

Jetzt handeln: Größere Schritte für einen attraktiven Finanzstandort

Inhaltsverzeichnis

Chancen beherzter nutzen, Standortfördergesetz nur erster Schritt	3
1 Änderung des Aktiengesetzes.....	7
1.1 Herabsetzung des Mindestnennwerts: technische Nachbesserung und Ergänzung von § 225 AktG	7
1.2 Ergänzende Vorschläge des Deutschen Aktieninstituts zu Kapitalmaßnahmen	9
1.3 Bürokratieabbau mit Nähe zum Aktienrecht: Streichung von § 45b Absatz 9 EStG.....	11
2 Änderung des Wertpapierhandelsgesetzes	13
3 Änderung des Börsengesetzes und zum KMU-Wachstumsmarkt	14
4 Änderung des Wertpapierprospektgesetzes	16
5 Umsetzung der ESAP-Verordnung in deutsches Recht	17
6 Änderung des Spruchverfahrensgesetzes.....	19
Kontakt	22

Chancen beherzter nutzen, Standortfördergesetz nur erster Schritt

Das Deutsche Aktieninstitut begrüßt, dass die Bundesregierung mit dem Standortfördergesetz (StoFöG) „positive Impulse für die Mobilisierung privater Finanzmittel und das Wachstum der deutschen Wirtschaft“ setzen will, indem Maßnahmen zur Stärkung der Kapitalmärkte vorgeschlagen werden.

Die Maßnahmen des Standortfördergesetzes reichen hierzu jedoch bei weitem nicht aus. Zur Stärkung der Kapitalmärkte ist ein ambitionierterer Ansatz erforderlich, den wir bereits in unserer Stellungnahme zum Regierungsentwurf¹ dargelegt haben.

- **Wachstumsfreundliche Aktienrechtsreform:** Wir plädieren weiterhin dafür, dass der Gesetzgeber umfassend das Aktienrecht modernisiert und dabei den Fokus auf Wachstumsunternehmen legt. Gerade Wachstumsunternehmen wählen beim Gang an die Börse oftmals eine ausländische Rechtsform statt der deutschen Aktiengesellschaft, insbesondere die niederländische Naamloze Vennootschap (N.V.). Ein wesentlicher Grund ist, dass die N.V. flexiblere Kapitalmaßnahmen erlaubt, die den Unternehmen den nächsten Wachstumsschritt ermöglicht.
- **Entschlackung der Kapitalmarktregulierung und Vermeidung neuer Bürokratie:** Aktuell bestehen für die börsennotierten Unternehmen zu hohe bürokratische Anforderungen. Reduzierte Anforderungen machen Börsengang und Börsennotiz attraktiver und erleichtern die Eigenkapitalbeschaffung über die Börse.
- **Stärkung der Investorenbasis:** Es sind Maßnahmen unerlässlich, mit denen die Aktienanlage fester Bestandteil des langfristigen Vermögensaufbaus und der Altersvorsorge für weite Teile der Bevölkerung wird. Ein entwickelter Finanzstandort zeichnet sich dadurch aus, dass die Bevölkerung in hohem Maße über die Altersvorsorge und den langfristigen Vermögensaufbau am Kapitalmarkt teilnimmt und davon profitiert. Das dient dem Wohlstand der Bevölkerung unmittelbar. Gleichzeitig ist gerade die geringe Beteiligung lokaler Investoren am Kapitalmarkt ein wesentlicher Grund für die IPO-Schwäche und Lücken in der

¹ Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts zum Referentenentwurf des Standortfördergesetzes, „Standortfördergesetz: nur kleine Schritte“, 29. August 2025

Innovationsfinanzierung in Deutschland. Deutschland fehlt diese Investorenbasis.

Der Regierungsentwurf berührt dabei die ersten beiden Elemente des oben skizzierten Gesamtansatzes, indem er einzelne Maßnahmen für das Aktienrecht und im Bereich der Kapitalmarktregulierung vorschlägt.

Die Vorschläge sind aber weiter zu wenig ambitioniert. Daran haben die Änderungen des Regierungsentwurfs im Vergleich zum Referentenentwurf nichts geändert.

Dabei ließen sich deutliche Impulse im Aktiengesetz und ein spürbarer Bürokratieabbau auch innerhalb des bestehenden Zeitplans leicht erreichen. Diese Chance sollte der Gesetzgeber jetzt nutzen.

Priorität im laufenden Verfahren sollten dabei aus unserer Sicht haben:

- Anhebung der Grenzen für das Genehmigte Kapital nach § 202 Aktiengesetz (AktG):** Das genehmigte Kapital ist derzeit auf 50 Prozent des Grundkapitals beschränkt. In anderen Jurisdiktionen, wie in den Niederlanden oder Schweden, kann es dagegen ein Mehrfaches des Grundkapitals haben. Deutschland sollte sich hieran ein Beispiel nehmen und die Grenze zur Aufnahme eines genehmigten Kapitals deutlich anheben oder ganz streichen. Das erhöht die Attraktivität der Rechtsform der AG, gerade für schnell wachsende Start-ups/Scale-ups. Unter den in Kapitel 1.2. aufgeführten notwendigen Maßnahmen zur Flexibilisierung der Kapitalaufnahme ist dies eine besonders leicht umzusetzende Änderung, die unabhängig von einer größeren Reform einfach vorgezogen werden kann.
- Streichung von § 45b Abs. 9 Einkommensteuergesetz (EStG):** Die Streichung der kostenpflichtigen, verpflichtenden jährlichen Aktionärsabfrage und Weiterleitung der dabei erhobenen Daten an die Steuerbehörden wäre eine einfache Maßnahme zur Verhinderung von zusätzlicher Bürokratie für börsennotierte Unternehmen (Kapitel 1.3.).
- Streichung von § 32 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG):** Die Verpflichtung für nichtfinanzielle Unternehmen, einen Wirtschaftsprüfer zur Einhaltung der Bestimmungen der EU-Derivateverordnung EMIR zu beauftragen, besteht nach EU-Recht nicht. Statt wie im Regierungsentwurf vorgesehen lediglich die Schwellenwerte leicht anzuheben, ab denen eine EMIR-Prüfung verpflichtend ist, sollte das Goldplating ganz entfallen. Auch dies wäre ein Beitrag zum Bürokratieabbau (Kapitel 2).
- Delisting aus dem KMU-Wachstumsmarkt nach § 39 Börsengesetz (BörsG):** Die Pflicht der Emittenten an einem KMU-Wachstumsmarkt, den Aktionären bei einem Delisting ein Abfindungsangebot für die

ausstehenden Aktien vorlegen zu müssen, ist nur gerechtfertigt, wenn die Emittenten zuvor vom regulierten Markt in den KMU-Wachstumsmarkt gewechselt sind. Für Emittenten, die niemals im regulierten Markt waren, ist sie es nicht. Das sollte im Gesetz berücksichtigt werden. Die Börse ist keine Einbahnstraße, und wenn der Weg an die Börse über das Konzept des KMU-Wachstumsmarkts erleichtert werden soll, darf der Börsenrückzug nicht unnötig erschwert werden (Kapitel 3.).

