

Prof. i. R. Dr. Ekkehard Wenger

Ehemaliger Inhaber des Lehrstuhls für  
Betriebswirtschaftslehre, Bank- und Kreditwirtschaft  
an der Universität Würzburg

ekkehard.wenger@pt.lu

## Stellungnahme

zum Regierungsentwurf eines Gesetzes  
zur Förderung privater Investitionen und des Finanzstandorts  
und zum Antrag auf Aufhebung der sogenannten  
Wegzugsbesteuerung gemäß §6 des Außensteuergesetzes

### 1. Allgemeines

Mit dem Regierungsentwurf soll „strukturellen Herausforderungen, die das Wachstum dämpfen können“, begegnet werden. Zu diesem Zweck soll „die Attraktivität des Finanzstandorts Deutschland sowohl für Investitionen und Kapital aus dem Ausland als auch für inländische Investoren weiter (??) gesteigert werden“. Ein Ziel des Gesetzentwurfs ist es, die Wettbewerbsfähigkeit des Finanzsektors „weiter (??) zu stärken“ und „insbesondere die Finanzierungsoptionen für junge dynamische Unternehmen auszuweiten.“ Es kann hier zunächst dahingestellt bleiben, wie das letztgenannte Ziel mit dem weiteren Ziel des Gesetzentwurfs vereinbar ist, „Kapitalmittel in stärkerem Umfang für Investitionen in Infrastruktur und erneuerbare Energien nutzbar zu machen“; einen Zielkonflikt wird man jedenfalls nur dann verneinen können, wenn man der Vorstellung anhängt, dass Investitionen in Infrastruktur und erneuerbare Energien ausgerechnet in „jungen dynamischen Unternehmen“ stattfinden.

Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang die relative Gewichtung der beiden Ziele. Setzt man sich mit dem besonderen Teil der Entwurfsbegründung auseinander, was schwer genug fällt, so erfährt man über die geplanten Maßnahmen im Einzelnen, dass unzählige Male auf steuerliche und andere Erleichterungen für Investitionen in Infrastruktur und erneuerbare Energien Bezug genommen wird; Investitionen in Venture Capital und Private Equity sind mir dagegen nur an einer einzigen Stelle aufgefallen: Auf S. 248 erlangt man Kenntnis von der glorreichen Fördermaßnahme, dass offene inländische Spezialfonds zukünftig nicht mehr daran gehindert werden sollen, Beteiligungen an geschlossenen Private Equity- und Venture Capital-Fonds zu

erwerben. Selbst an dieser Stelle verdeutlicht die Regierung noch einmal die Rangfolge der Ziele des Gesetzentwurfs: Das in Spezialfonds vorhandene Kapital kann nach der geplanten Gesetzesänderung „für den Ausbau der erneuerbaren Energien und den Investitionsbedarf im Bereich der Infrastruktur sowie zu Investitionen in Private Equity- und Venture Capital-Fonds genutzt werden“. Selbst wenn mir entgangen sein sollte, dass letztere noch irgendwo anders erwähnt worden sind, liegt die Regierung mit dieser Gewichtung derart krass daneben, dass man sich nicht wundern muss, wenn die „dynamischen jungen Unternehmen“ ihr Heil gerne im Ausland suchen. Allein mit der Aufhebung eines Investitionsverbots für inländische Spezialfonds wird man daran so gut wie gar nichts ändern.

Unter den gegenwärtigen Bedingungen sollte eine ungezielte Lenkung von Investitionskapital in erneuerbare Energien ohnehin nicht an der Spitze der Prioritätenliste stehen. Die Vorstandsvorsitzenden von Eon und RWE, Leonhard Birnbaum und Markus Krebber, stehen beide keinesfalls in Verdacht, die sogenannte Energiewende rückabwickeln zu wollen, sind aber trotzdem übereinstimmend der Auffassung, dass die Ausbauziele in der Form, wie sie derzeit verfolgt werden, auf eine sinnlose Verschwendung von Investitionsmitteln hinauslaufen, die dann an anderen Stellen fehlen.

