

Finanzstandort Deutschland jetzt stärken – Initiative für mehr Innovation, Wettbewerb und Stabilität

- FÜNF HANDLUNGSFELDER IM DEUTSCHEN UND EUROPÄISCHEN RECHT -

HANDLUNGSFELD 1:

FINANZSTABILITÄT SICHERN UND CLEARING-STANDORT FRANKFURT AUSBAUEN

- **MAßNAHMEN: SCHNELL FÜR EU-VORGABE EINES „SIGNIFICANTLY ACTIVE SECOND CLEARING ACCOUNT“ UND STÄRKUNG DES EURO-CLEARINGS IN DER EU SORGEN**

Wo stehen wir?

Das Clearing von Zinsderivaten über zentrale Gegenparteien (CCPs) ist einer der systemrelevantesten Knotenpunkte der globalen Finanzarchitektur. Als Lehre aus der letzten Finanzkrise schuf man CCPs zur Vermeidung von Dominoeffekten und zur Erhöhung der Markttransparenz.

Infolge des Brexits schieden die in London ansässigen CCPs aus der EU aus. Beim Clearinghaus der Londoner Börse, der LCH, wurden – und werden noch immer – insbesondere die ganz überwiegenden Anteile von Euro-Zinsderivaten gecleart. Bei der LCH und einem weiteren Londoner CCP handelt es sich daher, auch aus Sicht der EU, um systemrelevante Clearinghäuser (sog. Tier-2-CCPs). Dennoch hat die EU-Kommission die zum 30. Juni 2022 auslaufenden Gleichwertigkeitsbeschlüsse für britische CCPs erneut verlängert – nunmehr bis zum 30. Juni 2025.

Dabei hat sich bis dato gezeigt: Bereits die erste befristete Anerkennung der UK-CCPs hatte die bis dahin von Marktteilnehmern veranlassten, ersten vorsichtigen Verlagerungen von Clearingvolumina an das Frankfurter Clearinghaus Eurex, wieder abebben lassen. Zwar verfügen dem Vernehmen nach die ganz überwiegende Zahl der Marktakteure mittlerweile über einen Zugang zur Eurex. Jedoch steuern die Global Player Banken, die den Risikotransfer zu den Risikonehmern für Derivatepositionen (sog. Buy-Side) herstellen, mangels regulatorischem Druck die Derivate weiterhin an die Londoner Clearinghäuser – und dies trotz des Partnerschaftsprogramms der Eurex, das das Clearing beim CCP in Frankfurt attraktiver machen soll.

Wie geht's weiter?

Mit der erneuten Verlängerung der Anerkennung der Londoner CCPs bleibt es zunächst bei der hohen Abhängigkeit des Finanzsystems in der EU von Marktinfrastrukturen in UK, einem Drittstaat. Diese Fortschreibung des extraterritorialen Euro-Clearings bedeutet erheblichste Finanzstabilitätsrisiken, insbesondere in Krisensituationen. Hier kann es dazu kommen, dass die EU gezwungen ist, enorme Euro-Liquidität in die Londoner CCPs einzuschießen – ohne aber über Instrumente zu verfügen, die eine Mitbestimmung bei der Krisenbewältigung gewährleisten würden. Die EZB sah diese Risiken sogar noch während der EU-Mitgliedschaft Großbritanniens als derart massiv

an, dass sie versuchte, das Clearing aus UK zwangsweise in den Euroraum zu verlagern. Sie scheiterte mangels entsprechender Kompetenzgrundlage vor dem EuGH.

Warum dennoch die erneute Verlängerung?

Da die EU-Kreditinstitute noch immer mit enorm hohen Volumina, insbesondere langfristiger Derivate, in den UK-CCPs gebunden sind, würde eine erzwungene Kompletterverlagerung Friktionen hervorrufen, die ihrerseits Finanzstabilitätsrisiken bergen. Insofern ist die aktuelle Äquivalenzentscheidung der EU-Kommission nachvollziehbar.

Auch die EU-Kommission sieht diese Ambivalenz ihrer Entscheidung. Sie plant daher Maßnahmen, die die übermäßige Abhängigkeit von systemrelevanten Drittland-CCPs verringern und die Attraktivität von CCPs aus der EU erhöhen sollen. Aktuell wertet sie im Rahmen einer Konsultation hierzu eingeholte Stellungnahmen aus.

Was sollte deutsche Politik tun?

