

# Gesetz zur Förderung privater Investitionen und des Finanzstandorts (Standortfördergesetz / StoFöG)

## Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse

### 1. Einleitung

Die Gruppe Deutsche Börse (GDB) bedankt sich für die Gelegenheit zur schriftlichen Stellungnahme zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Förderung privater Investitionen und des Finanzstandorts (Standortfördergesetz/StoFöG). Wir teilen vollumfänglich die Ziele des Gesetzes, die Wettbewerbsfähigkeit und Attraktivität des deutschen Finanzstandortes weiter zu stärken, die Finanzierungsmöglichkeiten für Startups und innovative Unternehmen zu verbessern sowie die Zugangsbedingungen für Unternehmen zum Kapitalmarkt zu erleichtern. Stabile, effiziente und tiefere Kapitalmärkte sind dringend erforderlich, um den deutschen Kapitalmarkt nach vorne zu bringen. Wir begrüßen ausdrücklich, dass der Regierungsentwurf nicht mehr erforderliche Vorgaben in der Börsenzulassungs-Verordnung und im Börsengesetz streicht, wie zum Beispiel die Anforderung der Mindestdauer des Bestehens des Emittenten und die Pflicht zur Veröffentlichung der Börsenzulassung im Bundesanzeiger sowie die Möglichkeit schafft, den Mindestnennwert von Aktien auf bis zu einem Eurocent abzusenken. Des Weiteren begrüßen wir die börsenrechtlichen Anpassungen zur besseren Berücksichtigung der Besonderheiten von Waren- oder Wareenterminbörsen beim Informationsaustausch und der Meldung von Verdachtsfällen mit der Handelsüberwachungsstelle und der Börsenaufsichtsbehörde.

Dennoch bleibt das StoFöG in seiner jetzigen Form hinter seinen Möglichkeiten zurück. Mit den folgenden Themen werden wir uns in dieser Stellungnahme schwerpunktmäßig befassen:

- **Einbeziehung verbundener Unternehmen in die Börsenaufsicht:** Die der Börsenaufsicht neu eingeräumten Prüfrechte gehen über die ihr gesetzlich zugewiesenen Aufgaben hinaus. Die Einführung anlassloser Prüfungen bei verbundenen Unternehmen des Börsenträgers ist unverhältnismäßig. Die geplanten Änderungen werden potenziell zu Kompetenzkonflikten zwischen den Börsenaufsichtsbehörden der Länder und der BaFin als Bundesbehörde führen.
- **Tick-Size-Regime für Nicht-EWR-Aktien:** Eine frühzeitige Anwendung des neuen Tick-Size-Regime nach MiFIR/MiFID II für Aktien mit Nicht-EWR-ISIN würde die Liquidität erhöhen, Transaktionskosten senken und die Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland stärken.
- **Keine Erlaubnispflicht für Hochfrequenzhändler aus Drittstaaten:** Wir begrüßen die vorgesehene Befreiung von der Erlaubnispflicht für Unternehmen aus Drittstaaten, die an einem inländischen Handelsplatz Eigenhandel in Form von Market Making betreiben. Wir regen an, die Befreiung auch auf solche Drittstaatenunternehmen auszuweiten, die an einem inländischen Handelsplatz Eigenhandel in Form des Hochfrequenzhandels betreiben.

- **Kündigung Handel im KMU-Wachstumsmarkt:** Die Pflicht zur Abgabe eines Delisting-Erwerbsangebots sollte auf Konstellationen beschränkt sein, in denen Emittenten, deren Wertpapiere im KMU-Wachstumsmarkt handeln, zuvor unter Nutzung der Ausnahmeregelung nach § 39 Absatz 2 Satz 2 Nr. 3 n.F. BörsG den Widerruf der Zulassung ihrer Wertpapiere zum Handel im regulierten Markt erwirkt haben. Die Pflicht zur Abgabe eines Erwerbsangebots für den Fall der anschließenden Kündigung der Einbeziehung in den Handel im KMU-Wachstumsmarkt sollte auf zwei Jahre befristet werden.
- **Delisting:** Die Entscheidung über einen Antrag auf Widerruf der Zulassung der Aktien zum regulierten Markt durch den Emittenten sollte in der Kompetenz der Hauptversammlung liegen und der Beschluss eine qualifizierte Mehrheit voraussetzen.
- **Aufhebung CCP-Meldepflichten:** Die Meldepflichten nach WpHG stellen einen Standortnachteil für inländische deutsche CCPs gegenüber anderen europäischen und außereuropäischen CCPs dar und sollten ersatzlos gestrichen werden.