Neben diesen zentralen Punkten enthält unsere Stellungnahme Anmerkungen zu weiteren Regelungsvorhaben des Regierungsentwurfs.

Wir sehen Nachbesserungsbedarf vor allem in folgenden Punkten:

- **Aktiengesetz:** Die Möglichkeit, Aktien mit einem Nennwert von einem Eurocent ausgeben zu können, begrüßen wir. Allerdings muss die Einführung von „Cent-Aktien“ durch eine Ergänzung in § 225 AktG flankiert werden. § 225 AktG fordert die Bereitstellung von Sicherheiten bei einer Kapitalherabsetzung, die in vielen Fällen trotz der Möglichkeit von „Cent-Aktien“ weiterhin notwendig ist. Die Bereitstellung von Sicherheiten belastet aber die Liquiditätsreserven des betroffenen Unternehmens und erschwert damit Sanierungen. Wir schlagen eine für den Gesetzgeber einfach machbare Lösung vor, die den Unternehmen hilft und gleichzeitig den Gläubigerschutz, den Zweck des § 225 AktG, berücksichtigt (Kapitel 1.1.).
- **Börsengesetz:** Die geplante Ausweitung der Kompetenzen der Börsenaufsicht auf verbundene Konzernunternehmen eines Börsenträgers erscheint sehr weitgehend und sollte zurückgenommen werden (Kapitel 3).
- **Wertpapierprospektgesetz:** Die Möglichkeit, auf eine deutschsprachige Zusammenfassung des Prospektes in einem englischsprachigen Prospekt zu verzichten, begrüßen wir. Bei der Umsetzung der prospektrechtlichen Vorgaben aus dem EU Listing Act benötigen die Haftungsvorgaben für prospektähnliche Informationsdokumente allerdings einen Feinschliff. Es sollte klargestellt werden, dass an die neu eingeführten Informationsdokumente nicht die gleichen Haftungs Voraussetzungen gestellt werden, wie an vollständige Wertpapierprospekte. Da diese deutlich schlanker sind, wäre das unangemessen (Kapitel 4).
- **ESAP-Verordnung:** Die Einrichtung eines europäischen Portals für Pflichtinformationen (European Single Access Point, ESAP) in Deutschland setzt auf vorhandene Meldewege. Dadurch kommen nur wenige Anpassungen auf die Unternehmen zu. Allerdings wird als Folge der Anpassung an das EU-Recht jetzt explizit verlangt, dass die

Veröffentlichung des Jahresfinanzberichts und dessen Einreichung beim Unternehmensregister gleichzeitig zu erfolgen hat. Wegen der Notwendigkeit zur elektronischen Berichterstattung nach dem European Single Electronic Format (ESEF) (siehe oben) kann dies nicht immer sichergestellt werden. Es sollte deshalb klargestellt werden, dass den Emittenten keine Sanktionen aus der Verletzung der Gleichzeitigkeitsanforderung drohen, solange die Höchstfristen für die Einreichung vollständiger Unterlagen beim Unternehmensregister eingehalten werden. Auch empfehlen wir eine Ergänzung, dass die nunmehr nachträgliche Prüfung der eingereichten Unterlagen durch das Unternehmensregister unverzüglich erfolgen soll und anschließend eine Information der einreichenden Unternehmen über das Ende der Prüfung erfolgt. Andernfalls könnten Unternehmen über längere Zeiträume über die formale Korrektheit der eingereichten Unterlagen im Unklaren bleiben (Kapitel 5).

- **Spruchverfahrensgesetz:** Bei Streitigkeiten über die Höhe der Gegenleistung bei einem Delisting soll künftig das Spruchverfahren gelten. Das sehen wir kritisch, weil die konkrete Gesetzesformulierung dazu führen kann, dass bei jedem Delisting ein Spruchverfahren angestrengt wird. Spruchverfahren sind in der Praxis sehr zeit- und kostenaufwändig. Zudem ist der Vorteil gegenüber der bestehenden Rechtslage nicht ersichtlich. Die Regelung würde damit den Weg weg von der Börse erschweren, was umgekehrt die Attraktivität eines Börsengangs senkt. Die Regelung sollte daher idealerweise gestrichen, wenigstens jedoch so weit konkretisiert werden, dass das Spruchverfahren auf wenige Fälle beschränkt bleibt (Kapitel 6).

1 Änderung des Aktiengesetzes

1.1 Herabsetzung des Mindestnennwerts: technische Nachbesserung und Ergänzung von § 225 AktG

Die Änderung an § 8 AktG (Artikel 22 Nr. 1) schafft die Möglichkeit, Aktien mit einem Mindestnennwert in Höhe von einem Cent auszugeben. Deutschland zieht damit mit anderen Ländern gleich, in denen Unternehmen Aktien mit einem Nennwert im Cent-Bereich schon länger emittieren können.