Diese Bestrebungen der EU-Kommission sollten durch die Bundesregierung mit aller Kraft unterstützt werden. Hierbei kommt es auf Schnelligkeit an. Mit zügigen Maßnahmen könnten gleichzeitig drei positive Entwicklungen erreicht werden:

- Erstens: Die Abhängigkeit der EU von Drittstaaten-CCPs und damit die massiven Finanzstabilitätsrisiken könnten zügig gesenkt werden.
- Zweitens: Schnelle Maßnahmen fördern die Auflösung der aktuellen monopolartigen Strukturen und so einen angemessenen Wettbewerb zwischen CCPs.
 - o Schnelle Umsetzungsschritte erfordern von Marktteilnehmern die Nutzung bestehender Zugänge und Infrastrukturen. Beides ist insbesondere bei der Eurex vorhanden.
 - o Bei zeitlichem Verzug hingegen droht eine Verlagerung des Geschäfts an zwischenzeitlich aufgebaute EU-Strukturen von Drittstaaten-CCPs.
- Drittens: Durch die somit erfolgende Stärkung des Clearingstandortes Frankfurt wird Deutschlands wichtigster Finanzplatz insgesamt gefördert. Denn: Das Euro-Clearing wirkt als „Magnet“-Geschäft für weitere Geschäftsfelder.

Konkret bietet es sich an, von denjenigen Marktakteuren, die ihre Clearingpflichten über systemrelevante Drittstaaten-CCPs nachkommen, zu verlangen, parallel einen Zugang zu einem EU-CCP vorzuhalten und diesen auch in erheblichem Umfang zu betreiben („Significantly Active Second Clearing Account“). Grundlage hierfür könnte eine zügig abzustimmende und umzusetzende Guideline bzw. Empfehlung der EU-Aufsichtsagenturen (insbesondere ESMA und EBA) sein. Alternativ kommt eine Gesetzgebungsverfahren auf Level 1 als „Quick-fix“ in Betracht, verbunden mit dem Auftrag an die EU-Kommission, die Entwicklung auf EU-Ebene gezielt zu monitorieren.

Wie dann dieser „erhebliche Umfang“ der Nutzung des EU-Accounts zu bestimmen ist, sollte – unter Zugrundelegung allgemein definierter Kriterien – individuell zwischen dem jeweiligen clearingpflichtigen Akteur (d.h. insbesondere Banken) und dem jeweiligen Aufseher und als sukzessiver Prozess für die Phase bis zum Auslaufen der befristeten Anerkennung der UK-CCPs festgelegt werden. Ein derartiger „Active Account“ findet Zustimmung auch aus der Finanzstabilitätsperspektive des European

Systemic Risk Board (ESRB) und wird auch auf Seiten der Clearingpflichtigen als angemessene Maßnahme unterstützt.

➤ **ANLIEGEN AN DIE BUNDESREGIERUNG**

Die Bundesregierung sollte sich mit aktiven Beiträgen bei der EU-Kommission und den EU-Aufsichtsbehörden (insbes. ESMA und EBA) für rechtliche Rahmenbedingungen einsetzen, die ein Euro-Clearing in der EU stärken.

Eine schnelle Vorgabe für einen „Significantly Active Second Clearing Account“ ist ein zielführender konsensfähiger Ansatz, den die Bundesregierung über alle zur Verfügung stehende Kanäle auf EU-Ebene unterstützen sollte.

HANDLUNGSFELD 2:

WETTBEWERBSCHANCEN FÜR DEUTSCHE INSTITUTE IM BANKENBINNENMARKT ERHÖHEN

➤ **MAßNAHME: LEVEL-PLAYING-FIELD BEI DER DEUTSCHEN UMSATZBESTEUERUNG VON KONSORTIALFÜHRUNGSLEISTUNGEN SCHAFFEN**

Banken sind in Europa die tragende Finanzierungssäule. Dies gilt insbesondere für Deutschland mit seiner mittelständisch geprägten Wirtschaft.

Mit dem Mittel des Konsortialkredits, also der gemeinsamen Kreditvergabe durch mehrere Institute, gelingt es den beteiligten Banken, ihre Risiken zu diversifizieren und größere Darlehensvolumina darzustellen – zur Finanzierung der nachhaltigen und digitalen Transformation also ein wichtiges Instrument.

