



# Stellungnahme

## des Deutschen Anwaltvereins vorbereitet durch den Ausschuss Handelsrecht

### zum Entwurf eines Zweiten Gesetzes zur Finanzierung von zukunftsichernden Investitionen (Zweites Zukunftsfinanzierungsgesetz – ZuFinG II)

Stellungnahme Nr.: 66/2024

Berlin, im September 2024

#### Mitglieder des Ausschusses

- Rechtsanwalt Dr. Marc Löbbe, Frankfurt/Main (Vorsitzender und Berichterstatter)
- Rechtsanwältin Dr. Gabriele Apfelbacher, LL.M., Frankfurt/Main (Berichterstatterin)
- Rechtsanwalt Prof. Dr. Michael Arnold, Stuttgart (Berichterstatter)
- Rechtsanwalt Prof. Dr. Christian Decher, Frankfurt/Main (Berichterstatter)
- Rechtsanwalt Dr. Hans Friedrich Gelhausen, Frankfurt/Main
- Rechtsanwältin Dr. Julia Sophia Habbe, Frankfurt/Main
- Rechtsanwältin Dr. Hilke Herchen, Hamburg (Berichterstatterin)
- Rechtsanwalt Prof. Dr. Hans-Christoph Ihrig, Mannheim
- Rechtsanwalt Dr. Thomas Kremer, Düsseldorf
- Rechtsanwalt Prof. Dr. Gerd Krieger, Düsseldorf
- Rechtsanwalt Prof. Dr. Andreas Pentz, Mannheim
- Rechtsanwältin Dr. Gabriele Roßkopf, LL.M., Stuttgart
- Rechtsanwalt Prof. Dr. Frank A. Schäfer, LL.M., Düsseldorf (Berichterstatter)
- Rechtsanwältin Dr. Alexandra Schluck-Amend, Stuttgart
- Rechtsanwalt Dr. Bernd Singhof, LL.M., Frankfurt/Main (Berichterstatter)
- Rechtsanwalt Prof. Dr. Jochen Vetter, München
- Rechtsanwalt Dr. Jost Wiechmann, Hamburg
- Rechtsanwalt Prof. Dr. Hans-Ulrich Wilsing, Düsseldorf
- Rechtsanwalt Arne Wittig, Frankfurt/Main (Berichterstatter)

#### **Deutscher Anwaltverein**

Littenstraße 11, 10179 Berlin  
Tel.: +49 30 726152-0  
Fax: +49 30 726152-190  
E-Mail: [dav@anwaltverein.de](mailto:dav@anwaltverein.de)

#### **Büro Brüssel**

Rue Joseph II 40, Boîte 7B  
1000 Brüssel, Belgien  
Tel.: +32 2 28028-12  
Fax: +32 2 28028-13  
E-Mail: [bruessel@eu.anwaltverein.de](mailto:bruessel@eu.anwaltverein.de)  
EU-Transparenz-Registernummer:  
87980341522-66

#### Zuständig in der DAV-Geschäftsstelle

- Rechtsanwalt Max Gröning, Geschäftsführer, Berlin

Der Deutsche Anwaltverein (DAV) ist der freiwillige Zusammenschluss der deutschen Rechtsanwältinnen und Rechtsanwälte. Der DAV versammelt ca. 60.000 Rechtsanwältinnen und Rechtsanwälte sowie Anwaltsnotarinnen und Anwaltsnotare, die in 253 lokalen Anwaltvereinen im In- und Ausland organisiert sind. Er vertritt die Interessen der deutschen Anwaltschaft auf nationaler, europäischer und internationaler Ebene. Der DAV ist im Lobbyregister für die Interessenvertretung gegenüber dem Deutschen Bundestag und der Bundesregierung zur Registernummer R000952 eingetragen.

---

Der Referentenentwurf eines Zweiten Zukunftsfinanzierungsgesetzes zielt darauf, den Kapitalmarktzugang für Unternehmen zu erleichtern, den Fondsmarkt zu fördern sowie einen Beitrag zur Verschlankung aufsichtsrechtlicher Vorgaben zu leisten. Dieses bereits mit dem Ersten Zukunftsfinanzierungsgesetz verfolgte Anliegen ist zu begrüßen und wird vom DAV nachhaltig unterstützt. Daneben dient der Gesetzesentwurf der fristgerechten Umsetzung einer Reihe von kapitalmarktrechtlichen EU-Rechtsakten zur Vertiefung der europäischen Kapitalmarktunion, die in den nächsten Monaten in Kraft treten.

Kritisch sieht der DAV die (Wieder-)Einführung eines gerichtlichen Spruchverfahrens zur Überprüfung der Angemessenheit der Gegenleistung beim Delisting. Mit der Verweisung in das sehr zeit- und kostenaufwändige Spruchverfahren wird jedenfalls aus der Sicht ausländischer institutioneller Investoren die Attraktivität des Finanzplatzes Deutschland nicht gestärkt, sondern geschwächt und der Trend zu Listings im Ausland (etwa in den Niederlanden) zusätzlich befördert. Damit wird eines der Kernanliegen des Gesetzgebers konterkariert. Sollte der Gesetzgeber dennoch den Verweis in das gerichtliche Spruchverfahren vornehmen, wäre das Verfahren zumindest zu beschleunigen, dergestalt, dass das Gericht in einer ersten Entscheidung binnen weniger Monate entscheidet, ob es beim Regelfall der Orientierung der Höhe des Erwerbsangebots am Börsenkurs bleibt oder ob eine zusätzliche Ermittlung des Unternehmenswertes nach anerkannten Bewertungsmethoden erforderlich ist. Eine entsprechende Regelung empfiehlt sich auch für die durch das erste Zukunftsfinanzierungsgesetz eingeführte Überprüfung der Angemessenheit des Verhältnisses von Sacheinlage und Ausgabebetrag bei der Sachkapitalerhöhung.

