

Kryptoaktien

Herausgegeben von
FLORIAN MÖSLEIN
und SEBASTIAN OMLOR

*Schriften zum
Recht der Digitalisierung
25*

Mohr Siebeck

Schriften zum Recht der Digitalisierung

Herausgegeben von

Florian Möslein, Sebastian Omlor und Martin Will

25



Kryptoaktien

Erweiterung des eWpG durch
das Zukunftsfinanzierungsgesetz

Herausgegeben von
Florian Möslein und Sebastian Omlor

Mohr Siebeck

Florian Möslein ist Professor für Bürgerliches Recht, Deutsches und Europäisches Wirtschaftsrecht sowie Gründungsdirektor des Instituts für das Recht der Digitalisierung (IRDi) an der Philipps-Universität Marburg.
orcid.org/0000-0002-6733-6102

Sebastian Omlor ist Professor für Bürgerliches Recht, Handels- und Wirtschaftsrecht, Bankrecht und Rechtsvergleichung sowie Gründungsdirektor des Instituts für das Recht der Digitalisierung (IRDi) an der Philipps-Universität Marburg.

Diese Publikation wurde durch den Open-Access-Publikationsfonds der Philipps-Universität Marburg gefördert.

ISBN 978-3-16-163375-1 / eISBN 978-3-16-163488-8

DOI 10.1628/978-3-16-163488-8

ISSN 2700-1288 / eISSN 2700-1296 (Schriften zum Recht der Digitalisierung)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind über <https://dnb.dnb.de> abrufbar.

Publiziert von Mohr Siebeck Tübingen 2024. www.mohrsiebeck.com

© Florian Möslein, Sebastian Omlor (Hg.); Beitrag: jeweiliger Autor/jeweilige Autorin.

Dieses Werk ist lizenziert unter der Lizenz „Creative Commons Namensnennung – Weitergabe unter gleichen Bedingungen 4.0 International“ (CC BY 4.0). Eine vollständige Version des Lizenztextes findet sich unter: <https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>.

Jede Verwendung, die nicht von der oben genannten Lizenz umfasst ist, ist ohne Zustimmung der jeweiligen Urheber unzulässig und strafbar.

Das Buch wurde von Gulde Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und gebunden.

Printed in Germany.

Vorwort

Mit Inkrafttreten des Zukunftsfinanzierungsgesetzes (ZuFinG), das am 17. November 2023 vom Deutschen Bundestag verabschiedet worden ist und dem der Bundesrat am 24. November 2023 zugestimmt hat, erfasst das Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG) künftig neben elektronischen Schuldverschreibungen auch elektronische Aktien. Zumindest Namensaktien können nach der neuen Gesetzesfassung fortan auch als Kryptoaktien begeben werden, während Inhaberaktien nur – aber immerhin – als Zentralregisterwertpapiere zugelassen sind. Mit der Einführung elektronischer Aktien und der zumindest teilweisen Ermöglichung von Kryptoaktien behebt der deutsche Gesetzgeber einen Geburtsfehler des eWpG, der schon seit der Diskussion um die Entwurfsfassungen des ursprünglichen Gesetzes im Jahr 2021 vielfach kritisiert worden war. Der Sammelband „Elektronische Wertpapiere“ (hrsg. von Omlor/Möslein/Grundmann, Mohr Siebeck 2021), gleichsam der Vorläufer zum vorliegenden Band, legt von der damaligen Debatte hinreichend Zeugnis ab.

Auf ganz ähnliche Weise wie bereits damals haben wir uns auch diesmal zum Ziel gesetzt, das (Reform-)Gesetzgebungsverfahren wissenschaftlich zu begleiten. Aus diesem Grund haben wir am 15. Mai 2023 eine interdisziplinäre Tagung veranstaltet, wiederum in der Hessischen Landesvertretung in Berlin, in deren Mittelpunkt der im April 2023 vom Bundesministerium der Finanzen und vom Bundesministerium der Justiz vorgelegte Referentenentwurf des ZuFinG stand. Die Veranstaltung wurde in bewährter Weise von unserem Marburger Institut für das Recht der Digitalisierung (IRDi) organisiert, diesmal in Kooperation mit der Projektgruppe „Tokenisierung und Finanzmarkt (ToFi)“ des hessischen Zentrums verantwortungsbewusste Digitalisierung (ZEVEDI). Die Vorträge dieser Tagung bilden in gründlich überarbeiteter Fassung und insbesondere unter Berücksichtigung des am 16. August 2023 veröffentlichten Regierungsentwurfs die Grundlage des vorliegenden Sammelbandes. In bewährter Weise erscheint er wiederum in der Schriftenreihe zum Recht der Digitalisierung im Mohr Siebeck-Verlag. Im Vergleich zum Regierungsentwurf tritt das ZuFinG mit nur marginalen – und in dieses Werk bereits eingearbeiteten – Änderungen in Kraft, jedenfalls im Hinblick auf die Reform des eWpG. Somit legen wir mit diesem Sammelband die erste gebündelte Publikation zum neuen eWpG und insbesondere zum Recht der Kryptoaktien vor.