In diesem Geschäftsfeld können deutsche Institute das Potenzial des EU-Bankenbinnenmarkts derzeit nicht voll ausschöpfen. Ursache: Die Behandlung von Verwaltungsleistungen des Konsortialführers im deutschen Umsatzsteuerrecht. Diese vom Kreditnehmer vergüteten Verwaltungsleistungen des Konsortialführers werden (unter Heranziehung einer BFH-Rechtsprechung zur offenen Mitversicherung) als umsatzsteuerpflichtige sonstige Leistungen gegenüber den beteiligten inländischen Banken im Konsortium qualifiziert und daher mit deutscher Umsatzsteuer belastet.

Folge: Deutschen Banken, die sich in einem Konsortium beteiligen, wird eine umsatzsteuerliche Definitivbelastung in Höhe von 19 % des Verwaltungsentgelts aufgebürdet – und zwar gleichgültig, ob der Konsortialführer im Inland oder im EU-Ausland sitzt.

Eine Auswertung für 14 europäische Staaten zeigt schlüssig auf, dass Deutschland mit dieser rechtlichen Behandlung isoliert ist. Eine vergleichbare Umsatzsteuerbelastung ist nach dieser Auswertung in vielen EU-Mitgliedstaaten und auch außerhalb der EU nicht anzutreffen. Zudem geht auch die EU-Kommission von einer Umsatzsteuerbefreiung aus.

Die deutsche umsatzsteuerliche Handhabung führt zu zusätzlichen Kostenbelastungen deutscher Kreditgeber und schwächt sie so als Kreditpartner bei der Finanzierung großer Investitionen im In- und Ausland durch kooperierende Banken. Denn in einem europäischen Finanzierungsumfeld

- können deutsche Kreditinstitute diese Steuerbelastung nicht an den Kreditnehmer weitergeben, so dass die Umsatzbesteuerung den Ertrag der deutschen Kreditinstitute belastet oder
- es werden zulasten des Finanzplatzes Deutschland Konsortialführungsleistungen an ein deutsches Kreditinstitut gänzlich vermieden und so einheimischen Banken gar nicht erst die Beteiligung an einem Konsortium angeboten.

Die deutsche Kreditwirtschaft erleidet somit einen Wettbewerbsnachteil gegenüber Banken aus anderen Staaten.

➤ **ANLIEGEN AN DIE BUNDESREGIERUNG:**

In Übereinstimmung mit dem Verständnis der EU-Kommission und den anderen EU-Mitgliedstaaten zur maßgeblichen Regelung in der Mehrwertsteuersystemrichtlinie (Art. 135 Absatz 1 lit. b und c) sollte daher das deutsche Umsatzsteuergesetz an das Unionsrecht angeglichen werden.

Konsortialführungsleistungen sollten zur Herstellung eines Level-Playing-Fields auf dem EU-Bankenbinnenmarkt von der Umsatzsteuer befreit werden. Hierzu sind explizite Befreiungstatbestände in § 4 Nr. 8 Buchstaben a und g Umsatzsteuergesetz aufzunehmen. Auf Fachebene hat das HMdF bereits konkrete Vorarbeiten für eine solche Gesetzesänderung aufgenommen. Diese Überlegungen sollen in Kürze den Umsatzsteuerreferatsleiterinnen und -referatsleitern des BMF und der Länder vorgestellt werden.

HANDLUNGSFELD 3: DIE ÜBERARBEITUNG DES EU-WERTPAPIERREGIMES NUTZEN, UM FAIREN WETTBEWERB ZU ERMÖGLICHEN

➤ **MAßNAHME: RAHMENBEDINGUNGEN FÜR ALLE EU-HANDELS- UND AUSFÜHRUNGSPLÄTZE ANGLEICHEN**

Analyse und Vorschläge der EU-Kommission:

Die EU-Kommission hat in den Untersuchungen zum MiFIR-Review festgestellt, dass die EU-Wertpapiermärkte sehr stark fragmentiert sind (mittlerweile über 400 EU-Handels- und Ausführungsplätze) und es an Transparenz mangelt. Dies hat nach Einschätzung der Kommission negative Auswirkungen auf das reibungslose Funktionieren der EU-Kapitalmärkte, insbesondere:

- leide der Kursbildungsprozess darunter,
- seien konsolidierte Handelsdaten nur schwer und kostenintensiv zugänglich.

Um dem zu begegnen, schlägt die Kommission insbesondere zwei Anpassungen vor:

- a) Wesentliches Instrument: Obligatorisches „consolidated tape“ (CT, konsolidierter Datenticker), das von einem zentralen „Consolidated Tape Provider“ (CTP) zur Verfügung gestellt wird;
- b) Überarbeitung der Transparenzvorgaben für Handels- und Ausführungsplätze.