Zudem darf die beabsichtigte vorsichtige Öffnung der alleinigen Orientierung des Erwerbsangebotes am Börsenkurs über die bislang im Gesetz enumerativ aufgeführten Ausnahmefälle (kaum spürbarer Handel oder Verstoß gegen kapitalmarktrechtliche Pflichten) nicht dazu führen, dass die grundsätzlich sachgerechte Orientierung am Börsenkurs im gesetzlichen Regelfall zugunsten einer Unternehmensbewertung in Frage gestellt wird. Das sollte in der gesetzlichen Formulierung stärker zum Ausdruck kommen. Eine allgemein schlechte Verfassung der Kapitalmärkte, die sich für die Mehrzahl der Emittenten negativ auswirken, sollte nicht bereits ein Abrücken vom Börsenkurs rechtfertigen können.

Nicht auf Zustimmung des DAV stößt auch, dass das Delisting-Erwerbsangebot noch binnen zwei Monaten nach dem Tage angenommen werden kann, an dem die gerichtliche Entscheidung im Spruchverfahren im Bundesanzeiger bekannt gemacht worden ist. Diese unnötige und aufwändige Verlängerung eines öffentlichen Erwerbsangebotes findet auch ansonsten im WpÜG keine Parallele. Demgegenüber erscheint es konsequent und zu begrüßen, dass ein Downlisting in einen Handel an dem KMU-Wachstumsmarkt als ein qualifiziertes Segment des Freiverkehrs nicht mehr ein öffentliches Erwerbsangebot auslösen soll.

Im Interesse des Regelungsziels, jungen, dynamischen Unternehmen den Zugang zum Kapitalmarkt zu erleichtern, liegt es, dass die Handelsvolumina, nach denen sich der Adressatenkreis für die Pflicht zur Einhaltung der EMIR-Anforderungen richtet, angehoben und u.a. die Schwellenwerte verdoppelt werden sollen. Ebenfalls zu begrüßen ist, dass der Zugang der Marktteilnehmer zu Handelsplätzen außerhalb der EU künftig keiner Erlaubnispflicht mehr unterliegen soll.

Der DAV befürwortet auch den Ansatz des Referentenentwurfs, Hindernisse für börsennotierte Unternehmen mit Mehrstimmrechtsstrukturen weiter abzubauen und begrüßt daher einerseits das an die Betreiber multilateraler Handelssysteme gerichtete Verbot, die Zulassung zum Handel wegen der Existenz von Mehrstimmrechtsaktien zu verweigern. Dies muss auf der anderen Seite mit der notwendigen Transparenz für Anleger einhergehen, weshalb auch die im Referentenentwurf geforderten zusätzlichen Angaben im Prospekt oder dem prospekteretzenden Dokument zu Mehrstimmrechtsstrukturen grundsätzlich gerechtfertigt erscheinen. Der

Referentenentwurf setzt damit seinen bereits im ZuFinG eingeschlagenen Weg konsequent fort.

Der DAV unterstützt auch das gesetzgeberische Anliegen des Referentenwurfs, dass die Ausgabe von Aktien mit einem Nennbetrag bzw. anteiligen Betrag des Grundkapitals (rechnerischen Nennbetrag) von unter einem Euro zulässig sein soll. Allerdings sollte dafür keine Satzungsermächtigung erforderlich sein. Außerdem erscheinen Aktien mit einem geringeren Nennwert oder anteiligen Betrag am Grundkapital als einem Euro nicht nur für „junge“ Aktiengesellschaften (KMU und Wachstumsunternehmen) interessant, sondern auch für etablierte börsennotierte Unternehmen (insbesondere) in Krisensituationen. Flankierend sollten daher die Bestimmungen zur ordentlichen Kapitalherabsetzung angepasst werden, um den Unternehmen einen praktisch gangbaren Weg zur Herabsetzung des (rechnerischen) Mindestnennbetrags der einzelnen Aktie auf einen Eurocent an die Hand zu geben.

Nachfolgend nimmt der DAV zu ausgewählten Regelungen des Referentenentwurfs zum ZuFinG II Stellung:

## **I. Art. 1, Art. 21 (Delisting)**

### **1. Einführung eines Spruchverfahrens**

Durch die Einfügung von § 1 Nr. 8 SpruchG-E soll die Überprüfung der Angemessenheit der Gegenleistung beim Delisting in das gerichtliche Spruchverfahren verwiesen werden. Damit soll der gesellschaftsrechtliche Schutz der Aktionäre wiederbelebt werden, den der BGH in der Macrotron-Entscheidung aus dem Jahr 2002 kraft Richterrechts eingeführt, mit der Frosta-Entscheidung im Jahr 2013 aber mangels gesetzlicher Grundlage aufgegeben hatte. Der Referentenentwurf hat sich durch die Neuregelung des § 39 BörsG-E gegen einen solchen gesellschaftsrechtlichen und für einen kapitalmarktrechtlichen Schutz der Aktionäre entschieden. Aktionäre können seither im ordentlichen Zivilrechtsweg gerichtlich überprüfen lassen, ob ein öffentliches Erwerbsangebot eine angemessene Barleistung anbietet.

