



# MITTELSTAND UND GOING PUBLIC

## ALLGEMEINE VORTEILE DER AG

### 1. Zugang zum Kapitalmarkt

Der wohl größte Vorteil der AG ist ihr Kapitalmarktzugang. Eigenkapital hat eine Garantiefunktion und dient der bilanzmäßigen Abdeckung des Unternehmensrisikos und als Sicherheit für die Fremdfinanzierung. Die hohe Steuerlastquote in Deutschland erschwert die Eigenkapitalbildung. Auf dem deutschen Kapitalmarkt steht aber ausreichend Risikokapital zur Verfügung, das durch die Emission von Aktien in Anspruch genommen werden kann. Die Ausgabe von Aktien versetzt das Unternehmen in die Lage, seine Eigenkapitalbasis zu vergrößern, wobei sich der Kapitalmarkt durchaus auch für Anteile an mittelständischen Unternehmen («Small caps») aufnahmefähig zeigt. Die Emission von Aktien kann grundsätzlich auf zweierlei Art geschehen: Werden »Altaktien«, d.h. nicht eigens zum Zweck der Emission im Wege der Kapitalerhöhung neu geschaffene Anteile, emittiert, so fließt der Emissionserlös den bisherigen Anteilseignern zu. Ist der Anteilseigner wesentlich beteiligt (§ 17 EStG: über 25%) oder handelt es sich um sog. einbringungsgeborene Anteile aus einer Umwandlung zu Buchwerten (§ 21 UmwStG), so ist der Emissionsgewinn steuerpflichtig, wobei allerdings der halbe Steuersatz zur Anwendung kommt (§ 34 EStG: pro Steuerpflichtigem und Jahr bis 30 Mio. DM). Liegen diese Voraussetzungen nicht vor, ist der Emissionserlös steuerfrei. Gibt die AG durch Kapitalerhöhung geschaffene »neue Aktien« aus, so fließt der Erlös dem Unternehmen steuerfrei zu. In der Regel wird bei Neuemissionen eine Mischlösung gewählt, bei der sowohl Altaktien als auch Aktien aus einer Kapitalerhöhung emittiert werden.

In diesem Fall wird den bisherigen Anteilseignern die Bildung eines vom Unternehmensrisiko freien Privatvermögens erlaubt und zugleich die Eigenkapitalbasis des Unternehmens steuerfrei vergrößert. Der Kurs einer neu zu emittierenden Aktie wird, vereinfacht ausgedrückt, ermittelt, indem man das sog. DVFA/SG-Ergebnis pro Aktie mit dem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) multipliziert. Beim DVFA/SG-Ergebnis handelt es sich um ein »normalisiertes«, d.h. nach einem bestimmten Schema (von der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Anlageberatung e.V. (DVFA) in Zusammenarbeit mit der Schmalenbach-Gesellschaft (SG) entwickelt) bereinigtes Ergebnis. Das KGV ist ein Multiplikator, der aus dem Kurs der Aktien vergleichbarer Unternehmen dividiert durch deren DVFA/SG-Ergebnis gewonnen wird. Daneben fließen in die Bewertung unternehmensspezifische Merkmale ein, z.B. Marktstellung, Produktinnovation, Bekanntheitsgrad.

### 2. Dauerfinanzierung, Kreditwürdigkeit

Einer AG steht das Aktienkapital zeitlich unbegrenzt zur Verfügung. Während eine Personenhandelsgesellschaft beim Ausscheiden von Gesellschaftern Abfindungsansprüche befriedigen muß, berührt der Wechsel im Bestand der Aktionäre die finanziellen Verhältnisse der Gesellschaft nicht. Die abgesicherte, durch den Kapitalmarktzugang jederzeit erweiterbare Eigenkapitalbasis einer börsennotierten AG führt zu einer erhöhten Kreditwürdigkeit.

