

# FRANKFURTER INSTITUT



Frankfurter Institut  
für wirtschaftspolitische Forschung e.V.

## **Mehr Beteiligungskapital**

Wolfram Engels, Armin Gutowski, Wolfgang Stützel,  
Carl Christian von Weizsäcker, Hans Willgerodt  
(Kronberger Kreis)



## **Mehr Beteiligungskapital**

Vorschläge zur Reform von Unternehmensrecht und Kapitalmarkt

Dezember 1983

Frankfurter Institut für wirtschaftspolitische Forschung e.V.  
Kaiser-Friedrich-Promenade 157, 6380 Bad Homburg v.d.H.

ISBN 3-89015-002-0

## **Vorwort**

Investitionen der Unternehmen sind der wichtigste Beitrag zur Erhöhung des Wohlstandes und zur Bekämpfung der Arbeitslosigkeit. Es ist daher dringend erforderlich, die Bedingungen für Kapitalbildung und Investitionen, für Eigenkapitalfinanzierung und Neugründung von Unternehmen drastisch zu verbessern.

Im Auftrage des Kronberger Kreises untersuchen Dr. Paul Pütz und Professor Dr. Hans Willgerodt, welche Reformen im Unternehmensrecht und Kapitalmarkt dazu erforderlich sind. Ausgehend von der Tatsache, daß der größere Teil der volkswirtschaftlichen Ersparnis in Arbeitnehmerhaushalten anfällt, zeigen sie, welche Schritte notwendig sind, um die riesigen Bestände an Geldvermögen den Unternehmen in der Form von Eigenkapital nutzbar zu machen.

Dezember 1983

Wolfram Engels,  
Armin Gutowski,  
Wolfgang Stützel,  
Carl Christian von Weizsäcker,  
Hans Willgerodt  
(Kronberger Kreis)



|   | Seite |
|---|-------|
| <b>I. Mehr Arbeitsplätze durch mehr Eigenkapital</b>  | 7-17  |
| Eigenkapital als Schlüsselproblem — Weniger Eigenkapital bei sinkenden Investitionen — Private Haushalte als Eigenkapitalquelle — Beteiligungssparen lohnt nicht — Die Investitionsfinanzierung durch Eigenkapital ist zu teuer — Überhöhtes Eigenkapitalrisiko — Ohne Risikoprämie kein neues Eigenkapital — Der Trugschluß der Selbstfinanzierung — Gut behandeltes Eigenkapital ist billiger   |       |
| <b>II. Der Markt für Beteiligungskapital</b>  | 18-33 |
| Risikominderung durch bessere Märkte für Beteiligungen — Mehr Spielraum im Gesellschaftsrecht — Mehr Freiheit bei der steuerlichen Förderung von Arbeitnehmerbeteiligungen — Größere Steuerneutralität notwendig — Strafsteuern auf den Verkauf von Beteiligungen — Sonderlasten auf unternehmerische Leistungen — Mitunternehmerfiktion als Beteiligungshindernis — Gleichbehandlung von Arbeitnehmer- und Unternehmereinkommen — Rechtsformneutrale Besteuerung — Den Aktienmarkt funktionsfähiger machen! — Vereinfachte Börsenzulassung — Mehr Wettbewerb im Emissionsgeschäft — Mehr Beteiligungskapital für kleinere Firmen — Neues Börsensegment für kleine und mittlere Unternehmen |       |
| <b>III. Die Wiederbelebung der Aktie</b>  | 34-40 |
| Die Bevormundung des Aktionärs — Organisierte Fehlinformation im Jahresabschluß — Spaltung der Aktionärsinteressen durch die Besteuerung — Ausschüttungsstrafsteuer bei Kapitalgesellschaften — Volle Ausschüttung des Gewinns — Teilhabersteuer zur Förderung von Eigenkapitalbildung und Investitionen  |       |
| <b>IV. Zusammenfassung der vorgeschlagenen Maßnahmen</b>  | 41-44 |



## **I. Mehr Arbeitsplätze durch mehr Eigenkapital**

1. Die Arbeitslosigkeit in der Bundesrepublik Deutschland kann nur wirksam bekämpft werden, wenn die unternehmerische Aktivität belebt wird. Mit neuen Investitionen müssen mehr neue Arbeitsplätze geschaffen werden als durch Anpassung und technischen Fortschritt aufgegeben werden. Denn es lohnt nicht, unwirtschaftlich gewordene Arbeitsplätze mit Dauersubventionen zu erhalten. Die dort Beschäftigten kosten mehr als sie leisten. Dafür müssen die wirtschaftlich gesunden Teile der Wirtschaft aufkommen und höhere Abgaben zahlen. Das hindert sie daran, wettbewerbsfähige Arbeitsplätze zu sichern und zusätzliche Arbeitsplätze zu schaffen.

An diesem Zusammenhang führen auch Beschäftigungsprogramme mit höheren Staatsausgaben nicht vorbei. Denn neue Steuern zu ihrer Finanzierung vernichten in der belasteten Wirtschaft wahrscheinlich mehr Arbeitsplätze als beim Staat geschaffen werden; noch mehr Staatsverschuldung würde den Staatshaushalt vollends aus dem Gleichgewicht bringen und das Kapital in weniger produktive Verwendungen lenken; eine Finanzierung über Geldvermehrung würde Inflationserwartungen steigern und Lohnforderungen auslösen, die mit hoher Beschäftigung unvereinbar sind. Also müssen Investitionen der Unternehmungen ohne wachsende Inflationsraten den Hauptbeitrag zur Bekämpfung der Arbeitslosigkeit leisten.