Der Band enthält sieben Einzelbeiträge. Diese Beiträge liefern neben einer fundierten Darstellung der gesetzgeberischen Neuerungen und ihrer Querbezüge zu sachnahen Materien des geltenden Rechts auch eine Einordnung des Regelungsgegenstandes in einen breiteren gesetzgeberischen, aber auch internationalen und interdisziplinären Zusammenhang. Die Beiträge zu den gesellschafts-

kapitalmarkt- und wertpapierrechtlichen Fragestellungen elektronischer Aktien aus der Feder von *Julia Lübke*, *Dörte Poelzig* und *Florian Möslein* bilden im Hinblick auf die künftige Rechtsanwendung das Herzstück dieses Bandes. Für die künftige Rechtsgestaltung wird der Beitrag von *Gerald Reger* eine wichtige Hilfestellung bieten, der nämlich die Perspektive der Kautelarpraxis ergänzt. Drei weitere Beiträge beleuchten schließlich den so wichtigen entstehungsgeschichtlichen, unionsrechtlichen und interdisziplinären Kontext, indem sie Kryptoaktien in einen breiteren Zusammenhang stellen. So erläutert der Beitrag von *Kaspar Krolop* die grundlegende gesetzgeberische Konzeption der Reform, indem er insbesondere die Einbettung der Neuerungen des eWpG ins ZuFinG thematisiert. Die Einführung von Kryptoaktien steht zudem in einem breiteren internationalen Kontext; insbesondere bestehen zahlreiche Querbezüge zur Kodifikation des Krypto-Rechts auf europäischer Ebene durch die Verordnung über Märkte für Kryptowerte (MiCAR), die am 31. Mai 2023 verabschiedet worden ist. Diese Zusammenhänge werden im Beitrag von *Francesco Paolo Patti* aus internationaler Perspektive ausführlich beleuchtet. Nicht zuletzt lässt sich die Gesetzesreform auch als Teil eines Innovationsprozesses verstehen. Der Beitrag von *Lilith Dieterich*, *Barbara Brandl* und *Carola Westermeier* führt aus, wie die rechtlichen Vorgaben des Gesetzgebers den Innovationsprozess bestimmen und auch zentrale technologische Merkmale der Technologie erschaffen. Ausgewählte Einzelbeispiele illustrieren, wie das Recht neue Finanztechnologien und -akteure konturiert, namentlich Kryptowertpapierregisterführung und -verwahrung, das Korrektiv der Buchführung sowie die detaillierten Vorgaben für die Kryptografie.

Unser Dank gilt der ZEVEDI-Projektgruppe „Tokenisierung und Finanzmarkt (ToFi)“ für die gewinnbringende, intensive Zusammenarbeit. Darüber hinaus möchten wir uns nachdrücklich bei allen Mitwirkenden bedanken, insbesondere unserem Institutsteam, die uns organisatorisch tatkräftig unterstützen und zugleich mit uns gemeinsam auch die Forschung zur Tokenisierung vorantreiben. In Bezug auf diesen Sammelband sind wir zudem Dr. Kira Franke stellvertretend für das gesamte Team zu Dank verpflichtet, die die redaktionelle Betreuung und Koordination übernommen hatte.

Florian Möslein/Sebastian Omlor

Marburg, im Januar 2024

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Geleitwort	1
<i>Kaspar Krolop</i> Gesetzgeberische Konzeption	3
<i>Francesco Paolo Patti</i> Europäische Perspektiven MiCAR, MiFID2, Unionsprivatrecht	21
<i>Julia Lübke</i> Das Gesellschaftsrecht der elektronischen Aktie	39
<i>Dörte Poelzig</i> Elektronische Aktien im Kapitalmarktrecht	75
<i>Florian Möslein</i> Elektronische Aktien im Wertpapierrecht	93
<i>Gerald Reger</i> Elektronische Aktien in der Beratung	125
<i>Lilith Dieterich, Barbara Brandl und Carola Westermeier</i> Finanzregulierung als Innovationsprozess Die Entstehung von kryptografischen Wertpapieren	159
Autorenverzeichnis	183

Geleitwort

Eine Aktie ist ein Wertpapier und ein Wertpapier bedarf einer Papierurkunde. So unumstößlich war die Rechtslage – über 200 Jahre. Dass sich das mit dem Zukunftsfinanzierungsgesetz nun ändert, ist ein wichtiger Schritt auf dem Weg zu digitalen Finanzmärkten. Diesen Weg beschreiten wir sowohl mit nationalen als auch mit europäischen Initiativen und bemühen uns um Beschleunigung, weil wir überzeugt sind, dass die Zukunftsfähigkeit unserer Finanzmärkte entscheidend von der Nutzung digitaler Technologien abhängt.

Wir befinden uns in einem globalen Wettbewerb, der für Deutschland und Europa nicht einfach zu bewältigen ist – das ist unbestreitbar. Die laufende Fortentwicklung des europäischen und nationalen Rechtsrahmens stimmt mich aber optimistisch, dass wir diese Herausforderungen meistern können.

