

## **Standortförderungsgesetz: nur kleine Schritte**

Kapitalaufnahmen erleichtern, Bürokratieabbau konsistent vorantreiben und Investorenbasis stärken

## Inhaltsverzeichnis

Ambitioniertes Maßnahmenpaket nötig, Standortförderungsgesetz nur erster Schritt .....	3
1 Änderung des Aktiengesetzes.....	9
1.1 Herabsetzung des Mindestnennwerts: technische Nachbesserung und Ergänzung von § 225 AktG .....	9
1.2 Ergänzende Vorschläge des Deutschen Aktieninstituts zu Kapitalmaßnahmen .....	11
1.3 Weitere Ergänzungsvorschläge mit Bezug zum Aktiengesetz .....	13
2 Änderung des Wertpapierprospektgesetzes .....	15
2.1 Haftungsregime für Dokumente mit begrenzter Seitenzahl .....	15
2.2 Herabsetzung des Verdachtsmaßstabes beim „Naming and Shaming“ ....	16
2.3 KMU-Wachstumsprospekt: Kosten der Prospektbilligung .....	17
3 Änderung des Wertpapierhandelsgesetzes .....	18
4 Umsetzung der ESAP-Verordnung in deutsches Recht.....	20
5 Änderung des Gesetzes über elektronische Wertpapiere .....	22
6 Änderung des Spruchverfahrensgesetzes.....	24
7 Änderungen des Börsengesetzes und zum KMU-Wachstumsmarkt .....	27

## Ambitioniertes Maßnahmenpaket nötig, Standortförderungsgesetz nur erster Schritt

Das Deutsche Aktieninstitut unterstützt die Zielsetzungen des Referentenentwurfs (RefE) zu einem Standortförderungsgesetz (StoFöG): Die Stärkung des Ökosystems für Venture-Capital-Finanzierungen, Abbau von Bürokratie im Finanzmarktbereich und die Anpassung der deutschen Finanzmarktregulierung an europäische Vorgaben der Finanzmarktregulierung.

Der RefE reicht nicht aus, damit „positive Impulse für die Mobilisierung privater Finanzmittel und das Wachstum der deutschen Wirtschaft“ erfolgen, wie es der Gesetzentwurf als Zielsetzung ausdrücklich nennt.

Für diese positiven Impulse brauchen wir in Deutschland einen leistungsfähigen öffentlichen Kapitalmarkt. Die im internationalen Vergleich niedrige Zahl an Börsengängen und die rückläufige Zahl an börsennotierten Unternehmen zeigt, dass Handlungsbedarf gerade bei der Finanzierung über die Börse besteht. Dies ist auch eine Grundvoraussetzung für die Stärkung des Ökosystems für Venture Capital-Finanzierungen, denn der Börsengang ist eine wichtige Option für die Kapitalgeber, sich von der Beteiligung zu trennen und die freiwerdenden Mittel in andere Start-ups zu investieren.

Zur Stärkung des Kapitalmarkts empfehlen wir dem Gesetzgeber ein ambitioniertes Maßnahmenpaket in den folgenden drei Bereichen:

- Wir plädieren dafür, dass der Gesetzgeber umfassend das Aktienrecht modernisiert und dabei den Fokus auf Wachstumsunternehmen legt. Gerade Wachstumsunternehmen wählen beim Gang an die Börse oftmals eine ausländische Rechtsform statt der deutschen Aktiengesellschaft, insbesondere die niederländische N.V. Ein wesentlicher Grund ist, dass die N.V. flexiblere Kapitalmaßnahmen erlaubt, die den Unternehmen den nächsten Wachstumsschritt ermöglicht.
- Entschlackung der Kapitalmarktregulierung und die Vermeidung neuer Bürokratie bei Börsengang und Börsennotiz sind notwendig, damit die Eigenkapitalbeschaffung über die Börse wieder attraktiver wird. Aktuell bestehen für die Unternehmen in diesem Bereich zu hohen bürokratischen Anforderungen.
- Zur Stärkung der Investorenbasis sind Maßnahmen unerlässlich, mit denen die Aktienanlage fester Bestandteil des langfristigen Vermögensaufbaus und der Altersvorsorge für weite Teile der Bevölkerung wird. Ein entwickelter Finanzstandort zeichnet sich dadurch aus, dass die

Bevölkerung in hohem Maße über die Altersvorsorge und den langfristigen Vermögensaufbau am Kapitalmarkt teilnimmt. Das dient dem Wohlstand der Bevölkerung unmittelbar. Gleichzeitig ist gerade die geringe Beteiligung lokaler Investoren am Kapitalmarkt ein wesentlicher Grund für die IPO-Schwäche und Lücken in der Innovationsfinanzierung in Deutschland. Deutschland fehlt diese Investorenbasis.

Der Fokus des RefE liegt auf dem Aktien- und Kapitalmarktrecht, also den ersten beiden Elementen des oben skizzierten Gesamtansatzes. Die Vorschläge sind aber zu wenig ambitioniert.

#### **Mehr Ambition im Aktienrecht: Kapitalmaßnahmen deutlich flexibilisieren**

Die Vorschläge des StoFöG reichen nicht aus, um das Aktienrecht in Deutschland deutlich attraktiver zu machen, gerade in Bezug auf die Möglichkeiten der Kapitalbeschaffung.

Hierfür sind eine deutliche Erhöhung des Spielraums für das genehmigtes Kapital von derzeit 50 Prozent des Grundkapitals, Vereinfachungen bei der bedingten Kapitalaufnahme sowie eine Klarstellung in Bezug auf den Emissionspreis bei bezugsrechtsfreien Emissionen notwendig. Wichtig ist außerdem, dass deutsche Unternehmen flexible Instrumente der Eigenkapitalbeschaffung wie „At-the-Market“-Programme, bei der Aktien über einen bestimmten Zeitraum zu unterschiedlichen Tranchen nach Bedarf kurzfristig ausgegeben werden können, unkompliziert nutzen können.

Ferner empfehlen wir, dass der Gesetzgeber den § 45 b Abs. 9 EstG streicht, der börsennotierte Unternehmen zu einer kostenpflichtigen jährlichen Aktionärsabfrage und Weiterleitung der dabei erhobenen Daten an die Steuerbehörden zwingt. Dies wäre eine einfache Maßnahme zur Verhinderung von zusätzlicher Bürokratie.

Schließlich sollte das Gesetzgebungsverfahren genutzt werden, um klarstellend zu regeln, dass gezahlte Dividenden im Insolvenzfall nicht zurückgefordert werden können. Ein aktuelles BGH-Urteil erklärt dagegen den Vorrang des Gläubigerschutzes im Insolvenzrecht gegenüber den entsprechenden Regelungen des Aktiengesetzes.

#### **Kapitalmarktregulierung: Konsequenter Vereinfachung und Konsistenz mit anderen Vorhaben**

In Bezug auf die Kapitalmarktregulierung besteht deutlich mehr Spielraum für Vereinfachungen, da das deutsche Gesetz nach wie vor über europäische Mindestvorgaben hinausgeht und damit unnötige Belastungen schafft. Ein Beispiel ist das Festhalten an der Prüfungsverpflichtung im Rahmen der EU-Derivateverordnung EMIR,

die in den meisten anderen EU-Staaten ihresgleichen sucht und damit das Risiko-management mit Derivaten in deutschen Unternehmen benachteiligt.

Auch vermissen wir auf europäischer Ebene ein entschlossenes Eintreten der Bundesregierung für entscheidende Vereinfachungen. Dazu gehört beispielsweise die Abschaffung der Verpflichtung zur elektronischen Berichterstattung im ESEF-Format für Jahresfinanzberichte und ihre Nichteinführung für die Nachhaltigkeitsberichterstattung. Das ESEF-Format verlangt die elektronische Kennzeichnung von Berichtsinhalten mittels iXBRL (iXBRL-Tagging). Das iXBRL-Tagging ist komplex, führt zu einem hohen Aufwand bei den Unternehmen und erzeugt Rechtsunsicherheit, ohne dass sie einen zusätzlichen Nutzen für Investoren und die Öffentlichkeit schafft. Wir halten diese Pflicht im Zeitalter der künstlichen Intelligenz für überkommen.<sup>1</sup>

Ferner sind Erleichterungen für Emittenten des KMU-Wachstumsmarktes notwendig. Ansonsten wird das Ziel dieses Konzepts, Wachstumsunternehmen den Einstieg an die Börse zu erleichtern, verfehlt.