Diese Vorschläge beseitigen Symptome, gehen die Ursache des Status quo aber nicht konsequent an:

Diese Änderungen schlagen zwar die richtige Richtung ein, verkennen aber, dass seit Einführung des EU-Wertpapierregimes grundsätzliche Entscheidungen getroffen wurden, die in ihrer Wirkung das erklärte Ziel fairer Märkte verfehlen:

Mit der Einführung von MiFID, MiFIR war eine Steigerung des Wettbewerbs gewollt, vor allem bezogen auf Transaktionskosten. Ergebnis war letztlich, dass neben der überschaubaren Gruppe der EU-Börsenhandelsplätze über 400 Handels- und alternative Ausführungsplätze entstanden.

Ursache der hierdurch extremen Fragmentierung des Wertpapierhandels sind dabei weiterhin große regulatorische Unterschiede: Börsen haben höchste Transparenz- und Datenstandards zu erfüllen. Demgegenüber profitieren andere Handels- und Ausführungsplätze (insbesondere als Systematische Internalisierer (SIs) tätige Investmentbanken) von Transparenzausnahmen – sog. Waivern.

Folge: Optimal funktionierende, faire Märkte sind nicht entstanden. Zwar gerieten durch den Wettbewerb die Transaktionskosten unter Druck. Eine faire und transparente Kursbildung findet jedoch nicht mehr statt. Letztlich ist es für viele Anleger vollkommen undurchsichtig, ob sie zum bestmöglichen Kurs kaufen oder verkaufen.

Was ist zu tun?

Um den aktuellen Missständen zu begegnen ist es wichtig, die von der Kommission vorgeschlagenen Maßnahmen zu einer echten Verbesserung weiterzuentwickeln:

1. Nachhandelstransparenz – Consolidated Tape fair ausgestalten und hohe Datenqualität sicherstellen

Was schlägt die EU-Kommission hier vor?

Alle Betreiber von Handels- und Ausführungsplätzen (v.a. Börsen, alternative Handelsplätze, SIs) in der EU sollen verpflichtet werden, dem Betreiber eines CTs (sog. CTP) ihre Nachhandelsdaten zum jeweiligen Wertpapier gegen eine „Einnahmeteiligung“ zu melden. Der CTP stellt diese Daten sodann konsolidiert gegen Entgelt der Öffentlichkeit zur Verfügung.

Es bestehen erhebliche Bedenken gegen das CT in der vorgeschlagenen Form:

Erstens: Die Kommission führt zwar zutreffend aus, dass eine hohe Datenqualität unbedingte Voraussetzung für ein CT sein muss. Sie beseitigt aber bestehende Qualitätsunterschiede von Nachhandelsdaten streng regulierter Börsen einerseits und Ausführungsplätzen wie SIs andererseits nicht:

Sie führt bestehende Probleme in der Datenqualität auf das Fehlen harmonisierter Datenformate zurück und erweitert zusätzlich den Datenumfang. Die inhaltlichen Defizite der außerbörslichen Daten werden nicht adressiert. Gegenwärtig werden mangels konkreter rechtlicher Vorgaben letztlich inkorrekte Daten von Ausführungsplätzen übermittelt. Entsprechend wäre lediglich eine Angleichung an Börsenstandards notwendig gewesen und hätte ausgereicht.

Zweitens: Die Börsen stellen schon seit jeher ihre Nachhandelsdaten

- sowohl close-to-real-time gegen Entgelt
- als auch nach Ablauf von 15 Minuten kostenlos

zur Verfügung. Während diese kostenlos zur Verfügung stehenden Daten für die breite Masse der Anleger als Entscheidungs- und Informationsgrundlage ihrer Wertpapiergeschäfte ausreichen, nutzen vor allem Hochfrequenzhändler (z. B. SIs) die von Börsen gegen Entgelt bezogenen close-to-real-time Daten. Die Vorteile, die diese Marktteilnehmer aus den Börsendaten ziehen, überwiegen die Entgelte evident.

Dieser Status quo, in dem finanzstarke Marktteilnehmer ihre Geschäfte immer weiter optimieren, wird durch das vorgeschlagene CT noch verstärkt: Ein CTP muss – anders als Börsen – die Nachhandelsdaten nicht nach 15 Minuten kostenlos zur Verfügung stellen. Anleger werden nur mit hohen Kosten in den Genuss des CTs kommen. In der Praxis werden den Anlegern damit lediglich die verzögerten Marktdaten einzelner Börsen vorliegen. Für Hochfrequenzhändler bietet das konsolidierte Angebot von close-to-real-time Daten demgegenüber neue Optimierungsmöglichkeiten.