Es ist aber dennoch notwendig, die Regelung einfacher und klarer zu fassen:

- Da die Einteilung des Grundkapitals ohnehin in der Satzung geregelt sein muss, ist eine eigenständige Satzungsermächtigung für die Ausgabe von Cent-Aktien nicht nötig. Eine Gefahr der Irreführung der Anleger ohne die vom Gesetz vorgeschlagene Zweistufigkeit mit ausdrücklicher Satzungsregelung sehen wir nicht. Die in der Entwurfsbegründung zitierte BT-Drucksache 13/9573 ist über 25 Jahre alt und spiegelt nicht mehr die Realität in vielen anderen EU-Mitgliedstaaten wider, in denen ein Mindestnennbetrag von 1 Cent pro Aktie schon seit langem etabliert ist. Dementsprechend sollte in den Absätzen 2 und 3 des § 8 AktG „Euro“ jeweils durchgehend durch „Eurocent“ ersetzt werden. So würde aus einem Verfahren in zwei Schritten (erst Satzungsermächtigung zur Einführung von Cent-Aktien, dann in einem zweiten Schritt Beschluss über deren Einführung mit entsprechender Änderung der Satzung) ein einfacheres Verfahren in einem Schritt, insbesondere auch im Wege der Kapitalherabsetzung.
- Bei Stückaktien sieht der Regierungsentwurf nur vor, dass der auf die einzelne Aktie entfallende Betrag des Grundkapitals „einen Eurocent“ betragen darf. Auch hier ist es notwendig, dass dieser Betrag jeden höheren Wert annehmen kann, also „mindestens einen Eurocent“ betragen kann.

Die Verringerung des Aktiennennwerts ist im Sanierungsfall von großer Bedeutung, in dem es notwendig wird, über eine Kapitalerhöhung den Fortbestand des Unternehmens zu sichern. In vielen Fällen liegt der aktuelle Börsenkurs nur knapp über oder sogar unter dem Nennwert. Kapitalerhöhungen erfordern aber gerade in einer Sanierungssituation einen erheblichen Abschlag vom Börsenkurs, damit Investoren bereit sind, zusätzliches Geld zur Verfügung zu stellen. Liegt der von den Investoren akzeptierte Preis für neue Aktien unter dem Nennwert, ist die Kapitalerhöhung wegen des Verbots der Unter-Pari-Emission nach § 9 AktG faktisch und rechtlich unmöglich.

Aktien mit einem Nennwert von einem Eurocent können nützlich sein, um diese Problematik zu entschärfen. Geht man von einem gleichbleibenden Börsenkurs aus, kann durch eine entsprechende Herabsetzung des Nennbetrags bei niedrigem Börsenkurs nahe dem bisherigen Nennbetrag ein Abstand zum dann niedrigeren Nennwert geschaffen werden, der einen Abschlag ermöglicht.

Das funktioniert aber nur, wenn das Grundkapital in demselben Maße herabgesetzt wird, wie der Nennwert reduziert wird. Erfolgt keine Kapitalherabsetzung, führt die Nennwertreduzierung ausschließlich zu einem Aktiensplit, bei dem zur Abbildung einer Nennwertreduzierung von 1 Euro auf 0,01 Euro eine alte Aktie in 100 neue Aktien getauscht werden müsste. Das bedeutet, dass damit der im Börsenkurs reflektierte Anteil der einzelnen Aktie am Unternehmenswert in demselben Verhältnis aufgeteilt würde. Dementsprechend würde dann auch der Börsenkurs in gleichem Verhältnis sinken. Selbst bei einem Nennwert von 0,01 Euro würde damit eine Kapitalerhöhung mit einem Abschlag zum Börsenkurs weiterhin nicht möglich.

Damit Gesellschaften bei einem nahe des Nennbetrags liegenden Aktienkurs neue Aktien ausgeben können, muss das Kapital also zunächst entsprechend der Reduzierung des Nennwerts der einzelnen Aktie auf den neuen Mindestnennwert von einem Eurocent herabgesetzt werden. Dadurch erhöht sich der Abstand zwischen Nennwert und aktuellem Börsenkurs; durch die Möglichkeit des geringeren Mindestnennbetrags kann aber eine Reduzierung der Gesamtzahl der ausgegebenen Aktien und damit deren Zusammenlegung vermieden werden.

Eine Kapitalherabsetzung gibt aber den Gläubigern der Gesellschaft derzeit das Recht, gemäß § 225 AktG eine Sicherheit zu verlangen. Eine Ausnahme gilt nur unter den Voraussetzungen der vereinfachten Kapitalherabsetzung nach § 229ff. AktG, die aber nur die dort näher bestimmten Sanierungsfälle betrifft.

Der Umfang, in dem Gläubiger der Gesellschaft Sicherheitsleistungen verlangen können, stellt für die Gesellschaft ein nicht kalkulierbares Risiko dar, das die Liquiditätssituation des Unternehmens belasten kann. Deshalb stellt § 225 AktG in der Praxis ein Sanierungshindernis dar.

Damit Sanierungen erleichtert werden, sollte § 225 AktG angepasst werden. Konkret sollte das Recht auf Sicherheitsleistung entfallen, wenn zeitgleich mit der Kapitalherabsetzung eine Kapitalerhöhung in mindestens demselben Umfang beschlossen wird. In einem solchen Fall verbessert sich nämlich insgesamt die wirtschaftliche Stellung der Gläubiger. Einem zusätzlichen Schutz der Gläubiger durch § 225 AktG bedarf es dann offensichtlich nicht.

Ein Vorbild hierzu, das genau diesem Motiv folgt, gab es in § 7 Abs. 6 Satz 4 und 5 Wirtschaftsstabilisierungsfondsgesetz (WStBG). Zur Bewältigung der wirtschaftlichen Krise der Corona-Pandemie wurde dort auf den Anspruch der Gläubiger auf Sicherheitsleistung bei einer Herabsetzung des Grundkapitals im Zusammenhang mit einer Rekapitalisierung unter Beteiligung des Wirtschaftsstabilisierungsfonds

gestrichen. Zwar ist die coronabedingte Regelung inzwischen ausgelaufen, die wirtschaftliche Logik dahinter lässt sich aber auf jeden Sanierungsfall auch unter Beteiligung privater Eigenkapitalgeber übertragen.²

1.2 Ergänzende Vorschläge des Deutschen Aktieninstituts zu Kapitalmaßnahmen

Zu einem ambitionierten Maßnahmenpaket zur Stärkung des Kapitalmarkts gehört eine wachstumsfreundliche Reform des Aktienrechts, insbesondere eine Flexibilisierung des Rechts der Kapitalmaßnahmen. Das StoFöG böte die Chance, dem Vorbild anderer Rechtsordnungen zu folgen und/oder konkrete Probleme in der Praxis der Kapitalmaßnahmen zu heilen.