### 3. Qualifiziertes Management

AGs sind für Führungskräfte anziehender als Unternehmen anderer Rechtsform. Dies begründet sich in der herausgehobenen, mit hohem Sozialprestige und organisationsrechtlich abgesicherter Eigenverant-

Die meisten mittelständischen Unternehmen werden in der Rechtsform Kommanditgesellschaft oder Gesellschaft mit beschränkter Haftung geführt. Demgegenüber ist die Aktiengesellschaft bei mittelständischen Unternehmen eher selten anzutreffen, wengleich in den letzten Jahren eine Reihe von Mittelständlern ihr Unternehmen in eine AG umgewandelt und im Anschluß daran an die Börse geführt haben. Fragt man nach dem Grund für die Zurückhaltung, stößt man immer wieder auf dieselben Vorurteile: Publizität, Mitbestimmung, Steuernachteile usw.

Dieser Beitrag soll helfen, die bestehenden Vorbehalte und Mißverständnisse abzubauen, indem die Vor- und Nachteile einer Aktiengesellschaft objektiv dargestellt werden.

wortung ausgestatteten Position eines Vorstandsmitglieds. Dabei handelt es sich um ein nicht zu unterschätzendes Moment, das die Chance zur Gewinnung eines leistungsstarken Fremdmanagements erheblich verbessert.

### 4. Unternehmensnachfolge und -kontinuität

Der Anteil an einer Personenhandelsgesellschaft kann nur durch die Aufnahme einer sog. Nachfolgeklausel in den Gesellschaftsvertrag vererblich gestellt werden. Sollen nur bestimmte Erben oder Vermächtnisnehmer nachfolgeberechtigt sein, so müssen die Nachfolgeklausel des Gesellschaftsvertrages und das Testament des Unternehmers genau aufeinander abgestimmt werden. Demgegenüber unterliegen Aktien der freien Disposition des Testators. Eventuelle Pflichtteilrechte sind auch hier zu beachten. Allerdings lassen sich diese Ansprüche durch den Verkauf einzelner Aktien leichter erfüllen als bei Personenhandelsgesellschaften. Da die AG eine auf einen großen Gesellschafterkreis angelegte Rechtsform ist, fällt auch die Aufnahme von Personen, die im Falle einer GmbH & Co. als »störend« empfunden würden, leichter. Die klaren und zwingenden Zuständigkeitsregelungen des Aktiengesetzes verringern eventuelle Spannungen unter den Gesellschaftern. Durch diese Versachlichung wird die Funktionsfähigkeit und die Kontinuität des Management erhöht.

### 5. Öffentlichkeitswirkung

Durch Presseveröffentlichungen über den Jahresabschluß und die Hauptversammlung wird bei börsennotierten AGs ein hoher Bekanntheitsgrad erreicht. Allgemein ist das Interesse an Unternehmen, bei denen über die Börse die Möglichkeit einer

Beteiligung besteht, größer als bei anderen Unternehmen. Der erhöhte Bekanntheitsgrad wirkt sich positiv auf die PR-Arbeit des Unternehmens aus.

**ALLGEMEINE NACHTEILE DER AG**

**1. Überfremdungsgefahr**

Die Fungibilität der Aktien kann zu ungewollten Gewichtverschiebungen im Gesellschafterkreis und zum Eindringen Dritter führen. Dieser Gefahr kann zwar durch Maßnahmen wie z.B. vinkulierte Namensaktien, stimmrechtslose Vorzugsaktien, Poolverträge vorgebeugt werden. Ebenso sollte sich jeder Unternehmer darüber im klaren sein, daß der Gang an die Börse den Familiencharakter eines Unternehmens auch dann verändert, wenn die »Neuaktionäre« als Vorzugsaktionäre nicht stimmberrechtigt sind. Werden stimmrechtslose Vorzugsaktien ausgegeben (max. 50% des Grundkapitals) und berücksichtigt man, daß die meisten Hauptversammlungsbeschlüsse mit einfacher Mehrheit gefaßt werden, und nimmt man ferner hinzu, daß die durchschnittliche Präsenz deutscher Hauptversammlungen bei 60% liegt, so ergibt sich, daß man eine AG mit einem Stimmenanteil von weniger als 30% (d.h. weniger als 30% der stimmberechtigten Stammaktien) beherrschen kann. Die Überfremdungsgefahr ist also geringer als angenommen.