Die Börsen sollen zwar eine „Einnahmeteiligung“ an den CTP-Erträgen erhalten. Nach dem Vorschlag haben sie bei der Preisgestaltung jedoch kaum Mitspracherechte. Entsprechend ging daher kürzlich ein Aufschrei von 13 Börsenplätzen aus Mittel- und Osteuropa (angeführt von der Börse Wien) in Richtung EU-Parlament.

➤ **ANLIEGEN AN DIE BUNDESREGIERUNG:**

Das vorgesehene CT ist nicht geeignet, das auch im Koalitionsvertrag festgeschriebene Ziel zu erreichen mittels einer höheren Markttransparenz der Fragmentierung des EU-Wertpapierhandels entgegenzuwirken.

Die Bundesregierung sollte sich daher auf EU Ebene für Folgendes einsetzen:

- ➔ Eine Verbesserung der Marktdatenqualität. Dazu sollte insbesondere der Inhalt der Datenmeldungen außerbörslicher Ausführungsplätze in den Fokus gerückt und an die Vorgaben für Börsen angeglichen werden.
- ➔ Um den Interessen der Privatanleger Rechnung zu tragen, könnte das CT insgesamt als ein um 15 Minuten verzögerter Datenticker ausgestaltet werden. Ein solches wäre weit weniger kostenintensiv und damit auch für nicht professionelle Anleger interessant, weil die aufwendige close-to-real-time Datenmeldung entfällt. Gleichzeitig behalten Börsen das Marktdatengeschäft.

II. Vorhandelstransparenz – „Waiver“ konsequent anpassen, um Transparenz nachhaltig zu fördern und Fragmentierung entgegenzuwirken

Was schlägt die EU-Kommission hier vor?

Die Schwelle für die Nutzung der Transparenzausnahmen („Waivern“) wird auf Aufträge ab doppelter Standardmarktgröße festgelegt – heißt also auf Aufträge ab etwa 20.000 €. Während diese Änderung alle Handels- und Ausführungsplätze betrifft, erstreckt sich der Begrenzungsmechanismus für Geschäfte unter Waivern im Verhältnis

zu den Geschäften insgesamt (sog. Single-Volume-Cap) weiterhin nur auf Handelsplätze. Für SIs gibt es eine solche Begrenzung nicht.

Diese von der EU-Kommission vorgesehenen Anpassungen des Vorhandelstransparenzregimes sind erneut zaghaft und inkonsequent:

Der ursprüngliche Gedanke hinter den Waivern war es, nicht intendierte Effekte auf die Kursbildung zu vermeiden. Zum Beispiel können sehr große Aufträge professioneller Anleger ungewollt starke temporäre Kursschwankungen eines Wertpapiers hervorrufen, ohne dass dies der realen Kursentwicklung entspricht. Der Handel im Dunklen kann also in verschiedenen Situationen sinnvoll sein.

Bei kleinen Auftragsgrößen kann es jedoch negative Effekte für alle Anleger entfalten, wenn mehr und mehr Handel von transparenten Märkten abfließt, da es zu einer Verschlechterung der Kurseffizienz führt. Daher ist der EU Gesetzgeber mit den Waivern des EU-Wertpapierregimes (MiFID, MiFIR) weit über das Ziel hinausgeschossen: Insbesondere konnten unter dem sog. „Reference Price Waiver“ (RPW) alternative Handelsplätze (z. B. MTFs) alltägliche Auftragsgrößen „im Dunklen“ und ohne Limitierung ausführen. Entsprechend beliebt war die Nutzung des RPW auf solchen weniger regulierten „Dark Pools“.

Der EU-Gesetzgeber hat darauf bereits mit der Einführung eines Mechanismus zur Begrenzung des Volumens von Geschäften unter dem RPW reagiert (sog. „Double-Volume-Cap“). Da dieser Mechanismus jedoch ausschließlich für Handelsplätze gilt – darunter fallen Ausführungsplätze wie SIs nicht –, kam es nicht zu der erwünschten Rückverlagerung von Handelsvolumina auf transparente Börsen. Vielmehr flossen die Volumina nunmehr eben zu SIs. Diese Entwicklungen können in den jährlichen ESMA-Reports: „EU Securities Markets“ nachvollzogen werden.

Es wird daher deutlich: Solange insbesondere das Single-Volume-Cap nicht auch für SIs greift, werden einmal mehr die Volumina von Handelsplätzen lediglich dorthin verlagert werden.