Arbeitsplätze entstehen, wenn neue Unternehmungen gegründet und alte Unternehmungen erweitert werden. Dazu muß Kapital beschafft werden. Ein Angebot an verzinslichen Krediten reicht dafür jedoch nicht aus. Denn Neugründungen erfordern in erster Linie ausreichendes Eigenkapital. Aber auch schon bestehende Unternehmungen müssen ihr Eigenkapital erhöhen, wenn sie ihre Kapazität durch Neuinvestitionen wesentlich erweitern; ohne diese

**Eigenkapital  
als Schlüssel-  
problem**

Sicherung könnten sie nicht die notwendigen Risiken eingehen und wären dafür auch nicht ausreichend kreditwürdig. Das gleiche gilt, wenn der Wettbewerb den Übergang zu kapitalintensiveren Verfahren erfordert und hierfür neues Kapital aufgenommen werden muß. Die volkswirtschaftliche Summe an Eigenkapital muß wachsen, damit Neuinvestitionen und neue Arbeitsplätze möglich werden.

**Weniger  
Eigenkapital  
bei sinkenden  
Investitionen**

**Tabelle 1**

| <b>Jahr</b> | <b>Eigenkapitalquote<sup>1)</sup><br/>(in vH)</b> | <b>Investitionsquote<sup>2)</sup><br/>(in vH)</b> |
|-------------|---|---|
| 1965        | 29,8  | 8,8   |
| 1966        | 30,0  | 6,7   |
| 1967        | 31,4  | 3,6   |
| 1968        | 30,6  | 5,5   |
| 1969        | 28,4  | 7,8   |
| 1970        | 26,7  | 8,3   |
| 1971        | 25,9  | 6,7   |
| 1972        | 24,6  | 5,7   |
| 1973        | 24,0  | 5,6   |
| 1974        | 23,7  | 3,0   |
| 1975        | 23,7  | 1,2   |
| 1976        | 23,1  | 3,3   |
| 1977        | 22,9  | 3,3   |
| 1978        | 22,4  | 3,6   |
| 1979        | 21,7  | 5,5   |
| 1980        | 19,8 <sup>3)</sup>                                | 4,8   |
| 1981        | 18,7 <sup>3)</sup>                                | 2,9   |

<sup>1)</sup> Eigenkapital ./.. Berichtigungen zum Eigenkapital  
Bilanzsumme ./.. Wertberichtigungen ./.. Berichtigungen zum Eigenkapital

<sup>2)</sup> Nettoinvestitionen in vH des Brutto sozialproduktes

<sup>3)</sup> Systematik der Wirtschaftszweige des Stat. Bundesamtes, Ausgabe 1979

**Quellen:** Deutsche Bundesbank, Sonderdruck Nr. 5, Jahresabschlüsse der Unternehmen in der Bundesrepublik Deutschland 1965-1976.  
Deutsche Bundesbank, Monatsberichte; Nr. 11, November.  
Jahrgänge: 29, 31, 32, 33, 34  
Jahre: 1977, 1979, 1980, 1981, 1982

2. Die in der deutschen Wirtschaft seit den sechziger Jahren eingetretene Verschlechterung der Eigenkapitalausstattung (siehe Tabelle 1, S. 8) hat sich als schweres Hindernis bei der Anpassung an neue internationale Marktverhältnisse erwiesen.

3. Die Eigenkapitalversorgung deutscher Unternehmen ist ohne wettbewerbspolitisch unerwünschte Konzentrations-tendenzen und ohne Verstoß gegen unbestrittene verteilungspolitische Grundziele nur dadurch zu verbessern, daß Haushalte und vornehmlich Arbeitnehmerhaushalte in stärkerem Maße als bisher ihre Ersparnisse als Risikokapital in den Unternehmen anlegen. Dies ist schon deshalb erforderlich, weil der größte Teil der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis bei den privaten Haushalten anfällt (siehe Tabelle 2, S. 10).

Für die Beteiligungsfinanzierung müssen günstigere rechtlich-institutionelle Rahmenbedingungen geschaffen werden. Sie darf nicht mehr wie bisher behindert werden. Auch dürfen Finanzierungsnachteile für Unternehmensgründer gegenüber etablierten Unternehmen nicht weiter verstärkt werden.

4. Sparer sind empfindlich. Sie vermeiden Anlagen, bei denen sie schlecht behandelt werden. Die Eigentümer von Beteiligungstiteln gewerblicher Unternehmen werden heute in vieler Hinsicht diskriminiert. Sie haben steuerliche Sonderbelastungen hinzunehmen und sind Steuertechniken ausgesetzt, die im Vergleich zu anderen Sparformen aufwendiger sind und für eine strengere Erfassung sorgen. Wenn das Bau- und Versicherungssparen gleichzeitig besondere Steuerbegünstigungen ausnutzen kann, werden die Haushaltungen vom Erwerb von Beteiligungstiteln ab-

**Private Haushalte  
als Eigenkapital-  
quelle**

**Beteiligungs-  
sparen lohnt  
nicht**

gehalten. Dies gilt vor allem dann, wenn die Verzinsung von Fremdkapitaltiteln über die Rendite des Eigenkapitals steigt (siehe Tabelle 3, S. 11).

