

DDV Stellungnahme

zum Referentenentwurf eines Gesetzes zur Finanzierung zukunftssichernder Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz)



1. Zusammenfassung der Position

Der DDV begrüßt ausdrücklich die Zielrichtung des Gesetzentwurfs, die Mitarbeiterkapitalbeteiligung und die Attraktivität der Aktie als Vermögensanlage zu stärken, Kapitalmarktzugang und Finanzierung am Kapitalmarkt zu erleichtern sowie die Digitalisierung und Modernisierung im Finanzdienstleistungsbereich weiter voranzutreiben.

Im Rahmen der vorliegenden Stellungnahme möchten wir uns insbesondere folgenden Themenkreisen zuwenden:

Im AGB-Recht (Art. 2) plädieren wir dafür, den persönlichen Anwendungsbereich für die im Referentenentwurf vorgeschlagenen Ausnahmen auf professionelle Kunden im Sinne der Finanzmarktrichtlinie MiFID II bzw. § 67 Abs. 2 WpHG auszuweiten.

Zudem befürworten wir, für Emissionsbedingungen von Schuldverschreibungen eine Bereichsausnahme einzuführen, so dass derartige Anleihebedingungen künftig weder den Einbeziehungsvoraussetzungen des § 305 Abs. 2 BGB noch der Inhaltskontrolle des § 307 BGB unterfallen.

Hinsichtlich des 5. Vermögensbildungsgesetzes (Art. 29) sprechen wir uns dafür aus, in den dortigen Kanon zu fördernder Kapitalanlagen neben Aktien, Investmentfondsanteilen, Genussrechten und weiteren Anlageklassen auch bestimmte „aktienbasierte“ Wertpapiere aufzunehmen, soweit sie auf „physische Lieferung“ gerichtet sind.

KONTAKT

Kontakt: Dr. Henning Bergmann, Carsten Heise

E-Mail: bergmann@derivateverband.de, heise@derivateverband.de

Telefon: +49 30 4000 475 50

Geschäftsstelle Berlin | Pariser Platz 3 | 10117 Berlin

Geschäftsstelle Frankfurt | Feldbergstraße 38 | 60323 Frankfurt a. M.

Der Deutscher Derivate Verband (DDV) ist die Branchenvertretung der führenden Emittenten von strukturierten Wertpapieren in Deutschland. Mitglieder sind Barclays, BNP Paribas, Citigroup, DekaBank, Deutsche Bank, DZ BANK, Goldman Sachs, HSBC Trinkaus, HypoVereinsbank, J.P. Morgan, LBBW, Morgan Stanley, Société Générale, UBS und Vontobel. Darüber hinaus wird die Arbeit des Verbands von mehr als 20 Fördermitgliedern unterstützt, zu denen die Börsen in Stuttgart, Frankfurt und gettex, die zur Bayerischen Börse in München gehört, die Baader Bank, die Direktbanken comdirect bank, Consorsbank, DKB, flatexDEGIRO, ING-DiBa, maxblue, S Broker, Smartbroker und Trade Republic sowie die Finanzportale finanzen.net und onvista und weitere Dienstleister gehören. Der DDV mit Sitz in Berlin, Frankfurt und Brüssel hat den Auftrag, Selbstregulierungsstandards wie den Fairness-Kodex zu erarbeiten, der von den Emittenten bei der Strukturierung, der Emission, dem Vertrieb und dem Handel von strukturierten Wertpapieren eingehalten wird. Transparenz und Aufklärung der Kleinanleger stehen im Mittelpunkt ihres Auftrags. Weitere Informationen finden Sie unter www.derivateverband.de.

Nachdem der Referentenentwurf (Art. 16) insbesondere auch eine Verbesserung der steuerlichen Rahmenbedingungen anstrebt, um die Attraktivität der Wertpapieranlage zu erhöhen, bitten wir zudem um Prüfung, ob die durch das Konzept der beschränkten steuerlichen Verlustverrechnung in Teilen weiterhin vorhandene Asymmetrie in der Besteuerung von Kapitalerträgen beseitigt werden kann.

Im Rahmen des Gesetzes über elektronische Wertpapiere (Art. 15) hinterfragen wir das Verhältnis zwischen der Veröffentlichung der Eintragung eines Kryptowertpapiers in ein Kryptowertpapierregister mittels des Bundesanzeigers nach § 20 Abs. 1 eWpG und der von der BaFin nach § 20 Abs. 3 eWpG zu führenden Liste von Kryptowertpapieren und empfehlen die Prüfung, ob eine solche zweigleisige Information der Anleger tatsächlich erforderlich ist.