National haben wir mit dem Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG) im Jahr 2021 Neuland betreten. Die ersten Emissionen zeigen, dass Emittenten diesen Rechtsrahmen gerne nutzen und sie gerade bei der Emission von Kryptowertpapieren Potenzial sehen. Mit dem Zukunftsfinanzierungsgesetz wird der Rechtsrahmen fortentwickelt und von Schuldverschreibungen und Fondsanteilen auf Aktien erweitert. Für die Erweiterung auf elektronische Aktien waren gerade im Gesellschaftsrecht einige Hürden zu bewältigen, aber sie ist konsequent und sie ist notwendig, damit das eWpG sich in der Praxis bewähren und auch im internationalen Vergleich Bestand haben kann.

Zu dem Rechtsrahmen für Kryptowertpapiere gehört auch das europäische DLT-Pilot Regime, durch das die Vorteile der Distributed-Ledger-Technologie für den Wertpapierhandel und seine Abwicklung genutzt werden können. Gleichzeitig erhalten innovative Unternehmen so die Chance, sich mit neuen Infrastrukturangeboten im Markt zu bewähren. Und in diesen Kontext gehört auch die Verordnung über Märkte für Kryptowerte (Markets in Crypto-Assets Regulation – MiCAR), die einen umfassenden Rechtsrahmen für die Emission, den Handel und die Vermittlung von Kryptowerten schafft und mit deren Erlass die EU eine globale Vorreiterrolle eingenommen hat.

Diese verschiedenen Bausteine müssen nun gut ineinandergreifen und sich in der Geschäfts- und Aufsichtspraxis bewähren. Dafür sind wir auch auf Rechtswissenschaftler und Rechtsanwendern angewiesen. Deshalb begrüße ich es sehr, dass sich diese Tagung zu einem sehr frühen Zeitpunkt – d.h. unmittelbar nach Veröffentlichung des Referentenentwurfs des Zukunftsfinanzierungsgesetzes – mit dem Thema elektronische Aktie beschäftigt hat. Es ist beeindruckend, aus wie vielen Perspektiven die Auswirkungen des Gesetzentwurfs beleuchtet und in den Gesamtkontext europäischer Finanzmarktregulierung gestellt werden. Sowohl nationale und europäische als auch juristische und sozialwissenschaftliche

Aspekte werden dabei betrachtet, u.a. von wissenschaftlichen Experten, erfahrenen Kautelarjuristen und Ministerialbeamten. Dieser Austausch zwischen Wissenschaft, Praxis und Ministerien ist wesentlich für die Fortentwicklung eines stimmigen Rechtsrahmens und ich weiß ihn deshalb sehr zu schätzen.

Den Veranstaltern der Tagung und den Referentinnen und Referenten gilt mein herzlicher Dank. Ich hoffe, dass dieses Werk die Aufmerksamkeit erhält, die es verdient, und dass es dazu beitragen kann, der Digitalisierung des deutschen und europäischen Finanzmarkts zum Erfolg zu verhelfen.

Dr. Florian Toncar, MdB,
Parlamentarischer Staatssekretär,
Bundesministerium der Finanzen

Gesetzgeberische Konzeption

Kaspar Krolop

I. Einleitung¹

Am 16. August 2023 hat die Bundesregierung den Regierungsentwurf für ein Zukunftsfinanzierungsgesetz (ZuFinG) beschlossen und wurde Ende dieses Jahres vom Parlament verabschiedet.² Das Gesetz ist mit Ausnahme einer weniger Regelung (vgl. Art. 35) am 15. Dezember 2023 in Kraft getreten. Die Einführung von elektronischen Aktien, die Gegenstand dieser Tagung sind, ist nur eine von sehr vielen Regelungen in verschiedenen Rechtsgebieten. Insgesamt umfasst der Regierungsentwurf mehr als 30 Artikel mit Änderungen von verschiedenen Gesetzen. Das sind mehr als das Alphabet Buchstaben aufweist. Die Spannbereite geht auch von A wie Aktiengesetz bis Z Zahlungsdienstleistungsaufsichtsgesetz (ZAG).

Auf den ersten Blick mag dies wie ein buntes, zusammengewürfeltes Konglomerat von Regelungen. „Gott würfeln nicht“ soll Albert Einstein einst gesagt haben. Die für das Gesetz verantwortlichen Ministerien haben das auch nicht getan. In diesem Vortrag will ich versuchen deutlich zu machen, wie diese Punkte durch inhaltliche Leitgedanken miteinander konsistent verklammert sind, und erläutern, wie sich das Gesetz in den europäischen Regelungskontext einordnen lässt. Ich beginne gewissermaßen bei der Vogelperspektive, bei der es auch um die Einbettung in die strategischen Überlegungen der Bundesregierung zur Fortentwicklung des Kapitalmarkts und der Förderung von Start- up und Wachstumsunternehmen (dazu II.).

Anschließend möchte ich einen Überblick über die wichtigsten Regelungsbereiche des ZuFinG geben (dazu III.).

Schließlich will ich darstellen, wie sich die Regelung zu den elektronischen Aktien in die skizzierte Gesamtkonzeption des ZuFinG einfügen (dazu IV.).

