

An den Finanzausschuss  
des Deutschen Bundestags  
Platz der Republik 1  
11011 Berlin

[ausschließlich per E-Mail](#)

Düsseldorf, 11.09.2023

Institut der Wirtschaftsprüfer  
in Deutschland e.V.

Wirtschaftsprüferhaus  
Tersteegenstraße 14  
40474 Düsseldorf  
Postfach 32 05 80  
40420 Düsseldorf

TELEFONZENTRALE:  
+49 (0) 211 / 45 61 - 0

FAX GESCHÄFTSLEITUNG:  
+49 (0) 211 / 4 54 10 97

INTERNET:  
[www.idw.de](http://www.idw.de)

E-MAIL:  
[info@idw.de](mailto:info@idw.de)

BANKVERBINDUNG:  
Deutsche Bank AG Düsseldorf  
IBAN: DE53 3007 0010 0748 0213 00  
BIC: DEUTDE33XXX  
USt-ID Nummer: DE119353203

## **Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsförderungsgesetz – ZuFinG)**

Sehr geehrte Damen und Herren,

im Folgenden übermitteln wir dem Finanzausschuss des Deutschen Bundestags die Anmerkungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) zu aus unserer Sicht wesentlichen Aspekten des Regierungsentwurfs eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (RegE Zukunftsförderungsgesetz – ZuFinG).

Wie bereits mit unserer Stellungnahme zum Referentenentwurf vom 08.05.2023 dargelegt, ist die Initiative der Bundesregierung, die Attraktivität des deutschen Finanzstandorts sowie den Zugang zum Kapitalmarkt für Start-ups, Wachstumsunternehmen und KMU als Treiber der Innovation in Deutschland zu verbessern, ausdrücklich zu begrüßen. Dies gilt auch für Maßnahmen, die der Digitalisierung, Entbürokratisierung und Internationalisierung des Finanzstandorts Deutschland dienen und welche die Attraktivität des Finanzmarkts in Deutschland erhöhen können.

Dies vorausgeschickt halten wir es jedoch für erforderlich, dass über die mit unserer Stellungnahme vom 08.05.2023 angeregten Änderungen hinaus insbesondere die Regelungen zur Anfechtung der Kapitalerhöhung gegen Einlagen (§ 255 Abs. 5 AktG-E) nachgeschärft werden.

GESCHÄFTSFÜHRENDER VORSTAND:  
Prof. Dr. Klaus-Peter Naumann,  
WP StB, Sprecher des Vorstands;  
Melanie Sack, WP StB,  
stv. Sprecherin des Vorstands;  
Dr. Torsten Moser, WP

Amtsgericht Düsseldorf  
Vereinsregister VR 3850

Seite 2/5 zum Schreiben vom 11.09.2023 an den Finanzausschuss des Bundestags

## **Anfechtung der Kapitalerhöhung gegen Einlagen**

Nach dem vorliegenden Regierungsentwurf soll in § 255 Abs. 5 AktG-E festgelegt werden, dass bei Kapitalerhöhungen gegen Einlagen für die Bestimmung des Werts der gewährten Anteile bei börsennotierten Gesellschaften künftig grundsätzlich nur noch auf den Börsenkurs abgestellt wird (vgl. § 255 Abs. 5 Satz 1 AktG-E). Dies soll ausnahmsweise nur dann nicht gelten, wenn ein typisierter Fall einer fehlerhaften Marktpreisbildung nach § 255 Abs. 5 Satz 3 AktG-E vorliegt. Damit lehnt sich der Entwurf an die Regelungen für öffentliche Erwerbs- und Übernahmeangebote nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) und der Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots (WpÜGAngebVO) an. Diese Regelungen stellen für die dort genannten Fälle sehr niedrige Anforderungen an die Relevanz des Börsenkurses. Damit würde der Börsenkurs bei börsennotierten Aktiengesellschaften bei Kapitalerhöhungen gegen Einlagen regelmäßig allein maßgeblich sein.

Der vorliegende Regierungsentwurf weicht somit deutlich von der herrschenden Rechtsprechung zur Relevanz des Börsenkurses für die Ermittlung der Barabfindung bei sog. Squeeze Outs bzw. der Barabfindung und der Ausgleichszahlung bei Unternehmensverträgen ab. In diesen Fällen unterscheiden die Spruchgerichte regelmäßig zwischen dem Börsenkurs als Desinvestitionswert, an dessen Maßgeblichkeit geringe Anforderungen vergleichbar mit denjenigen nach WpÜG und WpÜGAngebVO gestellt werden. Als maßgebliche Schätzgrundlage für die Bestimmung des „wahren Wertes“ bzw. als Indikator für den Schätzwert für den Unternehmenswert wird der Börsenkurs allerdings nur in Ausnahmefällen herangezogen. Eine alleinige Maßgeblichkeit des Börsenkurses kommt demnach nur in Frage, wenn eine sehr hohe Liquidität der Aktie vorliegt und auf Basis umfangreicher ergänzender Analysen davon ausgegangen werden kann, dass die Marktteilnehmer die Ertragskraft des Unternehmens zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs niederschlägt (vgl. dazu zuletzt BGH, Beschluss vom 21.02.2023, Az. II ZB 12/21).