## 2. Anmerkungen im Einzelnen

### 2.1 Einbeziehung verbundener Unternehmen in die Börsenaufsicht (§ 3 Absatz 4 Satz 1 BörsG n. F.)

Das StoFöG sieht in § 3 Absatz 4 Satz 1 BörsG n. F. vor, dass die Börsenaufsichtsbehörde auch bei mit dem Börsenträger verbundenen Unternehmen Prüfungen durchführen kann. Laut der Begründung des Gesetzentwurfs soll § 3 Absatz 4 Satz 1 BörsG mit seiner Neufassung enger an § 44 Absatz 1 Satz 2 KWG angelehnt werden. Die generelle Einbeziehung von mit dem Börsenträger verbundenen Unternehmen in die Börsenaufsicht findet im KWG jedoch keine Entsprechung.

Nach **§ 44 Absatz 1 Satz 2 KWG** kann die BaFin Prüfungen unter anderem bei Instituten und übergeordneten Unternehmen vornehmen. Übergeordnete Unternehmen im Sinne des KWG sind Institute und Finanzholding-Gesellschaften, welche dieaufsichtsrechtliche Konsolidierung vornehmen (§ 10a Absatz 1 und 2 KWG). Sie sind selbst **Adressat von im KWG und der CRR geregelten Pflichten** und insbesondere für die Einhaltung von aufsichtsrechtlichen Vorgaben auf Gruppenebene verantwortlich. Dies bedeutet: Das KWG bezieht die Prüfungsmöglichkeiten der BaFin nur auf solche Gruppenunternehmen, die aufgrund ihres regulatorischen Status der Aufsicht der BaFin unterliegen.

Etwas völlig anderes ist die in **§ 3 Absatz 4 Satz 1 BörsG n. F.** vorgesehene Ausdehnung der Prüfungsrechte der Börsenaufsichtsbehörden auf mit dem Börsenträger verbundene Unternehmen. Sie bezieht Gruppenunternehmen allein aufgrund ihrer gesellschaftsrechtlichen Verbindung mit dem Börsenträger in die Börsenaufsicht ein. Da die Gruppenunternehmen **keinen eigenen börsenrechtlichen Anforderungen und nicht der Börsenaufsicht unterliegen**, fehlt es im Unterschied zu § 44 Absatz 1 Satz 2 KWG an einer sachlichen – und damit auch rechtlichen – Rechtfertigung dafür, die Prüfungsbefugnisse der Börsenaufsichtsbehörde auf diese Unternehmen auszudehnen.

Vor diesem Hintergrund werden die verfassungsrechtlichen Bedenken offensichtlich, die sich im Hinblick auf § 3 Absatz 4 Satz 1 BörsG n. F. ergeben. Die Ausdehnung der Prüfungsrechte der Börsenaufsichtsbehörde auf mit dem Börsenträger verbundenen Unternehmen **verstößt gegen den verfassungsrechtlichen Grundsatz der Verhältnismäßigkeit**. Sie ist zur Erreichung des Zwecks, der Ausübung der Aufsicht über die Börse nach Maßgabe des Börsengesetzes (§ 3 Absatz 1 Satz 1 BörsG), bereits ungeeignet, weil es bei mit dem Börsenträger verbundenen Unternehmen an einem sachlichen Bezug zur Börse und eigenen auf die Börse bezogenen aufsichtsrechtlichen Pflichten fehlt. Aus demselben Grund ist eine Ausdehnung der Prüfungsrechte der Börsenaufsicht auf mit dem Börsenträger verbundene Unternehmen zur Erreichung des Aufsichtszwecks weder erforderlich noch angemessen (verhältnismäßig im engeren Sinne). Soweit es sich bei Gruppenunternehmen um von der BaFin beaufsichtigte Unternehmen handelt, **verstößt** die Einbeziehung von Gruppenunternehmen zudem **gegen das verfassungsrechtliche Verbot der Mischverwaltung**, hier der Vermischung von Zuständigkeiten der BaFin als Bundesbehörde und der Börsenaufsichtsbehörden als Landesbehörden.

Zudem besteht für die Ausdehnung der Prüfungsrechte der Börsenaufsichtsbehörde auf alle mit dem Börsenträger verbundene Unternehmen kein praktisches Bedürfnis. Bereits auf Grundlage von § 3 Absatz 4 Satz 1 BörsG n.F. ist gewährleistet, dass die Börsenaufsicht **Prüfungsrechte bezogen auf Auslagerungsunternehmen** hat – unabhängig von deren gesellschaftsrechtlicher Verbindung. Zudem stellen die Auslagerungsverträge vor dem Hintergrund von § 5 Absatz 3 BörsG regelmäßig Informations- und Prüfungsrechte der Börsenaufsichtsbehörde bei den Auslagerungsunternehmen sicher.