¹ Der Artikel gibt nur die persönliche Auffassung des Verfassers wieder. Internetfundstellen zuletzt abgerufen am 12./13. Oktober 2023.

² www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/20_Legislaturperiode/2023-04-12-ZuFinG/0-Gesetz.html; siehe auch Überblick über die Inhalte in Monatsbericht BMF, Ausgabe August 2023 <https://www.bundesfinanzministerium.de/Monatsberichte/2023/08/Inhalte/Kapitel-2a-Schlaglicht/sc-hlaglicht-zukunftsfinanzierungsgesetz.html>; BGBl. I-2023/Nr. 354, S. 1 ff.

II. Kontextualisierung mit sonstigen Vorhaben der Bundesregierung und den Regelungsvorhaben auf Europäischer Ebene

Mit dem Namen Zukunftsfinanzierungsgesetz soll deutlich gemacht werden, dass die kapitalmarktbasierende Finanzierung, die es zu stärken gilt, bei der Transformation unserer Wirtschaft und den dafür nötigen Investitionsbedarfen eine zentrale Rolle spielt.

In der deutschen Wirtschaft überwiegt traditionell die bankbasierte Finanzierung. Das ist kein Nachteil, sondern zeigt im Gegenteil die Leistungsfähigkeit unseres Bankensektors. Wenn wir uns dagegen die marktbasierende Finanzierung in Deutschland anschauen, sehen wir einen leistungsfähigen Kapitalmarkt, der aber Potenzial für viel mehr hat. Im Verhältnis zu anderen hoch entwickelten Ländern besteht in Deutschland wie auch in der EU allgemein durchaus Nach- und Aufholbedarf. Auf der Homepage des Bundesministeriums der Finanzen³ heißt es:

„Unser Land benötigt Investitionen in nahezu beispiellosem Umfang. Nur so kann unter den sich verändernden Bedingungen unser Wohlstand gesichert und können gleichzeitig Gesellschaft und Wirtschaft zügig auf Digitalisierung und Klimaschutz eingestellt werden. Es ist erforderlich, die Leistungsfähigkeit des deutschen Kapitalmarkts zu stärken und die Attraktivität des deutschen Finanzstandorts als bedeutenden Teil eines starken Finanzplatzes Europa zu erhöhen. Insbesondere Start-ups, Wachstumsunternehmen sowie kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) als Treiber von Innovation soll der Zugang zum Kapitalmarkt und die Aufnahme von Eigenkapital erleichtert werden. Regelungen im Finanzmarktrecht, Gesellschaftsrecht und Steuerrecht sollen im Hinblick auf dieses Ziel weiterentwickelt werden. Durch Digitalisierung, Entbürokratisierung und Internationalisierung sollen der deutsche Finanzmarkt und der Standort Deutschland attraktiver sowohl für nationale als auch für internationale Unternehmen und Investoren werden. Aktien und börsennotierte Wertpapiere sollen als Kapitalanlage attraktiver werden, um Nachfrageseite (Anreize für Aktien als Kapitalanlage) und Angebotsseite (Erhöhung der Anzahl börsennotierter Unternehmen in Deutschland) zu stärken.“

1. Einbettung in strategische Überlegungen der Bundesregierung zur Stärkung von Unternehmen und der weiteren Modernisierung des Kapitalmarkts

Im Koalitionsvertrag ist das Ziel ausgegeben Deutschland zu einem führenden Start-up Standort zu machen.⁴ Biontech ist nicht in Frankfurt an die Börse gegangen, sondern hat sich in den USA listen lassen. Ein weiteres aktuelles Beispiel ist Birkenstock, das ebenfalls für die Börsennotierung den Gang nach Übersee gewählt hat.

³ https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/20_Legislaturperiode/2023-04-12-ZuFinG/0-Gesetz.html.

⁴ <https://www.bundesregierung.de/breg-de/service/gesetzesvorhaben/koalitionsvertrag-2021-1990800>; Koalitionsvertrag, Abschnitt Wagniskapitalfinanzierung, Finanzmarkt Deutschland, 168 f.

Vor diesem Hintergrund stehen bei dem Gesetz vor allem vor allem die innovationsstarken, jungen Unternehmen, die Start-ups, im Fokus, aber auch andere kleine und mittlere Unternehmen, die in Deutschland einen Großteil der Wirtschaft ausmachen. Vor allem junge Unternehmen gelangen in der Regel nicht so leicht an Bankfinanzierung. Steigende Zinsen schlagen auch negativ auf das Finanzierungspotential von Private Equity und Venture Capital-Fonds negativ durch.

Diesen Unternehmen soll die Finanzierung erleichtert werden; insbesondere im Hinblick auf die Stärkung der Eigenkapitalbasis am Kapitalmarkt. Damit ist das Zukunftsfinanzierungsgesetz ein wichtiger Baustein bei der Umsetzung der Start-up-Strategie der Bundesregierung.⁵ Mit der Start-up-Strategie hat sich die Bundesregierung zum Ziel gesetzt, junge und innovative Unternehmen mit Wachstumsambitionen umfassend zu stärken und zu fördern. Maßnahmen der Strategie sollen u.a. den Gründungsprozess erleichtern und die Finanzierungsmöglichkeiten von Start-ups erweitern. Dazu soll insbesondere auch das Venture Capital-Ökosystem in Deutschland weiter gestärkt werden. Start-ups sind wichtige Treiber für wirtschaftliche Dynamik und Erneuerung und damit auch für Innovation. Sie leisten damit einen wichtigen Beitrag für die Weiterentwicklung und langfristige Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Volkswirtschaft.