Für das vom Delisting betroffene Unternehmen und den das Delisting betreibenden Hauptaktionär ist mit der Verweisung in das Spruchverfahren entgegen dem Eindruck, den die Gesetzesbegründung erweckt, kein höheres Maß an Rechtssicherheit verbunden. Denn anders als bei den sonstigen Anwendungsfällen des Spruchverfahrens besteht beim Delisting nicht die Notwendigkeit einer Eintragung in das Handelsregister, die durch einen Streit über die Bewertung nicht verzögert werden soll. Die Einführung des in der Praxis sehr zeit- und kostenaufwändigen Spruchverfahrens führt daher im Gegenteil für das kapitalmarktrechtliche Delisting zu zusätzlichen Belastungen. Jedenfalls aus der Sicht ausländischer institutioneller Investoren wird dadurch die Attraktivität des Finanzmarkts Deutschland nicht gestärkt, sondern geschwächt und der Trend zu Listings im Ausland (etwa in den Niederlanden) zusätzlich befördert.

Auch in der Sache ist die ausnahmslose Erforderlichkeit der Überprüfung der Angemessenheit der Gegenleistung in einem gerichtlichen Spruchverfahren nicht überzeugend, weil sich die Gegenleistung in aller Regel nach dem leicht zu ermittelnden Börsenkurs richtet. Lediglich in Ausnahmefällen mangelnder Verkehrsfähigkeit der Aktie oder irregulärer Verhältnisse am Kapitalmarkt bedarf es einer Ermittlung der Höhe des Erwerbsangebots nach etablierten, aber komplexen Bewertungsmethoden, wie insbesondere der Ertragswertmethode, die mit einer Vielzahl von Zweifelsfragen verbunden ist. Nur in diesen Fällen lässt sich eine gerichtliche Überprüfung im Spruchverfahren rechtfertigen. Allerdings können schon bislang Aktionäre, die das Erwerbsangebot vor einem Delisting für nicht angemessen halten, ohne weiteres den Zivilrechtsschutz in Anspruch nehmen.

Wenn es der Gesetzgeber dennoch bei der ausnahmslosen Verweisung der Überprüfung der Angemessenheit des Erwerbsangebotes in ein gerichtliches Spruchverfahren belassen will, sollte er nicht zuletzt mit Blick auf internationale Investoren, die derartige Spruchverfahren wegen der langen Verfahrensdauer und den Unwägbarkeiten des Ausgangs als belastend empfinden, klare Leitplanken setzen, die eine rasche Durchführung des Spruchverfahrens ermöglichen. Eine generelle Überprüfung der Angemessenheit des Erwerbsangebotes dürfte in der Praxis dazu führen, dass ein Bericht über die Ermittlung der Höhe des

Erwerbsangebotes vorgelegt und zur Kenntnis der Aktionäre veröffentlicht wird. Damit werden zusätzliche Kosten für die Unternehmen verbunden sein.

Nehmen die Unternehmen diese Zusatzlasten auf sich und wird in einem Bericht plausibel dargelegt, dass sich die Ermittlung der Höhe des Erwerbsangebots zulässigerweise am Regelfall des Börsenkurses orientieren kann, sollten Antragsteller substantiiert darlegen müssen, warum dennoch der Ausnahmefall der Notwendigkeit einer Unternehmensbewertung nach anerkannten Methoden, wie insbesondere der Ertragswertmethode, erforderlich gewesen wäre.

Das Gericht sollte in Anlehnung an aktuelle Reformüberlegungen des Beschlussmängelrechts in einer ersten Entscheidung binnen weniger Monate entscheiden, ob es beim Regelfall der Orientierung der Höhe des Erwerbsangebots am Börsenkurs bleibt oder ob eine zusätzliche Ermittlung des Unternehmenswertes nach anerkannten Bewertungsmethoden erforderlich ist. Im ersteren Fall sollte das Verfahren beendet sein. Die Kosten sollten dann die Antragsteller tragen.

Nur im zweiten Fall, in dem das Verfahren fortgesetzt und ein Unternehmenswert nach anerkannten Bewertungsmethoden durchgeführt und auf deren Grundlage die Höhe der Gegenleistung durch das Gericht festgelegt wird, erscheint eine Kostentragung nach den allgemeinen Regeln für das Spruchverfahren und damit in der ersten Instanz häufig durch die Antragsgegnerin sachgerecht.

In diesem Zusammenhang sollte für eine vom Gericht festgesetzte höhere Gegenleistung dann auch eine Verzinsung geleistet werden. In diesem Zusammenhang sollte allerdings überprüft werden, ob die derzeitige „Strafverzinsung“ von 5 % über dem Basiszins nicht überhöht erscheint. Dieser Zinssatz erscheint bereits in Niedrigzinsphasen sehr hoch, in Zeiten höherer Zinsen aber kaum noch zu rechtfertigen

Eine derartige Zweiteilung des Spruchverfahrens, die eine rasche Beendigung für den Regelfall der Orientierung am Börsenkurs gewährleisten würde, sollte auch für die durch das erste Zukunftsfinanzierungsgesetz eingeführte Überprüfung der

Angemessenheit des Verhältnisses von Sacheinlage und Ausgabebetrag bei der Sachkapitalerhöhung gelten; § 255 Abs. 5 AktG sollte daher entsprechend angepasst werden. Sie könnte bei entsprechender Bewährung später auch auf andere Spruchverfahren erstreckt werden, die insgesamt immer noch viel zu lange dauern. Insofern könnte die zunehmende Bedeutung des Börsenkurses auch bei Unternehmensverträgen, Squeeze out und Verschmelzung der geeignete Aufsatzzpunkt für eine Beschleunigung auch dieser Verfahren sein.