Daneben drohen aus aktuellen deutschen Gesetzgebungsverfahren mit Kapitalmarktbezug unnötige und europarechtlich nicht vorgeschriebene zusätzliche Belastungen der Unternehmen. So verlangt der Referentenentwurf zur Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) von den Unternehmen, ihre Nachhaltigkeitsberichte künftig im oben genannten elektronischen ESEF-Berichtsformat „aufzustellen“. Alternativ plädieren wir für die „Offenlegung“ im ESEF-Format, wie sie in der Finanzberichterstattung bereits verpflichtend ist. Die „Aufstellungslösung“ erzeugt gegenüber der „Offenlegungslösung“ noch einmal zusätzliche Risiken und Kosten für die Unternehmen: Technische Fehler bei iXBRL-Tagging von Nachhaltigkeitsinformationen machen einen inhaltlich richtigen Bericht fehlerhaft und können damit die Unternehmen zur Neuaufstellung von Berichten zwingen. Das kann leicht vermieden werden.<sup>2</sup>

### **Stärkung der Aktienanlage in Altersvorsorge und Vermögensbildung Voraussetzung für Stärkung des Finanzstandortes und bessere Innovationsfinanzierung**

Schließlich fehlen weiterhin konkrete Vorschläge der Bundesregierung zur Stärkung der Aktienanlage in der Altersvorsorge und im langfristigen Vermögensaufbau. Eine Ergänzung der Umlage um kapitalmarktorientierte Ersparnisse ist angesichts des demographischen Wandels sozial- und vermögenspolitisch geboten. Die über die Rentensysteme am Kapitalmarkt angelegten Ersparnisse fließen außerdem zu einem Teil in die Finanzierung lokaler Unternehmen. Wenn es nicht gelingt, in der Altersvorsorge und beim Vermögensaufbau entscheidend umzusteuern, werden

<sup>1</sup> Siehe ausführlich zuletzt ausführlich unsere [Position „Making OMNIBUS a Success“](#) vom 23.1.2025.

<sup>2</sup> Siehe ausführlich unsere [Stellungnahme zum Referentenentwurf eines CSRD-Umsetzungsgesetzes](#) vom 21. Juli 2025.

deutsche Unternehmen auch weiterhin stark auf ausländische Finanzierungen am Kapitalmarkt angewiesen sein, um unternehmerische Ideen in die Tat umzusetzen. Oder sie erhalten überhaupt keine Finanzierungen. Attraktive Geschäftsmodelle wandern so ins Ausland ab. Mit ihnen gehen die Arbeitsplätze der Zukunft. Gute Ideen werden nicht in marktreife Produkte überführt, da dafür kein Geld bereitgestellt wird.

Die Diskussion um die Stärkung des Rentensystems ist dagegen bislang wenig ermutigend:

- In der gesetzlichen Rente gibt es kein Konzept der Bundesregierung für einen Einstieg in den Kapitalmarkt. Das Beispiel der Prämienrente in Schweden wäre hierfür vorbildlich. Außerdem plädieren wir auf europäischer Ebene für eine Selbstverpflichtung der Mitgliedstaaten im Bereich der gesetzlichen Rente, jährlich ein Äquivalent von zwei Prozent der Löhne und Gehälter im am Kapitalmarkt anzulegen und damit auch dort einen Kapitalstock zu schaffen.
- Die Vorschläge der Bundesregierung zum Betriebsrentenstärkungsgesetz zur Verbreitung des Modells der reinen Beitragszusage, die einen hohen Aktienanteil in der Altersvorsorge ermöglicht, hängen weiterhin von einer Einigung der Sozialpartner ab.<sup>3</sup> Das hemmt die Verbreitung solcher Modelle signifikant. So lehnt die IG Metall als mitgliederstärkste Gewerkschaft in Deutschland die reine Beitragszusage ab.
- Zur geplanten Frühstartrente fehlen noch konkrete Vorschläge sowie ein konsistentes Anschlusskonzept für Menschen ab 18 Jahre. In der privaten Altersvorsorge plädieren wir für die Einführung eines einfachen, kostengünstigen Altersvorsorgedepots ohne Garantien oder Verrentung, mit dem zahlreiche Länder gute Erfahrungen gemacht haben.<sup>4</sup>

Ergänzend zu den Maßnahmen in der Altersvorsorge sind steuerliche Rahmenbedingungen notwendig, die Anreize zum Erwerb von Aktien, Aktienfonds und Aktien-ETFs setzen. Wir empfehlen die Einführung eines steuergünstigten Anlagesparkontos, das bereits in zahlreichen anderen europäischen Ländern, etwa in Frankreich, Schweden oder Italien, etabliert ist, und aktuell in Polen eingeführt wurde.

<sup>3</sup> Siehe unsere Stellungnahme „[Leistungsstarke betriebliche Altersvorsorge für alle Arbeitnehmer ermöglichen](#)“ vom 8. August 2025

<sup>4</sup> Siehe unsere Studie „[Erfolgreiche Modelle der Alterssicherung im internationalen Vergleich](#)“, Mai 2024

## Unsere Anmerkungen zu konkreten Vorhaben des Referentenentwurfs

Der RefE ist vor diesem Hintergrund nicht mehr als ein kleiner erster Schritt und sollte um die o.g. grundlegenden Maßnahmen im Aktien- und Kapitalmarktrecht sowie in Bezug auf Altersvorsorge und Vermögensbildung ergänzt werden.

In Bezug auf die konkreten Regelungsvorhaben des RefE sehen wir zudem Nachbesetzungsbedarf vor allem in folgenden Punkten:

- Aktiengesetz: Die Möglichkeit, Aktien mit einem Nennwert von einem Eurocent ausgeben zu können, begrüßen wir. Allerdings muss die Einführung von „Cent-Aktien“ durch eine Ergänzung in § 225 AktG flankiert werden. § 225 AktG fordert die Bereitstellung von Sicherheiten bei einer Kapitalherabsetzung, die in vielen Fällen trotz der Möglichkeit von „Cent-Aktien“ weiterhin notwendig ist. Die Bereitstellung von Sicherheiten belastet aber die Liquiditätsreserven des betroffenen Unternehmens und erschwert damit Sanierungen. Wir schlagen eine für den Gesetzgeber gangbare Lösung vor, die den Unternehmen hilft und gleichzeitig den Gläubigerschutz, der Zweck des § 225 AktG, berücksichtigt.
- Wertpapierprospektgesetz: Die Möglichkeit, auf eine deutschsprachige Zusammenfassung des Prospektes in einem englischsprachigen Prospekt zu verzichten, begrüßen wir. Bei der Umsetzung der prospektrechtlichen Vorgaben aus dem EU Listing Act benötigen die Haftungsvorgaben für prospektähnliche Informationsdokumente allerdings einen Feinschliff. Es sollte klargestellt werden, dass an die neu eingeführten Informationsdokumente nicht die gleichen Haftungsvoraussetzungen gestellt werden wie an vollständige Wertpapierprospekte. Da diese deutlich schlanker sind, wäre das unangemessen.
- ESAP-Verordnung: Die Einrichtung eines europäischen Portals für Pflichtinformationen (European Single Access Point, ESAP) in Deutschland setzt auf vorhandene Meldewege. Dadurch kommen nur wenige Anpassungen auf die Unternehmen zu. Allerdings wird als Folge der Anpassung an das EU-Recht jetzt explizit verlangt, dass die Veröffentlichung des Jahresfinanzberichts und dessen Einreichung beim Unternehmensregister gleichzeitig zu erfolgen hat. Wegen der Notwendigkeit zur elektronische Berichterstattung nach dem ESEF-Format (siehe oben) kann dies nicht immer sichergestellt werden. Es sollte deshalb klargestellt werden, dass den Emittenten keine Sanktionen aus der Verletzung der Gleichzeitigkeitsanforderung drohen, solange die Höchstfristen für die Einreichung vollständiger Unterlagen beim Unternehmensregister eingehalten werden. Auch empfehlen wir eine Ergänzung, dass die nunmehr nachträgliche Prüfung der eingereichten Unterlagen durch das Unternehmensregister unverzüglich erfolgen soll

und einschließend eine Information der einreichenden Unternehmen über das Ende der Prüfung erfolgt. Andernfalls könnten Unternehmen über längere Zeiträume über die formale Korrektheit der eingereichten Unterlagen im Unklaren bleiben.

- Gesetz über elektronische Wertpapiere: Die vorschlagenen Veränderungen begrüßen wir. Das Gesetz sollte darüber hinaus genutzt werden, einige für die Praxis wichtige Klarstellungen im Gesetz vorzunehmen. Dies betrifft vor allem die Haftungsanforderungen bei der Emission von Kryptowertpapieren sowie eine klarstellende Regelung, dass in dezentrale Kryptowertpapierregister auf oberster Ebene mehrere Sammelverwahrer als Verwahrer eingetragen werden können.
- Spruchverfahren: Bei Streitigkeiten über die Höhe der Gegenleistung bei einem Delisting soll künftig das Spruchverfahren gelten. Wir lehnen das ab, denn für das vom Delisting betroffene Unternehmen und den das Delisting betreibenden Hauptaktionär ergibt sich mit dem Spruchverfahren kein höheres Maß an Rechtssicherheit. Das Spruchverfahren führt sogar zu einer zusätzlichen Belastung, da es in der Praxis sehr zeit- und kostenaufwändig ist. Darunter leidet die Attraktivität des Finanzmarkts Deutschland.
- Börsengesetz und KMU-Wachstumsmarkt: Die Pflicht der Emittenten an einem KMU-Wachstumsmarkt, bei einem Delisting den Aktionären ein Abfindungsangebot für die ausstehenden Aktien vorlegen zu müssen, ist nur gerechtfertigt, wenn die Emittenten zuvor vom regulierten Markt in den KMU-Wachstumsmarkt gewechselt sind. Für Emittenten, die niemals im regulierten Markt waren, ist sie es nicht. Das solle im Gesetz berücksichtigt werden. Die Börse ist keine Einbahnstraße, und wenn der Weg an die Börse über das Konzept des KMU-Wachstumsmarkts erleichtert werden soll, darf der Börsenrückzug nicht unnötig erschwert werden.