Mehr Spielraum beim genehmigten Kapital

Offenkundiges Verbesserungspotenzial gibt es in Deutschland zunächst für das genehmigte Kapital, das derzeit auf 50 Prozent des Grundkapitals beschränkt ist. In anderen Jurisdiktionen, wie in den Niederlanden oder Schweden, besteht diese Restriktion nicht. Dementsprechend kann das genehmigte Kapital eines Unternehmens, beispielsweise in der Rechtsform der niederländischen N.V., ein Mehrfaches des Grundkapitals betragen. Deutschland sollte sich hieran ein Beispiel nehmen und die Grenze zur Aufnahme eines genehmigten Kapitals deutlich anheben oder ganz streichen. Diese Veränderung wäre zudem gesetzestechnisch sehr einfach umzusetzen. Sie steht zudem in einem besonders engen Zusammenhang mit dem Gesetzesziel der Start-up-Förderung, denn sie erhöht die Attraktivität der Rechtsform der AG gerade für schnell wachsende Start-ups und Scale-ups.

Mehr Flexibilität beim bedingten Kapital

Zwar sieht das bedingte Kapital explizit Bezugsrechte auf Aktien des Unternehmens für Arbeitnehmer und Mitglieder der Geschäftsführung vor, wird aber gerade für diesen Zweck wenig genutzt.

Ausschlaggebend dafür sind zwei Gründe:

- Die Bezugsrechte dürfen erst nach einer Sperrfrist von mindestens vier Jahren ausgeübt werden. Eine Sperrfrist ist zwar bei vielen Mitarbeiteraktienprogrammen üblich. Die Dauer der Sperrfrist wird aber von den Unternehmen individuell festgelegt und beträgt oftmals weniger als vier Jahre. Es sollte daher jedenfalls für Mitarbeiter unterhalb der

² Vgl. Lieder/Singhof, VGR-Sonderband „Reformbedarf im Aktienrecht, 2024, Rz. 14.27; Meyer ZGR 2024, 1151, ders. in Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bankrecht und Kapitalmarktrecht, 6. Aufl. 2022, Rz. 15.573.

Vorstandsebene auf eine starre Sperrfrist von vier Jahren verzichtet werden.

- Der Hauptversammlungsbeschluss muss zwingend „Erfolgsziele“ beinhalten. Die Definition von Erfolgszielen ist aber nur für die Bedienung von Aktienoptionsplänen anwendbar, nicht aber auf inzwischen typische Gestaltungen von Mitarbeiteraktienprogrammen, die oftmals lediglich ein Verbleiben des Mitarbeiters im Unternehmen voraussetzen. In diesem Fall kann die zwingend vorgesehene Angabe der Erfolgsziele der Aktienaussgabe in einem Hauptversammlungsbeschluss nicht erfüllt werden. Die Angabe von Erfolgszielen darf also bei der Auflage von Mitarbeiteraktienprogrammen keine zwingende Voraussetzung des Hauptversammlungsbeschlusses sein. Ferner sollte die Flexibilität, die nach § 193 Abs. 2 Nr. 3 AktG bei der Festlegung des Ausgabebetrags der neuen Aktien bei Wandelschuldverschreibungen möglich ist, auch für die Ausgabe von Aktien an Geschäftsführungsmitglieder und Mitarbeiter gelten.

Konkretisierung der Anforderung der „nicht wesentlichen Unterschreitung“ des Börsenpreises in § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG

Bei der Kapitalerhöhung mit vereinfachtem Bezugsrechtsausschluss darf der Ausgabepreis der neuen Aktien den Börsenpreis nicht wesentlich unterschreiten. § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG konkretisiert das Kriterium des „nicht wesentlichen Unterschreitens des Börsenpreises“ allerdings nicht. Die Praxis orientiert sich deshalb an einer Beschlussempfehlung des Rechtsausschusses des Deutschen Bundestages, die einen Abschlag von drei Prozent bis maximal fünf Prozent als Richtwert nennt. In einem volatilen Marktumfeld erweist sich dieses Korsett als zu eng. Dies gilt insbesondere für börsennotierte Wachstumsunternehmen mit potenziell volatileren Aktienkursen. Die aktuelle Regelung benachteiligt damit faktisch Unternehmen in der Rechtsform der AG gegenüber ausländischen Konkurrenten.

Wir regen deshalb an, das Gesetzgebungsverfahren dazu zu nutzen, diese Benachteiligung zu heilen. Konkret sollte eine Regelung etabliert werden, dass bei einer Platzierung mit einem marktnahem Preisfestsetzungsverfahren (wie dem Bookbuilding) keine wesentliche Unterschreitung des Börsenkurses vorliegt. Das stärkt die Möglichkeiten gerade kleinerer Unternehmen, risikofrei Kapital aufzunehmen.

At-the-Market-Platzierungen erleichtern

Anders als in den USA sind in Deutschland sogenannte At-the-Market-Platzierungen neuer Aktien nicht einfach möglich. Bei solchen Platzierungen werden neue Aktien fortlaufend über einen längeren Zeitraum über die Börse zum jeweiligen Marktpreis verkauft. Die neuen Aktien entstehen dabei nicht auf einmal, sondern mit der Lieferung der verkauften Aktien an den Erwerber. Als flexibles Instrument der

Kapitalaufnahme haben sich At-the-Market-Programme schon länger etabliert und werden von Investoren wie Unternehmen gleichermaßen akzeptiert.³ Selbst mit erheblichem Strukturierungsaufwand lassen sie sich nach deutschem Recht aber nicht gleichwertig nachbilden.⁴

Das StoFöG eröffnet damit die Möglichkeit, ein in der internationalen Kapitalmarktp Praxis übliches Instrument auch in Deutschland leichter verfügbar zu machen. Eine Möglichkeit hierzu wäre die Erweiterung der Anwendungsfälle des bedingten Kapitals auf At-the-Market-Emissionen.

1.3 Bürokratieabbau mit Nähe zum Aktienrecht: Streichung von § 45b Absatz 9 EStG

Ein Ziel des Standortfördergesetzes und der Bundesregierung ist der Abbau von unnötiger Bürokratie.