## **2. Öffnung der Ausnahmefälle**

In § 39 Abs. 3 BörsG-E soll die alleinige Orientierung des Erwerbsangebotes am Börsenkurs nicht mehr nur in den bislang enumerativ aufgeführten Ausnahmefällen eines kaum spürbaren Handels oder eines Verstoßes gegen kapitalmarktrechtliche Pflichten zu Gunsten einer Unternehmensbewertung geöffnet werden. An dieser abschließenden, engen Ausnahmeregelung war Kritik geäußert worden. Der Referentenentwurf macht deshalb durch die Formulierung „insbesondere“ klar, dass die Ausnahmefälle nicht abschließend sein sollen. Zudem öffnet er die Ausnahmefälle für alle Konstellationen, in denen besondere Umstände den Börsenkurs derart beeinflusst haben, dass dieser zur Bestimmung einer angemessenen Gegenleistung ungeeignet ist. Besondere Umstände müssen sich auf den errechneten Durchschnittskurs wesentlich ausgewirkt haben.

In der Sache erscheint diese vorsichtige Öffnung der Ausnahmefälle sachgerecht. Allerdings bleiben die Formulierungen insofern unklar, als nicht ausreichend deutlich wird, dass sich die besonderen Umstände gerade auf den Aktienkurs der Emittenten wesentlich, also nachteilig ausgewirkt haben müssen. Es ist also erforderlich, dass der Börsenkurs der vom Delisting betroffenen Emittentin im Vergleich zum allgemeinen Marktumfeld und zu Wettbewerbern durch besondere Umstände nachteilig betroffen und damit verzerrt ist.

Eine allgemein schlechte Verfassung der Kapitalmärkte, die sich für die Mehrzahl der Emittenten negativ auswirken, sollte nicht bereits ein Abrücken vom Börsenkurs rechtfertigen können. Anderenfalls würde faktisch die Möglichkeit zu einem Delisting unter Umständen für längere Zeit beseitigt, da die Emittenten

kaum die Unwägbarkeiten einer mit einer Ertragswertermittlung verbundenen Unternehmensbewertung hinnehmen werden.

Die vorsichtige Öffnung der Ausnahmefälle sollte konsequent auch auf die entsprechende Regelung des § 255 AktG bei der Sachkapitalerhöhung erstreckt werden.

### **3. Annahme des Erwerbsangebotes bis Abschluss der gerichtlichen Entscheidung**

Gemäß § 39 Abs. 3 Satz 6 BörsG-E soll das Delisting-Erwerbsangebot noch binnen zwei Monaten nach dem Tage angenommen werden können, an dem die gerichtliche Entscheidung im Spruchverfahren im Bundesanzeiger bekannt gemacht worden ist. Diese Regelung führt zu einer unnötigen und aufwändigen Verlängerung eines öffentlichen Erwerbsangebotes, das auch ansonsten im WpÜG keine Parallele hat. Die Anlehnung an die Regelung zum Unternehmensvertrag ist nicht sachgerecht, weil dort gerade kein öffentliches Angebot auf Barabfindung oder Ausgleich abgegeben wird. Zudem wird in aller Regel die gerichtliche Entscheidung die Angemessenheit der Gegenleistung bestätigen.

Auch in den Fällen, in denen nicht bereits nach kurzer Zeit die Maßgeblichkeit des Börsenkurses gerichtlich bestätigt wird und eine Bewertung nach anerkannten Bewertungsmethoden stattfindet, ist ein Fortlauf des öffentlichen Erwerbsangebots und die damit verbundene Unsicherheit über die Annahmquote für gegebenenfalls mehrere Jahre nicht sachgerecht. Praktikabler wäre vielmehr die Notwendigkeit einer – verzinsten – Nachzahlung an die Aktionäre, die das Erwerbsangebot angenommen haben. Einer nachträglichen Annahme durch die Aktionäre, die das Delisting-Erwerbsangebot nicht angenommen hatten, bedarf es nicht. In der Praxis haben alle Aktionäre, die das Angebot nicht angenommen haben, später ohnehin regelmäßig die Chance auf eine höhere Barabfindung im Rahmen eines Squeeze out, die dann voll umfänglich im Spruchverfahren überprüft werden kann.



#### **4. Keine Notwendigkeit einer Befassung der Hauptversammlung**

Zutreffend ist der Referentenentwurf nicht vollständig zur Rechtslage nach Macrotron zurückgekehrt, sondern er hält eine Befassung der Hauptversammlung mit dem Delisting nicht für erforderlich. Aus der Sicht internationaler Investoren wäre die Begründung einer weiteren Hauptversammlungszuständigkeit mit der damit verbundenen Verlängerung des Delistingprozesses und drohender Klagen gegen den Hauptversammlungsbeschluss auch kaum ein Signal für eine Stärkung der Attraktivität des Finanzmarktes Deutschland.

#### **5. Wechsel in und Rückzug vom qualifizierten Freiverkehr**

Anders als nach geltendem Recht soll ein Downlisting in einen Handel an dem KMU-Wachstumsmarkt, also einem qualifizierten Segment des Freiverkehrs, gemäß § 39 Abs. 2 Nr. 3 BörsG-E nicht mehr ein öffentliches Erwerbsangebot auslösen. Stattdessen soll gemäß § 48 a Abs. 1 Nr. 8 BörsG-E für den Fall des Rückzugs eines Unternehmens vom Handel an dem KMU-Wachstumsmarkt die Regelung des § 39 Abs. 2 bis 6 BörsG entsprechend gelten. Dieses Gesamtkonzept ist in der Sache konsequent.