**2. Mitbestimmung**

Der Aufsichtsrat von AGs ist grundsätzlich zu einem Drittel mit Arbeitnehmervertretern zu besetzen (§ 78 Betr. VG 1952). Dies gilt nicht nur für nach dem 10.8.1994 in das Handelsregister eingetragene AGs mit weniger als 500 Arbeitnehmer (vgl. »Kleine AG«). Demgegenüber unterliegen Personenhandelsgesellschaften nicht der drittelparitätischen Mitbestimmung. Werden mehr als 2.000 Arbeitnehmer beschäftigt, ist der Aufsichtsrat paritätisch je zur Hälfte mit Anteilseigner- und Arbeitnehmervertretern zu besetzen. Dies gilt grundsätzlich auch für andere Rechtsformen, kann jedoch bei einer GmbH & Co. durch entsprechende Gestaltung leicht vermieden werden. Das Schlagwort »Mitbestimmung« wird hier zwar als Nachteil der AG erwähnt, in der Praxis zeigt sich aber, daß die Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat um ihre Überstimmbarkeit wissen und echte Konflikte ausbleiben. Im übrigen hat der Wirtschaftsausschuß gemäß § 106 ff. Betr. VG im wesentlichen dieselben Informationsrechte wie der Aufsichtsrat, so daß sich auch unter dem Gesichtspunkt der Geheimhaltung keine Nachteile ergeben. Im Gegenteil ist festzustellen, daß die Arbeitnehmervertreter in

den Aufsichtsräten in der Regel sehr positive, praxisbezogene Beiträge leisten.

**3. Rechnungslegung und Publizität**

AGs unterliegen denselben Rechnungslegungs- und Publizitätsvorschriften wie GmbHs. Da die GmbH & Co. aufgrund der europäischen Rechtslage in absehbarer Zeit in diese Bestimmungen einbezogen werden wird, ergeben sich insoweit keine Besonderheiten. Eine börsennotierte AG unterliegt schon deshalb einer erhöhten Publizität, weil ihre Hauptversammlung (de facto) öffentlich abläuft und ein Geschäftsbericht zu veröffentlichen ist. Ferner sind die Unternehmensverhältnisse im Zusammenhang mit dem going public im Börsenprospekt offenzulegen. Das ist sozusagen der »Preis« für die verbesserte Eigenkapitalausstattung.

**4. Kosten**

Bei den Kosten ist zwischen laufenden und einmaligen Kosten zu unterscheiden. Bei den laufenden Kosten ergibt sich für die AG, insbesondere wegen der Vorbereitung und Durchführung der Hauptversammlung, ein erhöhter Aufwand. Als einmalige Kosten sind die Umwandlungs- und Börseneinführungskosten zu erwähnen. Neben vernachlässigbaren Notar- und Gerichtsgebühren fallen Beratungskosten und die Börseneinführungsprovision des Bankenkonsortiums (4% des Emissionserlöses) an.

**STEUERLICHE VORTEILE DER AG**

**1. Keine Kirchensteuerbelastung**

Eine AG unterliegt als juristische Person nicht der Kirchensteuer. Bei einer Ausschüttung haben die Aktionäre die Kirchensteuer jedoch »nachzuentrichten«. Die Ersparnis beschränkt sich auf thesaurierte Gewinne.

**2. Gewerbesteuer**

Die Bezüge tätiger Gesellschafter einer Kapitalgesellschaft mindern deren steuerpflichtigen Gewinn, während diese Vergütung bei Personenhandelsgesellschaften Vorabgewinne darstellen. Ferner können für angestellte Aktionäre mit steuerlicher Wirkung Pensionszusagen erteilt werden.