➤ **ANLIEGEN AN DIE BUNDESREGIERUNG:**

Die Bundesregierung sollte sich auf EU Ebene für Folgendes einsetzen:

- ➔ Vor allem sollte das Single-Volume-Cap für alle Arten von Handels- und Ausführungsplätzen gelten. Das würde konsequent für mehr Transparenz sorgen.
- ➔ Die Regelungen zur Vorhandelstransparenz sollten sehr eng am ursprünglichen Gedanken der Waiver ausgerichtet werden. Das bedeutet, dass die vorgeschlagene Volumengrenze „doppelte Standardmarktgröße“ absolutes Mindestmaß sein muss.

HANDLUNGSFELD 4: WETTBEWERBSFÄHIGKEIT DES DEUTSCHEN GESELLSCHAFTSRECHTS STÄRKEN

➤ MAßNAHME 1: AKTIEN MIT MEHRFACHSTIMMRECHTEN (DUAL-CLASS SHARES) SCHNELL UND RECHTSSICHER ZULASSEN

Die Umsetzung der im Koalitionsvertrag vereinbarten Einführung von Aktien mit Mehrfachstimmrechten wird ein wichtiger Schritt zur Stärkung der Gründerkultur in Deutschland und des Finanz- und Wirtschaftsstandorts sein, der zügig angegangen werden muss.

In der Vergangenheit war das Thema davon bestimmt, dass der Gesetzgeber keine eindeutige Regelung zu Mehrfachstimmrechten getroffen hat und die Handhabung infolgedessen den Aktiengesellschaften selbst überlassen oder von behördlichen Einzelfallentscheidungen abhängig war.

1998 hat sich der deutsche Gesetzgeber dann im Zuge des KonTraG ausdrücklich gegen Mehrfachstimmrechtsaktien entschieden:

Lt. Gesetzesbegründung war damals zum einen entscheidend, dass die Einräumung von Einfluss ohne korrespondierendes Anteilseigentum nicht den Erwartungen des Kapitalmarkts entspräche und die Eigentümerkontrolle schwäche. Zum anderen sollte die Standardisierung von Aktien gestärkt werden, indem sich aus der jeweiligen Satzung der Unternehmen ergebende Stimmrechtsdifferenzierungen zurückgedrängt werden. Dabei hatte man vor allem vor Augen, dass die Möglichkeit, Aktien mit Mehrfachstimmrechten auszugeben, bis dahin von der Erlaubnis der Landeswirtschaftsministerien abhängig war.

Entgegen der Annahme im Jahr 1998 haben die folgenden Entwicklungen in den USA jedoch gezeigt, dass das Interesse von Gründern und auch Investoren vorhanden ist. Die weltweit größten BigTechs haben auf das Instrumentarium der Mehrfachstimmrechtsaktien zurückgegriffen, um die Unternehmensidentität und Kontrolle zu wahren (bspw. Facebook – Mark Zuckerberg).

Deshalb sollte Deutschland anderen EU Staaten, wie bspw. den Niederlanden, folgen und seinen gesellschaftsrechtlichen Gestaltungsspielraum ebenfalls nutzen. Es braucht eine gesetzliche Regelung, die international wettbewerbsfähig ist und die Interessen von Gründern und Anteilseignern austariert. Insbesondere bedarf es eines Mindestmaßes an Investorenschutz. Dabei sollte auf eine klare, gesetzliche Regelung gesetzt werden, um die Rechtsunsicherheit und Intransparenz für Investoren zu vermeiden, die vor 1998 entstanden war.

Entsprechend würde das reine Abschaffen des Verbotes der Mehrfachstimmrechte (§ 12 Abs. 2 AktG) lediglich einen ähnlich unübersichtlichen Zustand wie vor dem KonTraG herstellen und ist abzulehnen.

Vor diesem Hintergrund bieten sich für eine einfache, wenig streitanfällige Regelung folgende Eckpunkte an:

- Gesetzlich vorgegebene Gewichtung des Stimmrechtsverhältnisses bei Mehrfachstimmrechtsaktien;
- Thematische Begrenzung auf wesentliche unternehmerische Entscheidungen wie die Bestellung oder Abberufung von Aufsichtsratsmitgliedern oder Kapitalanpassungen;
- Instrumentarium steht nur für Neugründungen zur Verfügung;
- Eine Bindung an den oder die Gründer in der Gründungsphase;
- Bei Übertragung (auch Rechtsnachfolge) der Aktie Umwandlung in einfache Stammaktie;

Diese Eckpunkte sind angelehnt an eine Studie für das BMWi vom 27. September 2021 (Oxera und Prof. Dr. Christoph Kaserer) und die Konsultation zur Einführung von Dual-Class-Shares in UK (FCA Primary Markets Effectiveness Review aus Juli 2021). Zudem passen sie zu den uns von Experten aus der Rechtsberatungspraxis geschilderten Überlegungen.