<https://www.rwe.com/presse/interviews/wir-koennten-bei-der-energiewende-richtig-viel-geld-einsparen/>

*Birnbaum: Nehmen wir den Ausbau der Erneuerbaren: Wir können Ihnen genau sagen, wo es in den nächsten Jahren keinen Sinn ergibt, neue Wind- und Solarparks zu bauen, weil der erzeugte Strom mangels Netzkapazitäten dort heute schon nicht abtransportiert werden kann. Wenn wir in solchen Fällen sagen dürften: Du bekommst den Netzanschluss für deinen Windpark im Netzengpassgebiet erst später, dann können wir andere, dringend benötigte und für das Gesamtsystem sinnvolle Netzanschlüsse dafür sehr viel schneller realisieren. Momentan dürfen wir solche Priorisierungen nicht vornehmen. Um das sichtbar zu machen, schlagen wir eine Netzaampel vor, die genau die Gebiete als Grün ausweist, in denen ein Zubau sinnvoll ist.*

*Krebber: Wir brauchen weiterhin einen massiven Ausbau der Erneuerbaren, aber wir sollten aufhören, an den falschen Stellen weitere Wind- und Solaranlagen zu bauen, weil wir irgendwelchen pauschalen Ausbauzielen, hinterherlaufen. Wir müssen weg von diesen in Stein gemeißelten Zielen und diesem dirigistisch überregulierten Vorgehen.*

Wie sich an diesen Überlegungen zeigt, ist selbst Befürwortern der Energiewende klar, dass das ungebremste Hineinpumpen von Investitionsmitteln in erneuerbare Energien aus



volkswirtschaftlicher Sicht völlig unsinnig ist und Deutschland im internationalen Wettbewerb weiter zurückwerfen würde. Die spezifischen Fördermaßnahmen für erneuerbare Energien, die in das ohnehin ausgesprochen unübersichtliche Investmentsteuergesetz hineingepflanzt werden sollen, sind daher abzulehnen. Daraus allein folgt allerdings noch nicht, dass auch ein Umbau dieses Gesetzes mit dem Ziel einer möglichst sektorneutralen Investitionsförderung besser unterbleiben sollte.

Sollte das „Standortförderungsgesetz“ in der Form des Regierungsentwurfs dennoch verabschiedet werden, wird man sich allerdings damit trösten können, dass seine Auswirkungen begrenzt bleiben werden – jedenfalls dann, wenn die Marktteilnehmer die Stärke und Transparenz der Anreize und die Rentabilitätsaussichten von Investitionen in erneuerbare Energien nicht dramatisch überschätzen. Wie das Beispiel der Sonderabschreibungen auf Wohnimmobilien in den neuen Bundesländern nach dem Fall der Mauer zeigt, können Überreaktionen auf steuerliche Anreize durchaus ins Gewicht fallende Fehlinvestitionen auslösen. Die damals gesetzten Anreize waren allerdings wesentlich stärker als die im jetzigen Regierungsentwurf, so dass eine Überreaktion auf die steuerlichen Erleichterungen im Investmentsteuergesetz eher unwahrscheinlich sein dürfte. Größer erscheint die Gefahr, dass die Rentabilitätsaussichten von Investitionen in erneuerbare Energien überschätzt werden.

Als Allein- oder Mehrheitseigentümer von mehr als einem Dutzend Windkraftanlagen sind mir deren Rentabilitätsaussichten durchaus geläufig. Keine dieser Anlagen hätte eine Rendite von mehr als 5 % p.a. erbracht, wenn nicht zwei Faktoren zum Erfolg der Investitionen beigetragen hätten. Einer davon waren die extremen Überrenditen, die anlässlich der Strompreisexplosion im Jahre 2022 erzielt werden konnten; auf eine Wiederholung dieses Effekts kann ein rationaler Investor vernünftigerweise nicht setzen. Der andere hängt mit der zeitlichen Struktur der Gewinnentwicklung von Investitionen in erneuerbare Energien zusammen. In den ersten Jahren nach der Investition führen aus der überwiegenden Fremdfinanzierung resultierende Sollzinsen und Abschreibungen zu hohen Verlusten; Gewinne werden erst gemacht, wenn die Schulden weitestgehend zurückgezahlt sind, unter Umständen sogar erst nach Ausschöpfung aller Abschreibungen. Für die Nach-Steuer-Rendite des Windrads ist es unter diesen Bedingungen entscheidend, dass die Anfangsverluste aus der Windkraftanlage mit positiven Einkünften verrechnet werden können. Bei Privatpersonen wird dies üblicherweise dadurch erreicht, dass der Beitrag des Windrads zur Steuerbemessungsgrundlage in einer GmbH & Co KG anfällt und dann



dem Kommandisten persönlich zugerechnet wird, so dass diesem eine Verrechnung mit positiven Einkünften aus anderen Quellen möglich ist. Ohne eine solche Verrechnungsmöglichkeit von Anfangsverlusten der Windkraftanlage mit positiven Einkünften aus anderen Quellen sind mit Windkraftanlagen im Regelfall keine zufrieden stellenden Renditen zu erzielen. Bei Photovoltaik-Anlagen gilt dies analog.