**3. Anteilsveräußerung**

Werden Aktien im Privatvermögen gehalten, so ist ein Veräußerungsgewinn nur einkommenssteuerpflichtig, wenn der Aktionär mehr als 25% des Grundkapitals hält (§ 17 EStG; die Steuerpflicht besteht auch bei einer Veräußerung innerhalb der Spekulationsfrist von sechs Monaten), ansonsten ist der Veräußerungserlös steuerfrei. Geht allerdings die Gesellschaft aus der Umwandlung einer Personenhandelsgesellschaft zu Buchwerten hervor, entstehen sog. einbringungsgeborene Anteile (§ 21 UmwStG), bei denen der Veräußerungsgewinn in jedem Fall mit dem hal-

ben Steuersatz der Besteuerung unterliegt (der halbe Steuersatz wird pro Kalenderjahr und Steuerpflichtigem bis zu einem Veräußerungsgewinn von 30 Mio. DM gewährt; § 34 EStG). Demgegenüber unterliegen Gewinne aus der Veräußerung von Anteilen an Personengesellschaften stets (mit dem halben Steuersatz) der Besteuerung. Eine steuerfreie Anteilsveräußerung ist also grundsätzlich nur bei Kapitalgesellschaften möglich.

**4. Thesaurierte Gewinne**

Thesaurierte Gewinne einer AG unterliegen einer Körperschaftsteuerbelastung von 45%. Demgegenüber beträgt der ESt-Spitzensteuersatz für gewerbliche Einkünfte 47%. Derzeit genießt also die Kapitalgesellschaft einen Vorteil, der allerdings sehr schnell der steuerpolitischen Diskussion zum Opfer fallen könnte.

**STEUERLICHE NACHTEILE DER AG**

**1. Fehlender Verlustausgleich**

Während Gesellschafter einer GmbH&Co. (gem. § 15 a EStG) die auf sie entfallenden Verlustanteile mit anderen positiven Einkünften verrechnen können, sind die Verluste einer AG nicht »ausschüttungsfähig«, können also nur von der Gesellschaft selbst im Wege des Verlustvor- und -rücktrages verwendet werden.

**2. Vermögenssteuerliche Doppelbelastung**

Der größte steuerliche Nachteil der AG gegenüber Personenhandelsgesellschaften liegt derzeit auf vermögenssteuerlichem Gebiet. Dem Gesellschafter einer GmbH & Co. wird das Betriebsvermögen mit dem niedrigen Einheitswert zugerechnet. Demgegenüber ist die AG selbst Subjekt der Vermögenssteuer (Bemessungsgrundlage: Einheitswert; Steuersatz: 0,6%); darüber hinaus haben die Anteilseigner auch die Aktien der Vermögenssteuer zu unterwerfen (Steuersatz: 0,5%). Zu dieser doppelten vermögenssteuerlichen Erfassung kommt hinzu, daß die Bemessungsgrundlage auf Anteilseignerebene deutlich höher ist. Hier richtet sich die Vermögenssteuer bei nichtnotierten Anteilen nach dem gemeinen Wert, der nach dem sog. Stuttgarter Verfahren (Abschn. 4 ff. VStR) ermittelt wird und den Ertragswert mit erfaßt. Bei börsennotierten Anteilen ist der Börsenkurs maßgeblich. Mit der Umwandlung einer Personenhandelsgesellschaft in eine Kapitalgesellschaft geht also regelmäßig eine Vervielfachung der vermögenssteuerlichen Bemessungsgrundlage und damit der Vermögenssteuer einher. Die Politik hat das Ärgernis zwar erkannt und diskutiert eine Abschaffung der betrieblichen Vermögenssteuer, das Ergebnis bleibt aber abzuwarten. Da Vermögens- und Erbschaftssteuer einheitliche Be-

messungsgrundlagen haben, gilt der beschriebene Anstieg grundsätzlich auch für die Erbschaftssteuer, weshalb bei Umwandlungen zuerst die Frage der vorweggenommenen Erbfolge geprüft werden sollte (erst schenken, dann umwandeln, dann emittieren). Nachdem das Bundesverfassungsgericht die derzeit gültige Form der Einheitsbewertung für verfassungswidrig erklärt hat und die künftige gesetzliche Regelung noch nicht bekannt ist, lassen sich zur Vermögens- und Erbschaftssteuer zur Zeit leider keine längerfristig gültigen Aussagen treffen.