Im Einzelnen:

2. Stellungnahme

2.1. Zu Art. 2: Geplante Regelungen zur AGB-Inhaltskontrolle

Der DDV begrüßt ausdrücklich die geplante Regelung zur Eingrenzung der AGB-Inhaltskontrolle gemäß der §§ 307 ff. BGB für standardisierte Bedingungen in bestimmten Finanzverträgen zwischen professionellen Marktteilnehmern. Die bestehenden Eigenheiten des deutschen Rechts sind für internationale Marktteilnehmer oftmals nur schwer nachvollziehbar und werden als Auslöser für Rechtsunsicherheiten wahrgenommen. Dies führt zu Ausweichtendenzen auf ausländisches Recht.

Mit der geplanten Gesetzesänderung kann ein wichtiger Impuls zur Stärkung inländischen Rechts gesetzt werden. Dies liegt nicht nur im Interesse des hiesigen Rechtsstandorts und des Finanzplatzes Deutschland, sondern letztlich auch im Interesse aller professionellen inländischen Marktteilnehmer, deren Zugang zum internationalen Kapitalmarkt auf der Grundlage inländischen Rechts erleichtert wird.

Um die Bedeutung des deutschen Rechts bei Kapitalmarktgeschäften spürbar zu stärken, muss die Regelung den gesamten Kernbereich des Kapitalmarktgeschäfts und aller diesbezüglich relevanter Geschäftsarten abdecken. Nach unserer Wahrnehmung würde dieses Ziel in der jetzigen Form nur eingeschränkt erreicht. So erfasst der *sachliche* Anwendungsbereich zwar einen Großteil der im professionellen Kapitalmarktgeschäft relevanten Geschäftsarten. Der *persönliche* Anwendungsbereich

hingegen deckt lediglich einen kleinen Ausschnitt der zentralen Kapitalmarktteilnehmer ab und schränkt damit wiederum den sachlichen Anwendungsbereich *de facto* ein.

Der DDV regt deshalb an zu prüfen, ob weitere Kapitalmarktteilnehmer in den persönlichen Anwendungsbereich der AGB-Bereichsausnahme aufgenommen werden können. Dies sollte für alle Finanzmarktakteure gelten, die dem AGB-Verwender nicht „strukturell unterlegen“ sind, d.h. über eine hinreichende fachliche Expertise in den jeweiligen Geschäftsarten verfügen und aufgrund dieser sowie einer entsprechenden Stellung im Markt typischerweise in der Lage sind, standardisierte Vertragsbedingungen mit zu verhandeln.

Da diese Kriterien jedenfalls auf geborene professionelle Kunden im Sinne des § 67 Abs. 2 WpHG zutreffen, regt der DDV an, zumindest diese in den persönlichen Anwendungsbereich der AGB-Ausnahme einzubeziehen.

Als wünschenswert erachtet der DDV zudem eine Klarstellung, dass die Regelung bei Inkrafttreten auch bereits bestehende Verträge erfasst. Die praktische Bedeutung der Neuregelung wird durch die derzeit angedachte Begrenzung der Geltung auf neue Schuldverhältnisse stark eingeschränkt. Sämtliche laufenden Geschäftsbeziehungen sind aus dem Anwendungsbereich ausgenommen.

Im Zusammenhang mit geplanten Änderungen im AGB-Recht hätte es sich aus Sicht des DDV angeboten, auch für Anleihebedingungen eine Bereichsausnahme zu verankern. Bereits seit Längerem führt die Anwendung der §§ 305 – 310 BGB auf Emissionsbedingungen für Schuldverschreibungen zu zahlreichen praktischen Problemen sowie einem unter Berücksichtigung und Abwägung der Interessen der Kapitalmarktteilnehmer nicht immer sachgerechten Ergebnis. Insbesondere die damit verbundene ABG-rechtliche Inhaltskontrolle, die in konkurrierenden Rechtsordnungen wie etwa in Frankreich nicht angelegt ist, führt zu Wettbewerbsnachteilen des hiesigen Emissionsstandorts. Die Inhaltskontrolle stößt zudem auf zahlreiche ungelöste Schwierigkeiten:

Zum einen gelten gemäß § 310 Abs. 1 BGB unterschiedliche Kontrollmaßstäbe für Unternehmer und Verbraucher. In bestimmten Fällen könnte dies zur Wirksamkeit oder Unwirksamkeit derselben Klausel von Schuldverschreibungen aus einer einheitlichen Emission führen, je nachdem, ob es sich bei dem Investor um einen Verbraucher oder einen Unternehmer handelt. Da diese Umstände für das Anlegerpublikum nicht ersichtlich sind, wäre die Verkehrsfähigkeit und Fungibilität der gesamten Emission in Frage gestellt.

