

Bundesverband der Wertpapierfirmen e.V.
Am Sandtorkai 44, 20457 Hamburg

Bundesministerium der Finanzen
Bundesministerium der Justiz

Per Mail: ZuFinG@bmf.bund.de
IIA7@bmj.bund.de

Ihr Zeichen
VII B 1 – WK 2000/22/10001 :009

Ihre Nachricht vom
12.04.2023

Ort_Datum
Hamburg, 10.05.2023

Entwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz – ZuFinG)

Sehr geehrte Damen und Herren,

für die Möglichkeit, eine Stellungnahme zum Referentenentwurf des Zukunftsfinanzierungsgesetzes (ZuFinG) abzugeben, danken wir Ihnen verbindlich und nehmen hierzu wie folgt Stellung:

1. Zuvorderst möchten wir darauf hinweisen, dass das vorliegende nationale Gesetzesvorhaben unbedingt „kompatibel“ zu den zu erwartenden Regelungen des EU-Listing-Acts ausgestaltet werden sollte. Insbesondere in den Bereichen, die materiell Gegenstand beider Gesetzeswerke sind – namentlich zu nennen ist hier die gesellschaftsrechtliche Möglichkeit der Verwendung von Mehrstimmrechtsaktien im Hinblick auf einen Börsengang – sollte unbedingt vermieden werden, dass es zu Redundanzen und kurzfristigen Ergänzungen/Änderungen einer dann bereits bestehenden Rechtslage kommt. Entsprechend absehbare Vorschriften des Listing Acts, der voraussichtlich später als das ZuFinG in Kraft treten bzw. anwendbar sein dürfte, sollten mithin im weiteren Verlauf des hiesigen Gesetzgebungsverfahrens „ins Kalkül gezogen“ werden.
2. Ähnliches gilt für die Abgrenzung des Anwendungsbereiches des ZuFinG zum Legislativakt „Markets in Crypto Assets (MiCA)“: auch hier sollten Redundanzen möglichst vermieden werden. Andererseits ist es zu begrüßen, dass bereits mit dem ZuFinG im Falle der Insolvenz von Kryptoverwahrern verwahrte Kryptowerte dem Zugriff der allgemeinen Gläubiger des Kryptoverwahrers entzogen werden sollen; dies stellt in der Tat einen Beitrag zur Stärkung der Rechtssicherheit dar.

Bundesverband der Wertpapierfirmen e.V.

Sitz des Verbandes
Kurfürstendamm 151
10709 Berlin

Postanschrift & Geschäftsstelle
Unterlindau 29
60323 Frankfurt/Main

Tel.: +49 (0) 69 92 10 16 91
Fax: +49 (0) 69 92 10 16 92
mail@bwf-verband.de
www.bwf-verband.de

Vorstand
Dr. Annette Kliffmüller-Frank
(Vorsitzende)
Dirk Freitag
Holger Gröber
Kai Jordan
Torsten Klanten
Dragan Radanovic
Dirk Schneider
Tanja Zander

Geschäftsführer
Michael H. Sterzenbach
m.sterzenbach@bwf-verband.de

Justiziar
Dr. Hans Mewes
Am Sandtorkai 44, 20457 Hamburg
Tel.: +49 (0) 40 36 80 5 - 132
Fax: +49 (0) 40 36 80 5 - 333
h.mewes@bwf-verband.de