Im Hinblick auf ernsthafte Zweifel an der Verfassungsmäßigkeit der Regelung und das Fehlen eines praktischen Bedürfnisses **sollte in § 3 Absatz 4 Satz 1 BörsG n. F. die Bezugnahme auf „mit dem Börsenträger verbundenen Unternehmen im Sinne des § 271 Absatz 2 des Handelsgesetzbuchs“ gestrichen werden**.

## 2.2 Weitere Änderungen des Börsengesetzes

### Zu § 3 Absatz 4 Satz 2 BörsG n.F.:

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

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

### **Zu § 3 Absatz 5 Satz 2 BörsG n.F.:**

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

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

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

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

Durch die Änderung würde die Anzeigepflicht des Börsenträgers über Auslagerungssachverhalte auf „wesentliche Änderungen und schwerwiegende Vorfälle“ im Rahmen von bestehenden wesentlichen Auslagerungen erweitert. Diese Begriffe sind unbestimmt, sodass Unklarheit darüber entsteht, welche Ereignisse anzeigepflichtig sind. Für Institute konkretisiert § 3 AnzV den Inhalt von Auslagerungsanzeigen nach § 24 Absatz 1 Nr. 19 KWG und definiert die Begriffe „wesentliche Änderungen“ und „schwerwiegende Vorfälle“. Das unmittelbare Heranziehen von § 3 AnzV zur Konkretisierung der vorgesehenen Neuregelung in § 5 Absatz 3 BörsG ist ausgeschlossen, da die AnzV auf einer KWG-spezifischen Verordnungsermächtigung beruht, von der BaFin als für Börsenträger unzuständige Behörde erlassen wurde und daher nur für KWG-Institute und nicht für Börsenträger gilt. Spätestens auf Ebene des Bußgeldtatbestands (§ 50 Absatz 2 Nr. 10 BörsG n.F.) würden die unbestimmten Begriffe „wesentliche Änderungen“ und „schwerwiegende Vorfälle“ zu einem uferlosen Bußgeldtatbestand führen und nicht mehr dem Bestimmtheitsgebot genügen.

Sofern im weiteren Gesetzgebungsverfahren an der Änderung festgehalten wird – was wegen paralleler europarechtlicher Anforderungen nicht geboten erscheint – sollte zumindest eine Konkretisierung der unbestimmten Begriffe „wesentliche Änderungen“ und „schwerwiegende Vorfälle“ erfolgen.

## 2.3 Tick-Size-Regime für Nicht-EWR-Aktien

Mit der Überarbeitung von MiFIR/MiFID II wurde ein neues Tick-Size-Regime für Aktien mit Nicht-EWR-ISIN eingeführt, die an EU-Handelsplätzen gelistet sind (Artikel 49 Absatz 2 MiFID). Die Regelung erlaubt es, die Tick-Größe an die Vorgaben des Herkunftsmarktes des Emittenten anzupassen. Dies vereinfacht die Marktstruktur und erhöht die Wettbewerbsfähigkeit. Die Vorschrift ist auf EU-Ebene seit dem 29. September 2025 anwendbar, ihre Umsetzung in Deutschland hängt jedoch von der nationalen Transposition ab.

Der deutsche Transpositionsentwurf übernimmt die EU-Vorgaben wortgleich und bestätigt die Möglichkeit, Tick-Größen für Nicht-EWR-Aktien anzupassen. Die Verabschiedung des Gesetzes wird jedoch voraussichtlich erst im Februar 2026 erfolgen. Damit entsteht eine mehrmonatige Lücke, in der die Anwendung trotz klarer europäischer Rechtslage nicht möglich ist.

Deutschland ist führender Handelsplatz für Nicht-EWR-Aktien in der EU: rund 90 % des EU-weiten Retail-Handels mit US-Aktien erfolgen über deutsche Plattformen, hinzu kommen beispielsweise erhebliche Volumina bei australischen und kanadischen Werten. Die Einführung des EU-Tick-Size-Regimes im Jahr 2018 hatte nachweislich negative Auswirkungen auf die Liquidität. Eine Rückkehr zur Tick-Größe des Herkunftsmarktes (häufig ein Cent) würde die Marktstruktur vereinfachen, die Ausführungsqualität insbesondere für Privatanleger verbessern und die Rolle Deutschlands als zentraler Handelsplatz für internationale Aktien stärken.

Eine beschleunigte Umsetzung würde die Liquidität spürbar erhöhen, da engere Spreads und tiefere Orderbücher den Handel effizienter machen. Dies senkt die Transaktionskosten insbesondere für private Anleger und verbessert die Ausführungsqualität. Gleichzeitig trägt die Maßnahme zu einer transparenten Preisbildung bei und stärkt das Vertrauen der Investoren. Insgesamt würde die frühzeitige Anwendung die Attraktivität des Finanzplatzes Deutschland im internationalen Wettbewerb deutlich steigern.