## 1 Änderung des Aktiengesetzes

### 1.1 Herabsetzung des Mindestnennwerts: technische Nachbesserung und Ergänzung von § 225 AktG

Die Änderung an § 8 AktG (Artikel 22 Nr. 1) schafft die Möglichkeit, Aktien mit einem Mindestnennwert in Höhe von einem Cent auszugeben. Deutschland zieht damit mit anderen Ländern gleich, in denen Unternehmen Aktien mit einem Nennwert im Cent-Bereich schon länger emittieren können.

Es ist aber dennoch notwendig, die Regelung einfacher und klarer zu fassen:

- Da die Einteilung des Grundkapitals ohnehin in der Satzung geregelt sein muss, ist eine eigenständige Satzungsermächtigung für die Ausgabe von Cent-Aktien nicht nötig. Eine Gefahr der Irreführung der Anleger ohne die vom Gesetz vorgeschlagene Zweistufigkeit mit ausdrücklicher Satzungsregelungen sehen wir nicht. Die in der Entwurfsbegründung zitierte BT-Drucksache 13/9573 ist über 25 Jahre alt und spiegelt nicht mehr die Realität in vielen anderen EU-Mitgliedstaaten wider, in denen ein Mindestnennbetrag von 1 Cent pro Aktie schon seit langem etabliert ist. Dementsprechend sollte in den Absätzen 2 und 3 des § 8 AktG „Euro“ jeweils durchgehend durch „Eurocent“ ersetzt werden. So würde aus einem Verfahren in zwei Schritten (erst Satzungsermächtigung zur Einführung von Cent-Aktien, dann in einem zweiten Schritt Beschluss über deren Einführung mit entsprechender Änderung der Satzung) ein einfacheres Verfahren in einem Schritt, insbesondere auch im Wege der Kapitalherabsetzung.
- Bei Stückaktien sieht der Referentenentwurf nur vor, dass der auf die einzelne Aktie entfallende Betrag des Grundkapitals „einen Eurocent“ betragen darf. Auch hier ist es notwendig, dass dieser Betrag jeden höheren Wert annehmen kann, also „mindestens einen Eurocent“ betragen kann.

Die Verringerung des Aktiennennwerts ist im Sanierungsfall von großer Bedeutung, in dem es notwendig wird, über eine Kapitalerhöhung den Fortbestand des Unternehmens zu sichern. In vielen Fällen ist es aber vorgekommen, dass der aktuelle Börsenkurs nur knapp über oder sogar unter dem Nennwert lag. Kapitalerhöhungen erfordern aber gerade in einer Sanierungssituation einen erheblichen Abschlag vom Börsenkurs, damit Investoren bereit sind, zusätzliches Geld zur Verfügung zu stellen. Liegt der von den Investoren akzeptierte Preis für neue Aktien unter dem Nennwert, ist die Kapitalerhöhung wegen des Verbots der Unter-Pari-Emission nach § 9 AktG faktisch und rechtlich unmöglich.

Aktien mit einem Nennwert von einem Eurocent können nützlich sein, um diese Problematik zu entschärfen. Geht man von einem gleichbleibenden Börsenkurs aus, kann durch eine entsprechende Herabsetzung des Nennbetrags bei niedrigem Börsenkurs nahe dem bisherigen Nennbetrag ein Abstand zum dann niedrigeren Nennwert geschaffen werden, der einen Abschlag ermöglicht.

Das funktioniert aber nur, wenn das Grundkapital in demselben Maße herabgesetzt wird, wie der Nennwert reduziert wird. Erfolgt keine Kapitalherabsetzung, führt die Nennwertreduzierung ausschließlich zu einem Aktiensplit, bei dem zur Abbildung einer Nennwertreduzierung von 1 Euro auf 0,01 Euro eine alte Aktie in 100 neue Aktien getauscht werden müsste. Das bedeutet, dass damit der im Börsenkurs reflektierte Anteil der einzelnen Aktie am Unternehmenswert in demselben Verhältnis aufgeteilt würde. Dementsprechend würde dann auch der Börsenkurs in gleichem Verhältnis sinken. Selbst bei einem Nennwert von 0,01 Euro würde damit eine Kapitalerhöhung mit einem Abschlag zum Börsenkurs weiterhin nicht möglich.

Damit Gesellschaften bei einem nahe des Nennbetrags liegenden Aktienkurs neue Aktien ausgeben können, muss das Kapital also zunächst entsprechend der Reduzierung des Nennwerts der einzelnen Aktie auf den neuen Mindestnennwert von einem Eurocent herabgesetzt werden. Dadurch erhöht sich der Abstand zwischen Nennwert und aktuellem Börsenkurs; durch die Möglichkeit des geringeren Mindestnennbetrags kann aber eine Reduzierung der Gesamtzahl der ausgegebenen Aktien und damit deren Zusammenlegung vermieden werden.

Eine Kapitalherabsetzung gibt aber den Gläubigern der Gesellschaft derzeit das Recht, gemäß § 225 AktG eine Sicherheit zu verlangen. Eine Ausnahme gilt nur unter den Voraussetzungen der vereinfachten Kapitalherabsetzung nach § 229ff. AktG, die aber nur die dort näher bestimmten Sanierungsfälle betrifft.

Der Umfang, in dem Gläubiger der Gesellschaft Sicherheitsleistungen verlangen können, stellt für die Gesellschaft ein nicht kalkulierbares Risiko dar, das die Liquiditätssituation des Unternehmens belasten kann. Deshalb stellt § 225 AktG in der Praxis ein Sanierungshindernis dar.

Damit Sanierungen erleichtert werden, sollte § 225 AktG angepasst werden. Konkret sollte das Recht auf Sicherheitsleistung entfallen, wenn zeitgleich mit der Kapitalherabsetzung eine Kapitalerhöhung in mindestens demselben Umfang beschlossen wird. In einem solchen Fall verbessert sich nämlich insgesamt die wirtschaftliche Stellung der Gläubiger. Einen zusätzlichen Schutz der Gläubiger durch § 225 AktG bedarf es dann offensichtlich nicht.

Ein Vorbild hierzu, das genau diesem Motiv folgt, gab es in § 7 Abs. 6 Satz 4 und 5 Wirtschaftsstabilisierungsfondsgesetz (WStBG). Zur Bewältigung der wirtschaftlichen Krise der Corona-Pandemie wurde dort auf den Anspruch der Gläubiger auf Sicherheitsleistung bei einer Herabsetzung des Grundkapitals im Zusammenhang mit einer Rekapitalisierung unter Beteiligung des Wirtschaftsstabilisierungsfonds

gestrichen. Zwar ist die coronabedingte Regelung inzwischen ausgelaufen, die wirtschaftliche Logik dahinter lässt sich aber auf jeden Sanierungsfall auch unter Beteiligung privater Eigenkapitalgeber übertragen.<sup>5</sup>

## 1.2 Ergänzende Vorschläge des Deutschen Aktieninstituts zu Kapitalmaßnahmen

Das Standortförderungsgesetz bietet die Chance, die Flexibilität für Kapitalmaßnahmen über die Vorschläge des RefE hinaus zu erhöhen. Deutschland würde damit dem Vorbild anderer Rechtsordnungen folgen und/oder konkrete Probleme in der Praxis der Kapitalmaßnahmen heilen.

### Mehr Spielraum beim genehmigten Kapital

Verbesserungspotenzial gibt es in Deutschland für das genehmigte Kapital, das derzeit auf 50 Prozent des Grundkapitals beschränkt ist. In anderen Jurisdiktionen, wie in den Niederlanden oder Schweden, besteht diese Restriktion nicht. Dementsprechend kann das genehmigte Kapital eines Unternehmens beispielsweise in der Rechtsform der niederländischen N.V. ein Mehrfaches des Grundkapitals betragen. Deutschland sollte sich hieran ein Beispiel nehmen und die Grenze zur Aufnahme eines genehmigten Kapitals deutlich anheben. Das erhöht die Attraktivität der Rechtsform der AG gerade für schnell wachsende Start-ups/Scale-ups.

### Mehr Flexibilität beim bedingten Kapital

Zwar sieht das bedingte Kapital explizit Bezugsrechte auf Aktien des Unternehmens für Arbeitnehmer und Mitglieder der Geschäftsführung vor, wird aber gerade für diesen Zweck wenig genutzt.