Wegen des Sachzusammenhangs zum AktG bietet das StoFöG die Möglichkeit, § 45b Abs. 9 EStG zu streichen. Dieser verlangt von börsennotierten Unternehmen ab dem Jahr 2027 jährlich die Durchführung einer kostenpflichtigen Aktionärsidentifikationsabfrage nach § 67d AktG. Die so gewonnenen Daten müssen die Unternehmen in einem aufwändigen Meldeverfahren an das Bundeszentralamt für Steuern weiterleiten. Zweck der Norm ist ausweislich der damaligen Begründung der Abgleich von den die Kapitalerträge auszahlenden Stellen – also den Banken – zu übermittelnden Angaben zu gleichen Sachverhalten.

Es ist nicht gerechtfertigt, die Unternehmen für eine Kontrolle der Intermediäre einzusetzen. Bedenkt man, dass die Unternehmen neben ihren eigenen Aufwänden auch noch die Intermediäre für die Daten bezahlen müssen, erscheint diese Verpflichtung grotesk, zumal die Daten sich nicht unterscheiden werden.

Die Compliance mit dieser Norm ist für die Unternehmen nicht nur sehr aufwändig, sondern der Mehrwert für die Finanzverwaltung ist außerdem zweifelhaft und steht nicht im Verhältnis zu den entstehenden Belastungen. Die Finanzverwaltung bekommt die Daten der Aktionäre bereits direkt von den Banken. Ein Abgleich der von den Emittenten erhaltenen Daten mit den Daten der Banken ist als Missbrauchskontrolle nicht tauglich. Die Daten stammen schließlich von denselben Banken. Eine vorsätzlich missbräuchlich agierende Bank würde sicherlich nicht unterschiedliche Daten liefern. Ein Mehrwert für die Finanzverwaltung ist deshalb nicht

³ Siehe Blättchen, ATM: ein Instrument, um marktnah und flexibel zu platzieren, GoingPublic, Dezember 2020, S. 16.

⁴ Siehe Schieber/Wieneke, At-the-Market-Programme auch für deutsche Emittenten interessant, Börsen-Zeitung vom 23. Mai 2025

ersichtlich. Hinzu kommt der Aufwand in der Finanzverwaltung für den Abgleich dieser erheblichen Datenmenge.

Zudem ändert sich gerade durch die europäische FASTER-Richtlinie das Meldeverfahren der Banken an die Finanzverwaltungen. Ziel dieser Richtlinie ist auch, Missbrauch im Zusammenhang mit Cum/Ex- und Cum/Cum-Geschäften zu vermeiden.

§ 45b Abs. 9 EStG neue Fassung sollte deshalb noch vor dessen Geltung dieser Vorschrift gestrichen werden. Andernfalls wird anstatt einer bürokratischen Entlastung eine unnötige erhebliche Belastung ab dem Jahr 2027 auf die börsennotierten Unternehmen zukommen.

2 Änderung des Wertpapierhandelsgesetzes

Über die durch die ESAP-Verordnung bedingten Anpassungen am Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) hinaus, schlägt der Regierungsentwurf eine Veränderung von § 32 WpHG (Artikel 5 Nr. 12) vor.

§ 32 WpHG legt fest, dass nichtfinanzielle Unternehmen einen Wirtschaftsprüfer zur Einhaltung der Bestimmungen der EU-Derivateverordnung EMIR beauftragen müssen. Dies ist ein deutscher Sonderweg, da eine solche Verpflichtung nach EU-Recht nicht besteht. Deutsche Unternehmen, die Derivate in ihrem Risikomanagement einsetzen, werden durch diesen zusätzlichen Aufwand benachteiligt.

Wir regen deshalb an, diese Pflicht für alle Unternehmen unabhängig vom Bruttonominalvolumen und der Anzahl der Over-the-Counter (OTC)-Derivate abzuschaffen, um EU-weit ein Level-Playing-Field herzustellen.

Der Regierungsentwurf setzt bisher lediglich die Schwellenwerte in Bezug auf das Bruttonominalvolumen und die Anzahl der OTC-Derivate herauf, ab wann eine solche EMIR-Prüfung verpflichtend ist. Das ist zwar zu begrüßen, weil die Zahl von dieser Verpflichtung betroffener Unternehmen sinkt, ändert aber nichts an der Benachteiligung der Unternehmen, die über diesen Schwellenwerten liegen.

3 Änderung des Börsengesetzes und zum KMU-Wachstumsmarkt

§ 3 Abs. 4 BörsG (Art. 18. Nr. 2): Erweiterung der Aufgaben und Befugnisse der Börsenaufsichtsbehörde erscheint unnötig

Wir halten den aktuellen § 3 BörsG für europarechtskonform, so dass sich uns die Notwendigkeit der Anpassung des Börsengesetzes nicht erschließt.

Außerdem gehen die geplanten neuen Befugnisse der Börsenaufsicht weit über die bisherige Rechtslage hinaus. Das gilt vor allem für die Einbeziehung „verbundener Unternehmen“ in die Börsenaufsicht, ganz unabhängig davon, ob es sich bei diesen Unternehmen selbst um beaufsichtigte Unternehmen oder „Auslagerungsunternehmen“ handelt. Der Kompetenzbereich der Börsenaufsicht würde hier anders als dies etwa bei vergleichbaren Kreditwesengesetz (KWG)-Regelungen der Fall ist, allein aufgrund der Konzernverbundenheit erweitert. Soweit die entsprechenden Unternehmen bereits durch die BaFin beaufsichtigt sind, entsteht zudem die Gefahr von Doppelprüfungen und Kompetenzkonflikten.

Die Bezugnahme auf „mit dem Börsenträger verbundenen Unternehmen im Sinne des § 271 Absatz 2 des Handelsgesetzbuchs“ sollte deshalb entfallen.

§ 48a Abs. 1b BörsG (Artikel 19 Nr. 7 b): Pflicht zu Erwerbsangeboten beim Delisting aus dem KMU-Wachstumsmarkt auf relevante Fälle beschränken

Nach § 48a Absatz 1 b BörsG soll der Börsenträger für den Fall, dass der Emittent die Einbeziehung von Wertpapieren zum Handel an dem KMU-Wachstumsmarkt kündigt, eine dem § 39 Absatz 2 bis 6 entsprechende Vorschrift verankern. Damit soll ein Delisting aus dem KMU-Wachstumsmarkt ohne Erwerbsangebot verhindert werden.