Die vom Gesetzgeber vorgesehenen Änderungen des Investmentsteuergesetzes führen nun zwar zu steuerlichen Erleichterungen für die Finanzierung von Windkraft- oder Photovoltaik-Anlagen; diese Erleichterungen sind aber in ihren Auswirkungen auf die Nach-Steuer-Rendite im Normalfall deutlich schwächer als die Verrechnung der Anfangsverluste mit positiven Einkünften aus anderen Quellen. Ohne eine solche Verrechnungsmöglichkeit ist von Investitionen in erneuerbare Energien abzuraten. Die Fondslösungen, die nach den geplanten Änderungen des Investmentsteuergesetzes möglich wären, erscheinen daher vergleichsweise unattraktiv.

Umgekehrt zeigen diese Überlegungen, was der Gesetzgeber tun könnte, wenn er Investitionen in „junge dynamische Unternehmen“ wirksam fördern will - was sicher eher vertretbar erscheint als die Verfolgung überzogener Ausbauziele bei erneuerbaren Energien. Auch diese Unternehmen leiden oft unter einer mehr oder weniger langen Durststrecke mit steuerlichen Verlusten. In solchen Fällen lässt sich die Durststrecke leichter überstehen, wenn es gelingt, die Anfangsverluste mit positiven Einkünften aus anderen Quellen zu verrechnen. Verfügen der VC-Unternehmer und seine Mitgesellschafter über solche, so bietet sich als erstes - wie bereits oben beschrieben - die Rechtsform der GmbH & Co KG an. Dafür muss das Steuerrecht nicht geändert werden. Wenn der VC-Unternehmer und seine Mitgesellschafter selbst über keine Verrechnungsmöglichkeit mit positiven Einkünften aus anderen Quellen verfügen, könnte der Gesetzgeber andere Verrechnungsmöglichkeiten schaffen - etwa nach dem Vorbild der „flow through“-Aktien, mit denen Kanada Explorationsgesellschaften fördert, die typischerweise ebenfalls mit Anfangsverlusten zu kämpfen haben. Solche Gesellschaften können ihre (noch) nicht verrechenbaren Verluste bzw. Abschreibungen auf die Erwerber der „flow through“-Aktien übertragen, die diese dann mit eigenen positiven Einkünften verrechnen können.

Dem Antrag auf Aufhebung der Wegzugsteuer liegt ein anderer Ansatz zugrunde. Letzten Endes geht es bei diesem Antrag darum, dass ein nicht realisierter Wertzuwachs von Anteilen an



Kapitalgesellschaften nicht mehr besteuert werden soll, wenn der Anteilsinhaber auswandert. Da mit einer weiteren Erhebung dieser Steuer eine Diskriminierung gegenüber einem im Inland verbleibenden Aktionär verbunden wäre, ist davon auszugehen, dass die Wegzugsteuer jedenfalls in der gegenwärtig praktizierten Form europarechtswidrig ist, wenn eine Auswanderung in ein EU- oder EWR-Land oder in die mit der EU durch ein Freizügigkeitsabkommen verbundene Schweiz erfolgt. § 6 des Außensteuergesetzes sieht derzeit vor, dass die Besteuerung der stillen Reserven bei Auswanderung in die zuvor genannten Auswanderungsländer in sieben gleichen Jahresraten gezahlt werden kann, beginnend mit dem Jahr der Auswanderung. Für den Aufschub im Vergleich zu einer sofortigen Zahlung werden keine Zinsen erhoben. Trotz des zinslosen Aufschubs über bis zu sechs Jahre handelt es sich hier zweifellos um eine Diskriminierung gegenüber dem Verbleib im Inland. Bis 2022 sah das Außensteuergesetz dagegen einen zinslosen Aufschub der gesamten Steuerlast bis zur tatsächlichen Veräußerung der Anteile vor. Ob hier trotzdem eine steuerlich relevante Diskriminierung gegenüber dem Inlandsfall vorliegt, ist richterlich noch nicht entschieden. Immerhin ist - vor allem bei nicht börsennotierten Gesellschaften - auch die bloße Feststellung der noch nicht fälligen Steuerschuld mit oft erheblichem Aufwand verbunden, der dem im Inland verbleibenden Anteilsinhaber erspart bleibt. Hinzu kommt, dass alljährlich eine Meldung an das zuständige Finanzamt zu machen ist, dass der Auswanderer die Anteile noch hält; auch für das Finanzamt selbst ist damit Arbeit verbunden, denn es muss dann jedes Jahr erneut einen Stundungsbescheid erlassen. Aus eigener Erfahrung kann ich dazu sagen, dass auch sieben Jahre nach meiner Auswanderung trotz meiner alljährlich vorgetragenen Berichtigungsforderungen noch kein inhaltlich richtiger Stundungsbescheid ergangen ist.