Ausschlaggebend dafür sind zwei Gründe:

- Die Bezugsrechte dürfen erst nach einer Sperrfrist von mindestens vier Jahren ausgeübt werden. Eine Sperrfrist ist zwar bei vielen Mitarbeiteraktienprogrammen üblich. Die Dauer der Sperrfrist wird aber von den Unternehmen individuell festgelegt und beträgt oftmals weniger als vier Jahre. Es sollte daher jedenfalls für Mitarbeiter unterhalb des Vorstands auf eine starre Sperrfrist von vier Jahren verzichtet werden.
- Der Hauptversammlungsbeschluss muss zwingend „Erfolgsziele“ beinhalten. Die Definition von Erfolgszielen ist aber nur für die Bedienung von Aktienoptionsplänen anwendbar, nicht aber auf inzwischen typische

---

<sup>5</sup> Vgl. Lieder/Singhof, VGR-Sonderband „Reformbedarf im Aktienrecht, 2024, Rz. 14.27; Meyer ZGR 2024, 1151, ders. in Kümpel/Müller/Früh/Seyfried, Bankrecht und Kapitalmarktrecht, 6. Aufl. 2022, Rz. 15.573.

Gestaltungen von Mitarbeiteraktienprogrammen, die oftmals lediglich ein Verbleiben des Mitarbeiters im Unternehmen voraussetzen. In diesem Fall kann die Angabe der zwingend vorgesehenen Erfolgsziele der Aktienausgabe in einem Hauptversammlungsbeschluss nicht erfüllt werden. Die Angabe von Erfolgszielen darf also bei der Auflage von Mitarbeiteraktienprogrammen keine zwingende Voraussetzung des Hauptversammlungsbeschlusses sein. Ferner sollte die Flexibilität, die nach § 193 Abs. 2 Nr. 3 AktG bei der Festlegung des Ausgabebetrags der neuen Aktien bei Wandelschuldverschreibungen möglich ist, auch für die Ausgabe von Aktien an Geschäftsführungsmitglieder und Mitarbeiter gelten.

#### **Konkretisierung der Anforderung der „nicht wesentlichen Unterschreitung“ des Börsenpreises in § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG**

Bei der Kapitalerhöhung mit vereinfachtem Bezugsrechtsausschluss darf der Ausgabepreis der neuen Aktien den Börsenpreis nicht wesentlich unterschreiten. § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG konkretisiert das Kriterium des „nicht wesentlichen Unterschreitens des Börsenpreises“ allerdings nicht. Die Praxis orientiert sich deshalb an einer Beschlussempfehlung des Rechtausschusses, die einen Abschlag von drei Prozent bis maximal fünf Prozent als Richtwert nennt. In einem volatilen Marktumfeld erweist sich dieses Korsett als zu eng. Dies gilt insbesondere für börsennotierte Wachstumsunternehmen mit potenziell volatileren Aktienkursen. Die aktuelle Regelung benachteiligt damit faktisch Unternehmen in der Rechtsform der AG gegenüber ausländischen Konkurrenten.

Wir regen deshalb an, das Gesetzgebungsverfahren dazu zu nutzen, diese Benachteiligung zu heilen. Konkret sollte eine Regelung etabliert werden, dass bei einer Platzierung mit einem marktnahem Preisfestsetzungsverfahren (wie dem Bookbuilding) keine wesentliche Unterschreitung des Börsenkurses vorliegt. Das stärkt die Möglichkeiten gerade kleinerer Unternehmen, risikofrei Kapital aufzunehmen.

#### **At-the-Market-Platzierungen erleichtern**

Anders als in den USA sind in Deutschland sogenannte At-the-Market-Platzierungen neuer Aktien nicht einfach möglich. Bei solchen Platzierungen werden neue Aktien fortlaufend über einen längeren Zeitraum über die Börse zum jeweiligen Marktpreis verkauft. Die neuen Aktien entstehen dabei nicht auf einmal, sondern mit der Lieferung der verkauften Aktien an den Erwerber. Als flexibles Instrument der Kapitalaufnahme haben sich At-the-Market-Programme schon länger etabliert und werden von Investoren wie Unternehmen gleichermaßen akzeptiert.<sup>6</sup> Selbst mit

---

<sup>6</sup> Siehe Blättchen, ATM: ein Instrument, um marktnah und flexibel zu platzieren, GoingPublic, Dezember 2020, S. 16.

erheblichem Strukturierungsaufwand lassen sie sich nach deutschem Recht aber nicht gleichwertig nachbilden.<sup>7</sup>

Das StoFöG eröffnet damit die Möglichkeit, ein in der internationalen Kapitalmarktpraxis übliches Instrument auch in Deutschland leichter verfügbar zu machen. Eine Möglichkeit hierzu wäre die Erweiterung der Anwendungsfälle des bedingten Kapitals auf At-the-Market-Emissionen.

### 1.3 Weitere Ergänzungsvorschläge mit Bezug zum Aktiengesetz

#### Streichung von § 45b Absatz 9 EstG als wichtigen Beitrag zum Bürokratieabbau

Ein Ziel des Standortförderungsgesetzes und der Bundesregierung ist der Abbau von unnötiger Bürokratie.

Wegen des Sachzusammenhangs zum AktG bietet das StoFöG die Möglichkeit, § 45b Abs. 9 EstG zu streichen. Dieser verlangt von börsennotierten Unternehmen ab dem Jahr 2027 jährlich die Durchführung einer kostenpflichtigen Aktionärsidentifikationsabfrage nach § 67d AktG. Die so gewonnenen Daten müssen die Unternehmen in einem aufwendigen Meldeverfahren an das Bundeszentralamt für Steuern weiterleiten. Zweck der Norm ist ausweislich der damaligen Begründung der Abgleich mit den von den die Kapitalerträge auszahlenden Stellen – also den Banken – zu übermittelnden Angaben zu gleichen Sachverhalten.

Es ist nicht gerechtfertigt, die Unternehmen für eine Kontrolle der Intermediäre einzusetzen. Bedenkt man, dass die Unternehmen neben ihren eigenen Aufwänden auch noch die Intermediäre für die Daten bezahlen müssen, erscheint diese Verpflichtung grotesk.

Die Compliance mit dieser Norm ist für die Unternehmen nicht nur sehr aufwendig, sondern der Mehrwert für die Finanzverwaltung ist außerdem zweifelhaft und steht nicht im Verhältnis zu den entstehenden Belastungen. Die Finanzverwaltung bekommt die Daten der Aktionäre bereits direkt von den Banken. Ein Abgleich der von den Emittenten erhaltenen Daten mit den Daten der Banken ist als Missbrauchskontrolle nicht tauglich. Die Daten stammen schließlich von den denselben Banken. Eine vorsätzlich missbräuchlich agierende Bank würde sicherlich nicht unterschiedliche Daten liefern. Ein Mehrwert für die Finanzverwaltung ist deshalb nicht ersichtlich. Hinzu kommt der Aufwand in der Finanzverwaltung für den Abgleich dieser erheblichen Datenmenge.

---

<sup>7</sup> Siehe Schieber/Wieneke, At-the-Market-Programme auch für deutsche Emittenten interessant, Börsen-Zeitung vom 23. Mai 2025

Zudem ändert sich gerade durch die europäische FASTER-Richtlinie das Meldeverfahren der Banken an die Finanzverwaltungen. Ziel dieser Richtlinie ist auch, Missbrauch im Zusammenhang mit Cum/Ex- und Cum/Cum-Geschäften zu vermeiden.

§ 45b Abs. 9 EstG n.F. sollte deshalb noch vor dessen Geltung dieser Vorschrift gestrichen werden. Andernfalls wird anstatt einer bürokratischen Entlastung eine unnötige erhebliche Belastung ab dem Jahr 2027 auf die börsennotierten Unternehmen zukommen.

#### **Keine Rückforderung von Dividendenzahlungen im Insolvenzfall**

Der Bundesgerichtshof hat sich in einem Urteil vom 30. März 2023 (Az IX 121/22) damit befasst, ob im Falle der Insolvenz eines Unternehmens Dividendenzahlungen an Aktionäre vom Insolvenzverwalter zurückgefördert werden können. Im Kern geht es um die Frage, ob der Schutz des Dividendenempfängers wie er in § 62 Abs. 1 Satz 2 AktG geregelt ist, die Unentgeltlichkeitsanfechtung nach § 134 InsO ausschließt. Der BGH kommt zu der Feststellung, dass der aktienrechtliche Schutz des gutgläubigen Dividendenempfängers eine Unentgeltlichkeitsanfechtung nicht ausschließt. Auch der gutgläubige Aktionär muss bis zu vier Jahre vor Beantragung der Insolvenz erhaltene Dividenden zurückzahlen, wenn die der Auszahlung zugrundeliegenden Jahresabschlüsse vom Insolvenzverwalter nachträglich für nichtig erklärt oder durch andere Jahresabschlüsse ersetzt werden. Aktionären droht im Insolvenzfall nicht mehr nur der Totalverlust der Aktienanlage, sondern auch der nachträgliche Verlust der Dividendenzahlungen.