Vor dem Hintergrund der hohen Standortrelevanz regen wir an, Möglichkeiten für eine vorzeitige Anwendung der EU-Regelung in Deutschland zu prüfen – etwa durch administrative Hinweise oder Übergangsregelungen –, um die Umsetzung vor Abschluss des formellen Gesetzgebungsverfahrens zu ermöglichen.

## 2.4 Klarstellung der Zulassung hinsichtlich Kapitalverwaltungsgesellschaften und Vereinfachung der Zulassungsvoraussetzungen

Seit der Einführung des Börsengesetzes in den 1970er Jahren prägen Kapitalverwaltungsgesellschaften, wie Investmentfonds oder Portfoliomanager, mehr und mehr die Käuferseite des Kapitalmarkts. Ungeachtet dessen ist im Börsengesetz die Zulassung von Kapitalverwaltungsgesellschaften als Handelsteilnehmer an Börsen oder multilateralen Handelssystemen nicht ausdrücklich vorgesehen (vgl. § 74 Absatz 1 WpHG i.V.m. § 19 Absatz 2 BörsG). Eine entsprechende Erweiterung der zulassungsfähigen Tätigkeiten um die Portfolioverwaltung ist geboten, um die rechtliche Grundlage für die Marktbeteiligung von Kapitalverwaltungsgesellschaften klarzustellen und damit für Rechtssicherheit zu sorgen.

Auch vor dem Hintergrund einer Stärkung des Finanzstandortes scheint eine rechtliche Klärstellung geboten, um die Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland im europäischen Vergleich zu sichern und eine Angleichung des Börsengesetzes an den europarechtlichen Rahmen herzustellen („level playing field“). Andere EU-Staaten (zum Beispiel die Niederlande, Frankreich, Spanien, Italien und Luxemburg) nutzen bereits den in Artikel 53(3) gegebenen Rahmen von MiFID II (VO 2014/65/EU) vollständig aus und bieten diesen Unternehmen einen effizienten und direkten Zugang zum Kapitalmarkt.

Aufgrund dessen schlagen wir vor, die zulassungsfähigen Tätigkeiten um die Portfolioverwaltung zu erweitern, um klarzustellen, dass auch Kapitalverwaltungsgesellschaften als Handelsteilnehmer an einer Börse oder einem MTF zugelassen werden können. Die nachstehend aufgezeigte Änderung von § 19 Absatz 4 Satz 1 Nr. 3 BörsG stellt eine Folgeänderung hierzu dar.

Überdies wird zur Reduzierung des Verwaltungsaufwands und um Doppelprüfungen zu vermeiden, eine Vereinfachung bei den Zulassungsvoraussetzungen für Handelsteilnehmer in Bezug auf die vorzunehmende Zuverlässigkeitssprüfung von Geschäftsleitern angeregt, wenn deren Zuverlässigkeit bereits durch andere zuständige Aufsichtsbehörden festgestellt wurde. In diesem Fall ist eine Prüfung durch die Börsen oder durch die MTFs nicht erforderlich. Dies gilt für die Mitglieder des Börsenrates entsprechend.

Bei den Handelsteilnehmern sollte der Kreis der Personen in § 19 Absatz 4 Satz 1 Nr. 1 BörsG auf diejenigen Personen beschränkt werden, die mit der Führung der börsenmäßigen Wertpapier- oder Warengeschäfte des Unternehmens betraut sind. Dabei sollten auch die Fälle erfasst werden, in denen die Führung dieser Geschäfte an Dritte übertragen wurde, insbesondere wenn Fondsgesellschaften Asset Manager mit der Führung des börsenmäßigen Wertpapier- oder Warengeschäfte beauftragt haben.

### **Formulierungsvorschlag**

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

#### **§ 13 Wahl des Börsenrates**

(3) Die Mitglieder des Börsenrates müssen zuverlässig sein und die erforderliche fachliche Eignung haben. § 4b Absatz 1 und Absatz 2 Satz 2 sowie § 19 Absatz 4 Satz 1 Nr. 1 gelten gilt entsprechend.

#### **§ 19 Zulassung zur Börse**

(2) Zur Teilnahme am Börsenhandel darf nur zugelassen werden, wer gewerbsmäßig bei börsenmäßig handelbaren Gegenständen

1. die Anschaffung und Veräußerung für eigene Rechnung betreibt oder
2. die Anschaffung und Veräußerung im eigenen Namen für fremde Rechnung betreibt oder

3. die Vermittlung von Verträgen über die Anschaffung und Veräußerung übernimmt oder
4. die Anschaffung und Veräußerung im Rahmen der Verwaltung einzelner in Finanzinstrumenten angelegter Vermögen für andere mit Entscheidungsspielraum übernimmt

und dessen Gewerbebetrieb nach Art und Umfang einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert.