Wir verstehen den Hintergrund der Regelung in § 48a Absatz 1 b BörsG: Es soll vermieden werden, dass ein Delisting vom regulierten Markt ohne Erwerbsangebot erfolgt, indem Emittenten zunächst ein Downlisting in den KMU-Wachstumsmarkt vollziehen. Um dieser missbräuchlichen Konstellation vorzubeugen, sieht der Entwurf für diesen Fall zurecht die Pflicht zu einem Erwerbsangebot beim Delisting aus dem KMU-Wachstumsmarkt vor.

Allerdings stellt die Regelung eine Verschärfung auch für die Unternehmen dar, die in einem KMU-Wachstumsmarkt notiert sind, aber nicht zuvor in einem regulierten Markt waren. Auf diese „Börsenneulinge“, die gerade den Schritt an den KMU-Wachstumsmarkt machen, um Börsenerfahrung unter erleichterten Bedingungen zu sammeln, wirkt die Verpflichtung zur Abgabe eines Abfindungsangebotes bei

Kündigung abschreckend. Darunter leidet die Attraktivität des Konzeptes des KMU-Wachstumsmarkts.

Wir empfehlen daher, Emittenten, die nur im KMU-Wachstumsmarkt notiert sind und kein Downlisting aus dem regulierten Markt vorgenommen haben, von der Regelung auszunehmen.

Außerdem fehlt unseres Erachtens eine Übergangsregelung für die Unternehmen, die noch nach altem Recht und damit vor In-Kraft-Treten der Neuregelung ein Delisting aus dem KMU-Wachstumsmarkt angestoßen haben (und gegebenenfalls zuvor nach dem heutigen Recht bereits beim Downlisting ein Erwerbsangebot unterbreiten mussten). Für diese Unternehmen sollte das Delisting nach altem Recht fortgeführt werden können.

4 Änderung des Wertpapierprospektgesetzes

Im Wesentlichen ergeben sich die vom Regierungsentwurf vorgeschlagenen Änderungen am Wertpapierprospektrecht aus dem EU Listing Act und der EU-ESAP-Verordnung. Wir begrüßen, dass mit dem Regierungsentwurf künftig die Verpflichtung entfällt, bei englischsprachigen Prospekten eine deutsche Zusammenfassung zu erstellen. Das ermöglicht vollständig englischsprachige Prospekte, stärkt den Finanzstandort und befreit Emittenten von aufwändigen Übersetzungsarbeiten (§§ 21 und 22 WpPG, Artikel 13 Nr. 8 und 9).

Allerdings ist das Haftungsregime für Dokumente mit begrenzter Seitenzahl nach dem Entwurf von § 9 Abs. 4 WpPG (Artikel 13 Nr. 5.) unangemessen: Nach der EU-Prospektverordnung ist in manchen Fällen ein elfseitiges Ersatzdokument zum Wertpapierprospekt möglich, um die Ausgabe von Wertpapieren zu erleichtern. Nach dem Regierungsentwurf soll sich die Haftung für solche Dokumente jedoch nach einem Regime richten, das für einen mehrere 100 Seiten umfassenden Wertpapierprospekt konzipiert wurde. Dies auf ein elfseitiges Dokument anzuwenden ist schlicht nicht möglich. Gleiches gilt für die Prospekte mit Seitenzahlbegrenzung wie dem EU-Folgeprospekt (maximal 50 Seiten) und dem EU-Wachstumsemissionsprospekt (maximal 75 Seiten). In einem Ersatzdokument mit verringertem Umfang wäre eine Haftung dafür, dass alle wesentlichen Informationen vollständig enthalten sind, nicht angemessen.

Die Neuregelung führt daher zu einer Rechtsunsicherheit in Bezug auf Haftungsrisiken. Deshalb sollte eine Klarstellung erfolgen, die dem Konzept von § 11 WpPG folgt. Danach ist die Haftung für ein Wertpapier-Informationsblatt auf Fälle beschränkt, in denen das Dokument keinen gesetzlichen Risikohinweis nach § 4 Abs. 4 WpPG enthält, unrichtig oder irreführend ist. Die zusätzliche Anforderung „vollständig“ zu sein, gibt es beim Wertpapier-Informationsblatt dagegen nicht. Der Regierungsentwurf sollte § 9 Abs. 4 WpPG auch so ausgestalten.

5 Umsetzung der ESAP-Verordnung in deutsches Recht

Eine ganze Reihe von Vorschlägen aus dem Regierungsentwurf setzen weitere Bestimmungen der Verordnung (EU) 2023/2859 um, mit der ab 2026 bei der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA ein zentrales Datenportal für den Zugriff auf Pflichtinformationen von Unternehmen (wie etwa den Jahresfinanzbericht) geschaffen wird. Dieses Datenportal – der European Single Access Point (ESAP) – soll durch die Vernetzung existierender Informationsstellen auf nationaler Ebene entstehen. Der Regierungsentwurf ergänzt dazu die bereits mit dem Gesetz für dringliche Änderungen im Finanzmarkt- und Steuerbereich (BGBl. 2025, Nr. 69) getroffene Maßnahmen.

§ 325 Abs. 4 Satz 2 (Art. 2 Nr. 2 c): Sanktionsfreiheit bei Einhaltung der gesetzlichen Höchstfristen für die Einreichung des Jahresfinanzberichts klarstellen

Eine Änderung betrifft dabei die Einreichung des Jahresfinanzberichts (beziehungsweise seiner Teile) beim Unternehmensregister und die Weiterleitung an den ESAP. Nach dem Entwurf von § 325 Abs. 4 Satz 2 (Art. 2 Nr. 2 c) soll die Weiterleitung der entsprechenden Unterlagen künftig gleichzeitig mit der öffentlichen Zugänglichmachung im Internet erfolgen.

Wir begrüßen, dass die Begründung diese Anforderung konkretisiert. Danach liegt Gleichzeitigkeit auch dann vor, wenn der Emittent nicht schuldhaft mit der Weiterleitung zögert.

Dies ist vor dem folgenden Hintergrund sinnvoll: Die Prozesse der Erstellung der Zahlenwerken und ihrer Einreichung beim Unternehmensregister sind zwar auch heute schon synchronisiert. Dennoch kann es dazu kommen, dass zwischen der Internetveröffentlichung des Jahresfinanzberichts einschließlich seines geprüften Jahresabschlusses und der Einreichung beim Unternehmensregister mehr als einige wenige Tagen liegen. Das hat den Grund, dass es wegen der technischen Erstellung und Prüfung des seit der letzten Reform der EU-Transparenzrichtlinie zusätzlich zu erstellenden Datei mit elektronischer Kennzeichnung der Zahlenwerke mittels iXBRL (ESEF-Reporting) zu Verzögerungen kommen kann, die zu einer späteren Einreichung beim Unternehmensregister führen.