5. Auch für Unternehmungen ist die Eigenkapitalfinanzierung wenig interessant, soweit die Mittel am Kapitalmarkt

**Tabelle 2**

| <b>ERSPARNISSE (in Mrd DM)</b> |                               |                            |
|--------------------------------|-------------------------------|----------------------------|
| <b>Jahr</b>                    | <b>der privaten Haushalte</b> | <b>und der Unternehmen</b> |
| 1965                           | 34,44                         | 30,06                      |
| 1966                           | 33,91                         | 30,00                      |
| 1967                           | 31,93                         | 31,80                      |
| 1968                           | 38,64                         | 35,77                      |
| 1969                           | 45,46                         | 32,85                      |
| 1970                           | 54,67                         | 37,18                      |
| 1971                           | 60,01                         | 35,69                      |
| 1972                           | 69,60                         | 36,12                      |
| 1973                           | 72,28                         | 34,47                      |
| 1974                           | 83,24                         | 32,26                      |
| 1975                           | 96,32                         | 24,26                      |
| 1976                           | 87,15                         | 40,91                      |
| 1977                           | 83,41                         | 40,06                      |
| 1978                           | 86,04                         | 59,03                      |
| 1979                           | 97,73                         | 61,50                      |
| 1980                           | 107,95                        | 42,54                      |
| 1981                           | 121,82                        | 28,27                      |
| 1982                           | 119,16                        | 43,28                      |

**Quelle:** Deutsche Bundesbank, Sonderdruck Nr. 4, Zahlenübersichten und methodische Erläuterungen zur gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung der Deutschen Bundesbank 1960 bis 1982, Juli 1983

**Tabelle 3**

| <b>Jahr</b> | <b>GEWINNRENDITE<sup>1)</sup><br/>(in vH)</b> | <b>UMLAUFRENDITE<br/>FESTVERZINSLICHER<br/>WERTPAPIERE<br/>(in vH)</b> |
|-------------|---|--|
| 1965        | 9,2   | 6,8  |
| 1966        | 8,6   | 7,8  |
| 1967        | 7,9   | 7,0  |
| 1968        | 9,3   | 6,7  |
| 1969        | 9,8   | 7,0  |
| 1970        | 9,5   | 8,2  |
| 1971        | 7,0   | 8,2  |
| 1972        | 7,1   | 8,2  |
| 1973        | 8,7   | 9,5  |
| 1974        | 6,3   | 10,6   |
| 1975        | 5,1   | 8,7  |
| 1976        | 9,9   | 8,0  |
| 1977        | 5,4 <sup>2)</sup>                             | 6,4  |
| 1978        | 6,3   | 6,1  |
| 1979        | 6,7   | 7,6  |
| 1980        | 5,5   | 8,6  |
| 1981        | 4,6   | 10,6   |

<sup>1)</sup> Jahresüberschuß der industriellen Aktiengesellschaften nach Unternehmenssteuern in vH ihres Eigenkapitals (ab 1976 einschl. Posten mit Rücklageanteil).

<sup>2)</sup> Ohne Berücksichtigung der bei den inländ. Steuerpflichtigen seither anrechenbaren Gutschrift für die auf die Bardividende gezahlte Körperschaftsteuer.

**Quellen:** Institut der Deutschen Wirtschaft,  
Zahlen zur wirtschaftlichen Entwicklung der Bundesrepublik  
Deutschland 1983; Deutsche Bundesbank

aufgenommen werden. Es handelt sich dabei um die teuerste Art der Investitionsfinanzierung, wie die Modellrechnung in der Tabelle 4, S. 12, zeigt. Denn das Eigenkapital ist durch zahlreiche Sondersteuern belastet, etwa die Gewerbesteuer, bei Kapitalgesellschaften die Vermögensteuer,