Eine Reihe der im ZuFinG vorgesehenen Maßnahmen sind sowohl im Koalitionsvertrag als auch in der Start up-Strategie der Bundesregierung vorgesehen: Einführung von Mehrstimmrechten, Erleichterungen bei Kapitalerhöhungen, Erarbeitung einer Start-up Strategie, steuerrechtliche Rahmenbedingungen für die Mitarbeiterkapitalbeteiligung.

Diese Punkte versucht die Bundesregierung in einem Gesetz aus einem Guss zusammenzufassen und mit einem anderen wichtigen Anliegen zu verknüpfen: Digitalisierung und Bürokratieaufbau. Die Einführung von elektronischen Aktien ist auch ein Beitrag zur Digitalisierung. Daneben sieht das Gesetz weitere in diesem Kontext relevante Maßnahmen vor.

Natürlich muss man bei der Stärkung der kapitalmarktbasierter Finanzierung auch die Nachfrageseite in den Blick nehmen. Die Regelungen zur weiteren Förderung der Mitarbeiterkapitalbeteiligung sollen zunächst die Möglichkeit zur Gewinnung und Bindung von Mitarbeitern von Unternehmen verbessern helfen. Aber die Mitarbeiterkapitalbeteiligung ist auch ein Instrument auch Beschäftigte an die Aktie als Kapitalanlage heranzuführen.

Zwei zentrale Aspekte zur Stärkung der Finanzierung und Entwicklung des deutschen Venture Capital-Ökosystems auf der Nachfrageseite jenseits von Re-

⁵ <https://www.bmwk.de/Redaktion/DE/Dossier/Digitalisierung/start-up-strategie.html>.

gulierungsfragen sind der Zukunftsfonds⁶ und die KfW Tochtergesellschaft KfW Capital, welche für die KfW das Venture Capital-Geschäft verantwortet.⁷

Ein entscheidender Faktor für die Stärkung der Nachfrageseite ist schließlich eine Stärkung der kapitalmarktbasierter Komponente der Altersvorsorge. Das Problem kann im Rahmen des ZuFinG, das auf Maßnahmen zielt, die kurzfristig umgesetzt werden können, nicht angegangen werden. Aber auch diesbezüglich plant die Bundesregierung Maßnahmen bzw. hat bereits erste Schritte eingeleitet. Zu nennen sind hier insbesondere das Generationenkapital mit dem mit dem ab 2035 die Beitragssatzentwicklung gedämpft werden soll.⁸ Im Bereich der betrieblichen Altersversorgung sollen finanzaufsichtlichen Anlagevorschriften und die Bedeckungsanforderungen gelockert werden.

Die Fokusgruppe Private Altersversorgung hat sich in ihren Abschlussbericht für die Einführung eines einfachen, transparenten und effizienten Angebots zur Lebensstandardsicherung nach Renteneintritt für breite Bevölkerungsgruppen ausgesprochen, das insbesondere auch die Anlage in Aktien mit einschließt.⁹

2. Einbettung in den europäischen Regelungskontext

Bereits bei der Veröffentlichung der Eckpunkte ist das Projekt des Zukunftsfinanzierungsgesetzes allgemein sehr positiv aufgenommen worden. Ich persönlich glaube, dass das auch darauf zurückzuführen ist, dass es stellvertretend für einen (von der Branche erhofften) Paradigmenwechsel von „Wir warten, was auf europäischer Ebene passiert/geregelt wird, und schauen dann wie wir das sinnvoll umsetzen“ zu „Wir schauen, was wir jetzt national tun können, und erzielen so zeitnah Verbesserung und können nebenbei auch so die europäische Agenda zu beeinflussen“ steht.

Damit sind wir bei der Einbettung in den Kontext der Regelungsbestrebungen auf Europäischer Ebene. Ich möchte dies etwas zugespitzt einteilen in Regulierung der „alten Welt“ und der „neuen Welt“.

⁶ Mit dem Zukunftsfonds stellt die Bundesregierung 10 Milliarden Euro für Start-ups in den verschiedensten Phasen und Sektoren über ihre Intermediäre bereit. Marktagnostisch unterstützt der Bund somit die breite Entwicklung des Ökosystems mit zusätzlichen finanziellen Mitteln. Die Mobilisierung privaten Kapitals für den Venture Capital-Markt bleibt aber elementar. Der Wachstumsfonds Deutschland ist ein gutes Beispiel, wie die Bundesregierung zusätzliches privates Kapital mobilisiert.

⁷ Die KfW Capital wurde 2018 gegründet und hat seitdem 1,9 Milliarden Euro investiert und unterstützt somit das deutsche Venture Capital-Ökosystem in der Breite.