Allerdings ist zu bedenken, dass eine Reihe von Emittenten den qualifizierten Freiverkehr gerade im Hinblick darauf gewählt haben könnten, dass von dort ein Delisting auch ohne Einhaltung der Regelungen des § 39 BörsG möglich ist. Wenn man insoweit kein generelles „Grandfathering“ für die dort vor dem Inkrafttreten der Neuregelung gelisteten Unternehmen in Betracht ziehen will, sollte derartigen Emittenten durch eine Übergangsfrist bis zum Wirksamwerden des § 48a BörsG-E von beispielsweise sechs Monaten die Gelegenheit gegeben werden, das betreffende qualifizierte Freiverkehrssegment zu verlassen.

Die Durchführung des Delistings obliegt insoweit aber nicht der BaFin, sondern dem jeweiligen Börsenträger. Das ist zwar insofern naheliegend, als der Freiverkehr durch private Rechtsträger organisiert wird und dessen Organisation nicht der Zuständigkeit der BaFin unterliegt. Allerdings kann das Delisting bei in der Praxis nicht seltener Zulassung an mehreren regionalen Börsen zum Handel

am KMU-Wachstumsmarkt unterschiedlichen Regeln folgen und damit erhöhten Abstimmungsbedarf auslösen.

## **II. Art. 6 bis 10 (Änderungen des Wertpapierhandelsgesetzes)**

Der Referentenentwurf enthält im Wertpapierhandelsrecht umfangreiche Vorgaben zur Umsetzung kapitalmarktrechtlicher EU-Rechtsakte im Zuge des *Listing Acts*. Das betrifft zum einen Änderungen der zweiten Finanzmarktrichtlinie (MiFID II), der Finanzmarktverordnung (MiFIR) und der Transparenzrichtlinie, zum anderen Anpassungen wegen der Mehrstimmrechtsrichtlinie und Ergänzungen zur ESAP-Verordnung. Diese Regelungen sind überwiegend technischer Natur, soweit sie der Umsetzung europäischer Rechtsakte dienen, und dabei durchweg plausibel. Mit den Entwurfsbestimmungen zum Wertpapierhandelsgesetz ist es dem Referentenentwurf weitgehend gelungen, seinem Regelungsziel gerecht zu werden, Finanzierungsoptionen für junge, dynamische Unternehmen zu verbessern und ihnen dafür den Zugang zum Kapitalmarkt zu erleichtern (RefE ZuFinG II, S. 1).

### **1. Änderung der Schwellenwerte für Einhaltung der EMIR-Anforderungen**

Dazu trägt es bei, dass der Entwurf in § 32 Abs. 1 WpHG-E die Handelsvolumina anhebt, nach denen sich der Adressatenkreis für die Pflicht zur Einhaltung der EMIR-Anforderungen richtet: Fortan sind nicht nur die Schwellenwerte verdoppelt (200 Mio. EUR in Derivategeschäften bzw. mehr als 200 OTC-Derivatekontrakte), sondern beide Handelsvolumina müssen *kumulativ* anstatt vormals *alternativ* vorliegen. Beides überzeugt im Lichte des Vorhabens, kleinere Unternehmen aus dem personellen Anwendungsbereich auszunehmen und damit zu entlasten. Der Aufwand, eine Bescheinigung erstellen zu lassen, steht – wie auch die Entwurfsbegründung zutreffend hervorhebt – in keinem Verhältnis zu den Risiken, die die Derivatepositionen kleiner und mittlerer Unternehmen für die Finanzmarktstabilität begründen.

### **2. Wegfall der Erlaubnispflicht für Zugang zu Handelsplätzen außerhalb der EU**

Zudem streicht Art. 6 Nr. 17 RefE ZuFinG II den 15. Abschnitt des WpHG (§§ 102-105). Der Zugang der Marktteilnehmer zu Handelsplätzen außerhalb der EU

unterliegt damit keiner Erlaubnispflicht mehr. Auch dieses Vorhaben wird vom DAV begrüßt, führt es aus Sicht der Unternehmen doch zu deutlich vielfältigeren Möglichkeiten, ihre Finanzierung an Handelsplätzen sowohl innerhalb der EU als auch in Drittstaaten zu bewältigen. Sollten sich Stimmen gegen das Regelungsvorhaben erheben, sollte der Regelungsgedanke in jedem Fall beibehalten und zumindest Ausnahmetatbestände von der Erlaubnispflicht formuliert werden.

### **3. Besondere Verhaltens- und Informationsregeln für die Nutzung und Verbreitung von Analysen und emittentenfinanzierten Analysen**

Außerdem sollen in § 63a WpHG-E (Art. 7 Nr. 4 RefE ZuFinG II) Art. 24 Abs. 3a-3e MiFID II umgesetzt werden, die besondere Verhaltens- und Informationsregeln für die Nutzung und Verbreitung von Analysen und emittentenfinanzierten Analysen vorschreiben. § 63a Abs. 1 und 2 WpHG-E treffen dabei inhaltliche Vorgaben für die Analysen („redlich eindeutig“, „nicht irreführend“) und sehen eine Kennzeichnungspflicht vor. „Analysen“ verortete der deutsche Gesetzgeber bislang in § 70 Abs. 2, 3 und 6a WpHG, allerdings mit weniger präzisen Vorgaben, sodass der ergänzend eingefügte § 63a WpHG-E zur Rechtsklarheit beiträgt. Auch die Erweiterung des Anwendungsbereichs von § 70 Abs. 6a WpHG vereinfacht die Bereitstellung von Analysen und damit ihre Sichtbarkeit für Anleger. In Zukunft sind nicht mehr lediglich die Analysen von Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von unter EUR 1 Mrd. binnen 36 Monaten erfasst. Die in der Entwurfsbegründung adressierte „*begrifflichen Klarheit*“ sollte dadurch erreicht werden, dass der Gesetzgeber den Begriff der „Analyse“ entweder im WpHG selbst legaldefiniert oder auf die Regelung im technischen Regulierungsstandard zu Art. 24 Abs. 3c MiFID II verweist.