Dieses Urteil konterkariert die Bemühungen der Bundesregierung um eine Stärkung des Finanzstandortes, weil sie das Vertrauen der Aktionäre in erhaltenen Dividendenzahlungen unterhöhlt. Um dies zu verhindern, könnte in der Gesetzesbegründung des StoFöG eine Klarstellung zum Vorrang des § 62 AktG vor den §§ 129 ff. InsO aufgenommen werden.

## 2 Änderung des Wertpapierprospektgesetzes

Im Wesentlichen ergeben sich die vom RefE vorgeschlagenen Änderungen am Wertpapierprospektrecht aus dem EU-Listing Act und der EU-ESAP-Verordnung.

Wir begrüßen, dass mit dem RefE künftig die Verpflichtung entfällt, bei englischsprachigen Prospektten eine deutsche Zusammenfassung zu erstellen. Das ermöglicht vollständig englischsprachige Prospekte, stärkt den Finanzstandort und befreit Emittenten von aufwendigen Übersetzungsarbeiten (§§ 21 und 22 WpPG, Artikel 13 Nr. 8 und 9)

Allerdings sind zu folgenden Vorschlägen des RefE Änderungen notwendig:

### 2.1 Haftungsregime für Dokumente mit begrenzter Seitenzahl

Das nun in der Prospektverordnung für manche Fälle vorgesehene elfseitige Ersatzdokument zum Wertpapierprospekt soll nach dem Referentenentwurf dem Haftungsregime eines vollständigen Prospekts unterliegen (§ 9 Abs. 4 WpPG, Artikel 13 Nr. 5.)

Die Haftung richtet sich damit nach einem Regime, das für einen mehrere Hundert Seiten umfassenden Wertpapierprospekt konzipiert wurde. Dies auf ein elfseitiges Dokument anzuwenden ist schlicht nicht möglich. Gleiches gilt für die Prospekte mit Seitenzahlbegrenzung wie dem EU-Folgeprospekt (maximal 50 Seiten) und dem EU-Wachstumsemissionsprospekt (maximal 75 Seiten). In einem Ersatzdokument mit verringertem Umfang wäre eine Haftung dafür, dass alle wesentlichen Informationen vollständig enthalten sind, nicht angemessen.

Die Neuregelung führt daher zu einer Rechtsunsicherheit in Bezug auf Haftungsrisiken. Deshalb sollte eine Klarstellung erfolgen, die dem Konzept von § 11 WpPG folgt. Danach ist die Haftung für ein Wertpapier-Informationsblatt auf Fälle beschränkt, in denen das Dokument keinen gesetzlichen Risikohinweis nach § 4 Abs. 4 WpPG enthält, unrichtig oder irreführend ist. Die zusätzliche Anforderung „vollständig“ zu sein, gibt es beim Wertpapier-Informationsblatt dagegen nicht. Der Referentenentwurf sollte § 9 Abs. 4 WpPG auch so ausgestalten.

## 2.2 Herabsetzung des Verdachtsmaßstabes beim „Naming and Shaming“

Der Referentenentwurf ändert die Voraussetzungen für eine Bekanntmachung von auch nur vermeintlichen Verstößen gegen die Prospektverordnung nach § 18 Abs. 3 WpPG (Artikel 13 Nr. 7) auf der Internetseite der BaFin.

Statt eines „hinreichend begründeten Verdachts“ sollen nach dem Wortlaut zukünftig „Anhaltspunkte“ genügen, damit die BaFin Verstöße öffentlich machen kann. Die Veröffentlichung eines Verdachts auf der Internetseite der BaFin kann in der Praxis zu einer Rufschädigung und einer faktischen Vorverurteilung des Betroffenen führen. Die drastische Herabsetzung des Maßstabes von einem „hinreichend begründeten Verdacht“ auf „Anhaltspunkte“ ist deshalb völlig unverhältnismäßig.

Nach der Gesetzesbegründung ist unter Verweis auf das Vermögensanlagengesetz (VermAnlG) inhaltlich auch kein Unterschied zur aktuellen Rechtslage beabsichtigt. So müssen konkrete Tatsachen vorliegen, aus denen sich eine hinreichende Wahrscheinlichkeit für die Annahme eines Verstoßes gegen das WpPG bzw. das VermAnlG ableiten lässt. Bloße Vermutungen reichen nicht aus.

Die überwiegende Auffassung im Schrifttum sieht hier aber keine Gleichsetzung von „Anhaltspunkten“ und „hinreichend begründetem Verdacht“.<sup>8</sup> Die Begrifflichkeiten sind aus dem Strafrecht bekannt. Und sogar dort führen tatsächliche Anhaltspunkte nur zu einem Anfangsverdacht, der zwar für die Einleitung eines Ermittlungsverfahrens nach § 152 StPO, aber keinesfalls für eine Anklageerhebung (§ 170 StPO) oder einen Eröffnungsbeschluss (§ 203 StPO) ausreicht. Diese Begrifflichkeiten sind daher sorgfältig zu unterscheiden.<sup>9</sup>

Die Verschärfung macht Kapitalmarktfinanzierungen unattraktiver, weil sie das Risiko erhöht, zu Unrecht für Compliance-Verstöße an den Pranger gestellt zu werden. Wir empfehlen deshalb von den Änderungen abzusehen. Nur bei hinreichend begründeten Verdacht ist es gerechtfertigt, behauptete Verstöße öffentlich zu machen.

---

<sup>8</sup> Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Prospektrecht Kommentar, 4. Aufl. 2022, § 18 WpPG Rz. 21. Dagegen wird überwiegend differenziert, so insbesondere Naumann in Frankfurter Kommentar EU ProspektV und WpPG, 3. Aufl. 2024, § 18 WpPG Rz. 48; Ritz in Just/Voß/Ritz/Zeising, Wertpapierprospektrecht, 2. Auflage 2023, § 18 WpPG Rn. 35.

<sup>9</sup> Vgl. Diemer in Karlsruher Kommentar zur StPO, 9. Auflage 2023, § 152 Rn. 6, 7; Peters in Münchener Kommentar zur StPO; 2. Auflage 2024, § 152 StPO Rz. 36.

## 2.3 KMU-Wachstumsprospekt: Kosten der Prospektbilligung

Die Kosten für die Billigung der unterschiedlichen Prospektformate belaufen sich einheitlich auf Euro 16.915 (Artikel 56), obwohl die Prospekte vom Umfang deutlich unterschiedlich sind – Folgeprospekt und EU-Wachstumsemissionsprospekt haben einen deutlich geringeren Umfang als der Standardprospekt oder gar der Basisprospekt.

Der Prüfungsaufwand im Billigungsverfahren ist dementsprechend für die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ebenfalls deutlich geringer.

Dies sollte sich auch in den Kosten für die Billigung bzw. das Billigungsverfahren entsprechend niederschlagen. Das entspräche auch dem Grundgedanken, der hinter den vereinfachten Prospektformaten und dem Anliegen des Listing Acts steht, Kosten und Verwaltungsaufwand zu reduzieren.

Die Kosten sollten daher an den Verwaltungsaufwand angepasst werden.

### 3 Änderung des Wertpapierhandelsgesetzes

Über die durch die ESAP-Verordnung bedingten Anpassungen am Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) hinaus, schlägt der Referentenentwurf einige weitere Änderungen vor, die wir wie folgt kommentieren:

#### § 32 WpHG (Art. 5 Nr. 9): Pflicht zur EMIR-Prüfung streichen

§ 32 WpHG legt fest, dass nichtfinanzielle Unternehmen einen Wirtschaftsprüfer zur Einhaltung der Bestimmungen der EU-Derivateverordnung EMIR beauftragen müssen. Dies ist ein deutscher Sonderweg, da es eine solche Verpflichtung in kaum einen anderen EU-Ländern gibt. Deutsche Unternehmen, die Derivate in ihrem Risikomanagement einsetzen, werden durch diesen zusätzlichen Aufwand benachteiligt.

Wir regen deshalb an, diese Pflicht für alle Unternehmen unabhängig vom Bruttonominalvolumen und der Anzahl der OTC-Derivate abzuschaffen, um EU-weit ein Level-Playing-Field herzustellen.

Der Referentenentwurf setzt bisher lediglich die Schwellenwerte in Bezug auf das Bruttonominalvolumen und die Anzahl der OTC-Derivate herauf, ab wann eine solche EMIR-Prüfung verpflichtend ist. Das ist zwar zu begrüßen, weil die Zahl von dieser Verpflichtung betroffener Unternehmen sinkt, ändert aber nichts an der Benachteiligung der Unternehmen, die über diesen Schwellenwerten liegen.

#### § 76 (1b) WpHG: Art. 6 Nr. 8: Redaktionsversehen in Formulierungsvorschlag

Offenbar liegt hier ein Redaktionsversehen vor, weil im Verweis auf § 39 Abs. 2 bis 6 das BörsG genannt werden müsste. Inhaltlich kommentieren wir die Regelung im Kapitel 7.