Zudem sind für Bestimmungen in Anleihebedingungen im Falle ihrer Unwirksamkeit keine interessen- und praxisgerechten Regelungen ersichtlich. Ein Rückgriff auf „die gesetzliche Regelung“, wie von § 306 Abs. 2 BGB vorgesehen, erscheint nicht unproblematisch, da für Schuldverschreibungen kein

gesetzliches Leitbild existiert, auf das rekuriert werden könnte. Damit verbleibt lediglich das Darlehensrecht (§§ 488 ff. BGB), das jedoch nicht auf die Geldüberlassung durch die Ausgabe von Schuldverschreibungen zugeschnitten ist und hauptsächlich den vermeintlich unterlegenen Darlehensnehmer schützen soll. Bei der Geldaufnahme durch Begebung von Schuldverschreibungen dürfte hingegen eher der Anleger („Darlehensgeber“) als der regelmäßig schwächere Vertragsteil und damit als schutzbedürftig anzusehen sein.

Aus Sicht des DDV ist ein Anlegerschutz der Anleihegläubiger über §§ 305 ff. BGB auf Grund der zuvor beschriebenen Probleme nicht sachgerecht, letztlich aber auch nicht erforderlich. Dem Schutz der Anleihegläubiger wird bereits umfassend durch kapitalmarktrechtliche Vorschriften Rechnung getragen. Das im SchVG verankerte Gebot der Transparenz des Leistungsversprechens stellt eine klare und eindeutige Ermittlung des jeweiligen Leistungsversprechens durch den Anleger sicher und schützt ihn vor unverständlichen Vertragsbedingungen. Hinzu treten bei prospektpflichtigen Angeboten eine ausführliche und haftungsbewehrte Produktbeschreibung und Aufklärung durch den Wertpapierprospekt, unabhängig davon die obligatorische Aushändigung von Basis- oder Produktinformationsblättern und die Anforderungen an die anleger- und anlagegerechte Beratung in einer Beratungssituation.

Der DDV spricht sich deshalb dafür aus, für Anleihebedingungen eine Bereichsausnahme im AGB-Recht zu schaffen.

2.2. Zu Art. 15: Änderungen des Gesetzes über elektronische Wertpapiere

Der DDV begrüßt, dass künftig auch Aktien in digitaler Form durch Niederlegung in einem zentralen Wertpapierregister oder einem Kryptowertpapierregister begeben werden können. Durch die Erweiterung um eine verbreitete Anlageklasse kann das „digitale Produktuniversum“ im Wertpapierbereich ausgedehnt werden. Hierdurch können sich Skaleneffekte in der Begebung und Verwaltung elektronischer Wertpapiere ergeben, die letztlich auch den Anlegerinnen und Anlegern zu Gute kommen.

Etwas kritischer fällt die Betrachtung der in § 20 eWpG angelegten Veröffentlichungspflichten bei der Emission von Kryptowertpapieren aus. Nach § 20 Abs. 1 eWpG, der nach dem Referentenentwurf zukünftig auch für elektronische Aktien gelten soll, die in ein Kryptowertpapierregister eingetragen werden, hat der Emittent die Eintragung sowie jede Änderung eines Kryptowertpapiers im Bundesanzeiger unverzüglich zu veröffentlichen. Unverzüglich nach der Veröffentlichung hat der Emittent diese auch der BaFin mitzuteilen, die auf der Grundlage derartiger Meldungen im Internet nach § 20 Abs. 3 eWpG eine öffentliche Liste über Kryptowertpapiere führt. Für

Zentralregisterwertpapiere im Sinne des § 4 Abs. 2 eWpG besteht eine solche Veröffentlichungspflicht nicht.

Wie die Liste der BaFin über Kryptowertpapiere zeigt, wird derzeit von der Möglichkeit einer Begebung elektronischer Wertpapiere über ein dezentrales Wertpapierregister noch recht zurückhaltend Gebrauch gemacht. Dies könnte sich jedoch ändern, beispielsweise aufgrund regulatorischer Erleichterungen für bestimmte Konstellationen durch die *DLT-Pilotregelung* (Verordnung (EU) 2022/858 vom 30. Mai 2022 über eine Pilotregelung für auf Distributed-Ledger-Technologie basierende Marktinfrastrukturen), die seit dem 23. März 2023 gilt.

Sollte sich die Emissionstätigkeit im Kryptowertpapierbereich signifikant erhöhen, könnte sich die Veröffentlichungspflicht des § 20 Abs. 1 eWpG im Bundesanzeiger zunehmend zu einem relevanten Kostenfaktor für die Emittenten entwickeln.