[...]

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

1. bei Unternehmen, die in der Rechtsform des Einzelkaufmanns betrieben werden, der Geschäftsinhaber, bei anderen Unternehmen die Personen, die nach Gesetz, Satzung, oder Gesellschaftsvertrag oder in sonstiger Weise mit der Führung der börsenmäßigen Wertpapier- oder Warengeschäfte Geschäfte des Unternehmens betraut und zu seiner Vertretung ermächtigt sind, zuverlässig sind und zumindest eine dieser Personen die für das börsenmäßige Wertpapier- oder Warengeschäft notwendige berufliche Eignung hat. Geschäftsinhaber oder die Personen, die nach Gesetz, Satzung, Gesellschaftsvertrag oder in sonstiger Weise mit der Führung der börsenmäßigen Wertpapier- oder Warengeschäfte des Unternehmens betraut und zu seiner Vertretung ermächtigt sind, gelten als zuverlässig, wenn ihre Zuverlässigkeit bereits bei der Übernahme ihrer Tätigkeit durch die nach Artikel 4 der Richtlinie 2013/36/EU, Artikel 67 der Richtlinie 2014/65/EU, Artikel 97 der Richtlinie 2009/65/EG, Artikel 44 der Richtlinie 2011/61/EU zuständige oder andere vergleichbare Behörde festgestellt wurde;
2. die ordnungsgemäße Abwicklung der an der Börse abgeschlossenen Geschäfte sichergestellt ist;
3. das Unternehmen ein Eigenkapital von mindestens 50 000 Euro nachweist, es sei denn, es ist ein Kreditinstitut, ein Finanzdienstleistungsinstitut, ein Wertpapierinstitut, eine Kapitalverwaltungsgesellschaft, der zu verwaltende Fonds oder ein nach § 53 Abs. 1 Satz 1 oder § 53b Abs. 1 Satz 1 des Kreditwesengesetzes tätiges Unternehmen, das zum Betreiben des Finanzkommissionsgeschäfts im Sinne des § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 4 oder zur Erbringung einer Finanzdienstleistung im Sinne des § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1 bis 4 des Kreditwesengesetzes befugt ist; als Eigenkapital sind das eingezahlte Kapital und die Rücklagen nach Abzug der Entnahmen des Inhabers oder der persönlich haftenden Gesellschafter und der diesen gewährten Kredite sowie eines Schuldenüberganges beim freien Vermögen des Inhabers anzusehen;
4. bei dem Unternehmen, das nach Nummer 3 zum Nachweis von Eigenkapital verpflichtet ist, keine Tatsachen die Annahme rechtfertigen, dass es unter Berücksichtigung des nachgewiesenen Eigenkapitals nicht die für eine ordnungsmäßige Teilnahme am Börsenhandel erforderliche wirtschaftliche Leistungsfähigkeit hat.

Die Börsenordnung kann vorsehen, dass bei Unternehmen, die an einer inländischen Börse oder an einem organisierten Markt im Sinne des § 2 Abs. 5 des Wertpapierhandelsgesetzes mit Sitz im Ausland zur Teilnahme am Handel zugelassen sind, die Zulassung ohne den Nachweis der Voraussetzungen nach Satz 1 Nr. 1, 3 und 4 erfolgt, sofern die Zulassungsbestimmungen des jeweiligen Marktes mit diesen vergleichbar sind. Die Börsenordnung kann vorsehen, dass Handelsteilnehmer für den Zugang zu Handelsystemen der Börse weitere Voraussetzungen erfüllen müssen.

## 2.5 Beseitigung einer Regelungslücke bei der Zulassung von Unternehmen aus Drittstaaten

Um Handelsteilnehmer aus einem Drittstaat zuzulassen, muss die Börse die im Herkunftsland des Handelsteilnehmers geltenden rechtlichen Bestimmungen erfüllen. In der Regel setzt die Zulassung von Handelsteilnehmern aus Drittstaaten eine Erlaubnis oder Befreiung der Börse beziehungsweise des Börsenträgers nach lokalem Recht des Drittstaats voraus. Hierdurch werden der Börse zudem fortlaufende Rechtspflichten auferlegt, wie beispielsweise die Pflicht, einen bestimmtenaufsichtsrechtlichen Status der Handelsteilnehmer aus diesem Land zu überprüfen oder bestimmte Informationen an die dortigen Aufsichtsbehörden weiterzuleiten. Die Erfüllung dieser Pflichten erfordert die Mitwirkung des Antragsstellers oder Handelsteilnehmers. Bei Nichterfüllung dieser Anforderungen kann der Börse durch die ausländische Aufsichtsbehörde gegebenenfalls ein Bußgeld auferlegt oder der Erlaubnis- oder Befreiungsstatus kann wieder entzogen werden.