**Tabelle 4**

| <b>Belastungsvergleich der Kosten für Anleihe und Aktie</b>  |                       |                     |
|--|-----------------------|---------------------|
| Annahmen: Die Aktie / Anleihe hat einen Ausgabekurs von 100% (100 DM) und wird mit 8% (8 DM) bedient.<br>Hebesatz (Gewerbesteuer) 350%.              |                       |                     |
| Kostenart  | Industrie-<br>anleihe | Aktien-<br>emission |
| 1. Kosten, die mit der Kapital-<br>beschaffung verbunden sind:   |                       |                     |
| a) einmalige:<br>Kosten der Emissionsvorbereitung,<br>Kosten der Börseneinführung  | 0,50                  | — *                 |
| b) laufende:<br>Kuponeinlösungsprovision,<br>Bogenerneuerungsdienst,<br>Kosten der Kurspflege usw.<br>0,25% Zins / Dividende                         | 0,02                  | 0,02                |
| Treuhandgebühren 1‰ von 100 DM<br>(Anleihe)  | 0,10                  |                     |
| 2. Kosten der Kapitalnutzung<br>(hier aus Vergleichsgründen als<br>gleich hoch angenommen, und zwar<br>jeweils in % vor Steuern für den<br>Investor) | 8,0                   | 8,0                 |
| 3. Durch Steuergesetzgebung<br>verursachte Kosten  |                       |                     |
| a) Vermögenssteuer 0,7% von<br>100 ./. 5 (Ausgabekosten)   | —                     | 0,66                |
| b) KSt auf die VSt   | —                     | 0,85                |
| c) 0,7% Gewerkekapitalsteuer   | 0,66                  | 0,66                |
| d) 17,5% Gewerbeertragssteuer  | 1,40                  | 1,66                |
| Kosten insgesamt   | 10,68                 | 11,85               |
| Kosten für ein Kapital von 100   | 10,68                 | 12,47               |
| * Die Kosten für die Aktienemission in etwa gleicher Höhe bleiben unberücksichtigt, da aus dem Mittelzufluß zu decken.                               |                       |                     |
| <b>Quelle:</b> Marcus Bierich, Der Einfluß der Besteuerung auf die Kapitalbeschaffung der Unternehmen, in: ZfbF Nr. 1/1983, S. 41 ff.                |                       |                     |

die Gesellschaftsteuer und die Körperschaftsteuer, soweit sie den Durchschnittsteuersatz der Anteilseigner übersteigt. Letztlich treffen alle wirtschafts- und sozialpolitischen Verpflichtungen, Belastungen und Abgaben, die den Unternehmungen auferlegt sind, immer dann das Eigenkapital, wenn eine Abwälzung auf die Marktpartner nicht gelingt. Eine Überwälzung auf die Nachfrager ist erschwert, wenn die Geldpolitik eine Inflationsbeschleunigung nicht zuläßt; eine Rückwälzung auf die Anbieter der Produktionsfaktoren stößt vor allem auf den Widerstand der Gewerkschaften und kann wegen des internationalen Zinsverbundes und der Ausweichmöglichkeiten des Kapitals auch kaum zu Lasten der Fremdkapitalgeber gelingen.

**Die Investitions-  
finanzierung  
durch  
Eigenkapital ist  
zu teuer**

6. Nicht nur die fiskalischen und sozialpolitischen Sonderbelastungen des gewerblichen Eigenkapitals sind kontinuierlich angestiegen, sondern auch die mit dieser Vermögensart verbundenen Risiken. Das Eigenkapital erhält jedoch im Durchschnitt keine ausreichend hohe Risikoprämie, um soviel Beteiligungskapital zusätzlich zu mobilisieren, daß die notwendigen Neuinvestitionen zustande kommen.

**Überhöhtes  
Eigenkapitalrisiko**

Einer der größten Risikofaktoren für die Unternehmungen ist der Staat geworden. Die Wirtschafts-, Finanz- und Sozialpolitik sind kaum noch berechenbar. Hektische, am Tagesgeschehen ausgerichtete Einzelmaßnahmen ohne erkennbare Gesamtkonzeption haben dazu geführt, daß vor allem längerfristige Investitionen nicht mehr genügend sicher zu kalkulieren sind. Ein Federstrich öffentlicher Instanzen und zahlreiche Investitionspläne werden zu Makulatur. Dem erhöhten Risiko hat in der Vergangenheit keine ausreichend höhere Nettoverzinsung als Risikoprämie gegenübergestanden. Die Folge war allgemeine Zurückhaltung

### **Ohne Risiko- prämie kein neues Eigenkapital**

der Anleger bei allen Formen von Eigenkapital, außerdem eine Tendenz zur Steigerung von Risikoprämien und, wenn diese Tendenz von Regierung und Tarifpartnern unterdrückt wurde, Investitionsscheu und Arbeitslosigkeit.

7. Solche Nachteile könnten teilweise von den Tarifpartnern ausgeglichen werden. Die Lohnkosten müßten so stark sinken, daß die Gewinne wieder eine ausreichende Risikoprämie enthalten. Dafür kommt es nicht nur auf ein besseres Augenmaß bei der Steigerung von Lohnsätzen an. Auch die Lohnnebenkosten müssen sich nach den wirtschaftlichen Bedingungen für höhere Beschäftigung richten. Entscheidend ist schließlich die Lohnstruktur in Verbindung mit vielen Maßnahmen, durch die Leistung fiskalisch und sozialpolitisch bestraft wird und notwendige Umstellungen behindert oder verteuert werden.

Bleiben Staat und Gewerkschaften uneinsichtig, dann wird die Vermehrung des Eigenkapitals teuer. Was an Vernunft bei den ordnungs- und kostenpolitischen Rahmenbedingungen fehlt, versucht man in diesem Falle mit komplizierten Steuervergünstigungen, Subventionen und Schutz vor Wettbewerb auszugleichen. Denn eines ist sicher: Um genügend Eigenkapital zu erhalten, ist ihm die Risikoprämie zu gewähren, die es unter solchen Bedingungen verlangt.