So legt der Bundesanzeiger Verlag gemäß seiner „Preisliste Bundesanzeiger für entgeltliche Publikationen“ mit dem Stand August 2022 aktuell einen „Mindestpreis“ von 30 EUR fest, der „generell, unabhängig von Einreichungsformat und Umfang“ zu entrichten ist. Zudem sind „Zeichenpreise“ vorgesehen, die sich auf die Anzahl der sichtbaren Zeichen in der Veröffentlichung beziehen und in Abhängigkeit von dem bei Einlieferung gewählten Datenformat in ihrer Höhe gestaffelt sind.

Der DDV unterstützt die Überlegung, dass für Kryptowertpapiere mit einer ggf. nicht leicht zu überblickenden Vielzahl von Kryptowertpapierregistern eine „zentrale Informationsinstanz“ für die Anleger benötigt wird. Dies gilt nicht nur für die Ersteintragung, sondern insbesondere auch für Änderungen, auf die betroffene Anleger möglicherweise gar nicht aufmerksam werden, wenn für sie kein äußerer Anlass besteht, die Internetseite der registerführenden Stelle oder des Emittenten aufzusuchen.

Diese „zentrale Informationsinstanz“ könnte und sollte nach Ansicht des DDV jedoch die Bundesanstalt sein. Die BaFin verfügt durch die Meldung der Emittenten für die Liste nach § 20 Abs.3 eWpG über die gleichen Informationen, die ansonsten im Bundesanzeiger veröffentlicht werden. Dazu gehören u.a. die Bezeichnung des Emittenten sowie die registerführende Stelle, sofern abweichend. Anlegerinnen und Anleger finden somit auch ohne eine Bundesanzeigerveröffentlichung im Internet zentrale Informationen, die von einer Aufsichtsbehörde bereitgestellt werden und deshalb Vertrauen genießen. Auf der Grundlage dieser Informationen könnten Investorinnen und Investoren dann bei Bedarf weitergehende Recherchen beim Emittenten oder der registerführenden Stelle betreiben.

Angesichts der zu erwarteten Kosten bittet der DDV um Prüfung, ob auf eine Veröffentlichung der Eintragung von Kryptowertpapieren in ein Kryptowertpapierregister mittels des Bundesanzeigers verzichtet werden kann, wenn gleichzeitig die Information der Anlegerinnen und Anleger über Kryptowertpapiere auf die bei der BaFin geführte Liste nach § 20 Abs. 3 eWpG konzentriert wird.

2.3. Zu Art. 16: Verbesserung der steuerrechtlichen Rahmenbedingungen für einen attraktiven Finanzmarkt

Der DDV begrüßt die geplanten Regelungen zur Förderung der Mitarbeiterkapitalbeteiligung. Hierdurch wird nicht nur Unternehmen die Gewinnung von Mitarbeitern und deren Bindung an den Arbeitgeber erleichtert. Zudem werden Beschäftigte noch stärker an das Anlageinstrument der Aktie herangeführt.

Aus Sicht des DDV führen Verbesserungen der steuerlichen Rahmenbedingungen für Aktien und weitere börsennotierte Wertpapiere zu einer deutlich höheren Attraktivität dieser Anlageformen als Kapitalanlage und sind deshalb ausdrücklich zu befürworten.

Allerdings bleiben die im Rahmen des Referentenentwurfs bislang geplanten Maßnahmen gegenüber dem Eckpunktepapier zum Zukunftsfinanzierungsgesetz leider etwas zurück. Zwar wurde der Sparerfreibetrag, der u.a. auch für Veräußerungsgewinne aus Wertpapieren in Anspruch genommen wird, zu Beginn des Jahres 2023 von 801 EUR auf 1.000 EUR (Ehegatten von 1.602 EUR auf 2.000 EUR) erhöht. Der DDV regt an, hier eine weitere Erhöhung des Sparerpauschbetrages zu prüfen. Zu erinnern ist daran, dass dieser 1993 schon ursprünglich bei etwa 3.000 EUR beziehungsweise etwa 6.000 EUR lag.