Bei der Einführung des ESAP und der Anwendung des neuen § 325 Handelsgesetzbuch (HGB) und seiner Entsprechung in § 114 WpHG sollte es deshalb nicht dazu kommen, dass eine frühere Internetveröffentlichung der ansonsten materiell bereits geprüften Zahlenwerke zwingend auch eine unmittelbare Einreichung beim Unternehmensregister erfordert. Eine solche Verpflichtung würde nämlich umgekehrt bedeuten, dass eine Verzögerung bei der Erstellung des ESEF-Files die

Veröffentlichung der materiell richtigen Inhalte verzögern kann. Eine Nichtveröffentlichung zum geplanten Termin verursacht in der Regel einen Reputationsschaden mit negativen Effekten auf die Unternehmensbewertung.

Das kann mit der politischen Umsetzung nicht gewollt sein.

Vor diesem Hintergrund bitten wir um eine weitere Konkretisierung der Anforderung in der Begründung, die auf diese Belange Rücksicht nimmt. Konkret sollte klar gestellt werden, dass den Emittenten keine Sanktionen aus der Verletzung der Gleichzeitigkeitsanforderung drohen, solange die Höchstfristen für die Einreichung vollständiger Unterlagen eingehalten werden.

§ 329 Abs. 1 HGB (Artikel 2 Nr. 5): Fristen für die Prüfung der Unterlagen durch Unternehmensregister einfügen

Die Ergänzung von § 329 Absatz 1 HGB durch den Entwurf führt eine nachträgliche Prüfung der eingereichten Unterlagen durch das Unternehmensregister ein, damit die Weiterleitung an den ESAP nicht durch Prüfungen verzögert wird. Die geplante neue Regelung macht allerdings keine Vorgabe, innerhalb welcher Frist das Unternehmensregister die nachgelagerte Prüfung abgeschlossen haben muss. Dies führt zu erheblicher Unsicherheit bei den Unternehmen, ob sie auch nach längerer Zeit noch mit Beanstandungen rechnen müssen. Die nachteiligen Folgen einer solchen Beanstandung verschärfen sich dabei mit zunehmender Verzögerung. Eine solche Unsicherheit sollte vermieden werden, indem das Unternehmensregister die Prüfung unverzüglich nach der Einstellung im Unternehmensregister zu vollziehen hat. Zudem sollten die betroffenen Unternehmen über den Abschluss der Prüfung innerhalb einer kurzen Frist informiert werden.

6 Änderung des Spruchverfahrensgesetzes

Nach dem Regierungsentwurf bleibt es prinzipiell dabei, dass den Aktionären ein Abfindungsangebot gemacht werden muss, das sich nach dem Börsenkurs bestimmt. Das ist weiterhin sinnvoll.

Allerdings wird bei Streitigkeiten über die Höhe der Gegenleistung beim Widerruf der Zulassung von Wertpapieren zum Handel auf Antrag des Emittenten (§ 39 Abs. 2 Satz Nr. 1 BörsG) auf das Spruchverfahren verwiesen (§ 1 Nr. 8 SpruchG, Artikel 1 Nr. 1 b).

Wir sehen dies kritisch, denn für das vom Delisting betroffene Unternehmen und den das Delisting betreibenden Hauptaktionär ergibt sich mit dem Spruchverfahren kein höheres Maß an Rechtssicherheit. Zudem drohen zusätzliche Belastungen, da das Spruchverfahren in der Praxis sehr zeit- und kostenaufwändig ist. Dies macht den Börsenrückzug schwerer und wirkt umgekehrt negativ auf die Bereitschaft zum Börsengang.

Auf die Anwendung des Spruchverfahrens sollte deshalb idealerweise verzichtet werden. Dafür sprechen folgende Argumente:

- Anders als bei den sonstigen Anwendungsfällen des Spruchverfahrens unterliegt dem Delisting nicht ein Beschluss, der in das Handelsregister eingetragen werden muss, und der durch einen Streit über die Bewertung nicht verzögert werden soll. Das Spruchverfahren bringt deshalb hier keinen unmittelbaren Transaktionsvorteil.
- Für die Praxis besonders schwerwiegend ist, dass nach dem Regierungsentwurf die Fälle, in denen der Börsenkurs für die Festlegung des Angebotspreises nicht herangezogen werden kann, nicht mehr wie bisher – analog zu den Mindestpreisvorschriften in der Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)-Angebotsverordnung für Übernahme- und Pflichtangebote – enumerativ auf einige wenige, objektiv leicht festzustellende Fälle beschränkt sind. Vielmehr verwendet der Regierungsentwurf mit dem Merkmal eines „durch besondere Umstände unangemessen niedrigen Börsenkurses“ ein unbestimmtes Tatbestandsmerkmal, das vom Gesetz dann nur durch Regelbeispiele („insbesondere“) und damit gerade nicht abschließend konkretisiert wird. Es ist daher davon auszugehen, dass künftig in praktisch allen Fällen eines Delistings ein Spruchverfahren angestrengt wird, weil auch ohne Vorliegen eines Regelbeispiels behauptet werden kann, dass der Börsenkurs unangemessen niedrig ist. Da es kostengünstig für Aktionäre ist, ein Spruchverfahren anzustrengen, wird dies dazu führen, dass auch weniger aussichtsreiche Fälle in einem Spruchverfahren enden.

- Ferner ist eine zusätzliche nachgelagerte gerichtliche Überprüfung nicht notwendig, denn der Angebotspreis wird beim Delisting-Angebot bereits vorab durch die BaFin im Rahmen des WpÜG geprüft. Das gilt auch für die Frage, ob statt des gesetzlichen Regelfalls einer kursbezogenen Festlegung ausnahmsweise eine Unternehmensbewertung erforderlich ist und diese gegebenenfalls ordnungsgemäß durchgeführt wurde.
- Die im Regierungsentwurf vorgeschlagene Regelung für das Delisting führt außerdem zu einem Wertungswiderspruch, da in den Fällen eines nicht liquiden oder nicht aussagekräftigen Börsenkurses bei Übernahme- oder Pflichtangeboten durch das WpÜG kein Spruchverfahren eröffnet wird, sondern es bei der vorgeschalteten behördlichen Prüfung durch die BaFin bleibt.