### **4. Mehrstimmrechtsaktien**

Der Entwurf nimmt die Umsetzung des Vorschlags für eine Richtlinie über Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien ((COM (2022) 761, im Weiteren Mehrstimmrechtsrichtlinie) auf (vgl. dazu die DAV-Stellungnahme zum Entwurf der MehrstimmrechtsRL (NZG 2023, 464 ff.) und des ZuFinG (NZG 2023, 738 ff.)). Die Möglichkeit zur Schaffung von Mehrstimmrechtsaktien ist als zusätzliche Gestaltungsoption für die Praxis grundsätzlich zu begrüßen. Um eine indirekte

Behinderung der Börsennotierung von Unternehmen mit Mehrstimmrechtsaktien durch die Praxis der Betreiber der Handelssysteme und der Börsen zu verhindern, wird gemäß den Anforderungen von Art. 3 Abs. 4 Mehrstimmrechtsrichtlinie klargestellt, dass die Zulassung zum Handel von den Betreibern eines multilateralen Handelssystems nicht mit dem Grund verweigert werden darf, dass Mehrstimmrechtsaktien existieren (vgl. Artikel 7 Nummer 7, Änderung von § 74 WpHG-E, Artikel 21 Nummer 6, Änderung von § 48 BörsG-E). Entsprechend dem Vorschlag des DAV wird diese Regelung nicht auf multilaterale Handelssysteme, die einen KMU-Wachstumsmarkt darstellen, begrenzt, sondern auch für höherwertige Börsensegmente, zumindest für den Freiverkehr, angeordnet.

Um die praktische Wirksamkeit des Diskriminierungsverbots zu gewährleisten, ist darauf zu achten, dass nicht Umgehungsgestaltungen der Betreiber multilateraler Handelssysteme dennoch dazu führen könnten, dass Emittenten wegen ihrer Mehrstimmrechtsaktienstrukturen den Zugang zu den MTF verweigert wird. Daher sollte der Gesetzgeber die praktische Umsetzung des Diskriminierungsverbots eng begleiten und gegebenenfalls durch nachträgliche Anpassungen etwaigen Umgehungskonstellationen entgegenwirken. Andernfalls drohte das mit der Wiedereinführung der Mehrstimmrechtsaktien verfolgte Regelungsziel des ersten und des zweiten ZuFinG beeinträchtigt zu werden.

Richtig ist auch, dass zur Herstellung der notwendigen Transparenz für die Anleger (vgl. dazu Artikel 7 Nummer 9, Einfügung von § 76a WpHG-E und Artikel 21 Nummer 8, Einfügung von § 48b BörsG-E) zukünftig im Prospekt oder dem prospektersetzenden Dokument unter anderem über die Anzahl der mit den Aktien verbundenen Stimmrechte und die Gesamtzahl der Stimmrechte zu informieren ist (§ 76a Abs. 3 Nr. 1 WpHG-E, § 48b Abs. 3 Nr. 1 BörsG-E). Insbesondere bei Familienunternehmen, die mit der Regelung zu Mehrstimmaktien insbesondere angesprochen werden sollten, um ihnen den Zugang zum Kapitalmarkt bei gleichzeitiger Aufrechterhaltung der Kontrolle der Familie zu erleichtern, könnte auf Widerstand stoßen, das neben den satzungsmäßigen Beschränkungen der Übertragbarkeit der Aktien bzw. der Ausübung der Stimmrechte auch solche Beschränkungen offenzulegen sind, die sich aus (schuldrechtlichen) Vereinbarungen zwischen Anteilseignern ergeben (§ 76a Abs. 3 Nr. 2 und 3

WpHG-E, § 48b Abs. 3 Nr. 2 und 3 BörsG-E), also klassische Gesellschaftervereinbarungen oder „Familienvfassungen“. Dies ist allerdings – nach dem Entwurfsstand – in der Mehrstimmrechtsrichtlinie in deren Artikel 6 Abs. 1 b) und d) so vorgegeben.

Demgegenüber hat der Regelungsentwurf zu Recht davon abgesehen, in § 76a WpHG-E selbst eine Pflicht zur Veröffentlichung der Angaben nach § 76a Abs. 3 WpHG-E zu regeln. Die Publizitätspflicht ist keine Frage des Wertpapierhandelsrechts. Vielmehr entfaltet die Gestaltung als Zulassungsvoraussetzung zu einem MTF einen *nudging*-Effekt, die Emittenten mit Mehrstimmrechtsaktienstrukturen zum Bericht darüber zu veranlassen, um überhaupt gelistet werden zu können.