Auch wenn davon auszugehen ist, dass die Wegzugsteuer in ihrer derzeit praktizierten Form vom nächsten mit dieser Frage befassten Gericht für europarechtswidrig erklärt werden muss - es sei in diesem Zusammenhang verwiesen auf das sogenannte Wächtler-Urteil des BFH vom 06. September 2023, IR 35/20, das noch zur bis 2022 geltenden Rechtslage ergangen ist - schafft eine isolierte Aufhebung der Wegzugsteuer unerfreuliche Auswanderungsanreize. Während der im Inland verbleibende Anteilsinhaber seine Anteile nicht verkaufen kann, ohne nach § 17 EStG zur Kasse gebeten zu werden, wäre der ins Ausland abgewanderte in vielen Fällen frei, seine Anteile ohne Steuerbelastung liquidieren zu können. Zwar sieht § 49 EStG bei Anteilen an inländischen Gesellschaften grundsätzlich eine fortdauernde Zugriffsmöglichkeit des deutschen Fiskus auf die Stillen Reserven vor, aber diese entfällt, wenn das DBA mit dem jeweiligen Auswanderungsland nicht ausdrücklich



vorsieht, dass Deutschland insoweit ein Besteuerungsrecht hat. Dieses bleibt manchmal vorbehalten (DBA Luxemburg, Niederlande, Tschechien), manchmal nicht (DBA Belgien, Österreich). Für inländische Betriebsstätten oder für den Fall, dass ein bedeutender Anteil des Vermögens der betreffenden Gesellschaft aus inländischen Immobilien besteht, bestehen oft zusätzliche, aber wiederum nicht einheitlich Regelungen. Zumindest eine Auswanderung nach Belgien, wo es im Unterschied zu Österreich keine Kursgewinnsteuer gibt, würde jedenfalls den Weg in die Steuerfreiheit ebnen, die es im Inland derzeit nicht gibt. Hinzu kommt, dass bei Anteilen an ausländischen Gesellschaften der Zugriff Deutschlands auf die Stillen Reserven in jedem Fall mit der Auswanderung endet. Die alleinige Streichung der Wegzugsteuer kann also nicht die Lösung sein, ihre Beibehaltung allerdings auch nicht - auch nicht in der bis 2022 geltenden Form.

Bis Ende 1998 stellte sich das Problem der Wegzugsteuer nur bei Beteiligungen von über 25 %. Bis zu dieser Grenze war nämlich die Veräußerung von Anteilen steuerfrei - unabhängig davon, ob der Anteilsinhaber im Inland verblieb oder nicht. Danach wurde der Grenzwert auf 10 % abgesenkt und ab dem Veranlagungszeitraum 2002 auf 1 %. Ab 2002 war für Anteilsinhaber mit unternehmerischem Einfluss also die Möglichkeit versperrt, den Wertzuwachs steuerfrei zu realisieren, an dessen Entstehung sie in vielen Fällen mitgewirkt haben. Seit diesem Zeitpunkt wirkt 6 AStG in Verbindung mit § 17 EStG nicht nur als Wegzugsteuer - was aus der Sicht eines ordentlichen Sozialisten ja durchaus positiv erscheinen mag, denn es geht ja nur darum, einem Republikflüchtigen noch etwas wegzunehmen, bevor er sich frevelhafterweise aus dem Staub macht. Sie wirkt aber - und das ist viel wichtiger - als Wegzugsbeschleunigungssteuer und als Zuwanderungsverhinderungssteuer (oder präziser: als Steuer, die unternehmerisch erfolgreiche Zuwanderer fernhält).