## DIE »KLEINE AG«

Seit Jahren wird die Öffnung des Kapitalmarktes für mittlere und kleinere Unternehmen gefordert, sie sollen in die Lage versetzt werden, Risikokapital aufzunehmen. Der Gesetzgeber wollte dieser Forderung durch das sog. »Gesetz für kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrechts« vom 02.08.1994 (BGB II 1961) nachkommen. Seither ist die sog. »Kleine AG« in aller Munde. Der Name des Gesetzes täuscht eine neue, für den Mittelstand geschaffene Rechtsform vor, obwohl in Wahrheit nur einige Erleichterungen in das bestehende Recht aufgenommen wurden. Bis auf zwei Ausnahmen handelt es sich dabei um Marginalien, die insbesondere für börsennotierte Gesellschaften keine Bedeutung haben. Hier einige Beispiele:

- Eine AG kann nun durch eine Einzelperson gegründet werden, bisher waren fünf Gründer erforderlich (§ 2 AktG).
- Die Satzung kann die Verbriefung der Aktien ausschließen (§ 10 Abs. 5 AktG).
- Der Gründungsprüfungsbericht ist nicht mehr bei der IHK einzureichen (§ 40 Abs. 2 AktG).
- Nicht börsennotierte AGs können wie GmbHs ihren gesamten Jahresüberschuss ausschütten, wenn die Satzung dies vorsieht (§ 4 Abs. 2 AktG).
- Sind alle Aktionäre namentlich bekannt, kann die Hauptversammlung durch einen eingeschriebenen Brief, statt Veröffentlichung in den Gesellschaftsberichten, einberufen werden (§ 121 Abs. 4 AktG).
- Bei nicht börsennotierten AGs entfällt die Beurkundung der Hauptversammlung; eine vom Aufsichtsratsvorsitzenden unterzeichnete Niederschrift reicht aus, es sei denn, es werden Satzungsänderungen beschlossen (§ 130 Abs. 1 AktG).

Das Gesetz enthält allerdings auch zwei wichtige, längst überfällige Neuerungen:

- Die »Fünf-Mark-Aktie« wurde eingeführt (§ 8 Abs. 1 AktG); wie sehr dieser neue, niedrige Nennwert erwartet wur-

de, zeigt sich darin, daß seither alle Neuemissionen mit Fünf-Mark-Aktien erfolgen und bereits namhafte, börsennotierte AGs ihre Aktien auf diesen Nennwert umgestellt haben.

- Für AGs mit weniger als 500 Arbeitnehmern entfällt die sog. drittelparitätische Mitbestimmung (§ 76 Abs. 6 Betr. VG 1952); der Aufsichtsrat besteht also nur aus Aktionärsvertretern.

Nachdem der Gesetzgeber mit seinem »Gesetzlein zur Kleinen AG« den Kapitalmarkt für kleine und mittlere Unternehmen nicht geöffnet hat, bleibt nur die Hoffnung, daß den Bestrebungen der Deutschen Börsen AG, die neben amtlichem Handel, geregelter Markt und Freiverkehr ein weiteres Marktsegment für Risikokapital einrichten möchte, mehr Erfolg beschieden sein wird.