## **5. European Single Access Point (ESAP)**

Zuletzt zielt der Referentenentwurf in Art. 8 bis 10 auf die Anpassung des WpHG an die Vorgaben zum *European Single Access Point* (ESAP, zentrales europäisches Zugangsportale) ab. Die Vorschriften sehen eine Verbindung des Übermittlungswegs an das Unternehmensregister auch für die ESAP-Zwecke vor, um den Emittenten Mehraufwand zu ersparen. Der DAV unterstützt grundsätzlich das Regelungsvorhaben des europäischen Gesetzgebers zur verbesserten Transparenz im Anlegerinteresse. Gleichzeitig bleibt abzuwarten, ob die Verbreitung über das ESAP ihren Zweck tatsächlich erfüllen kann, ohne überbordenden Mehraufwand für die Unternehmen zu verursachen. Der nationale Gesetzgeber sollte gesteigerte Transparenzvorgaben durch geeignete bürokratieentlastende Maßnahmen begleiten. Dies scheint *prima facie* mit den Änderungen der §§ 40, 41, 46 und 49 WpHG-E gelungen.

## **III. Art. 24 (Änderungen des Aktiengesetzes)**

### **1. Einführung der Eurocent-Aktie**

Der DAV begrüßt die Möglichkeit zur Ausgabe von Aktien mit einem Nennbetrag bzw. anteiligen Betrag des Grundkapitals (rechnerischen Nennbetrag) von unter einem Euro (vgl. dazu bereits NZG 2023, 738 Rn. 81.). Jedoch erscheint die Regelungstechnik, wonach es bei einem Euro (rechnerischem) Mindestnennbetrag

als gesetzlichem Regelfall bleibt, von dem nur abgewichen werden darf, wenn die Satzung eine ausdrückliche Ermächtigung zur Ausgabe von Aktien mit einem niedrigeren (rechnerischen) Nennbetrag enthält, unnötig kompliziert. Statt der Anfügung des neuen Absatzes 7 plädiert der DAV für eine Änderung von § 8 Abs. 2 Satz 1 und Satz 4 AktG sowie § 8 Abs. 3 Satz 3 AktG dahingehend, dass „Euro“ jeweils durch „Eurocent“ ersetzt wird. Damit hätten die Unternehmen – unter Berücksichtigung des gesetzlichen Minimums – volle Flexibilität, ob sie ihr ausstehendes Grundkapital im Wege eines Aktiensplits und entsprechende Satzungsänderung neu stückeln (zum davon abweichenden Fall der Herabsetzung des (rechnerischen) Nennbetrags pro Aktie im Wege der Kapitalherabsetzung, siehe nachfolgend Ziff. 2) oder es bei der aktuellen Stückelung belassen. Der Gesetzgeber sollte es im Hinblick auf die Attraktivität der Aktiengesellschaft dem Kapitalmarkt überlassen, ob sich mittel- bis langfristig ein Trend hin zum (rechnerischen) Nennbetrag von einem Eurocent ausbildet oder es bei einem Euro bleibt.

Eine besondere Gefahr der Irreführung von Anlegern durch die Festlegung des gesetzlichen (rechnerischen) Mindestnennbetrags auf einen Eurocent und die Ausgabe entsprechender Aktien ohne ausdrückliche vorherige Satzungsermächtigung ist nicht erkennbar. Die über 25 Jahre zurückliegende Sorge in der in der Gesetzesbegründung zitierten BT-Drucksache 13/9573 entspricht nicht den Erfahrungen in einer Vielzahl anderer EWR-Staaten, in denen die 1 Eurocent-Aktie schon lange Teil der Unternehmenspraxis ist.

## **2. Ergänzende Änderung der Bestimmungen zur ordentlichen Kapitalherabsetzung (§§ 222 ff. AktG)**

Aktien mit einem geringeren Nennwert oder anteiligen Betrag am Grundkapital als einem Euro sind nicht nur für „junge“ Aktiengesellschaften (KMU und Wachstumsunternehmen) interessant, sondern eine entsprechende Herabsetzung des Nennwerts oder anteiligen Betrags am Grundkapital der einzelnen Aktie kann auch für börsennotierte Unternehmen erforderlich werden. Insbesondere in Krisensituationen können sie gezwungen sein, ihre „Kapitalmarktfähigkeit“, also ihre Refinanzierungsmöglichkeit am Kapitalmarkt, wiederherzustellen. Wenn der Börsenkurs in der Nähe des (rechnerischen) Mindestnennbetrags liegt, lassen sich

Bezugsrechtskapitalerhöhungen nicht mehr durchführen, weil der in der Regel mit einem signifikanten Abschlag festzulegende Bezugspreis zu einer verbotenen Unterpariemission führen würde (§ 9 AktG).

Die Änderung von § 8 AktG-E sollte daher von einer Anpassung der Bestimmungen zur ordentlichen Kapitalherabsetzung flankiert werden, um den Unternehmen einen praktisch gangbaren Weg zur Herabsetzung des (rechnerischen) Mindestnennbetrags der einzelnen Aktie auf einen Euro-Cent an die Hand zu geben (vgl. dazu bereits DAV, NZG 2023, 738 Rn. 81 ff.; Apfelbacher/Kuthe/Meyer AG 2020, 501, 508 f.; Lieder/Singhof, in VGR (Hrsg.) Reformbedarf im Aktiengesetz, 2024, Rn. 14.27 ff.). Nach geltendem Recht scheitert eine ordentliche Kapitalherabsetzung für diesen Zweck insbesondere an der notwendigen Sicherheitsleistung nach § 225 AktG, die für das Unternehmen erheblichem prozeduralem Aufwand und unkalkulierbaren Risiken verbunden ist. Die Voraussetzungen für eine vereinfachte Kapitalherabsetzung zu Sanierungszwecken nach §§ 229 ff. AktG sind in der Regel nicht gegeben. Auf eine Sicherheitsleistung sollte daher in Anlehnung an § 7 Abs. 6 Satz 4 und Satz 5 WStBG partiell auch bei einer ordentlichen Kapitalherabsetzung verzichtet werden.