Bankverbindung
Deutsche Bank AG
IBAN DE08 5007 0024 0018 3210 00
BC DEUTDE33

3. Ebenfalls sollte sehr genau geschaut werden, welche entsprechenden Maßnahmen zur Belebung des Kapitalmarktgeschehens aktuell im Vereinigten Königreich diskutiert werden (vgl. Börsen-Zeitung vom 03.05.2023: „Londons Aufsicht will Börsenregeln vereinfachen“). Soweit hier „sachgerechte Instrumente“ Gegenstand der Diskussion sind, wäre zu erwägen, den materiellen Anwendungsbe-
reich des ZuFinG im weiteren Gesetzgebungsverfahren auch noch um weitere stimulierende Maßnahmen zu erweitern. Klar ist andererseits, dass ein Arbitragewettbewerb bzw. ein „race to the bottom“ der verschiedenen Jurisdiktionen vermieden werden sollte und der qualitativ hohe Standard des hiesigen Börsenrechts erhalten bleiben muss.
4. Was die bereits genannten Mehrstimmrechtsaktien (sog. dual class shares) betrifft, die seitens des hiesigen Gesetzgebers Ende der 90er-Jahre abgeschafft worden sind und nun für die Gattung der Namensaktien wieder „aufleben“ sollen, dürfte wegen der Durchbrechung des aktienrechtlichen Grundsatzes „one share – one vote“ im weiteren Gesetzgebungsverfahren eine recht kontroverse Diskussion zu erwarten sein; Gleiches gilt für die Frage, ob die im Gesetzentwurf insoweit vorgesehenen „Safe Guards“ ausreichend sind. Außerdem sind hinsichtlich der Einbeziehung von Mehrstimmrechtsaktien die Gepflogenheiten zu berücksichtigen, die im Rahmen eines Börsenganges insbesondere im Wege sog. Übernahmmissionen durch zwischengeschaltete Kredit- oder Wertpapierinstitute bestehen; in diesem Zusammenhang sollte ein Erlöschen bestehender Mehrstimmrechte ausgeschlossen sein. Aus unserer Sicht ist es auch durchaus nicht abwegig, dass die Einführung von Mehrstimmrechtsaktien zu einer Belebung des hiesigen IPO-Marktes – insbesondere im Bereich von Start-Ups und Wachstumsunternehmen – führt. Letztlich werden „der Markt und das Investorengeschehen“ darüber befinden, inwieweit solche Mehrstimmrechtsaktien künftig angenommen werden und ob es zu einer Stimulierung des Börsengeschehens kommt (vgl. hierzu die zutreffenden Ausführungen zur „Marktkontrolle“ im Begründungsteil des vorliegenden Gesetzentwurfs). Daher unterstützen wir das entsprechende Vorhaben des Gesetzgebers.
5. Gleiches gilt für die Einführung hiesiger „SPACs“ bzw. Börsenmantelaktiengesellschaften als „Vehikel“, insbesondere Wachstumsunternehmen und Start-Ups in einem zeitlich gestreckten Verfahren an die Börse zu bringen. Auch die im Gesetzentwurf hierzu vorgesehenen „Safe Guards“ (namentlich die Sunset-Clause sowie das Erfordernis qualifizierter Mehrheiten bei gewichtigen Beschlüssen bzw. Weichenstellungen) erscheinen sachgerecht und ausgewogen. – Die bisher lediglich für Aktiengesellschaften vorgesehene Rege-

lung sollte u.E. im weiteren Gesetzgebungsverfahren auch noch auf Europäische Aktiengesellschaften (sog. SEs) erweitert werden. Zudem wäre zu erwägen, den Kreis der im Rahmen der Einlagenverpflichtung und hinsichtlich der Verpflichtung zur Zahlung eines Aufgelds für geleistete Zahlungen als geeignete Treuhänder vorgesehenen Personen auch auf Wirtschaftsprüfer zu erweitern. Überdies dürfte es sich empfehlen, eine im vorliegenden Gesetzentwurf bislang noch fehlende Legaldefinition des Begriffs der „Zielgesellschaft“ in den Katalog der Begriffsbestimmungen des § 44 BörsG mit aufzunehmen. Zielführend dürften außerdem die Hinweise sein, die im Rahmen der Anhörung zum vorliegenden Gesetzentwurf im Hinblick auf die Berücksichtigung von Holdingstrukturen erteilt worden sind.

6. Ebenfalls gut zu heißen sind die geplanten gesellschaftsrechtlichen Regelungen zur Einführung von Erleichterungen im Rahmen anstehender Kapitalerhöhungen unter vereinfachtem Ausschluss des Bezugsrechts. Im Rahmen der Anhebung der Grenzen des Kapitals bei Unternehmenszusammenschlüssen sollte allerdings auf eine Differenzierung von bedingtem und genehmigtem Kapital verzichtet und die geplanten Maßnahmen auf diese beiden Fälle der aktienrechtlich vorgesehenen Eigenkapitalbeschaffungsmaßnahmen angewandt werden. – Auch dieses Vorhaben nebst der Implementierung eines ausgewogenen Anfechtungs- und Beschlussmängelrechts dürfe dem börs-lichen Kapitalmarktgeschehen zu Gute kommen.
7. Was die Ausweitung des Anwendungsbereiches des Gesetzes zur Einführung elektronischer Wertpapiere (eWpG) auf Aktien betrifft, ist auch dieses Vorhaben zweifelsohne zu begrüßen. Die ausschließliche Verwendung von Wertpapierregistern für Inhaberaktien als sog. Zentralregisterwertpapiere – im Gegensatz zur fakultativen Verwendung von Wertpapier- und Kryptoverwahrregistern bei Namensaktien als sog. Zentralregisterwertpapiere oder Kryptowertpapiere – sollte allerdings nur dann vorgesehen werden, wenn dies aus übergeordneten Interessen unbedingt geboten erscheint. Ob *geldwäschrechtliche* Erwägungen tatsächlich einen solchen Schritt erfordern, sollte u.E. eingehender untersucht werden; wirklich belastbare Untersuchungsergebnisse vermag man hier bislang nicht zu erkennen.
8. Für verfehlt halten wir hingegen die geplante AGB-Bereichsausnahme gemäß § 310 Abs. 1a i.V.m. §§ 307 und 308 Nr. 1a und 1b BGB für die Verwendung von Allgemeinen Geschäftsbedingungen in Verträgen zwischen „Finanzdienstleistern“ (hier als Oberbegriff für Kreditinstitute, Finanzdienstleistungsinstitute, Wertpapierdienst-