### **Der Trugschluß der Selbst- finanzierung**

Es verspricht keinen Erfolg, sondern schadet nur, wenn die Selbstfinanzierung aus einbehaltenen Gewinnen künstlich gefördert wird. Werden die Steuern auf den einbehaltenen Gewinn gesenkt und auf den ausgeschütteten Gewinn stark angehoben, dann wird das in den Unternehmen gebundene Eigenkapital gleichsam als Geisel genommen. Solche erzwungene Selbstfinanzierung setzt hohe Gewinne und günstige Erwartungen voraus, außerdem die Hoff-

nung, später doch einmal zu höheren Ausschüttungen zu kommen. Das Kapital würde nicht über den Kapitalmarkt dem Test der rationellsten Verwendung unterworfen werden, sondern in den vorhandenen Unternehmungen künstlich festgehalten. Fehlinvestitionen würden gefördert, der Kapitalmarkt würde gestört und die Beteiligung breiter Schichten an den Unternehmungen behindert. Diese Politik

**Tabelle 5**

| <b>Die Entwicklung der Selbstfinanzierung<sup>1)</sup></b> |                   |                    |
|--|-------------------|--------------------|
| <b>Jahr</b>  | <b>in Mrd. DM</b> | <b>in vH d. Vj</b> |
| 1966   | 72,57             | — —                |
| 1967   | 71,68             | — 1,2              |
| 1968   | 81,29             | 13,4               |
| 1969   | 102,40            | 26,0               |
| 1970   | 104,69            | 2,2                |
| 1971   | 109,02            | 4,1                |
| 1972   | 115,39            | 5,8                |
| 1973   | 111,45            | — 3,4              |
| 1974   | 116,30            | 4,4                |
| 1975   | 117,00            | 0,6                |
| 1976   | 147,30            | 25,9               |
| 1977   | 136,70            | — 7,2              |
| 1978   | 145,50            | 6,4                |
| 1979   | 170,90            | 17,5               |
| 1980   | 169,00            | — 1,1              |
| 1981   | 156,70            | — 7,9              |

<sup>1)</sup> Jahresüberschuß nach Steuern + Abschreibungen auf Sachanlagen  
+ Veränderung der Rückstellungen

**Quelle:** Deutsche Bundesbank, Sonderdruck Nr. 5,  
Jahresabschlüsse der Unternehmen in der Bundesrepublik  
Deutschland 1965 bis 1976.  
Deutsche Bundesbank, Monatsberichte; Nr. 11, November  
Jahrgänge: 29, 31, 32, 33, 34  
Jahre: 1977, 1979, 1980, 1981, 1982

**Gut behandeltes  
Eigenkapital  
ist billiger**

würde mehr Neugründungen abschrecken als neues Kapital erschließen. Zudem würde die Konzentration gefördert werden. Dieser Preis ist entschieden zu hoch (siehe Tabelle 5, S. 15).

8. Wesentlich billiger ist es, wenn Staat und Tarifpartner durch ihr Verhalten das Eigenkapitalrisiko herabsetzen. Wenn steuerliche und sonstige Diskriminierungen des Eigenkapitals wegfallen, kann auf teure und verzerrende Sondervergünstigungen und Subventionen verzichtet werden. Für Tarifpartner und Sozialpolitiker kann es sich auszahlen, wenn sie wieder lernen, mit der Verteilung zu warten, bis ein größerer Kuchen des Sozialproduktes gebacken ist.

Wer an Risikoprämien in einer Höhe, die dem gestiegenen Investitionsrisiko entspricht, Anstoß nimmt, muß dafür sorgen, daß das Risiko herabgesetzt wird. Dies kann in erster Linie dadurch geschehen, daß die Wirtschafts-, Finanz- und Sozialpolitik wieder berechenbarer werden. Nur dann besteht Aussicht, daß genügend Risikokapital zufließt und die durchschnittliche Gewinnrate niedriger sein kann. Zugleich kann das Verschuldungsrisiko abnehmen, so daß der für Investitionen notwendige Eigenkapitalanteil kleiner wird. Denn die Gefahr von Verlusten sinkt, wenn das Investitionsrisiko geringer wird, weil die staatlichen und sozialpolitischen Daten stabiler werden. Infolgedessen können auf der Grundlage eines gegebenen Eigenkapitals mehr Kredite aufgenommen und zusätzliche Investitionen finanziert werden, ohne daß die Gefahr von Fehlinvestitionen wächst.

Bei herabgesetztem Risiko werden auch Sparer, die weniger risikofreudig sind, für die Beteiligungsfinanzierung zu

gewinnen sein. Dies gilt nicht zuletzt für Arbeitnehmer, ohne deren Beteiligung am haftenden Kapital die moderne Wirtschaft auf die Dauer nicht zu finanzieren ist. Eine Insolvenzversicherung für von Arbeitnehmern erworbene Beteiligungstitel, wie verschiedene Vermögensbildungspläne sie vorsehen, wird überflüssig, wenn unmittelbar die Ursachen für das erhöhte Risiko beseitigt werden und damit das Beteiligungsrisiko wieder an das nicht aufzuhebende Marktrisiko angenähert wird. Ein erhöhtes Angebot an Beteiligungskapital und ein weniger stark zunehmender Bedarf an Eigenkapital erleichtern und verbilligen seine Beschaffung. Damit kann die Investitionstätigkeit belebt werden, die im Kampf gegen die Arbeitslosigkeit notwendig ist.