Der von der Politik so gerne umworbene „junge dynamische“ Unternehmer, der wertschaffend tätig ist und sein Unternehmen florieren sieht, wird sich die Frage stellen, ob er sich rechtzeitig in ein ihm freundlicher gesonnenes Land absetzt, bevor der Unternehmenswert, den er geschaffen hat, zu mehr als einem Viertel konfisziert wird, wenn er aussteigen will. Selbst wenn er das noch gar nicht will, wird er daran denken, dass die Alternative zum Verkaufen das Vererben ist und dass es viele Länder gibt, wo er zumindest an Kinder und Ehegattin zum Nulltarif vererben kann. Schon vor einem Börsengang sollte er sich lieber überlegen, ob er den noch macht, so lange er im Inland wohnt, denn sobald an der Börse seine Leistungen kapitalisiert werden und sich im Börsenkurs niederschlagen, wird Verkaufen, Auswanderung und Vererben viel, viel teurer. Seine



Entscheidung fällt zwischen dem unfreundlichen Steuersystem in Deutschland, wo man jetzt Venture Capital durch die Aufhebung eines Investitionsverbots für inländische Spezialfonds fördern will, und beispielsweise einem Standort im Kanton Zug: keine Kursgewinnsteuer, keine Erbschaftsteuer für Kinder und Ehegattin, 12 % Körperschaftsteuer, keine Gewerbesteuer, 22 % Einkommensteuerspitzensatz, weniger illegale Migranten und die Landschaft ist auch noch schöner. Was kann ihm Deutschland bieten, dass er hier bleibt? Infinitesimale Anpassungen des Investmentsteuergesetzes? Muss man sich da wundern, dass das Deutsche Aktieninstitut seine Stellungnahme zum „Standortförderungsgesetz“ so einleitet:

„Gleichzeitig ist gerade die geringe Beteiligung lokaler Investoren am Kapitalmarkt ein wesentlicher Grund für die IPO-Schwäche und Lücken in der Innovationsfinanzierung in Deutschland. Deutschland fehlt diese Investorenbasis.“

Erstaunlich ist eher, dass das Deutsche Aktieninstitut als Reaktion auf die Misere besonders weit ausholt und die Forderung erhebt, man solle „Jetzt handeln: Größere Schritte für einen attraktiven Finanzstandort“, um sich dann über 1 Cent-Aktien und ähnlich bedeutende Details zu verbreiten, statt auf das zentrale Problem einzugehen, dass die Aktienanlage für inländische Privatanleger über Jahrzehnte hinweg steuerlich immer unattraktiver gemacht wurde.

Daß die Alptraumkombination aus § 6 AStG und § 17 EStG die Wirkung einer Zuwanderungsverhinderungssteuer hat, darf bei allem nicht vergessen werden, auch wenn diese Wirkung nicht ganz so gravierend ist wie die Wegzugsbeschleunigung. Sollte Deutschland Interesse an der Zuwanderung erfolgreicher Unternehmer haben, die im Ausland rentable Gesellschaften groß gemacht haben, so ist die Besteuerung von Aktienkursgewinnen im Inland nichts weniger als ein Schuss ins eigene Knie. Kein erfolgreicher Unternehmer wird sich in Deutschland dauerhaft niederlassen, wenn er § 6 AStG gelesen hat, wonach er vor Ablauf von 7 Jahren wieder verschwinden muss, weil er sich sonst eine steuerlich Belastung aufhalst, die ihn ein Viertel seines Vermögens kosten kann, wenn er seine unternehmerischen Beteiligungen liquidiert oder das Land eines Tages doch wieder verlässt.

Was letzten Endes nötig wäre, um die Aktienanlage für Inländer wieder attraktiv zu machen und Unternehmer im Land zu halten, ist eine Rückkehr zum Steuersystem des Jahres 1998. Die damals relevante Schwelle von 25 %, bei deren Überschreiten die Besteuerung nach § 17 EStG erst einsetzte, dürfte in den allermeisten Fällen ausreichend sein, um zu verhindern, dass sie



— 8 —

überhsupt erhoben wird. Wer an die Börse geht, wird irgendwann meistens bei einer Beteiligungsquote von weniger als 25 % landen, und notfalls kann man ja auch Aktien innerhalb der Familie verteilen. Die vollständige Streichung von § 17 EStG, der immer ein systemwidriger Fremdkörper im Steuersystem war, wäre natürlich vorzuziehen. Damit würde sich dann auch die Wegzugsteuer erledigen. Natürlich kommt man dann nicht darum herum, die Abgeltungsteuer für Kleinaktionäre ebenfalls systemkonform anzupassen, gegebenenfalls in Verbindung mit der Wiedereinführung einer Haltefrist, nach deren Ablauf Kursgewinne steuerfrei bleiben, wie in der Zeit vor 2009.