➤ **ANLIEGEN AN DIE BUNDESREGIERUNG:**

Zügig eine Regelung schaffen, die

- ➔ den unübersichtlichen Zustand in der Vergangenheit nicht wiederherstellt, sondern klare gesetzliche Rahmenbedingungen vorgibt und so
- ➔ Deutschland als einen international wettbewerbsfähigen Finanzierungs- und Unternehmerstandort stärkt.

➤ **MAßNAHME 2: ERWEITERUNG DES GESETZES ÜBER ELEKTRONISCHE WERTPAPIERE (EWPG) UM WEITERE GATTUNGEN AN KRYPTOWERTPAPIEREN – VOR ALLEM AKTIEN**

Die zivilrechtliche Grundlage für Kryptowertpapiere wird kurzfristig ein erheblicher Standortfaktor im EU-Wettbewerb sein, der nicht verschenkt werden darf.

Der Koalitionsvertrag sieht die Erweiterung des Gesetzes über elektronische Wertpapiere (eWpG) um Aktien vor. Dazu wird jedoch eine tiefgreifende Überarbeitung des Aktienrechts erforderlich sein.

Gerade deshalb ist es wichtig, keine Zeit zu verlieren. Die Kryptoaktie muss schleunigst Einzug in den Anwendungsbereich des eWpGs halten. Eine – minimalinvasiv mögliche – Erweiterung um „einfache“ elektronische Aktien (nach eWpG Zentralregisterwertpapiere) würde nicht ausreichen.

Hintergrund für die Dringlichkeit sind die aufsichtsrechtlichen Entwicklungen auf EU Ebene, mit denen Deutschland die Vorreiterstellung in der Kryptoregulierung einbüßt. Bereits am 16. Dezember 2021 haben Rat und Parlament die politische Einigung zu dem Verordnungsvorschlag „DLT-Pilotregime“ erzielt. Dieser Rechtsrahmen ist für die EU Wertpapiermärkte und Marktinfrastrukturanbieter disruptiv. Er gestattet es aufsichtsrechtlich, Aktien als Kryptowertpapiere zu emittieren und beseitigt rechtliche Hürden. Beispielsweise entfällt die bisher obligatorische Einbuchung eines Wertpapiers in das Effektenkonto eines Zentralverwahrers – ein Handelsplatz kann diese Funktion für

eine Kryptoaktie mitübernehmen. Mit dieser Harmonisierung des Aufsichtsrechts muss sich der Fokus im Standortwettbewerb für solche innovativen Emissionen dahin verlagern, zivilrechtlich optimale Rahmenbedingungen in Deutschland anbieten zu können.

➤ **ANLIEGEN AN DIE BUNDESREGIERUNG:**

Die Erweiterung des eWpG um Kryptoaktien inklusive einer entsprechenden Reform des Aktienrechts sollte mit hoher Priorität angegangen werden.

HANDLUNGSFELD 5: JUSTIZSTANDORT DEUTSCHLAND FÜR INTERNATIONALE AKTEURE ENDLICH ATTRAKTIVER MACHEN

➤ **MAßNAHME: DEUTSCHES PROZESS- UND RICHTSVERFASSUNGSRECHT FÜR DIE ENGLISCHE SPRACHE, INTERNATIONALE USANCEN UND SPEZIALISIERTE SPRUCHKÖRPER ÖFFNEN**

Ein Finanzplatz besteht nicht nur aus der Finanzwirtschaft. Zusammen mit verschiedenen Infrastrukturen bilden sie ein „Ökosystem“. Zu diesem „Finanzplatz-Ökosystem“ gehört auch eine leistungsfähige und am Bedarf der Rechtssuchenden orientierte Justiz. Das erfordert Gerichte, die

- erstens mit international agierenden Unternehmen und deren weltweit ansässigen Geschäftspartnern angemessen in einem Gerichtsverfahren interagieren können und
- zweitens die notwendige Expertise in den Geschäftsfeldern aufweisen, in denen sich die Rechtsstreitigkeiten abspielen.