## DIE GMBH & Co. KGAA

Die KGaA ist nach gesetzlicher Definition eine Kapitalgesellschaft mit eigener Rechtspersönlichkeit, bei der mindestens ein Gesellschafter unbeschränkt persönlich haftet, während die übrigen Gesellschafter ohne persönliche Haftung an dem in Aktien zerlegten Grundkapital beteiligt sind. Die unbeschränkte Haftung mindestens einer Person wurde als »störend« empfunden, weshalb diese zweite börsenfähige Rechtsform bisher ein Schattendasein führte. Findige Kautelarjuristen verfielen nun auf die Idee, eine Gesellschaft an die Stelle des Komplementärs zu rücken. Nachdem sich die erbschaftssteuerliche Bemessungsgrundlage im Rahmen der Umwandlung einer Personenhandelsgesellschaft in eine AG mit nachfolgendem Börsengang dramatisch erhöht, war es naheliegend als Komplementär eine GmbH & Co. zu installieren, deren Betriebsvermögen bei Vermögens- und Erbschaftssteuer nur mit dem niedrigen Einheitswert berücksichtigt wird. Auf diese Weise entsteht ein börsenfähiges Gebilde, bei dem als Komplementär eine GmbH & Co. beteiligt ist, die ihr Unternehmen in eine KGaA eingebracht hat, an der sich nun über die Börse Kommanditaktionäre beteiligen. Für die Initiatoren bleibt alles beim alten: Sie sind Gesellschafter einer GmbH & Co., die Geschäftsführung erfolgt durch die Komplementär-GmbH, deren alleinige Gesellschafter sie sind. Steuerlich werden sie als Kommanditisten behandelt (ESt, VSt, ErbSt). Die übrigen Gesellschafter haben die Rechtsstellung von Aktionären, sie werden insbesondere auch steuerlich wie Aktionäre behandelt. Die Rechtsform der GmbH & Co. KGaA weist neben anderen Makeln, die

hier aus Platzgründen nicht aufgezeigt werden können, einen entscheidenden »Schönheitsfehler« auf: Ihr Aufsichtsrat ist entmachtet und deshalb nicht in der Lage, einen objektiv ungeeigneten Geschäftsführer zu entlassen, wenn es das Unternehmenswohl erfordert. Die KGaA wird durch die starke Stellung des Komplementärs bestimmt. Da er mit seinem Vermögen haftet, hat der Gesetzgeber die Rechte des Aufsichtsrats, der von den Kommanditaktionären gewählt wird, stark beschnitten. Dem Aufsichtsrat einer KGaA fehlt insbesondere die Personalkompetenz, d.h. das Recht die Geschäftsführung zu bestellen und abzuberufen. Dieses in sich schlüssige Grundkonzept wird durch die GmbH & Co. KGaA insofern »pervertiert«, als dort keine natürliche Person unbeschränkt haftet, die Initiatoren aber gleichwohl das Privileg des fast kompetenzlosen Aufsichtsrats in Anspruch nehmen. Die Initiatoren können sogar durch Umwandlung ihrer Komplementärbeteiligung in Kommanditkapital ihre Beteiligungsquote auf Null senken und bestimmen gleichwohl allein die Geschäftsführung. Die Entmachtung des Aufsichtsrats und der ihn wählenden Kommanditaktionäre paßt nicht in eine Zeit, in der über eine Stärkung der Aufsichtsorgane diskutiert wird und kann nicht im Interesse der Anleger und damit letztlich auch der Unternehmerschaft liegen.

Diese Schwäche der GmbH & Co. KGaA wird spätestens bei der ersten Schieflage des Unternehmens zu einem Kurssturz bei Kommanditaktien führen. ■

Vorstehend wurden die wesentlichen Vor- und Nachteile der AG insbesondere im Vergleich zur Personenhandelsgesellschaft herausgearbeitet, wobei sicher klargeworden ist, daß es keine »absolut richtige« Rechtsform gibt. Die Entscheidung für eine Rechtsform ist letztlich eine Wertungsfrage. Der große Vorteil der AG liegt in ihrem Kapitalmarktzugang. Ein Unternehmen, das seine Eigenkapitalbasis stärken möchte und für den Anleger einen interessanten Wert bieten könnte, sollte sich mit der Frage eines Börsengangs beschäftigen. Die sog. »Kleine AG« existiert in Wahrheit nicht und die GmbH & Co. KGaA dürfte für einen seriösen Börsengang ungeeignet sein.

Der Autor Dr. Götz Freudenberg ist Partner der Anwaltskanzlei Dr. Binz & Partner in Stuttgart, die bereits ein rundes Dutzend Unternehmen umgewandelt und an die Börse geführt hat / -sg-