#### § 109 WpHG (Art. 5 Nr. 21): Sachgerechte Einschränkung der Fehlerbekanntmachung

Kommt die BaFin in einem Bilanzkontrollverfahren zu dem Ergebnis, dass ein Bilanzierungsfehler vorliegt, so muss sie diesen Fehler öffentlich bekannt machen. Eine Ausnahme besteht nur, wenn kein öffentliches Interesse an einer Veröffentlichung besteht.

Wir begrüßen, dass der RefE dieses Regel-Ausnahmeverhältnis umdreht, wenn der Fehler allein die nichtfinanzielle Erklärung betrifft und er keine Auswirkungen auf Bilanz oder Gewinn- und Verlustrechnung hat.

Wir weisen jedoch darauf hin, dass die nichtfinanzielle Erklärung voraussichtlich gemäß dem geplanten CSRD-Umsetzungsgesetz durch einen Nachhaltigkeitsbericht ersetzt wird. Die vorgeschlagene Ergänzung in §109 WpHG sollte diese erwartete gesetzliche Änderung berücksichtigen. Es sollte entsprechend klargestellt werden, dass in der Regel (auch) kein öffentliches Interesse besteht, wenn ausschließlich der Nachhaltigkeitsbericht fehlerhaft ist und dieser Fehler keine Auswirkungen auf die Bilanz oder die Gewinn- und Verlustrechnung hat.

#### **§ 120 WpHG (Art. 6 Nr. 10c): Neuer Bußgeldtatbestand nicht nötig**

Es wird ein neuer Bußgeldtatbestand für Verstöße gegen Art. 17 Abs. 1a der EU-Marktmissbrauchsverordnung (MAR) eingeführt. Diese Neuregelung des EU Listing Act verpflichtet Emittenten zur Wahrung der Vertraulichkeit für Insiderinformationen in gestreckten Sachverhalten wie M&A Prozessen, die nach Art. 17 Abs. 1 MAR künftig erst am Ende eines solchen Prozesses per Ad-hoc-Mitteilung dem Markt bekannt gemacht werden müssen. Wird die Vertraulichkeit nicht gewahrt, muss der Emittent aber unmittelbar eine Ad-hoc-Mitteilung abgeben. Die eigentliche Gesetzesfolge der Nichtwahrung der Vertraulichkeit ist also eine unmittelbare Veröffentlichung.

Reagiert der Emittenten nicht entsprechend, wird er ohnehin sanktioniert – und zwar für eine unterlassene oder verspätete Ad-hoc-Mitteilung, für die bereits ein eigener Bußgeldtatbestand besteht.

Aus unserer Sicht erscheint daher der neue Bußgeldtatbestand unnötig und kann im schlimmsten Fall zu Doppelbebußung eines Sachverhalts führen. Angesichts der Höhe des Maximalbußgeldes für jeden einzelnen der genannten Verstöße, die bis zu 2 Prozent des Jahresumsatzes betragen kann, sollte der Gesetzgeber jeden Spielraum nutzen, der nach dem Europarecht möglich ist, um das Sanktionsrisiko zu reduzieren.

## 4 Umsetzung der ESAP-Verordnung in deutsches Recht

Eine ganze Reihe von Vorschlägen aus dem Referentenentwurf setzen weitere Bestimmungen der Verordnung (EU) 2023/2859 um, mit der ab 2026 bei der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA ein zentrales Datenportal für den Zugriff auf Pflichtinformationen von Unternehmen (wie z.B. den Jahresfinanzbericht) geschaffen wird. Dieses Datenportal – der European Single Access Point (ESAP) – soll durch die Vernetzung existierender Informationsstellen auf nationaler Ebene entstehen. Der Referentenentwurf ergänzt dazu die bereits mit dem Gesetz für dringliche Änderungen im Finanzmarkt- und Steuerbereich (BGBl. 2025, Nr. 69) getroffene Maßnahmen.

### **§ 325 Abs. 4 Satz 2 (Art. 2 Nr. 2 c): Sanktionsfreiheit bei Einhaltung der gesetzlichen Höchstfristen für die Einreichung des Jahresfinanzberichts klarstellen**

Eine Änderung betrifft dabei die Einreichung des Jahresfinanzberichts (bzw. seiner Teile) beim Unternehmensregister und die Weiterleitung an den ESAP. Nach dem Entwurf von § 325 Abs. 4 Satz 2 (Art. 2 Nr. 2 c) soll die Weiterleitung der entsprechenden Unterlagen künftig gleichzeitig mit der öffentlichen Zugänglichmachung im Internet erfolgen.

Wir begrüßen, dass die Begründung diese Anforderung konkretisiert. Danach liegt Gleichzeitigkeit auch dann vor, wenn der Emittent nicht schuldhaft mit der Weiterleitung zögert.

Dies ist vor dem folgenden Hintergrund sinnvoll: Die Prozesse der Erstellung der Zahlenwerken und ihrer Einreichung beim Unternehmensregister sind zwar auch heute schon synchronisiert. Dennoch kann es dazu kommen, dass zwischen der Internetveröffentlichung des Jahresfinanzberichts einschließlich seines geprüften Jahresabschlusses und der Einreichung beim Unternehmensregister mehr als einige wenige Tagen liegen. Das hat den Grund, dass es wegen der technischen Erstellung und Prüfung des seit der letzten Reform der EU-Transparenzrichtlinie zusätzlich zu erstellenden Datei mit elektronischer Kennzeichnung der Zahlenwerke mittels iXBRL (ESEF-Reporting) zu Verzögerungen kommen kann, die zu einer späteren Einreichung beim Unternehmensregister führen.

Bei der Einführung des ESAP und der Anwendung des neuen § 325 HGB und seiner Entsprechung in § 114 WpHG sollte es deshalb nicht dazu kommen, dass eine frühere Internetveröffentlichung der ansonsten materiell bereits geprüften Zahlenwerke zwingend auch eine unmittelbare Einreichung beim Unternehmensregister erfordert. Eine solche Verpflichtung würde nämlich umgekehrt bedeuten, dass eine Verzögerung bei der Erstellung des ESEF-Files die Veröffentlichung der materiell

richtigen Inhalte verzögern kann. Die Kommunikation des Jahresfinanzberichts und ähnlicher Veröffentlichungen wird von den Unternehmen lange im Voraus angekündigt; entsprechend stellt sich der Kapitalmarkt hierauf ein. Eine Nichtveröffentlichung zum geplanten Termin verursacht in der Regel einen Reputationsschaden mit negativen Effekten auf die Unternehmensbewertung.

Das kann mit der politischen Umsetzung nicht gewollt sein.

Vor diesem Hintergrund bitten wir um eine weitere Konkretisierung der Anforderung in der Begründung, die auf diese Belange Rücksicht nimmt. Konkret sollte klar gestellt werden, dass den Emittenten keine Sanktionen aus der Verletzung der Gleichzeitigkeitsanforderung drohen, solange die Höchstfristen für die Einreichung vollständiger Unterlagen eingehalten werden.

#### **§ 329 Abs. 1 HGB (Artikel 1 Nr. 5): Fristen für die Prüfung der Unterlagen durch Unternehmensregister einfügen**

Die Ergänzung von §329 Absatz 1 HGB durch den Entwurf führt eine nachträgliche Prüfung der eingereichten Unterlagen durch das Unternehmensregister ein, damit die Weiterleitung an den ESAP nicht durch Prüfungen verzögert wird. Die geplante neue Regelung macht allerdings keine Vorgabe, innerhalb welcher Frist das Unternehmensregister die nachgelagerte Prüfung abgeschlossen haben muss. Dies führt zu erheblicher Unsicherheit bei den Unternehmen, ob sie auch nach längerer Zeit noch mit Beanstandungen rechnen müssen. Die nachteiligen Folgen einer solchen Beanstandung verschärfen sich dabei mit zunehmender Verzögerung. Eine solche Unsicherheit sollte vermieden werden, in dem das Unternehmensregister die Prüfung unverzüglich nach der Einstellung im Unternehmensregister zu vollziehen hat. Zudem sollten die betroffenen Unternehmen über den Abschluss der Prüfung innerhalb einer kurzen Frist informiert werden.

## 5 Änderung des Gesetzes über elektronische Wertpapiere

### 5.1 Streichung der Liste an Kryptowertpapieren Referentsinnvoll

Wir begrüßen die im Referentenentwurf vorgeschlagene Streichung der bei der BaFin geführten Liste aller Kryptowertpapiere (§ 20 eWpG, Artikel 25 Nr. 1). Da die für Anlegerinnen und Anleger relevanten Informationen auch durch die Veröffentlichungspflichten beim Kryptowertpapierregisterführer vorhanden sind, fällt dadurch eine redundante Informationsanforderung weg.