Dieses Anliegen erscheint um so dringlicher, als die Abgeltungsteuer heute in zunehmendem Maße illusionäre Pseudo-Gewinne erfasst, denen kein realer Wertzuwachs, sondern nur die hohe Inflationsrate der letzten Jahre zugrunde liegt. Nimmt man die zuletzt vom Statistischen Bundesamt auf der Webseite destatis.de veröffentlichten Zahlen, so stieg der für Deutschland ermittelte Verbraucherpreisindex im Fünfjahreszeitraum Oktober 2020 bis Oktober 2025 von 99,9 auf 123,0, also um 23,1 %. Ein in demselben Zeitraum erzielter Aktienkursgewinn von 23,1 % würde also nur die Geldentwertung ausgleichen, müsste nach dem Berechnungsschema der Abgeltungssteuer aber trotzdem versteuert werden. Bei einer Steuerbelastung von 26,375 % einschließlich Solidaritätszuschlag, aber ohne Kirchensteuer, würde der Staat dann 6,1 % der im Oktober 2020 vorhanden gewesenen Kaufkraft abgreifen und die Abgeltungsteuer müsste als verkappte Vermögensabgabe eingeordnet werden.

Zum Vergleich sei hier die Entwicklung des MDAX herangezogen, der die Verhältnisse in der deutschen Wirtschaft sehr viel besser widerspiegelt als der sowohl von der Geschäftstätigkeit als auch von der Aktionärsstruktur her weitestgehend internationalisierte DAX: Der MDAX stieg in dem am 31. Oktober 2025 endenden Fünfjahreszeitraum von 25751 auf 29751. Dies entspricht einer Performance von 15,7 % und bleibt weit hinter der Inflationsentwicklung zurück. Dabei ist noch zu bedenken, dass in der MDAX-Performance von 15,7 % auch die Dividenden enthalten sind, die ja unabhängig von der Kursentwicklung auch noch der Abgeltungsteuer unterworfen sind. Rechnet man ohne Dividenden und nimmt nur die reine Kursentwicklung, so stellt man fest, dass die Kurse der MDAX Aktien seit Oktober 2020 im Durchschnitt um etwas mehr als 10 % gefallen sind (eine genauere Zahl war kurzfristig nicht verfügbar; die Entwicklung des MDAX-Kursindex musste behelfsweise aus einem Chart der Deutschen Börse abgelesen werden). Bis auch nur die Geldentwertung ausgeglichen ist, müssten die Kurse im M-Dax im Durchschnitt um mehr als 35 % steigen, und wer dann verkauft, muss, wenn er im Oktober 2020 eingestiegen ist, im Durchschnitt die oben berechnete reale



Vermögensabgabe von 6,1 % entrichten, die der Gesetzgeber als Abgeltungsteuer auf Kursgewinne tarnt.

Vor diesem Hintergrund bleibt rätselhaft, warum das Deutsche Aktieninstitut „größere Schritte“ zu einem „attraktiven Finanzstandort“ anmahnt und in diesem Zusammenhang auch noch betont, es sei „unerlässlich“, dass „die Aktienanlage fester Bestandteil des langfristigen Vermögensaufbaus und der Altersvorsorge für weite Teile der Bevölkerung“ wird, aber die Hauptursache der aktuell sichtbar werdenden Misere mit keinem Wort erwähnt.