## II. Der Markt für Beteiligungskapital

### Risikominderung durch bessere Märkte für Beteiligungen

9. Beteiligungstitel sind für Anleger weniger riskant, wenn sie auf großen und stabilen Märkten leicht verkauft werden können. Dazu muß aber auch der Kauf solcher Titel ebenso leicht möglich sein. Denn ohne leichten Erwerb gibt es keinen leichten Verkauf. Die Ordnung der Märkte für Beteiligungskapital ist in der Bundesrepublik Deutschland unzulänglich. Sie wird vom Prinzip eines engmaschigen Gläubiger- und Anlegerschutzes und der Wettbewerbsbeschränkung im Emissions- und Handelsgeschäft beherrscht. Dabei wird das Anlagespektrum zum Teil übermäßig beschränkt, da anstelle des allein notwendigen Schutzes vor Betrug oft auch ein Schutz vor dem Risiko angestrebt wird. In Verbindung mit einem Übermaß an Formalitäten führt dies zu verringerten Umsätzen und damit höheren Risiken.

Das Wagniskapital wird durch steuerliche Anerkennung überhöhter Abschreibungen in teilweise zweifelhafte Gründungen wie Bauherrenmodelle oder Abschreibungsgesellschaften abgedrängt, für deren Titel es an funktionsfähigen Märkten fehlt. Hier sollten Reformen ansetzen. Erwerb und Veräußerung von Kommandit- und GmbH-Anteilen sind zu erleichtern. Wenn neue Aktiengesellschaften kaum noch gegründet werden, sind Mängel dieses Finanzierungsinstrumentes und des Aktienmarktes zu vermuten, die beseitigt werden müssen. Durch mehr Konkurrenz bei Emissionen und mehr Freiheit in der Wahl von Rechtsformen und Märkten für Beteiligungstitel können für die Beteiligten mehr Freiheit und Sicherheit entstehen.

### Mehr Spielraum im Gesellschaftsrecht

10. Das **Gesellschaftsrecht** erschwert die Veräußerung von Beteiligungstiteln:

- Der **Austritt eines Gesellschafters** wird bei Personengesellschaften rechtlich im Grundsatz als Auflösung

der ursprünglichen Gesellschaft bei gleichzeitiger Gründung einer neuen Unternehmung behandelt. Einem Gesellschafterwechsel müssen alle Gesellschafter zustimmen und einen neuen Gesellschaftsvertrag abschließen. Für Kommanditisten und stille Gesellschafter ist diese Regelung nicht zweckmäßig: Beide leisten nur eine Vermögenseinlage und sind von der Geschäftsführung ausgeschlossen; ein Käufer der Anteile erbringt dieselbe Leistung wie sein Vorgänger und erwirbt so geringe Befugnisse, daß er die Geschäftsführung nicht gefährden kann. Deswegen sollte das Gesetz für den Normalfall den Wechsel von Kommanditisten und stillen Gesellschaftern von der Auflösung der Gesellschaft und von der Zustimmung der übrigen Gesellschafter lösen. Damit würde auch das Problem einer angemessenen Abfindung für ausscheidende Gesellschafter entschärft, denn die Beteiligung würde bei freiem Verkauf marktgerecht bewertet.

Das Recht zur freien Veräußerung sollte im Grundsatz auch für Arbeitnehmer gelten, die sich am arbeitgebenden Unternehmen beteiligen. Wenn die steuerliche Förderung von Arbeitnehmerbeteiligungen zwingend von verstärkten Bindungen des Beteiligten an das Unternehmen abhängig gemacht wird, wie dies in Vermögensbildungsplänen zum Teil auch über die bisherigen Sperrfristen hinaus vorgesehen ist, wird die arbeitgebende Unternehmung zur Mausefalle für Arbeitnehmerkapital. Der Gefahr der Konzentration von Kommanditanteilen in der Hand großer Konkurrenten kann durch die Fusionskontrolle und durch den Gesellschaftsvertrag vorgebeugt werden, etwa indem die Zahl der Anteile beschränkt wird, die sich in

**Mehr Freiheit  
bei der  
steuerlichen  
Förderung von  
Arbeitnehmer-  
beteiligungen**

einer Hand befinden dürfen. **Im Regelfall ist für Kommanditanteile und stille Beteiligungen ein Recht zur freien Veräußerung vorzusehen.**

- Bei Personengesellschaften haften ausscheidende Gesellschafter den Gläubigern noch fünf Jahre nach dem Ausscheiden. Die Verjährung beginnt aber erst mit dem Zeitpunkt der Fälligkeit (§ 159 Abs. 3 HGB), der vor allem bei betrieblichen Pensionszusagen weit in die Zukunft verschoben sein kann. Deshalb mußte bisher ein ausgeschiedener Kommanditist für einen Zeitraum von mehr als 30 Jahren mit einer nachträglichen Inanspruchnahme rechnen. Das Urteil des Bundesgerichtshofes vom 19. 5. 1983 hat diesen unhaltbaren Zustand zwar gemildert, der Gesellschafterwechsel bleibt aber behindert. Was immer in anderen Fällen für die **Nachhaftung** sprechen mag: Bei einem **Wechsel** von Kommanditisten und stillen Gesellschaftern ist die Nachhaftung sinnlos, weil der neue Gesellschafter die Pflichten des Ausgeschiedenen voll übernimmt und das haftende Kapital der Gesellschaft nicht gemindert wird. Um die Gläubiger zu schützen, können Sicherungen gegen die **Herabsetzung** von Kommanditkapital vorgesehen werden: der **Wechsel** der Eigentümer dieses Kapitals ist dafür ein völlig untauglicher Anknüpfungspunkt. **Die Nachhaftung für Kommanditisten ist beim Verkauf ihrer Beteiligungen auszuschließen, um solche Titel von unzumutbaren Risiken zu entlasten.**
- **Bei Gesellschaften mit beschränkter Haftung** muß bisher die Übertragung von Geschäftsanteilen notariell beurkundet werden. Die Teilung von Geschäftsanteilen ist von der Gesellschaftermehrheit zu genehmigen. Beides erschwert den Gesellschafterwechsel und sollte nicht mehr den gesetzlichen Normalfall darstellen. Jede