⁸ Es soll ein Kapitalstock aufgebaut werden, der am Kapitalmarkt angelegt werden soll, wobei die Erträge zur Stützung der gesetzlichen Rentenversicherung verwendet werden sollen.

⁹ Veröffentlichung am 18. Juli 2023 https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Broschueren_Bestellservice/abschlussbericht-fokusgruppe-private-altersvorsorge.pdf?__blob=publicationFile&v=6.

Mit der der vielleicht etwas tendenziös klingenden, aber nicht so gemeinten Bezeichnung „alte Welt“ möchte ich hier die Regulierung der herkömmlichen Kapitalmärkte adressieren. Im Kontext des ZuFinG geht es vor allem darum, den Zugang der Unternehmen zum Kapitalmarkt zu erleichtern und die kapitalmarktbasierende Finanzierung attraktiver zu machen. Aufgrund der großen Harmonisierungsdichte in diesem Bereich muss in diesem Bereich die europäische Ebene mitgedacht werden. Daher muss man die Regelungen im Bereich Kapitalmarktrecht komplementär zum Listing-Act sehen. Der Listing-Act ist ein Paket von Änderungen im EU-Sekundärrecht, das Teil des Aktionsplans der Europäischen Union zur Fortentwicklung der Kapitalmarktunion ist.¹⁰

Dies gilt insbesondere auch für die skizzierte Regelung im ZuFinG zu den Mehrstimmrechten. Hier muss der im Rahmen des Listing Acts ebenfalls verhandelte Entwurf für eine Richtlinie zu Mehrstimmrechtsaktien¹¹ in den Blick genommen werden.

Bezüglich der „neuen Welt“ der digitalen Finanztechnologien und der mit ihnen verbundenen Dienstleistungen ist vor allem Digital Finance Strategy der EU-Kommission¹² zu nennen. Diese umfasst zahlreiche EU-Regulierungsvorhaben, die sich in unterschiedlichen Verhandlungsstadien befinden (abgeschlossen, laufend, angekündigt). Wichtige Bausteine sind u.a. die EU-VO für operative Resilienz (DORA)¹³ die zahlungsverkehrsrechtlichen Regelungsvorhaben (Digitaler Euro¹⁴, Echtzeitüberweisung, Überarbeitung der Zweiten Zahlungsdiensterichtlinie) und ein regulatorisches Rahmenwerk für Open Finance.

Hervorzuheben sind im Zusammenhang mit dem ZuFinG vor allem die Markets-in-Crypto-Assets Verordnung (MICA)¹⁵ sowie das DLT-Pilotregime.¹⁶ Mit

¹⁰ https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13238-Listing-Act-making-public-capital-markets-more-attractive-for-EU-companies-and-facilitating-access-to-capital-for-SMEs_en; näher zum Gesamtkonzept *Veill/Wiesner/Reichert*, ECFR 2022, 445, 446 ff.

¹¹ Vorschlag für eine Richtlinie über Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien in Gesellschaften, die eine Zulassung ihrer Anteile zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt beantragen, 7.12.2022 COM(2022) 761 final.

¹² <https://eufordigital.eu/discover-eu/eu-digital-strategy/>.

¹³ Verordnung EU 2022/2554 vom 14.12.2022 über die digitale operationale Resilienz im Finanzsektor und zur Änderung der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009, (EU) Nr. 648/2012, (EU) Nr. 600/2014, (EU) Nr. 909/2014 und (EU) 2016/1011.

¹⁴ Vorschlag der Kommission vom 28.6.2023 für eine Verordnung über die Erbringung von Diensten im Zusammenhang mit dem digitalen Euro durch Zahlungsdienstleister mit Sitz in Mitgliedstaaten, deren Währung nicht der Euro ist, und zur Änderung der Verordnung (EU) 2021/1230,

COM(2023) 368 final; siehe dazu <https://www.bundesfinanzministerium.de/Monatsberichte/2023/04/Inhalte/Kapitel-3-Analysen/3-1-digitales-zentralbankgeld-und-digitaler-euro.html>; <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/unbarer-zahlungsverkehr/digitaler-euro>; *Beilner/Haas/Hess*, WM 2023, 111.

¹⁵ Verordnung EG/2023/1114 vom 31.5.2023 über Märkte für Kryptowerte

¹⁶ Verordnung EU/2022/858 vom 30. Mai 2022 über eine Pilotregelung für auf Distribu-

der MiCA-VO entsteht in der Europäischen Union ein eigenständiger und innovativer Regelungsrahmen für Märkte für Kryptowerte, der den bisherigen nationalen Rahmen der Kryptoregulierung ablöst. Die MiCA-VO spiegelt Regelungsbereiche, die für (tokenisierte) Finanzinstrumente in einer Mehrzahl von Rechtsakten, insbesondere den Verordnungen MiFIR/MiFID II niedergelegt sind und durch die Regeln des DLT-Piloten ergänzt werden. Im Zentrum steht die Regulierung öffentliche Angebot sog. Stablecoins (vermögenswertreferenzierter Token und E-Geld-Token) und Kryptowerte-Dienstleistungen.¹⁷ Die MiCA ist am 29. Juni 2023 in Kraft getreten und gilt in weiten Teilen grundsätzlich ab dem 30. Dezember 2024. Am 20.12.2023 hat das Bundeskabinett den Regierungsentwurf für ein Finanzmarktdigitalisierungsgesetz (FinmadiG) verabschiedet.¹⁸ Neben zahlreichen Änderungen am bestehenden Gesetz beinhaltet es vor allem Kryptomärkteaufsichtsgesetz (KMAG) als zentrales neues Aufsichtsgesetz für diesen Bereich.