Man kann sich nun auf den Standpunkt stellen, dass für eine steuerliche Entlastung der Aktienanlage zur Zeit kein Geld vorhanden ist; wenn es aber bei infinitesimalen Korrekturen des Investmentsteuergesetzes und den geplanten Trippelschritten bei der Körperschaftsteuer bleibt, wird in Zukunft noch weniger Geld vorhanden sein; der Kapitalmarkt wartet nicht auf die deutsche Regierung und auswanderungswillige Unternehmer auch nicht. Die DNA der deutschen Steuerpolitik war immer, das vorhandene Steuersubstrat möglichst lückenlos auszupressen und sich seiner drohenden Abwanderung entgegenzustellen, statt sich die Frage zu stellen, mit welchen steuerlichen Maßnahmen man zusätzliches Steuersubstrat gewinnen kann. Die gravierenden langfristigen Schäden einer solchen Politik zeigen sich spiegelbildlich in der Schweiz, wo man auf einem anderen Wohlstandsniveau lebt, weil man immer bedacht hat, dass ein weniger zufriffsfreudiges Steuersystem geeignet ist, besonders erfolgreiche Steuerbürger nicht nur nicht zu vertreiben, sondern ins Land zu holen. Deshalb kann die Schweiz auch auf eine Wegzugsteuer problemlos verzichten. Wegzugsteuern sind stets ein Indiz dafür, dass ein Staat mit der Freizügigkeit seiner Bürger Schwierigkeiten hat und mit seinem Steuersystem irgendetwas nicht stimmt.

## 2. Zum beonderen Teil der Begründung des Regierungsentwurfs

### Zu Artikel 5, Nummer 24

Die zu § 109 WpHG vorgesehene Ergänzung wird ausdrücklich begrüßt. Es wird angeregt, anlässlich der geplanten Gesetzesänderung generell darüber nachzudenken, ob Nachhaltigkeitsberichte überhaupt im öffentlichen Interesse liegen und ob der Aufwand, der mit ihrer Erstellung verbunden ist, im Verhältnis zu dem Nutzen, den sie der Allgemeinheit stiften, zu rechtfertigen ist.

Zu Artikel 18, Nr. 2 b)

Dass eine Behörde „auch ohne besonderen Anlass“ tätig werden kann, ist nicht nur im vorliegenden Zusammenhang, sondern generell abzulehnen. Eine solche Bestimmung ist ein Freibrief für Behördenwillkür. Keine Behörde funktioniert so prachtvoll, dass man ihr eine derart weitreichende Ermächtigung erteilen sollte.

Zu Artikel 19, Nummer 4)

Die Behauptung in der Entwurfsbegründung, dass sich die Delisting-Regelung aus dem Jahre 2016 „bewährt“ habe, ist grober Unfug. Dies wird schon aus der dafür gelieferten Begründung deutlich. Die Tatsache, dass die Kurse seit 2016 nach Ankündigung eines Delisting nicht mehr signifikant gefallen sind, belegt überhaupt nichts, sondern ist nur die Folge der Bindung der Abfindung an den durchschnittlichen Börsenkurs der letzten sechs Monate. Wenn dieser die Untergrenze darstellt, werden die Kurse typischerweise nicht mehr unter diese Grenze fallen; allenfalls sind Abzinsungseffekte möglich, weil es bis zur Auszahlung der Abfindung noch eine Weile dauert, in Ausnahmefällen auch Zweifel an der Bonität des Bieters. Diese Effekte sind nicht stark genug, um im Durchschnitt einer größeren Anzahl von Fällen einen statistisch signifikanten Kursverfall zu bewirken.

Die entscheidende Frage, ob die Abfindung gemessen am erwartbaren Ergebnis einer auf beiden Seiten freien und in voller Information über alle bewertungsrelevanten Umstände geführten Verkaufsverhandlung zu niedrig ist, hat mit der Frage des Ausbleibens eines statistisch signifikanten Kursverfalls rein gar nichts zu tun. Generell ist davon auszugehen, dass ein rationaler Bieter dann eine Abfindung ankündigt, wenn die abzufindende Aktie unterbewertet ist. Die Ankündigung einer Abfindung ist daher ein Signal dafür, dass eine Aktie vor der Ankündigung unterbewertet war. Darüber, wie groß diese Unterbewertung war, besagt eine Abfindung zum Durchschnittskurs der letzten sechs Monate rein gar nichts. Welche Abfindung angemessen ist, muss letztlich in einem Wertfindungsprozess geklärt werden, der sich eben nicht oder jedenfalls nicht allein auf den durchschnittlichen Aktienkurs der letzten sechs Monate stützt.

Als Wertfindungsprozess wird jetzt die Wiedereinführung des Spruchverfahrens auch in Delisting-Fällen vorgeschlagen. Verglichen mit dem Status quo, der im Normalfall allein die Orientierung am durchschnittlichen Sechs-Monatskurs vorsieht, ist das zweifellos eine Verbesserung.