Gesellschaft sollte den Grad an Fungibilität und Teilbarkeit für ihre Anteile selbst festlegen können, den sie für die Beschaffung von Eigenkapital als zweckmäßig ansieht. Es sollte freigestellt sein, die Anteile als Namens- oder Inhaberpapiere zu verbriefen. Wenn das Stammkapital in voller Höhe eingezahlt ist, kann auf die jährliche Einreichung einer Gesellschafterliste beim Handelsregister (§ 40 GmbHG) verzichtet werden. **Die Form der Abtretung von GmbH-Geschäftsanteilen und die Bedingungen, die bei der Teilung von Geschäftsanteilen zu erfüllen sind, hat nicht wie bisher das Gesetz, sondern die jeweilige Satzung zu regeln.**

11. Das Steuerrecht erschwert die Emission und Veräußerung von Beteiligungstiteln durch Sonderlasten auf unternehmerische Einkünfte und gewerbliches Vermögen sowie durch Strafsteuern auf den Verkauf von Beteiligungen:

**Größere Steuerneutralität notwendig**

– Kapitalverkehrsteuern

**Gesellschaftsteuer und Börsenumsatzsteuer** belasten unmittelbar die Aufnahme von Eigenkapital und die Veräußerung von Eigenkapitaltiteln der Kapitalgesellschaften und der GmbH & Co. KG.

– Ertragsteuern

Wenn Eigenkapitalanteile veräußert werden, übersteigt der dafür erzielte Marktpreis oft den bisherigen Buchwert der Beteiligung. Die Differenz ist der **Veräußerungsgewinn**. Er kann hohen Ertragsteuern unterliegen. Ein Teil der Veräußerungsgewinne entsteht durch vom Bilanz- und Steuerrecht geschaffene Möglichkeiten, stille Reserven zu bilden, die im Zeitpunkt der Ver-

## **Strafsteuern auf den Verkauf von Beteiligungen**

äußerung offengelegt werden. Dieses Problem wird durch Inflation verschärft, solange die Besteuerung von Scheingewinnen nicht ausgeschlossen wird.

Es ist wenig konsequent, die Bildung steuerlich wirksamer **stiller Reserven** zu erlauben und sogar zu begünstigen, also den Unternehmungen und ihren Eigentümern Steuern zu stunden oder zu erlassen, immer dann aber den Besteuerungsanspruch voll geltend zu machen, wenn ein Wechsel der Eigentümer stattfindet. Dies bedeutet eine Strafsteuer für den Verkauf von Beteiligungstiteln. Auch dem Neuerwerber entstehen Nachteile, soweit ein Teil dieser Strafsteuer auf ihn überwälzt wird und sein Unternehmen deswegen höhere Substanzsteuern zu tragen hat.

Bei Kapitalgesellschaften steigern zusätzlich **offene Reserven**, bei deren Bildung bereits 56% Körperschaftsteuer erhoben werden, die „Veräußerungsgewinnsteuer“. Solche Reserven erhöhen den Wert des Unternehmens, so daß der Veräußerungsgewinn entsprechend zunimmt. Der Anteilseigner muß ihn beim Verkauf abermals versteuern und kann die bei der Bildung offener Rücklagen gezahlte Körperschaftsteuer nicht anrechnen. Denn das im Jahre 1977 eingeführte Anrechnungsverfahren gilt nur für den ausgeschütteten Gewinn.

### – Substanzsteuern

Ein höherer Marktwert veräußerter Beteiligungen wird außerdem herangezogen, um nicht veräußerte Beteiligungen steuerlich neu zu bewerten und mit **höherer Vermögensteuer** zu belasten. Das bedeutet vor allem bei nicht börsennotierten Kapitalgesellschaften einen

Nachteil für den Verkäufer, solange er noch weitere Anteile hält, und fördert bei den im Unternehmen zurückbleibenden Gesellschaftern die Neigung, den Verkauf von Anteilen durch die Satzungen der Gesellschaften zu erschweren, denn jeder Gesellschafterwechsel kann für sie die Steuerlast erhöhen.