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

### Formulierungsvorschlag

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

#### § 19 Zulassung zur Börse

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

[...]

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

[...]

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

## 2.6 Freistellung von der Erlaubnispflicht für Market Maker und Hochfrequenzhandelsunternehmen aus Drittstaaten

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

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

Hochfrequenzhändler unterliegen an Börsen/Handelsplätzen denselben Zulassungsvorgaben und Handelsregeln wie Market Maker. Daher erscheint eine Erstreckung der Befreiung für Market Maker zugrundeliegenden Wertung auch auf Hochfrequenzhandelsunternehmen sachgerecht und sinnvoll, da sie ebenfalls der mittelbaren Aufsicht unterliegen. Zudem wirken die in unserem Vorschlag zu § 19 Absatz 4 und Absatz 12 BörsG vorgesehenen zusätzlichen Zulassungsvoraussetzungen und Mitwirkungspflichten für Drittstaatenunternehmen als aufsichtsrechtlicher Sicherungsmechanismus und gewährleisten, dass eine ausreichende Aufsicht auch bei einer Erlaubnisfreistellung für Drittland-Hochfrequenzhändler gewahrt ist.

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

### **Formulierungsvorschlag**

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

#### **§ 32 Erlaubnis**

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

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

#### **§ 91 Unternehmen mit Sitz in einem Drittstaat**

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

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

### **§ 15 Erlaubnis für das Erbringen von Wertpapierdienstleistungen und -nebendienstleistungen**

(5a) Ein Unternehmen mit Sitz in einem Drittstaat bedarf für das Betreiben des Eigenhandels im Sinne des § 2 Absatz 2 Nummer 10 Buchstaben a und d keiner schriftlichen Erlaubnis nach Absatz 1, wenn es den Eigenhandel als Mitglied einer Börse oder als Teilnehmer eines Handelsplatzes betreibt; dies gilt bis zu einer Entscheidung der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde über eine Eintragung des Unternehmens in das Register nach Artikel 48 der Verordnung (EU) Nr. 600/2014.

## **2.7 Änderungen der Delisting-Regelung – Entscheidung der Börsengeschäftsführung (§ 39 Absatz 2 BörsG)**

Durch die Änderung in § 39 Absatz 2 Satz 1 BörsG n.F. wird die Entscheidung der Börsengeschäftsführung über den Antrag des Emittenten, die Zulassung von Wertpapieren zum Handel im regulierten Markt zu widerrufen, zu einer gebundenen Entscheidung. Dadurch erhalten sowohl die Börse als auch die Emittenten mehr Rechtssicherheit. § 39 Absatz 2 Satz 2 Nr. 4 BörsG n.F. erweitert die Zulässigkeit eines Delisting-Antrags ohne Erwerbsangebot auf Fälle, in denen über das Vermögen des Emittenten ein Insolvenzverfahren eröffnet wurde. Die Regelung ist zu begrüßen, da insolventen Emittenten erfahrungsgemäß keine Mittel zur Durchführung eines Erwerbsangebotes zur Verfügung stehen und diese in der Vergangenheit daher an der Börse „gefangen“ waren.

Aus unserer Sicht ist es zudem geboten, die Zulässigkeit eines Delisting-Antrags ohne Erwerbsangebot auch auf solche Fälle auszuweiten, in denen die Aktien des Emittenten weiterhin an einem vergleichbaren Markt gehandelt werden, sie also weiterhin zugelassen sind „**zum Handel an einem Markt außerhalb der Europäischen Union und außerhalb der anderen Vertragsstaaten des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum, der mit einem organisierten Markt vergleichbar ist und an dem für einen Widerruf der Zulassung zum Handel an diesem Markt Nummer 1 entsprechende Voraussetzungen gelten.**“ § 39 Absatz 2 Nr. 2 BörsG n.F. sollte entsprechend um diesen Wortlaut erweitert werden.