Allerdings ist aufgrund der redaktionellen Einfügung des Spruchverfahrens in den Wortlaut des neu gestalteten § 39 BörsG



nicht klar, ob das Spruchverfahren dem Kleinaktionär durchgängig als Wertfindungsprozess zur Verfügung stehen soll oder nur bei Vorliegen besonderer Umstände. Tatsächlich kann die Vorschrift so gelesen werden, dass man den Eindruck gewinnt, das Spruchverfahren komme nur bei Vorliegen besonderer Umstände zur Anwendung. Man kann den neuen Gesetzestext aber auch anders verstehen. Diese Zweifel sollten - soweit nicht alternative Wertfindungsprozesse in Betracht gezogen werden - dahingehend beseitigt werden, dass das Spruchverfahren IMMER zur Verfügung steht. Dieses hat zwar in der Tat Mängel, aber ohne einen allgemein geregelten Wertfindungsprozess gibt es keinen Minderheitenschutz, der diesen Namen verdient. Der durchschnittliche Sechs-Monats-Kurs als Abfindungsuntergrenze hat allein die Funktion, einen scheinbaren Minderheitenschutz vorzutäuschen.

Es ist nicht überraschend, dass eine generelle Verfügbakreite des Spruchverfahrens in ALLEN Delisting-Fällen bei verschiedenen Interessengruppen auf Widerstand stößt. Der als Stellungnahme zum StaFöG eingedielieferte Text von Rechtsanwalt Dr. Philip Maximilian Schmoll enthält am oberen Rand den Vermerk „Kopie von Noerr Partnerschaftsgesellschaft mbB“. Es ist daher zu vermuten, dass hier eine Anwaltssozietöt im Spiel ist, die sich seit Jahrzehnten dadurch profiliert hat, dass sie im Auftrag des Großkapitals gegen die Ansprüche von Minderheitsaktionären auf angemessene Abfindung kämpft.

Ähnlich einzustufen ist die Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts. Im Fällen von Konflikten zwischen den Interessen von Kleinaktionären einerseits und Großaktionären bzw. Konzernfunktionären andererseits steht es stets zuverlässig auf der Seite der Letzteren; es sollte deshalb nicht als „Deutsches Aktieninstitut“ firmieren, sondern als „Deutsches Großaktionärs- und Konzernfunktionärs-Institut“. Bezeichnend für seinen Widerstand gegen das Spruchverfahren ist die folgende Einlassung: „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.“

Hierzu ist festzuhalten: Wer ein Produkt mit einer angekündigten Qualität - nämlich eine Aktie mit einer Börsennotierung in einem spezifizierten Marktsegment - verkauft, kann diese Qualität nicht einfach dem verkauften Produkt wieder entschädigungslos entziehen. Das Mindeste, was beim Wegfall dieser Qualität angeboten werden muss, ist eine nach einem akzeptablen Wertfindungsprozess ermittelte Abfindung.

Das Spruchverfahren ist ein solcher Wertfindungsprozess, der zugegebenermaßen Mängel aufweist. Ersatzlos wegfallen lassen darf

man ihn trotzdem nicht. Über bessere Wertfindungsprozesse darf nachgedacht werden. Vorzugswürdig erscheint aus meiner Sicht die Herstellung einer Situation, die einer freien Verhandlung zwischen Bieter und Kleinaktionär möglichst nahe kommt. Der Bieter sollte zur Abgabe eines Angebots verpflichtet werden, das die Zustimmung einer qualifizierten Mehrheit der Minderheitsaktionäre findet. Diese sollte bei zwei Dritteln oder drei Vierteln oder irgendwo dazwischen liegen. Flankiert werden muss die Regelung durch eine Unterbindung von Interessenkonflikten. Dem Bieter müssen gravierende Sanktionen bis hin zu einer Rückabwicklung des Abfindungsprozesses drohen, falls er versucht oder versucht hat, eine Mehrheit der Minderheitsaktionäre, die seinem Angebot zustimmt, durch das Einschleusen von in seinem Auftrag handelnden „U-Booten“ herbeizuführen.

Es ist davon auszugehen, dass eine solche im Detail noch auszuarbeitende Lösung schneller zu einem Ergebnis kommt und weniger Transaktionskosten verursacht als das Spruchverfahren.

Bollendorferbrück, 28.11.2025

Prof. Dr. Ekkehard Wenger