### 5.2 Weitere Vorschläge des Deutschen Aktieninstituts

Über diese Änderungen hinaus könnte das StoFöG auch dazu genutzt werden, das eWpG an verschiedenen Stellen nachzubessern und damit praxistauglicher zu machen. Im Einzelnen:

#### Nachbesserung bei § 21eWPG

Aus dem aktuellen Wortlaut des § 21 eWpG entstehen zusätzliche Haftungsrisiken für die Emittenten. Es sollte klargestellt werden, dass § 21 Abs. 1 eWpG keine Schadensersatzhaftung des Emittenten gegenüber Registerteilnehmern oder Dritten (wer diese sind, bleibt im Gesetz unklar, was zusätzliche Unsicherheit schafft) entstehen kann. Bei konventionellen Wertpapieren besteht zurecht keinerlei Emittentenhaftung für die Wertpapierabwicklung oder den Sekundärmarkthandel.

Bei elektronischen Wertpapieren besteht wegen der unklaren Reichweite von § 21 eWpG dagegen eine Rechtsunsicherheit, die einer breiteren Akzeptanz im Wege steht. Dies widerspricht der Zielsetzung des eWpG.

#### Verbesserungsbedarf bei der Eintragung des Registerführers

Der Kryptowertpapier-Registerführer hat die Kontrolle über das Kryptowertpapier und muss dafür Sorge tragen, dass die Besitzverhältnisse bzw. Eigentumsverhältnisse ordentlich dargestellt werden. Der Vertrieb von Kryptowertpapieren über Banken setzt jedoch in der Praxis voraus, dass ein Verwahrer mit einer Erlaubnis zum Betreiben des Depotgeschäfts als Sammelverwahrer gemäß § 8 Abs. 1 Nr. 1 eWpG ins Register eingetragen wird. Das eWpG lässt jedoch offen, ob auch mehrere Verwahrer auf oberster Ebene innerhalb einer Sammeleintragung zulässig sind. Die explizite Zulassung mehrerer Verwahrer im Rahmen der

Sammelverwahrung würde ermöglichen, Depotdienstleistungen und Verwahrstrukturen anzubieten, die dem etablierten Wertpapiergeschäft entsprechen. Durch eine Zulassung wird die Praxis der Depotführung bei Kryptowertpapieren an klassische Strukturen angeglichen und die Rechtssicherheit erhöht.

#### **Umwandlung von Kryptowertpapieren in Zentralregisterwertpapiere**

Nachdem Wertpapiere nach § 6 Abs. 2 eWpG von einer traditionellen Globalurkundenform in ein sammelverwahrtes Zentralregisterwertpapier digital emittiert und transformiert werden können und umgekehrt die Umwandlung von der Globalurkundenform in ein Zentralregisterwertpapier nach dem eWpG geregelt ist, sollte auch die Umwandlung von Kryptowertpapieren in Zentralregisterwertpapiere möglich sein. Nach aktueller Rechtspraxis muss man, um ein Kryptowertpapier in ein Zentralregisterwertpapier zu wandeln, den Weg über die Globalurkunde gehen. Dies verursacht unnötigen Aufwand und zusätzliche Kosten. Eine entsprechende Klarstellung im eWpG würde die Flexibilität der Emittenten hinsichtlich der Nutzung der konkreten rechtlichen Basis für das begebene Wertpapier erhöhen und die Nutzung innovativer Strukturen erleichtern. In der Schweiz ist eine Umwandlung bereits gesetzlich geregelt.

## 6 Änderung des Spruchverfahrensgesetzes

Nach dem RefE wird bei Streitigkeiten über die Höhe der Gegenleistung beim Widerruf der Zulassung von Wertpapieren zum Handel auf Antrag des Emittenten (§ 39 Abs. 2 Satz Nr. 1 BörsG) auf das Spruchverfahren verwiesen (§ 1 Nr. 8 SpruchG, Artikel 1 Nr. 1).

Wir lehnen dies ab, denn für das vom Delisting betroffene Unternehmen und den das Delisting betreibenden Hauptaktionär ergibt sich mit dem Spruchverfahren kein höheres Maß an Rechtssicherheit. Auf die Anwendung des Spruchverfahrens sollte deshalb verzichtet werden.

Anders als bei den sonstigen Anwendungsfällen des Spruchverfahrens unterliegt dem Delisting nicht ein Beschluss, der in das Handelsregister eingetragen werden muss, und der durch einen Streit über die Bewertung nicht verzögert werden soll. Das Spruchverfahren führt beim kapitalmarktrechtlichen Delisting sogar zu einer zusätzlichen Belastung, da es in der Praxis sehr zeit- und kostenaufwändig ist. Daraus leidet die Attraktivität des Finanzmarkts Deutschland.

Für die Praxis besonders schwerwiegend ist, dass nach dem RefE die Fälle, in denen der Börsenkurs für die Festlegung des Angebotspreises nicht herangezogen werden kann, nicht mehr wie bisher – analog zu den Mindestpreisvorschriften in der WpÜG-AngebotsVO für Übernahme- und Pflichtangebote – enumerativ auf einige wenige, objektiv leicht festzustellende Fälle beschränkt ist. Vielmehr verwendet der RefE mit dem Merkmal eines „durch besondere Umstände unangemessen niedrigen Börsenkurses“ ein unbestimmtes Tatbestandsmerkmal, das vom Gesetz dann nur durch Regelbeispiele („insbesondere“) und damit gerade nicht abschließend konkretisiert wird. Es ist daher davon auszugehen, dass künftig in praktisch allen Fällen eines Delistings ein Spruchverfahren angestrengt wird, weil auch ohne Vorliegen eines Regelbeispiels behauptet werden kann, dass der Börsenkurs unangemessen niedrig ist. Da es kostengünstig ist, ein Spruchverfahren anzustrengen, wird dies dazu führen, dass auch weniger aussichtsreiche Fälle in einem Spruchverfahren enden.

Ferner ist eine zusätzliche nachgelagerte gerichtliche Überprüfung nicht notwendig, denn der Angebotspreis wird beim Delisting-Angebot bereits vorab durch die BaFin im Rahmen des WpÜG geprüft. Das gilt auch für die Frage, ob statt einer kursbezogenen Festlegung eine Unternehmensbewertung erforderlich ist und diese ggf. ordnungsgemäß durchgeführt wurde. Die im RefE vorgeschlagene Regelung für das Delisting führt außerdem zu einem Wertungswiderspruch, da in den Fällen eines nicht liquiden oder nicht aussagekräftigen Börsenkurses bei Übernahme- oder Pflichtangeboten durch das WpÜG kein Spruchverfahren eröffnet wird, sondern es bei der vorgeschalteten behördlichen Prüfung durch die BaFin bleibt.

Sollte der Gesetzgeber bei der Einführung des Spruchverfahrens bleiben, sollten die folgenden Anpassungen vorgenommen werden:

- Das Erfordernis einer Unternehmensbewertung und ein daran anknüpfendes Spruchverfahrens sollte auf einige wenige, abschließend aufgezählte und durch objektive Kursdaten leicht feststellbare Konstellationen beschränkt werden, um zu verhindern, dass in praktisch allen Fällen eines Delistings ein für die Unternehmen zeit- und kostenaufwändiges Spruchverfahren angestrengt werden kann.
- Wichtig ist die Klarstellung, dass die Finanzierungsbestätigung nach § 13 WpÜG keine Zahlungen nach Abschluss des Spruchverfahrens (insbesondere auch keine Zahlung des Angebotspreises nach einer gegebenenfalls erst anschließend erfolgenden Annahme) abdecken muss. Hier muss dasselbe gelten wie für eine Bankgarantie beim Squeeze-out, die ebenfalls nur die ursprünglich vom Hauptaktionär festgelegte Abfindung abdeckt und dann zeitlich schnell erledigt ist. Denn eine Finanzierungsbestätigung mit einer auch noch das Spruchverfahren abdeckenden Laufzeit und ungewisser Höhe ist in der Praxis nicht umsetzbar.
- Zudem regen wir an, die Regelung zur Antragsberechtigung im Spruchverfahren (Art. 1 Nr. 2 des Referentenentwurfs) zu überdenken. Aktuell ist vorgesehen, sich an die Regelung zur Überprüfung des Ausgleichs beim Abschluss eines Beherrschungs-/Gewinnabführungsvertrags anzulehnen und in § 3 Nr. 2 SpruchG neben § 1 Nr. 2 auch § 1 Nr. 8 SpruchG aufzunehmen. Der Begriff „außenstehender Aktionär“ ist jedoch ein Fachterminus aus dem Recht rund um den Beherrschungs-/Gewinnabführungsvertrag (siehe insbesonder § 304 AktG). Dies sind alle Aktionäre mit Ausnahme desjenigen Aktionärs, der den Beherrschungs-/Gewinnabführungsvertrag mit der Gesellschaft abgeschlossen hat. Das entspricht nicht der Delistingkonstellation. Wir regen daher an, die neue Delistingkonstellation in § 3 Nr. 8 SpruchG vorzusehen.
- Zudem möchten wir darauf hinweisen, dass der vorgeschlagene Gesetzeswortlaut des § 39 Abs. 3 Satz 7 BörsG missverständlich ist, wenn er davon spricht, dass das Gericht die Höhe der Gegenleistung auf Antrag nach den Vorschriften des Spruchverfahrensgesetzes vermeintlich originär „bestimmt“. Wir schlagen den folgenden Wortlaut vor: „auf Antrag überprüft und gegebenenfalls abändert“.
- Missverständlich ist auch die Formulierung in § 39 Abs. 3 BörsG („die Höhe der Gegenleistung [...] auf Antrag durch das Gericht nach den Vorschriften des Spruchverfahrensgesetzes bestimmt.“) Richtigerweise sollte – wie auch sonst – die Gegenleistung im ersten Schritt durch den Bieter

bestimmt werden, die dann von der BaFin zusammen mit der Angebotsunterlage gebilligt wird. Vom Gericht sollte nur dann eine angemessene Gegenleistung im Spruchverfahren bestimmt werden, wenn geltend gemacht wird, dass die vom Bieter festgesetzte Gegenleistung nicht angemessen ist (zu der entsprechenden Formulierung siehe beispielsweise § 34 Satz 1 UmwG). Nur wenn bereits vom Bieter der Ausgangsbetrag festgesetzt wird, funktioniert das WpÜG-Angebotsverfahren, das einen bezifferten Angebotspreis verlangt.