leistungsunternehmen und Wertpapierinstitute) über erlaubnispflichtige „Finanzdienstleitungen“ (hier als Oberbegriff für Bankgeschäfte und Finanzdienstleistungen i.S.d. KWG, Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen i.S.d. WpIG und WpHG). Da hier mit der Regelung des § 307 BGB („Inhaltskontrolle“) zudem eine der zentralen Vorschriften des hiesigen AGB-Regimes mehr oder weniger „ausgehebelt“ würde, trifft es – anders als von den federführenden Ministerien im Begründungsteil des Gesetzesentwurfs bekundet – auch nicht zu, dass es sich hier lediglich um eine „eng begrenzte Ausnahme von der AGB-Kontrolle“ handle. Vielmehr bietet der „Auffangtatbestand“ des § 307 BGB Schutz vor Vertragsklauseln, die zu unangemessenen Benachteiligungen entgegen den Geboten von Treu und Glauben führen; etwa wenn solche Klauseln mit wesentlichen Grundgedanken der ansonsten geltenden gesetzlichen Regelung nicht im Einklang stehen. Derjenige, der mit seinen Vertragsklauseln in unangemessener Weise eigene Interessen auf Kosten des Vertragspartners durchsetzen will, wird nach § 307 BGB daran gehindert, und entsprechende Klauseln sind daher unwirksam.

Da das Recht der Allgemeinen Geschäftsbedingungen nicht nur für private Verbraucher, sondern in eingeschränktem Umfang auch im Verhältnis von Unternehmen untereinander gilt, sehen wir vorliegend bei Anwendung der geplanten Bereichsausnahme die Gefahr, dass die in Rede stehenden Vertragswerke von Finanzdienstleistern künftig unter Verwendung einer entsprechenden „Marktmacht größerer Unternehmen“ einseitig zu Lasten kleinerer Marktteilnehmer ausgestaltet werden (könnten). Und faktisch wären solche Verträge dann auch noch einer entsprechenden aufsichtsrechtlichen Überprüfung entzogen, denn der „kleineren Partei“ bleibt hier vielfach nichts übrig als sich den Vertragsklauseln der „größeren Partei“ zu unterwerfen bzw. diese „klaglos“ zu akzeptieren. Der nach hiesigem AGB-Recht sachgerechte „Schutzschirm“ des § 307 BGB würde mit Implementierung der beabsichtigten Bereichsausnahme entfallen. Dies wäre gangbarer Weg für ein Marktumfeld, in dem sich die Vertragspartner vorwiegend „auf Augenhöhe“ begegnen und ein einseitiges „Klauseldiktat“ nicht zu erwarten ist. Dies gilt wegen der Heterogenität der im Wertpapierhandel und im Börsengeschäft tätigen Marktakteure jedoch gerade nicht (sic!). Im Übrigen agieren hier auch nicht nur „reine“ Wertpapierhandelsunternehmen, sondern auch mit entsprechenden Erlaubnissen ausgestattete Börsenplätze, an denen wiederum zahlreiche Handelsteilnehmer zugelassen sind und deren Aufsicht unterliegen. Auch erhalten typische börsliche Finanzdienstleister vielfach Aufträge in erheblichem Umfang von der „institutionellen Kundschaft“ (namentlich Großbanken, institutionelle Anleger und Kapitalanlage-

bzw. Fondsgesellschaften) – auch insoweit ist nur allzu ersichtlich, welche Partei hier „das Sagen“ hat.