Eine Beeinträchtigung des effektiven Gläubigerschutzes wäre damit nicht verbunden, weil in den beiden dort beschriebenen Fällen ein Vermögensabfluss oder eine Veränderung des Eigenkapitals der Gesellschaft nicht stattfindet. Denn entweder wird der Betrag des Grundkapitals der Gesellschaft vor der Kapitalherabsetzung durch eine (unmittelbar) nachfolgende Kapitalerhöhung mindestens wieder erreicht oder in dem Beschluss über die Kapitalherabsetzung wird festgelegt, dass der Unterschiedsbetrag des Grundkapitals vor der Kapitalherabsetzung abzüglich des Grundkapitals nach der Kapitalherabsetzung in die (ebenfalls nicht ausschüttungsfähige) Kapitalrücklage einzustellen ist.

#### **IV. Art. 33 (Änderung der Gewerbeordnung)**

Nach § 34d GewO bedürfen Versicherungsvermittler und -berater der Erlaubnis der zuständigen Industrie- und Handelskammer. Vollziehbare und nicht mehr anfechtbare Entscheidungen von Verwaltungsbehörden gegen diese Personen wegen

Unzuverlässigkeit oder Ungeeignetheit sowie Bußgeldentscheidungen und strafrechtliche Verurteilungen werden nach § 149 Abs. 2 GewO in das Gewerbezentralregister eingetragen und nach § 34e GewO veröffentlicht. Von der Veröffentlichung kann die IHK jedoch absehen, diese verschieben oder eine Bekanntmachung auf anonymer Basis vornehmen, wenn eine Bekanntmachung personenbezogener Daten unverhältnismäßig wäre oder die Bekanntmachung die Stabilität der Finanzmärkte oder laufende Ermittlungen gefährden würde. Zudem ist die Bekanntmachung fünf Jahre nach der Veröffentlichung zu löschen. Dabei sind personenbezogene Daten zu löschen, sobald ihre Bekanntmachung nicht mehr erforderlich ist.

Diese bisher bestehende gesetzliche Regelung soll nunmehr in Abs. 11 ergänzt werden um eine Veröffentlichung in dem zentralen europäischen Zugangportal. Hierfür wird auf § 330a Abs. 6 VAG (i.d.F. von Art. 50 ZuFinG II) verwiesen, der entsprechend gelten soll. Nach § 330a Abs. 6 VAG ist u.a. der vollständige Name der natürlichen Person oder aller Firmen der juristischen Person etc. zu veröffentlichen. Dies steht nicht im Einklang mit § 34d Abs. 11 S. 3 GewO, insb. einer Veröffentlichung auf anonymer Basis. § 330a Abs. 6 VAG entspricht jedoch wörtlich der geänderten RiLi (EU) 2016/97. Der bisher bestehende Text der GewO müsste daher an die geänderte Richtlinie angepasst werden.

Zweifel erscheinen auch angebracht, ob die – zumindest im Entwurf der Gesetzesbegründung, S. 177 – erfolgende Benennung der „zuständigen Behörden“ (also der IHKs) als Sammelstellen geeignet ist. Angesichts der Vielzahl der hierdurch erforderlich werdenden Schnittstellen zum ESAP sollte in Erwägung gezogen werden, dies dem Gewerbezentralregister zu übertragen, das zentral vom Bundesamt für Justiz als besonderer Abteilung des Bundeszentralregisters geführt wird.



## **Verteiler**

---

- Bundesministerium für Finanzen
- Bundesministerium der Justiz
- Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz
  
- Fraktionen im Deutschen Bundestag
- Ausschuss für Recht im Deutschen Bundestag
- Ausschuss für Wirtschaft im Deutschen Bundestag
- Ausschuss für Finanzen im Deutschen Bundestag
- Arbeitsgruppen Recht der im Deutschen Bundestag vertretenen Parteien
- Arbeitsgruppen Wirtschaft der im Deutschen Bundestag vertretenen Parteien
  
- Justizministerien und -senatsverwaltungen der Länder
- Wirtschaftsministerien der Länder
  
- Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)
- Europäische Kommission - Vertretung in Deutschland
  
- Vorstand und Geschäftsführung des Deutschen Anwaltvereins
- Landesgruppen und -verbände des DAV
- Vorsitzende der Gesetzausschüsse des DAV
- Vorsitzende der Arbeitsgemeinschaften des DAV
- Handelsrechtsausschuss des DAV
  
- Bundesrechtsanwaltskammer
- Bundesnotarkammer
- Deutscher Notarverein
- Institut der Wirtschaftsprüfer (IdW)
- Deutscher Richterbund
- Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW)
- Deutscher Steuerberaterverband
- Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI)
- Deutscher Industrie- und Handelskammertag (DIHK)
- Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft
- Bundesverband Deutscher Banken
- Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V. (SdK)

### Presse:

- Die Aktiengesellschaft
- GmbH-Rundschau
- NZG Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
- WM Wertpapiermitteilungen
- ZIP Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
- Börsenzeitung
- Handelsblatt
- Frankfurter Allgemeine Zeitung
- Juris

- GfK
- Hamburger Abendblatt
- Der Tagesspiegel
- Der Spiegel
- Legal tribune online
- NJW