## **2.8 Kündigung der Einbeziehung von Wertpapieren zum Handel am KMU-Wachstumsmarkt**

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

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

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

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

Wir schlagen deshalb vor, die entsprechende **Anwendbarkeit des § 39 Absatz 2 bis 6 BörsG n.F. auf diejenige Konstellation zu beschränken, die eine Missbrauchsgefahr birgt**. Diese Gefahr, die in der bewussten Umgehung der Regelungen des § 39 Absatz 2 bis 6 BörsG durch Emittenten zu sehen ist, kommt nur in Betracht im Falle eines Downlistings, wenn also der Emittent, dessen Wertpapiere nunmehr zum Handel in einen KMU-Wachstumsmarkt einbezogen sind, zuvor unter Nutzung der Ausnahmeregelung nach § 39 Absatz 2 Satz 2 Nr. 3 BörsG n.F. den Widerruf der Zulassung seiner Wertpapiere zum Handel im regulierten Markt erwirkt hat. Nur für den Fall, dass das Downlisting unter Nutzung der Ausnahmeregelung nach § 39 Absatz 2 Satz 2 Nr. 3 BörsG n.F. weniger als zwei Jahre vor der Kündigung der Einbeziehung der Wertpapiere in den Handel in einem KMU-Wachstumsmarkt liegt, sollte die Verpflichtung zur Abgabe eines Erwerbsangebots anwendbar sein. Daher schlagen wir vor, die Verpflichtung zur Abgabe eines Delisting-Erwerbsangebots nach §§ 48a Absatz 1b, 39 Absatz 2 Satz 2 Nr. 1 BörsG n.F. auf einen Zeitraum von zwei Jahren zu befristen. **Eine befristete Verpflichtung erscheint vor dem Hintergrund der Zweckrichtung der Vorschrift, des Umgehungsverbots und des Anlegerschutzes, möglich und verhältnismäßig**, denn die Anleger hätten in dieser zweijährigen Übergangsphase vor einer anschließend möglichen Kündigung aus dem KMU-Wachstumsmarkt ohne zwingendes Erwerbsangebot die Möglichkeit eine Desinvestitionsentscheidung im Wege der Veräußerung ihrer Wertpapiere über den Börsenhandel zu vollziehen, wenn sie das Risiko einer Kündigung der Einbeziehung der Wertpapiere in den Handel an einem KMU-

Wachstumsmarkt durch den Emittenten ohne verpflichtendes Erwerbsangebot nicht tragen wollen. Wir regen außerdem an in der Gesetzesbegründung klarzustellen, dass Kündigungen der Einbeziehung von Wertpapieren in den Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt, die vor Inkrafttreten des Gesetzes erklärt wurden, kein Erwerbsangebot erfordern, auch wenn die Kündigungen wegen zu beachtender Kündigungsfristen erst nach Eintritt der Gesetzesänderung wirksam werden sollten. In Anbetracht der geplanten kurzfristigen Umsetzung der Gesetzesänderung ist es Emittenten nicht möglich kurzfristig Delisting-Erwerbsangebote durchzuführen.

## 2.9 Hauptversammlungsbeschluss über den Antrag zum Delisting

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

## 2.10 Aufhebung der CCP-Meldepflichten nach dem WpHG

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

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

aufwändig getestet werden. Bei bedeutenden Änderungen der Regulierung kommt zusätzlicher Projektaufwand hinzu.

Demgegenüber ist der Zusatznutzen der CCP-Daten für die Aufsicht gering:

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

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

**In der Gesamtbetrachtung stellt § 22 Absatz 3 WpHG einen Standortnachteil für inländische deutsche CCPs gegenüber anderen europäischen und außereuropäischen CCPs dar, der angesichts des begrenzten Nutzens für aufsichtliche Zwecke nicht gerechtfertigt und hinsichtlich des damit verbundenen Aufwands unverhältnismäßig erscheint. Wir plädieren daher dafür, die Regelung ersatzlos zu streichen.**

### 3. Redaktionelle Anmerkungen & Klarstellungen

#### 1. § 48 Absatz 2 Satz 2 Nr. 4 und Nr. 8 BörsZulV – Streichung als Folgeänderung zur Streichung von § 3 BörsZulV

Wir begrüßen ausdrücklich, dass für die Zulassung von Aktien zukünftig keine Mindestdauer des Bestehens des Emittenten von drei Jahren gegeben sein muss und keine Jahresabschlüsse aus den drei vorangegangenen Geschäftsjahren offenlegen sein müssen. Als Folge der Streichung des § 3 BörsZulV müsste jedoch auch § 48 Absatz 2 Satz 2 Nr. 4 und 8 BörsZulV gestrichen werden.

## 2. § 9 Absatz 1 Satz 2 BörsZulV n.F. – Streuung der Aktien im Zeitpunkt der Zulassung

Wir unterstützen explizit die neue Regelvorgabe zum Streubesitz bei Erstzulassung, regen jedoch eine Ergänzung des Wortlauts in § 9 Absatz 1 Satz 2 BörsZulV n.F. zur Klarstellung an, wonach sich die Prüfung des Mindeststreubesitzes nach Satz 1 auf alle ausgegebenen **und zugelassenen** Aktien **derselben Gattung** bezieht, wenn Aktien derselben Gattung bereits zum Handel zugelassen sind.

## 3. § 3 Absatz 10a BörsG – Legaldefinition Auslagerungsunternehmen

Wir begrüßen die im Regierungsentwurf neu eingeführte Legaldefinition von Auslagerungsunternehmen, die in Bezug auf die neuen Prüfrechte der Börsenaufsicht (§ 3 Absatz 4 Satz 1 BörsG n.F.) und Auslagerungssachverhalte (§ 5 Absatz 3 BörsG n.F.) mehr Rechtssicherheit schafft.