Sollte der Gesetzgeber bei der Einführung des Spruchverfahrens bleiben, sollten die folgenden Anpassungen vorgenommen werden:

- Das Erfordernis einer Unternehmensbewertung und ein daran anknüpfendes Spruchverfahrens sollte auf einige wenige, abschließend aufgezählte und durch objektive Kursdaten leicht feststellbare Konstellationen beschränkt werden. Dies würde verhindern, dass in praktisch allen Fällen eines Delistings ein für die Unternehmen zeit- und kostenaufwändiges Spruchverfahren angestrengt werden kann.
- Wichtig ist die Klarstellung, dass die Finanzierungsbestätigung nach § 13 WpÜG keine Zahlungen nach Abschluss des Spruchverfahrens (insbesondere auch keine Zahlung des Angebotspreises nach einer gegebenenfalls erst anschließend erfolgenden Annahme) abdecken muss. Hier muss dasselbe gelten wie für eine Bankgarantie beim Squeeze-out, die ebenfalls nur die ursprünglich vom Hauptaktionär festgelegte Abfindung abdeckt und dann zeitlich schnell erledigt ist. Denn eine Finanzierungsbestätigung mit einer auch noch das Spruchverfahren abdeckenden Laufzeit und ungewissen Höhe ist in der Praxis nicht umsetzbar.
- Zudem regen wir an, die Regelung zur Antragsberechtigung im Spruchverfahren (Art. 1 Nr. 2 des Regierungsentwurfs) zu überdenken. Aktuell ist vorgesehen, sich an die Regelung zur Überprüfung des Ausgleichs beim Abschluss eines Beherrschungs-/Gewinnabführungsvertrags anzulehnen und in § 3 Nr. 2 SpruchG neben § 1 Nr. 2 auch § 1 Nr. 8 SpruchG aufzunehmen. Der Begriff „außenstehender Aktionär“ ist jedoch ein Fachterminus aus dem Recht rund um den Beherrschungs-/Gewinnabführungsvertrag (siehe insbesondere § 304 AktG). Dies sind alle Aktionäre mit Ausnahme desjenigen Aktionärs, der den Beherrschungs-/Gewinnabführungsvertrag mit der Gesellschaft abgeschlossen hat. Das

entspricht nicht der Delistingkonstellation. Wir regen daher an, die neue Delistingkonstellation in § 3 Nr. 8 SpruchG vorzusehen.

- Zudem möchten wir darauf hinweisen, dass der vorgeschlagene Gesetzeswortlaut des § 39 Abs. 3 Satz 7 BörsG missverständlich ist, wenn er davon spricht, dass das Gericht die Höhe der Gegenleistung auf Antrag nach den Vorschriften des Spruchverfahrensgesetzes vermeintlich originär „bestimmt“. Wir schlagen den folgenden Wortlaut vor: „auf Antrag überprüft und gegebenenfalls abändert“.
- Missverständlich ist auch die Formulierung in § 39 Abs. 3 BörsG („die Höhe der Gegenleistung [...] auf Antrag durch das Gericht nach den Vorschriften des Spruchverfahrensgesetzes bestimmt.“) Richtigerweise sollte – wie auch sonst – die Gegenleistung im ersten Schritt durch den Bieter bestimmt werden, die dann von der BaFin zusammen mit der Angebotsunterlage gebilligt wird. Vom Gericht sollte nur dann eine angemessene Gegenleistung im Spruchverfahren bestimmt werden, wenn geltend gemacht wird, dass die vom Bieter festgesetzte Gegenleistung nicht angemessen ist (zu der entsprechenden Formulierung siehe beispielsweise § 34 Satz 1 Umwandlungsgesetz (UmwG)). Nur wenn bereits vom Bieter der Ausgangsbetrag festgesetzt wird, funktioniert das WpÜG-Angebotsverfahren, das einen bezifferten Angebotspreis verlangt.
- Schließlich ist es sinnvoll, auch § 1 Abs. 1 Nr. 3 Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (KapMuG) anzupassen. Sonst sind die Streitigkeiten über die Angebotshöhe in Delisting-Fällen KapMuG-fähig⁵ und die Aktionäre können unabhängig von den Fristen nach § 4 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 SpruchG, § 39 Abs. 3 Satz 8 BörsG eine Klage auf Erhöhung der Gegenleistung gemäß einem KapMuG-Verfahren anstrengen. Das ist abzulehnen.

⁵ So auch Harnos im Blog Gesellschaftsrecht, Zukunftsfinanzierungsgesetz: Die zweite Runde, 28. August 2024.

Kontakt

Dr. Norbert Kuhn
Leiter Think Tank
Telefon +49 69 92915-20
kuhn@dai.de

Dr. Gerrit Fey
Chefvolkswirt
Telefon +49 69 92915-41
fey@dai.de

Dr. Claudia Royé
Leiterin Recht
Telefon +49 69 92915-40
roye@dai.de

Büro Frankfurt:
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Senckenberganlage 28
60325 Frankfurt am Main

EU-Verbindungsbüro:
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Rue Marie de Bourgogne 58
1000 Brüssel

Hauptstadtbüro:
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Behrenstraße 73
10117 Berlin

Lobbyregister Deutscher Bundestag: R000613
EU-Transparenzregister: 38064081304-25
www.dai.de

Das Deutsche Aktieninstitut setzt sich für einen starken Kapitalmarkt ein, damit sich Unternehmen gut finanzieren und ihren Beitrag zum Wohlstand der Gesellschaft leisten können.

Unsere Mitgliedsunternehmen repräsentieren rund 90 Prozent der Marktkapitalisierung deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften. Wir vertreten sie im Dialog mit der Politik und bringen ihre Positionen über unser Hauptstadtbüro in Berlin und unser EU-Verbindungsbüro in Brüssel in die Gesetzgebungsprozesse ein.

Als Denkfabrik liefern wir Fakten für führende Köpfe und setzen kapitalmarktpolitische Impulse. Denn von einem starken Kapitalmarkt profitieren Unternehmen, Anleger und Gesellschaft.