Gerade auch in diesem Bereich müssen die Regelungen im ZuFinG in Verzahnung mit bestehenden, aber auch im Werden begriffenen europäischen Regelungen gelesen werden.

III. Inhalt des ZuFinG im Überblick

Nachdem wir einen Blick auf das Gesamtkonzept und dessen Einbettung in den europäischen Regegelungsrahmen und die großen Linien betrachtet haben, kommen wir nun zu der angekündigten kurzen Übersicht über den Inhalt des Gesetzes. Das Gesetzesvorhaben verfolgt einen übergreifenden Ansatz, der nicht nur Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht umfasst, sondern auch steuerrechtliche Regelungen umfasst.

1. Steuerrechtliche Regelungen, insbesondere Regelungen zur Mitarbeiterkapitalbeteiligung

Die Mitarbeiterkapitalbeteiligung ist für die Ziele des Gesetzes doppelt relevant. Gerade für Start-up- und Wachstumsunternehmen ist sie wichtig, um verhältnismäßig liquiditätsschonend für Talente und Mitarbeiter attraktive Konditionen

ted-Ledger-Technologie basierende Marktinfrastrukturen und zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 600/2014 und (EU) Nr. 909/2014 sowie der Richtlinie 2014/65/EU.

¹⁷ Weitere wesentliche Regelungsbereich sind: Aufsichtliche Anforderungen an die Geschäftsorganisation und Geschäftsführung; Transparenz- und Offenlegungspflichten für das öffentliche Angebot und die Zulassung zum Handel von Kryptowerten; Anforderungen zum Schutz der Inhaber von Kryptowerten und Kunden der Anbieter von Kryptowerte-Dienstleistungen.

¹⁸ https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/20_Legislaturperiode/2023-12-20-FinmadiG/0-Gesetz.html.

für Personalgewinnung und Halten von Personal anbieten zu können. Gerade im Digitalbereich besteht auch ein harter internationaler Wettbewerb um High Potentials. Die Regelungen zur weiteren Förderung der Mitarbeiterkapitalbeteiligung können aber auch ein Beitrag zur Verbesserung der Aktienkultur in Deutschland sein, indem sie Beschäftigte an die Aktie als Anlageinstrument heranzuführt.¹⁹

Bereits im Koalitionsvertrag hatten sich die Koalitionsparteien auf eine Erhöhung des Steuerfreibetrags für die Gewährung von Mitarbeiterkapitalbeteiligungen geeinigt.²⁰ Der steuerfreie Höchstbetrag wird von 1.440 EUR auf 2.000 EUR angehoben.²¹ Anders als noch im Referentenentwurf, der eine Streichung der Möglichkeit der Umwandlung von bestehendem Entgelt in eine Mitarbeiterkapitalbeteiligung vorsah, soll nach dem Regierungsentwurf die Möglichkeit der Entgeltumwandlung erhalten bleiben.²²

Daneben soll der Anwendungsbereich der Vorschrift zur aufgeschobenen Besteuerung deutlich erweitert werden. Dies dient der Bewältigung der sogenannten dry income-Problematik bei der Mitarbeiterkapitalbeteiligung und verbessert die – von den Start-ups häufig monierte – Praxistauglichkeit dieser Regelung. Die dry income-Problematik tritt auf, weil die Übertragung einer Beteiligung zu steuerpflichtigem Arbeitslohn (Sachbezug) bei den Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern führt, ohne dass ihnen liquide Mittel zugeflossen sind (sog. „trockenes“ Einkommen – „dry income“). Daher ist es sinnvoll, hier einen Aufschub der Besteuerung bis zur Veräußerung der Anteile vorzusehen.²³ Von der bisherigen Regelung in § 19a EStG, die dies adressiert, konnten allerdings nur wenige Unternehmen und damit deren Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter profitieren.²⁴ Daher erweitert das Zukunftsfinanzierungsgesetz den Kreis dieser Unternehmen erheblich. Beispielsweise werden nun auch Unternehmen mit bis zu 1000 Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern erfasst sowie solche, die vor bis zu 20 Jahren gegründet wurden.²⁵ Die Regelung erfasst auch vinkulierte Beteiligungen, um eine Schlechterstellung gegenüber sonstigen Beteiligungen zu vermeiden.

Von wesentlicher Bedeutung für die Verbesserung der Praxistauglichkeit der Regelung ist auch, dass die Frist für eine finale Besteuerung – unabhängig von

¹⁹ Vgl. auch Schilderung der Ausgangslage bei *Briese*, BB 2023, 1434, 1435; *Löw/Daka*, BB 2023, 1907, 1908.