- Schließlich ist es sinnvoll, auch § 1 Abs. 1 Nr. 3 Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (KapMuG) anzupassen. Sonst sind die Streitigkeiten über die Angebotshöhe in Delisting-Fällen KapMuG-fähig<sup>10</sup> und die Aktionäre können unabhängig von den Fristen nach § 4 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 SpruchG, § 39 Abs. 3 Satz 8 BörsG eine Klage auf Erhöhung der Gegenleistung gemäß einem KapMuG-Verfahren anstrengen. Das ist abzulehnen.

---

<sup>10</sup> So auch Harnos im Blog Gesellschaftsrecht, Zukunftsfinanzierungsgesetz: Die zweite Runde, 28. August 2024.

## 7 Änderungen des Börsengesetzes und zum KMU-Wachstumsmarkt

### § 3 Abs. 4 und 5 BörsG (Art. 18. Nr. 2): Erweiterung der Aufgaben und Befugnisse der Börsenaufsichtsbehörde erscheint unnötig

Wir halten den aktuellen § 3 BörsG für europarechtskonform, so dass sich uns die Notwendigkeit der Anpassung des Börsengesetzes nicht erschließt.

Außerdem sind die geplanten neuen Befugnisse der Börsenaufsicht zur Erfüllung ihrer gesetzlichen Aufgaben nicht nötig und gehen weit über die bisherige Rechtslage hinaus. Das gilt für die Einführung anlassloser Prüfungen bei verbundenen Unternehmen und Auslagerungsunternehmen des Börsenträgers. Diese lassen sich auch mit Verweis auf entsprechende Prüfungsrechte der BaFin nicht begründen, sondern führen stattdessen zur Gefahr von Doppelprüfungen und Kompetenzkonflikten. Dies gilt auch für das geplante Auskunftsrecht gegenüber jedermann, das sehr weitreichende und noch dazu unklare Kompetenzen der Börsenaufsichtsbehörde definiert, die zur Erfüllung der Aufgabe, die Einhaltung der Vorschriften des BörsG zu überprüfen, nicht nötig sind.

Die geplante Neuregelung sollte deshalb entfallen.

### § 48a Abs. 1b BörsG (Artikel 19 Nr. 7 b): Pflicht zu Erwerbsangeboten beim Delisting aus dem KMU-Wachstumsmarkt auf relevante Fälle beschränken

Nach § 48a Absatz 1 b BörsG soll der Börsenträger für den Fall, dass der Emittent die Einbeziehung von Wertpapieren zum Handel an dem KMU-Wachstumsmarkt kündigt, eine dem § 39 Absatz 2 bis 6 entsprechende Vorschrift verankern. Damit soll ein Delisting aus dem KMU-Wachstumsmarkt ohne Erwerbsangebot verhindert werden (Artikel 19 Nr. 7 b).

Dabei haben wir bei zwei Fallkonstellationen Bedenken:

- **Kündigung der Einbeziehung von Unternehmen, die bislang nur am KMU-Wachstumsmarkt einbezogen waren**

Wir verstehen den Hintergrund der Regelung in § 48a Absatz 1 b BörsG: Es soll vermieden werden, dass ein Delisting vom regulierten Markt ohne Erwerbsangebot erfolgt, indem Emittenten zunächst ein Downlisting in den KMU-Wachstumsmarkt vollziehen. Um dieser missbräuchlichen Konstellation vorzubeugen, sieht der Entwurf für diesen Fall zurecht die Pflicht zu einem Erwerbsangebot beim Delisting aus dem KMU-Wachstumsmarkt vor. Allerdings stellt die Regelung eine Verschärfung

auch für die Unternehmen dar, die in einem KMU-Wachstumsmarkt notiert sind, aber nicht zuvor in einem regulierten Markt waren. Auf diese „Börsenreulinge“, die gerade den Schritt an den KMU-Wachstumsmarkt machen, um Börsenerfahrung unter erleichterten Bedingungen zu sammeln, wirkt die Verpflichtung zur Abgabe eines Abfindungsangebotes bei Kündigung abschreckend. Darunter leidet die Attraktivität des Konzept des KMU-Wachstumsmarkts.

Wir empfehlen daher, Emittenten, die nur im KMU-Wachstumsmarkt notiert sind und kein Downlisting aus dem regulierten Markt vorgenommen haben, von der Regelung auszunehmen.

Außerdem fehlt unseres Erachtens eine Übergangsregelung für die Unternehmen, die noch nach altem Recht und damit vor In-Kraft-Treten der Neuregelung ein Delisting aus dem KMU-Wachstumsmarkt angestoßen haben (und ggf. zuvor nach dem heutigen Recht bereits beim Downlisting ein Erwerbsangebot unterbreiten mussten). Für diese Unternehmen sollte das Delisting nach alten Recht fortgeführt werden können.

- **Wechsel vom KMU-Wachstums Markt in den regulierten Markt**

Bei der Formulierung des Gesetzestextes wird die Konstellation eines Wechsels vom KMU-Wachstumsmarkt in den regulierten Markt – also ein „upgrade“ in ein Marktsegment mit höheren Anforderungen – nicht genannt. Das Upgrade findet Berücksichtigung in der Gesetzesbegründung: „Fälle eines sog. Uplistings, in denen der Emittent von einem KMU-Wachstumsmarkt in einen regulierten Markt wechselt, lösen keine Angebotspflicht aus.“

Das ist zwar zu begrüßen, wir empfehlen allerdings eine Klarstellung im Gesetzestext selbst.

### **KMU-Wachstumsmärkte auf europäischer Ebene konsequenter vom regulierten Markt differenzieren**

Schließlich ist es wichtig, dass sich die Bundesregierung auf europäischer Ebene für regulatorische Erleichterungen bei dem Konzept des KMU-Wachstumsmarktes engagiert. Die Ausweitung der EU-Marktmissbrauchsverordnung auf den KMU-Wachstumsmarkt hat dazu geführt, dass dieser stark an das Regulierungskonzept des regulierten Marktes angeglichen wurde. Die Erleichterungen für Emittenten am KMU-Wachstumsmarkt bei der Anwendung der Marktmissbrauchsverordnung, beispielsweise bei den Insiderlisten, sind gemessen daran eher marginal. Weitere Erleichterungen sind daher notwendig, damit das Konzept des KMU-Wachstumsmarkts attraktiv bleibt.

## Kontakt

---

Dr. Norbert Kuhn  
 Leiter Think Tank  
 Telefon +49 69 92915-20  
 kuhn@dai.de

Dr. Gerrit Fey  
 Chefvolkswirt  
 Telefon +49 69 92915-41  
 fey@dai.de

Dr. Claudia Royé  
 Leiterin Recht  
 Telefon +49 69 92915-40  
 roye@dai.de

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

EU-Verbindungsbüro:  
 Deutsches Aktieninstitut e.V.  
 Rue Marie de Bourgogne 58  
 1000 Brüssel

Hauptstadtbüro:  
 Deutsches Aktieninstitut e.V.  
 Behrenstraße 73  
 10117 Berlin

Lobbyregister Deutscher Bundestag: R000613  
 EU-Transparenzregister: 38064081304-25  
 www.dai.de

*Das Deutsche Aktieninstitut setzt sich für einen starken Kapitalmarkt ein, damit sich Unternehmen gut finanzieren und ihren Beitrag zum Wohlstand der Gesellschaft leisten können.*

*Unsere Mitgliedsunternehmen repräsentieren rund 90 Prozent der Marktkapitalisierung deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften. Wir vertreten sie im Dialog mit der Politik und bringen ihre Positionen über unser Hauptstadtbüro in Berlin und unser EU-Verbindungsbüro in Brüssel in die Gesetzgebungsprozesse ein.*

*Als Denkfabrik liefern wir Fakten für führende Köpfe und setzen kapitalmarktpolitische Impulse. Denn von einem starken Kapitalmarkt profitieren Unternehmen, Anleger und Gesellschaft.*