Die deutsche Justiz – und mit ihnen die deutschen Finanzplätze, darunter vor allem Frankfurt – droht in diesem Bereich „abgehängt“ zu werden.

Zwar wurde durch den Brexit London als Gerichtsstand der Wahl – gerade für finanzwirtschaftliche Streitigkeiten – in Frage gestellt. Ursache hierfür waren zum einen mehr als nur unerhebliche Standortverlagerungen von Finanzmarktakteuren zu kontinental-europäischen Finanzplätzen. Zum anderen zeitigte der Brexit nachteilige Auswirkungen auf die Anerkennung und Durchsetzung britischer Urteile in der EU.

Hessen hat das, was nach geltender Rechtslage möglich war, umgesetzt: Bereits zum 1. Januar 2018 wurde beim Landgericht Frankfurt eine Kammer für internationale Handelssachen als Pilotprojekt eingerichtet. Dort können Handelssachen auf Antrag der Parteien und soweit der enge deutsche Rechtsrahmen hierfür überhaupt Raum lässt, auf Englisch verhandelt werden.

Jedoch hat Deutschland weder die Neuordnung der Finanzplätze (Brexit-Momentum) noch den politischen Willen in Hessen und anderen Bundesländern genutzt, um durch eine Anpassung des Rechtsrahmens diese Chancen zu ergreifen.

Ganz anders Amsterdam und Paris: Dort stehen internationalen Finanzmarktakteuren mit sogenannten Commercial-Courts bereits heute Spruchkörper zur Verfügung, die ihren Bedürfnissen stärker Rechnung tragen sollen.

Doch die Chance ist noch da: Die Neuordnung der EU-Finanzplätze im Rahmen des fortwährenden Standortwettbewerbs ist noch keinesfalls abgeschlossen. Mittel- und langfristige Entscheidungen der Finanzmarktakteure, an welchem Finanzplatz der „EU-Hub“ angesiedelt wird, sind noch immer im Fluss. Höchste Zeit also, dass Deutschland auch im Bereich der Justiz seine Potenziale hebt, um internationalen Rechtssuchenden insbesondere am Finanzplatz Frankfurt optimale Rahmenbedingungen zu bieten. Dies würde nicht nur den Wirtschafts- und Finanzstandort Deutschland stärken, sondern auch den Rechtsstaat mit seinem Justiz-Angebot, der schon längst mit internationalen Justiz-Standorten als auch mit der privaten Schiedsgerichtsbarkeit in Konkurrenz steht.

Die Vorarbeiten hierfür sind bereits gemacht: Auf Grundlage der Ergebnisse einer Arbeitsgruppe der Justizministerkonferenz, an der auch die BMJ-Fachebene beteiligt war, hat der Bundesrat im Mai 2021 einen Gesetzentwurf zur Stärkung der Gerichte in Wirtschaftsstreitigkeiten verabschiedet (BR-Drs. 219/21). Er fiel jedoch der Diskontinuität des Bundestages zum Opfer. Der Gesetzentwurf wurde nun erneut in den Bundesrat eingebracht (BR-Drs. 79/22).

Der Gesetzesentwurf bietet eine ideale Grundlage, um die notwendigen Justizreformen auf den Weg zu bringen. Kernpunkte sind:

- Den Ländern soll ermöglicht werden, spezielle Spruchkörper an Landgerichten (Kammern für internationale Handelssachen) einzurichten, vor denen Rechtsstreitigkeiten vollständig in englischer Sprache geführt werden können.
- An Oberlandesgerichten soll den Ländern die Einrichtung von erstinstanzlichen Spruchkörpern für Handelsverfahren mit hohem Streitwert ermöglicht werden – sog. Commercial Courts. Auch hier soll das Verfahren vollumfänglich in englischer Sprache geführt werden können. Zudem sollen die Länder die Zuständigkeit auf einzelne Gebiete des Handelsrechts (für ein oder mehrere Bundesländer) beschränken und diese so spezialisieren können.
- Abbildung internationaler Usancen, z.B.
 - Wortprotokolle (Angleichung an Schiedsverfahren),
 - Vertraulichkeit (ebenfalls Annäherung an Schiedsverfahren) zum Schutz von Geschäftsgeheimnissen wird ermöglicht.

➤ **ANLIEGEN AN DIE BUNDESREGIERUNG:**

Der Gesetzentwurf des Bundesrates sollte schnellstmöglich umgesetzt und so für komplexe internationale Wirtschaftsverfahren ein angemessenes Gerichtsverfassungs- und Zivilprozessrecht geschaffen werden.