In diesem Kontext weisen wir darauf hin, dass die Anreizsituation bzw. die grundsätzliche Möglichkeit der Realisierung von nicht mit dem Aktienrecht zu vereinbarenden Sondervorteilen eines Mehrheitsaktionärs zu Lasten von Minderheitsaktionären bei einer Kapitalerhöhung gegen Einlagen eine deutlich andere als bspw. beim Squeeze Out ist. So sind die vom Bezugsrecht ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre bei einer Kapitalerhöhung gegen Einlagen nicht zu einer Veräußerung gezwungen, bei annähernder Übereinstimmung von

**Seite 3/5** zum Schreiben vom 11.09.2023 an den Finanzausschuss des Bundestags

Börsenkurs und Emissionskurs können sie sogar ihre bisherige prozentuale Beteiligung durch den Ankauf weiterer Aktien an der Börse in gleicher Weise wahren wie durch die Ausübung eines Bezugsrechts.

In den typischen Spruchverfahrensfällen ist der Schutzbedarf der Minderheitsaktionäre jedoch ganz anders gelagert, so dass es in solchen Fällen dem Schutzzweck der vorgesehenen Angemessenheitsprüfungen widersprechen würde, Börsenkurse ohne Berücksichtigung der wertrelevanten internen und externen Unternehmensinformationen und ohne Durchführung einer fundamentalen Unternehmensbewertung als Beurteilungsbasis zu verwenden. Denn zum einen sind wertrelevante unternehmensinterne Informationen (z.B. mittel- und langfristige Unternehmensplanungen) dem Kapitalmarkt nicht bekannt und somit nicht im Börsenkurs reflektiert. Zum anderen zeigen empirische Untersuchungen, dass der Markt und damit auch die Börsenkurse kurzfristigen Stimmungen unterliegen und deshalb Börsenkurse den fundamentalen Unternehmenswert nicht widerspiegeln (vgl. Hinweise des FAUB zum Börsenkurs, abrufbar auf der Website des IDW unter: [Börsenkurse \(idw.de\)](https://www.idw.de/Börsenkurse)).

Vor diesem Hintergrund ist es abzulehnen, dass der vorliegende Gesetzesentwurf bereits in laufenden Spruchverfahren zu anderen Strukturmaßnahmen, wie dem Abschluss von Beherrschungsverträgen oder dem Ausschluss von Minderheitsaktionären durch sog. Squeeze Out-Verfahren, dazu genutzt wird, um darauf zu drängen, vor Gericht auch für diese Fälle nur noch auf den Börsenkurs abzustellen.

Sofern im Interesse der Prozessökonomie (vgl. Seite 137 der Regierungsbeurteilung zum ZuFinG) an einem Abstellen auf den Börsenkurs sowie an dem Verweis auf das Spruchverfahren für die im Regierungsentwurf genannten Fälle festgehalten werden soll, regen wir zur Vermeidung nicht begründbarer und unerwünschter Ausstrahlungswirkungen an, an geeigneter Stelle begründet klarzustellen, dass das Abstellen auf den Börsenkurs nach § 255 Abs. 5 AktG-E jedenfalls nicht auf andere Spruchverfahrensfälle übertragbar ist.

### **Einführung von Mehrstimmrechtsaktien**

Nach dem vorliegenden Regierungsentwurf eines ZuFinG soll in § 135a Abs. 1 Satz 2 AktG-E festgelegt werden, dass die Mehrstimmrechte höchstens das Zehnfache des Stimmrechts nach § 134 Abs. 1 Satz 1 AktG betragen dürfen. Diese Höchstgrenze erscheint sehr hoch angesetzt, da sie einen großen Umfang von Stimmrechten trotz geringer Kapitalbeteiligung ermöglichen würde. Ein Kapitalanteil von nur 5 % könnte bereits eine Stimmrechtsmehrheit von 50 % si-

**Seite 4/5** zum Schreiben vom 11.09.2023 an den Finanzausschuss des Bundestags

chern. Insbesondere für institutionelle Investoren, die als Treuhänder das Vermögen der Anleger verwalten, könnten solche Bedingungen als wenig attraktiv wahrgenommen werden. Eine geringere Höchstgrenze könnte daher sachgerecht sein.