²⁰ <https://www.bundesregierung.de/breg-de/service/gesetzesvorhaben/koalitionsvertrag-2021-1990800>, S. 30.

²¹ Art. 17 Nr. 1 Bst. a) aa) ZuFinG-RegE/§ 3 Nummer 39 S. 2 EStG-RegE.

²² Art. 17 Nr. 1 Bst. a) bb) ZuFinG-RegE/§ 3 Nummer 39 S. 2 EStG-RegE.

²³ Vgl. auch Erläuterungen bei *Briese* (Fn. 19), 1435; *Löw/Daka* (Fn. 19), 1908.

²⁴ Vgl. auch *Briese* (Fn. 19), 1455; *Löw/Daka* (Fn. 19), 1908.

²⁵ Art. 17 Nr. 3 Bst b) ZuFinG-RegE/§ 19a Absatz 3 Satz 1 EStG-RegE, der auf das Doppelte der Jahresbilanzsumme und das Vierfache der Anzahl der Beschäftigten, die die Empfehlung der Kommission vom 6. Mai betreffen die Definition von Kleinunternehmen sowie kleineren und mittleren Unternehmen vorsieht (ABl. L 124 vom 20.5.2003, S. 36). Dort genannte Schwellen: Jahresbilanzsumme: 43 Mio. Euro; Beschäftigte: 250.

einer Veräußerung der Anteile und einem Arbeitgeberwechsel – von zwölf auf fünfzehn Jahre verlängert wird. Ferner besteht jetzt die Möglichkeit, dass der Aufschub der Besteuerung trotz Arbeitgeberwechsels fortbesteht, sofern der Arbeitgeber erklärt, für die Steuer zu haften.²⁶

Das Gesetz sieht noch weitere Regelungen zur Setzung von Anreizen zum Vermögensaufbau vor, insbesondere durch Anlage in Aktien. Bei der Arbeitnehmer-Sparzulage (sogenannte „vermögenswirksame Leistungen“) wird die Einkommensgrenze für Vermögensbeteiligungen auf 40.000 EUR (Einzelveranlagung) bzw. 80.000 EUR (Zusammenveranlagung) erhöht werden, um „alle Arbeitnehmer“ zu begünstigen.²⁷

Daneben erfolgt eine Erweiterung der Umsatzsteuerbefreiung für die Verwaltung von Wagniskapitalfonds.²⁸

2. Erleichterung des Kapitalmarktzugangs und Verbesserung der Finanzierungsmöglichkeiten am Kapitalmarkt

a) Kapitalmarktrecht

Der Gesetzesentwurf nutzt nationale Regelungsspielräume, um auch im europarechtlich stark harmonisierten Kapitalmarktrecht Hürden für den Kapitalmarktzugang abzubauen. Die für einen Börsengang erforderliche Mindestmarktkapitalisierung wird von 1,25 Millionen Euro auf 1,0 Million Euro abgesenkt.²⁹ Überdies erhalten Börsen mehr Flexibilität, indem sie in Teilen des sogenannten regulierten Marktes auf den Mit Antragsteller beim Börsengang – das ist typischerweise eine emissionsbegleitende Bank – verzichten können.³⁰ Hierdurch verspricht sich die Bundesregierung eine Absenkung der Kosten.³¹ Eine weitere Maßnahme sind Vorgaben für die Börsenmantelaktiengesellschaft, die in den neu einzufügenden §§ 44 ff. BörsG einen Rechtsrahmen für sogenannte SPACs schafft; ein Instrument, das Start-ups und Wachstumsunternehmen einen alternativen Weg an den Kapitalmarkt eröffnet, von dem auch Anleger profitieren können. Ich komme noch einmal darauf zurück.

Ferner sieht das ZuFinG Anpassungen bei den Regelungen zur Haftung von Schwarmfinanzierungsanbietern für fehlerhafte Anlagebasisinformationsblätter vor. Die bisherige Regelung sieht vor, dass für Fehler bei den Anlageinformativonblättern nicht nur die Anbieter für Vorsatz und Fahrlässigkeit haften, sondern auch die Mitglieder der Leitungsorgane eine unmittelbar haften (§§ 32c, 32d

²⁶ Art. 17 Nr. 3 Bst. d) ZuFinG-RegE/§ 19a Absatz 4a EStG-RegE.

²⁷ Art. 34 ZuFinG/ § 13 Absatz 1 Satz 1 Fünfte Vermögensbildungsgesetz. https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilung_en/Abteilung_VII/20_Legislaturperiode/2023-04-12-ZuFinG/1-Referentenentwurf.html.

²⁸ Art. 18 ZuFinG / § 4 Nr. 8 Bst. h UmsatzsteuerG.

²⁹ Änderung von Art. 4 Börsenzulassungs-Verordnung nach Art. 4 ZuFinG-RegE.

³⁰ Art. 11 Nr. 6 ZuFinG-RegE/§ 32 Absatz 2a BörsG-RegE.

³¹ Begr-RegE zu Art. 11 Nr. 6, S. 115.