Die Aussage in der Begründung: „Mit der Änderung wird klargestellt, dass auch Weiterverlagerungen an Subunternehmen Auslagerungen sind“ kann jedoch zu Fehlinterpretationen führen. Sie widerspricht der Legaldefinition, die zwischen Auslagerungen und Weiterverlagerungen unterscheidet. Weiterverlagerungen unterliegen auch im Bankensektor dezidierten Anforderungen und sind nicht mit Auslagerungen gleichzusetzen. Wir regen an, dies im weiteren Verlauf des Gesetzgebungsverfahrens zu korrigieren.

## 4. § 7 Absatz 5 Satz 7 BörsG n.F. – Ergänzung des Wortlauts zur Klarstellung

Um Rechtssicherheit zu gewährleisten und zur Vermeidung einer überobligatorischen Unterrichtungspflicht mit der Gefahr einer erhöhten Anzahl von Mitteilungen von geringer Relevanz zu tätigen, sollte Satz 7 mit dem Wortlaut „Für den Handel mit Energiegroßhandelsprodukten im Sinne der Verordnung (EU) Nr. 1227/2011 gelten die Sätze 4 und 5 in Bezug auf die Agentur für die Zusammenarbeit der Energieregulierungsbehörden, [...]“ beginnen.

## 5. § 17 Absatz 3 Satz 2 BörsG – Ergänzung des Wortlauts zur Klarstellung

Gemäß § 17 Absatz 3 kann der Börsenträger separate Entgelte für Dienstleistungen verlangen, welche er im Rahmen des Börsenbetriebs für Handelsteilnehmer oder Dritte erbringt. Eine klarstellende Anpassung des Satz 2, wonach der Börsenträger für Dienstleistungen im Rahmen des Börsenbetriebs, die er „für Handelsteilnehmer, **Emittenten von Wertpapieren, die im regulierten Markt der Börse gehandelt werden, oder sonstige Dritte**“ erbringt, separate Entgelte verlangen kann, würde der Rechtssicherheit dienen. Der Begriff „Dritte“ bezog sich seither auf alle Personen, die nicht Börse beziehungsweise Börsenträger einerseits oder Handelsteilnehmer andererseits sind und umfasste auch Emittenten. Auch diese können Empfänger von Dienstleistungen des Börsenträgers „im Rahmen des Börsenbetriebs“ sein.

## 6. Wegfall der Erlaubnispflicht für den Handel über direkten elektronischen Zugang

Im Rahmen des MiFID II Review wurde die bisherige Erlaubnispflicht für Personen gestrichen, die auf eigene Rechnung an einem Handelsplatz mittels direkten elektronischen Zugangs (DEA) handeln – sofern sie keine weiteren Wertpapierdienstleistungen erbringen. Die Erlaubnispflicht für den Handel über direkten elektronischen Zugang wurde durch Artikel 1 Nummer 2 der

Richtlinie (EU) 2024/790 zur Änderung der Richtlinie 2014/65/EU (MiFID II) aufgehoben. Diese Änderung hätte bis spätestens 29. September 2025 in nationales Recht umgesetzt werden müssen. Wir regen daher an, die entsprechenden Änderungen in § 32 Absatz 1a Satz 2 KWG und § 15 Absatz 4 und Absatz 5 WpIG vorzunehmen.

## **7. Rechtsunsicherheit bei Begebung von elektronischen Wertpapieren**

Im Zusammenhang mit der Begebung von elektronischen Wertpapieren besteht derzeit Rechtsunsicherheit, ob Wertpapiere nach ausländischem Recht (deren Wertpapierrechtsstatut ausländischem Recht unterliegt) als elektronische Wertpapiere über das zentrale Register nach dem eWpG begeben werden können. Unter anderem wird in der Literatur die Ansicht vertreten, das eWpG ermögliche nur die Begebung deutsch-rechtlicher Wertpapiere in elektronischer Form. Eine solche Auslegung kann unseres Erachtens gesetzgeberisch nicht gewollt sein. Daher bitten wir um eine gesetzgeberische Klarstellung, dass auch elektronische Wertpapiere nach ausländischem Recht über ein elektronisches Wertpapierregister nach dem eWpG begeben werden können. Dies würde die Begebung von elektronischen Wertpapieren bei grenzüberschreitenden Sachverhalten verbessern, dem Recht des Emittenten nach Artikel 49 Absatz 1 CSDR dienen und zukünftig den deutschen Standort sowohl für die Begebung und anschließende Verwahrung ausländischer (insbesondere europäischer) elektronischer Wertpapiere attraktiver machen.