Mithin sollten rechtssichere Standards auch weiterhin nicht von der wirtschaftlichen stärkeren Partei gesetzt werden, sondern bestenfalls von einer objektiven (staatlichen) Institution, die im Interesse beider Parteien konsensuale bzw. kräfteausgleichende Rahmenbedingungen definiert. Insoweit ist auch der Rückgriff auf die von der BaFin veröffentlichten Musterverträge auch nicht unzumutbar, sondern dient zumindest im Ansatz der Schaffung fairer Verhandlungsbedingungen. Mit Einführung der geplanten Bereichsausnahme würde hingegen wirtschaftlich stärkeren Parteien „Tür und Tor“ für das Diktieren von Klauseln (teilweise auch aus anderen Jurisdiktionen stammend) eröffnet, die dann von den „schwächeren“ Vertragsparteien akzeptiert werden müssen, da anderenfalls Projekte und für den Geschäftsbetrieb erforderliche Kooperationen scheitern. – Weitere zwangsläufige Folge der Bereichsausnahme wäre, dass die „vertragsempfangende“ Partei faktisch dazu gezwungen würde, die gestellten Klauseln akribisch nach möglicherweise unwirksamen Regelungen zu untersuchen und rechtlich beurteilen zu lassen. Den damit einhergehenden erhöhten Aufwand für die vertragsempfangende Partei hat auch der Gesetzgeber erkannt (und offensichtlich in Kauf genommen) indem es in der Gesetzesbegründung auf Seite 63 heißt: „Für die betroffenen Unternehmer, denen die AGB gestellt werden, wird sich der Erfüllungsaufwand bei vielen Vertragsschlüssen erhöhen. Sie müssen die AGB ihres Vertragspartners sorgfältiger prüfen, weil sie sich nicht mehr darauf verlassen können, dass Klauseln, die sie unangemessen benachteiligen, unwirksam sind.“ Ein solcher Mechanismus im Verhältnis von Vertragsparteien, die – wie es im Wertpapierhandel vielfach der Fall ist – nicht „auf Augenhöhe“ miteinander verhandeln, erscheint überaus unangemessen und würde bei Normierung der geplanten Bereichsausnahme höchst unliebsamen Entwicklungen das Feld ebnen.

Insoweit wird bei Anwendung der geplanten Bereichsausnahme aus Sicht der vertragsempfangenden Partei die Rechtsunsicherheit auch immanent erhöht, weil diese sich gerade nicht mehr darauf verlassen werden kann, dass offensichtlich unwirksame Klauseln im Streitfall gerichtlich „gekippt“ würden (und daher von der vertragsstellenden Partei gar nicht erst verwendet werden). Einzuschätzen bzw. zu monitoren, welche Klauseln einer AGB-Inhaltskontrolle standhalten oder nicht, ist zudem für die vertragsstellende Partei auch keine unzumutbare Bürde und sorgt mit Blick auf die umfangreiche AGB-Kasuistik auch nicht für eine unangemessene Rechtsunsicherheit.

Im Übrigen erschließt sich weder aus dem Regierungsentwurf noch dem Anschreiben der Ministerien an die Verbände eine Notwendigkeit bzw. nähere Begründung für die Implementierung der geplanten Bereichsausnahme. Zwar findet sich hier im Anschreiben der Ministerien der Hinweis auf eine „Erhöhung der Rechtssicherheit“ – worin diese liegen soll, wenn doch gesetzliche Schutzstandards des AGB-Regimes in veritablem Umfang „abgebaut“ werden, erschließt sich uns nicht. Und auch die geplante Einschränkung, dass die Bereichsausnahme bei „KMU-Finanzdienstleistern“ nur in Bezug auf Geschäfte gelten soll, für die eine aufsichtsrechtliche Erlaubnis vorliegt, ist bei „ungleichgewichtigen“ Vertragspartnern wenig hilfreich und birgt hinsichtlich der Frage, wann man es mit derartigen „KMUs“ zu tun hat, erheblich mehr *Rechtsunsicherheit*. Nichts anderes gilt für den „nebulösen“ ministeriellen Hinweis, dass das die in Rede stehende Bereichsausnahme „darauf abzielt, die Finanzierungsmöglichkeiten der Unternehmen am Finanzmarkt allgemein zu verbessern“ – was das eine mit dem anderen zu tun hat, wird hingegen nicht näher erläutert und erschließt sich dem Rechtsanwender auch.

Vor dem Hintergrund der vorstehenden Ausführungen halten wir es daher für das Zweckmäßigste, von der geplanten Bereichsausnahme abzusehen.

Für Rücksprachen und jedwede Abstimmung in dieser Sache stehen wir jederzeit gerne zur Verfügung.

Gegen eine Veröffentlichung unserer Stellungnahme bestehen keine Einwände.

Mit freundlichen Grüßen

Dr. Hans Mewes
Justiziar