Nach § 135a Abs. 2 Satz 2 AktG-E sollen die Mehrstimmrechte bei börsennotierten Gesellschaften spätestens nach zehn Jahren erlöschen. Der Regierungsentwurf sieht eine einmalige Verlängerungsmöglichkeit um weitere zehn Jahre vor (§ 135a Abs. 2 Satz 3 AktG-E). Dass sich Unternehmensgründer auf diese Weise über einen Zeitraum von bis zu 20 Jahren die Kontrolle über das Unternehmen sichern können, dürfte für potenzielle Investoren wenig attraktiv sein. Eine kürzere Auslaufklausel, z.B. fünf Jahre mit einmaliger Verlängerungsmöglichkeit um weitere fünf Jahre, erscheint angemessener.

Ausweislich der Regierungsbegründung (vgl. Seite 128) wird davon ausgegangen, dass bei den Namensaktien mit Mehrstimmrechten regelmäßig eine Vinkulierung vorgenommen wird. Es sollte geprüft werden, ob nicht eine Vinkulierung als gesetzliche Voraussetzung für Mehrstimmrechte geschaffen werden sollte.

### **Erleichterung des Zugangs zum Kapitalmarkt und Aufnahme von Eigenkapital insbesondere für Start-ups, Wachstumsunternehmen und KMU**

Es ist zu begrüßen, dass bei den geplanten Regelungen zur Einführung von Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) der Anlegerschutz berücksichtigt werden soll, um negativen Erfahrungen bei SPACs in den letzten Jahren zu begegnen. Zu begrüßen sind auch die geplanten Änderungen zu Mitarbeiterkapitalbeteiligungen, die eine Versteuerung des geldwerten Vorteils aus Mitarbeiteroptionen beseitigen sollen. Mitarbeiterkapitalbeteiligungen sind ein wichtiger Faktor für Start-ups bei der Gewinnung von qualifizierten Mitarbeitern.

Da die geplanten Änderungen nicht über eine Angleichung an international übliche Regelungen hinausgehen, werden diese allein nicht zu einem Vorteil des deutschen Finanzstandorts gegenüber anderen Finanzstandorten führen. Insbesondere für deutsche Start-ups ist die Spätphasenfinanzierung abhängig von internationalen Venture Capital-Unternehmen. Leider finden sich auch im Regierungsentwurf keine Vorschläge, um dieser Problematik zu begegnen.

### **Digitalisierung, Entbürokratisierung und Internationalisierung des Kapitalmarkts**

Die geplanten Maßnahmen zur Digitalisierung, Entbürokratisierung und Internationalisierung des deutschen Kapitalmarkts sollten mit Ausnahme der elektroni-

**Seite 5/5** zum Schreiben vom 11.09.2023 an den Finanzausschuss des Bundestags

schen Wertpapiere nur der Einstieg für weitergehende Maßnahmen zur Digitalisierung im Finanzbereich sein. Der Gesetzgeber sollte schnellstmöglich weitere Gesetzesinitiativen in Angriff nehmen, um die Digitalisierung im Finanzbereich, die derzeit aufgrund bestehender oder unklarer Regulierung nur zögerlich, zu spät oder nicht umgesetzt wird, weiter zu fördern.

Die Vorgabe klarer Regulierungsvorgaben für neue Technologien im Finanzsektor, wie z.B. die Regulation on Markets in Crypto Assets (MiCAR) ist ein Wettbewerbsvorteil für Deutschland und Europa gegenüber Drittstaaten. Ein richtiger Schritt ist daher auch die geplante Ermöglichung von elektronischen Namensaktien als Zentralregisterwertpapiere oder Kryptowertpapiere. Dies fördert Technologieoffenheit und schafft Rechtssicherheit bezüglich der Umsetzung derartiger Lösungen.

#### **Erteilung von Comfort Letters durch den Abschlussprüfer**

Im Übrigen regen wir weiterhin an, zu prüfen, das Mitgliedstaatenwahlrecht des Art. 4 Abs. 2 Unterabs. 3 EU-Abschlussprüferverordnung zumindest wieder für die Erteilung von sog. Comfort Letters im Rahmen von Kapitalmarkttransaktionen in Anspruch zu nehmen. Die Erteilung eines Comfort Letter entspricht ihrem Wesen nach einer Prüfungsleistung. Ausschließlich aufgrund einer strengen Auslegung des Wortlauts der EU-Abschlussprüferverordnung handelt es sich indes um keine Abschlussprüfungsleistung, sondern um eine zulässige – nicht gesetzlich erforderliche – Nichtprüfungsleistung, die damit unter die sog. Fee Cap-Regelung fällt. Mit einer temporären Ausweitung des Fee Cap könnte sichergestellt werden, dass der Abschlussprüfer eines Emittenten einen Comfort Letter als faktische Pflicht bei Kapitalmarkttransaktionen zu den im Wertpapierprospekt enthaltenen Finanzinformationen erteilen darf. Zu weitergehenden Ausführungen verweisen wir auf unsere Stellungnahme zum Referentenentwurf.

Wir freuen uns, wenn unsere Anregungen im weiteren Verfahren berücksichtigt werden, und stehen für Rückfragen selbstverständlich gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

Prof. Dr. Naumann

Dr. Moser