altersvorsorge und die häufig niedrige Rentabilität der Produkte stellt ein weiteres Problem dar. Durch eine Weiterentwicklung der betrieblichen Altersvorsorge, die sich am US-amerikanischen 401k-Modell anlehnt, würde eine stärkere kapitalmarktbezogene Komponente einfließen, wodurch die Abhängigkeit von Niedrigzinsen sinkt, und eine breitere Diversifizierung ermöglicht wird. Ausgestaltet als individuelles Konto, wird es von allen

Arbeitgebern unabhängig von der Unternehmens- oder Betriebsgröße verpflichtend angeboten, wobei der Arbeitgeber lediglich als Schnittstelle zwischen Beschäftigten und dem Anbieter des Kontos fungiert. Die Beiträge können in Aktienfonds, Rentenfonds oder Mischfonds angelegt werden. Die Auswahl erfolgt durch die Beschäftigten.

Arbeitnehmer können bequem einen Teil ihres Gehalts einzahlen; Arbeitgeber können – steuerbegünstigt – zusätzliche Beiträge in Form einer reinen Beitragszusage leisten. Für die Besteuerung der Erträge stehen zwei einfache und transparente Optionen zur Verfügung, wovon der Gesetzgeber sich für eine entscheiden sollte. Sofern die Beiträge vom Bruttogehalt abgeführt werden, dann wird die Besteuerung aufgeschoben und Zinsen, Dividenden und Kapitalerträge erst bei Rentenauszahlung versteuert. Dabei sollte eine Günstigerprüfung zwischen Kapitalertragssteuer und individuellem Einkommenssteuersatz vorgenommen werden. Werden die Beiträge jedoch vom Nettogehalt abgeführt, dann bleiben Zinsen, Dividenden und Kapitalerträge steuerfrei.

Die Auszahlung erfolgt mit Renteneintritt, wobei eine Einmalzahlung und/oder monatliche Auszahlungen möglich sind. Bei vorzeitiger Auszahlung entfallen die genannten Steuervorteile.

Säule 3: Private Altersvorsorge

Zentrales Instrument der privaten Altersvorsorge und der Rentenreform insgesamt, sollte die Einführung eines Altersvorsorgedepots sein. Dieses voll digitalisierte Depot müsste so ausgestaltet sein, dass alle Rentenansprüche, steuerliche Auswirkungen und mögliche Zulagen verständlich dargestellt werden und die Produktwahl unkompliziert vorgenommen werden kann.

Das primäre Ziel muss sein, dass nahezu alle Bürgerinnen und Bürger, unabhängig davon, ob sie angestellt, selbständig oder nicht-sozialversicherungspflichtig beschäftigt sind, über ein Altersvorsorgedepot verfügen. Gerade Freiberufler und Menschen mit niedrigen Einkommen sind häufig nicht ausreichend abgesichert, da sie entweder ganz aus den Säulen 1 und 2 fallen oder diese kein ausreichendes Versorgungsniveau sicherstellen.

Die Eröffnung sollte grundsätzlich an ein Opt-out geknüpft werden. Eröffnet eine Person oder ein Erziehungsberechtigter ein Bankkonto, muss durch die Bank automatisch abgefragt werden, ob bereits eine Altersvorsorgedepot besteht. Ist dies nicht der Fall, startet der Eröffnungsprozess, sofern kein Widerspruch erfolgt. Bei der Auswahl der Produkte stehen Aktien, ETFs, ELTIF, Anleihen sowie Derivate zur Verfügung, die ausschließlich über deutsche regulierte Märkte oder multilaterale Handelssysteme, aber nicht bilateral oder außerbörslich gehandelt werden. Die Möglichkeit in ein einfaches, kostengünstiges und standardisiertes Referenzdepot zu investieren ermöglicht zudem eine attraktive Altersvorsorge für Menschen, die sich weniger mit dem Kapitalmarkt auseinandersetzen wollen.

Eine vorteilhafte und einfache steuerliche Behandlung ist notwendig, um wirksame Anreize zu setzen. Mögliche Optionen sind Steuerfreistellungen auf Anlagen, die vorgelagert bereits versteuert wurden, ein vergünstigter Steuersatz, höhere Freibeträge oder eine vollständige Steuerbefreiung nach einer bestimmten Haltedauer auf Depotebene. Um die Kapitalmarktbeteiligung für Personen mit niedrigem Einkommen zu erhöhen, bieten sich staatliche Sozialzulagen bis zu einer gewissen Einkommensgrenze an. Damit die Bürger

möglichst hohe Beiträge investieren, bietet sich zudem eine einkommensunabhängige Grundzulage für geleistete Altersvorsorgebeiträge bis zu einer bestimmten Höhe an.

Frühstart-Rente

Die privaten Altersvorsorge würde mit der Frühstart-Rente sinnvoll ergänzt werden. Um den Zinseszinsseffekt maximal auszunutzen, sollte eine staatliche Einmalzahlung bei Geburt erfolgen. Daneben könnten Eltern bis zur Volljährigkeit des Kindes weitere Beiträge bis zu einer gewissen Höhe steuerfrei einzahlen. Die Abwicklung erfolgt ebenfalls über das Altersvorsorgedepot. Um eine möglichst breite Nutzung sicherzustellen, werden die Erziehungsberechtigten bei Geburt des Kindes automatisch über die Möglichkeiten der Frühstartrente und die Eröffnung eines Altersvorsorgedepots informiert (über das Bundeszentralamt für Steuern mit Zuteilung der Steuer-IdNr.). Um einen simplen Prozess zu gewährleisten, wird das Formular für die Beantragung des Kindergeldes um einen Eröffnungsantrag für Depot und Verrechnungskonto sowie um die Angabe des gewünschten Wertpapiers ergänzt. Wird kein Wertpapier angegeben, fließt die Einmalzahlung automatisch in den Standard-Altersvorsorgefonds aus Säule 1, jedoch getrennt von den Beiträgen aus der gesetzlichen Rente. Bleiben die notwendigen Angaben für die Beantragung bis zu einem Jahr nach Geburt aus, wird der Betrag bis zur Eröffnung des Altersvorsorgedepots, im Standard-Altersvorsorgefonds angelegt. Mit Eintritt der Volljährigkeit verbleibt das Kapital im Altersvorsorgedepot und wird behandelt wie jedes andere Produkt.

4. Schlussbemerkung

Der vorgelegte Referentenentwurf zum Standortfördergesetz enthält 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.