Ferner bitten wir um Prüfung, ob, wie im Eckpunktepapier in Aussicht gestellt, die gesonderten Verlustverrechnungskreise für Aktienveräußerungen, Termingeschäfte sowie im Falle der Wertlosigkeit abgeschafft werden können, um damit eine vollständige Verrechnung von Gewinnen und Verlusten zu ermöglichen. Es bestehen Zweifel, ob die derzeitigen Regelungen vor dem Hintergrund des Gleichheitsgrundsatzes aus Art. 3 Abs. 1 GG einer verfassungsrechtlichen Prüfung standhalten. Dies zeigt der Vorlagebeschluss des BFH vom 17. November 2020 (VIII R 11/18) bezüglich der eingeschränkten Verlustverrechnung bei Aktien (jetzt § 20 Abs. 6 Satz 4 EStG) deutlich. Durch eine Abschaffung würde nicht nur eine asymmetrische Besteuerung von Anlegerinnen und Anlegern vermieden. Gleichzeitig könnte das Abgeltungssteuerverfahren damit wesentlich vereinfacht werden.

2.4. Zu Art. 29: Änderungen des 5. Vermögensbildungsg

Der DDV befürwortet die im Rahmen der Änderung des 5. Vermögensbildungsgesetzes geplante Aufhebung der Einkommensgrenzen für die Arbeitnehmersparzulage bei Vermögensbeteiligungen sowie die Anhebung des Höchstbetrages für geförderte vermögenswirksame Leistungen von 300 EUR auf 1.200 EUR ab dem Jahr 2024.

Bislang sind in dem Kanon förderungsfähiger Anlageformen (§ 2 5. VermBG) u.a. Aktien, Investmentfondsanteile mit hoher Aktienquote, Gewinn- sowie Wandelschuldverschreibungen und bestimmte Genussrechte umfasst. Für diese Anlageformen gilt, dass Beschäftigte durch ein Investment ganz oder zumindest in großen Teilen am unternehmerischen Erfolg des Emittenten teilhaben können.

Diese Partizipation kann indes nicht nur durch Aktien in der Direktanlage realisiert werden. Auch eine mittelbare Investitionsmöglichkeit, die § 2 5. VermBG durch explizite Benennung von Aktienfondsanteilen akzeptiert, kommt in Betracht.

Hierzu hat sich in der Praxis eine große Zahl weiterer, aktienbasierter Anlagen etabliert, die Anlegern eine Teilnahme an der wirtschaftlichen Entwicklung von Aktien ermöglichen. Dies kann beispielsweise durch strukturierte Wertpapiere gewährleistet werden, die die Wertentwicklung von Aktien (als sog. Basiswert) abbilden.

Solchen Anlageprodukten kommt eine besondere Bedeutung zu, da sie regelmäßig kleinere Investitionsbeträge als eine Direktanlage in Aktien erlauben. Neben der wirtschaftlichen Beteiligung am Erfolg einer Einzelaktie ermöglichen diese Anlageprodukte, je nach Ausgestaltung, Anlegern auch wirtschaftlich an der Entwicklung eines ausgewählten Aktienindex oder Aktienfonds oder eines festgelegten Korbs von Aktien, Aktienindizes oder Aktienfonds als sog. Basiswert teilzuhaben.

Diese Wertpapiere bieten den Anlegern eine Teilhabemöglichkeit, die mit derjenigen bei einer Direktanlage in Aktien vergleichbar ist. Besonders deutlich wird diese Vergleichbarkeit, wenn derartige Wertpapiere, wie häufig, eine sog. physische Lieferung einer Aktie als Basiswert vorsehen. So erhalten die Anleger in bestimmten Fällen gemäß den Wertpapierbedingungen nicht die Zahlung eines Geldbetrages, sondern die tatsächliche Lieferung der zugrundeliegenden Aktie in ihr Wertpapierdepot. Insoweit sind derartige aktienbasierte Partizipationszertifikate dem (möglichen) tatsächlichen Erwerb der Aktien lediglich „vorgelagert“. Ab Einbuchung der Aktien sind die Anleger dann tatsächlich Aktionäre.

Zudem wirken sich Emissionen aktienbasierter strukturierter Wertpapiere günstig auf den Aktienmarkt aus, da die Emittenten aus Absicherungsgründen entweder die zugrundeliegenden Aktien kaufen oder entsprechende Optionskontrakte eingehen. Hierdurch werden Qualität und Liquidität des Marktes für den Basiswert positiv beeinflusst und der Aktienmarkt insgesamt stabilisiert. Damit leisten Emittenten

DDV Stellungnahme

zum Referentenentwurf eines Gesetzes zur Finanzierung zukunftsichernder Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz)



aktienbasierter strukturierter Wertpapiere zugleich einen wichtigen Beitrag zur Finanzierung der umfangreichen und vielfältigen Zukunftsinvestitionen.

Der DDV spricht sich deshalb dafür aus, in den Anlagekanon des § 2 5. VermBG auch aktienbasierte strukturierte Wertpapiere aufzunehmen, soweit die Emissionsbedingungen eine „physische Lieferung“ der zugrundeliegenden Aktien vorsehen.