Die steuerlichen Hindernisse für die Handelbarkeit von Beteiligungstiteln beschränken die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes. Um diese Mängel zu beheben, sind folgende Maßnahmen notwendig:

- (1) **Die Kapitalverkehrsteuern sind abzuschaffen.** Die Bundesregierung sollte beantragen, die entgegenstehende EG-Richtlinie vom 17. Juli 1969 aufzuheben.
- (2) **Die steuerliche Begünstigung stiller Reserven muß beseitigt werden.** Dadurch sinken die Veräußerungsgewinne für Beteiligungen, und die Furcht vor der dabei anfallenden Steuer nimmt ab.

In der Vergangenheit sind in der Bundesrepublik Deutschland und in verschiedenen anderen Ländern die steuerlich anerkannten **Abschreibungssätze** zum Teil erheblich erhöht worden. Man wollte damit den Staat stärker am Risiko beteiligen und so zusätzliche Investitionen anregen. Soweit die Abschreibungserleichterungen die Bildung stiller Reserven begünstigen, bringen sie jedoch wesentliche Nachteile für den Kapitalmarkt mit sich (vgl. Ziff. 17-18). Die mit den Erleichterungen verfolgten Ziele lassen sich durch andere Mittel ohne strukturverzerrende Nebenwirkungen erreichen. Um eine ausgewogenere Gewinn- und Verlustbeteiligung des Staates zu erreichen, muß für die Ertragsteuern eine **mehrperiodische Durchschnittsbesteuerung** einge-

führt werden. Die Erweiterung des Verlustvortrages und des Verlustrücktrages ist ein Schritt in die richtige Richtung. Vor allem ist eine weitere Ausdehnung des Berechnungszeitraums für diese Kompensationen notwendig.

(3) Die Besteuerung von Veräußerungsgewinnen, soweit sie durch die Inflation künstlich aufgebläht sind, ist ein allgemeines Problem der **Scheingewinnbesteuerung**. Sie könnte durch weitere Abschläge vom Veräußerungsgewinn und durch begünstigende Steuersätze gemildert werden. Eine konsequente Politik der Geldwertstabilität ist solchen Partiallösungen, die letztlich ein Armutszeugnis für den Staat bedeuten, in jedem Fall überlegen. Dadurch würde das Problem überhaupt aus der Welt geschafft.

(4) Das Problem abrupter Erhöhungen von **Substanzsteuern** aus Anlaß eines Gesellschafterwechsels wird durch zeitnahe Bewertungen und das Verbot willkürlicher und nur steuerlich bedingter stiller Reserven entschärft. Wenn Falschbewertungen nicht mehr steuerlich prämiert werden, können die Bewertungen wirklichkeitsnäher sein, so daß der Eigentümerwechsel weniger als bisher zu Steuererhöhungen führt. Als Wertansatz für Anteile an Kapitalgesellschaften sollte grundsätzlich wie bei Personengesellschaften das anteilige Eigenkapital zugrunde gelegt werden. Dies wäre gleichzeitig ein echter Schritt zur Steuervereinfachung.

## **Sonderlasten auf unternehmerische Leistungen**

**12. Sonderlasten auf unternehmerische Leistungen** haben in der Vergangenheit die Arbeitnehmertätigkeit und die Anlage in Fremdkapitaltiteln einseitig begünstigt. Hier sind Korrekturen notwendig:

- Die **Gewerbesteuer** belastet vor allem den gewerblichen Gewinn und gewerbliches Vermögen. Sie ist durch eine **Wertschöpfungssteuer** zu ersetzen.
- Die **Vermögenssteuer** als Strafsteuer auf Vermögensbildung, Investitionen und Eigenkapital ist allmählich abzubauen. Dabei muß der erste Schritt in einem Abbau der Mehrfachbesteuerung bei Kapitalgesellschaften bestehen.
- Unternehmerlohn und „normales“ Arbeitsentgelt werden steuerlich unterschiedlich behandelt. Eine Vielzahl von Freibeträgen sowie erhebliche Begünstigungen bei der Altersvorsorge knüpfen an den Arbeitnehmerstatus an. Die stärkeren Schwankungen der Unternehmereinkommen führen bei progressivem Steuertarif zu erhöhten Belastungen. Diese Ungleichbehandlung verstößt gegen den Grundsatz der Besteuerung nach der Leistungsfähigkeit und ist weder wirtschafts- noch sozialpolitisch zu rechtfertigen.

13. Die Bereitstellung von Eigenkapital durch Mitarbeiter einer Unternehmung ist in der Vergangenheit durch die sog. **Mitunternehmerfiktion** entscheidend behindert worden. Bei Personengesellschaften werden Kommanditisten und atypisch stille Gesellschafter nach § 15 Abs. 1 Ziffer 2 Einkommensteuergesetz als „Mitunternehmer“ angesehen. Somit gelten alle Einkünfte, die sie aus der Gesellschaft beziehen, als Einkünfte aus Gewerbebetrieb.

Arbeitnehmer, die sich in dieser Form am arbeitgebenden Unternehmen beteiligen, verlieren daher alle steuerlichen Vorteile, die nur Arbeitnehmern zustehen. Damit wird die Beteiligung von Arbeitnehmern am eigenen Arbeitsplatz steuerlich diskriminiert.

**Mitunternehmerfiktion als Beteiligungshindernis**

**Gleichbehandlung  
von  
Arbeitnehmer-  
und Unternehmer-  
einkommen**

**Das Problem wäre am einfachsten zu lösen, indem Arbeitnehmer- und Unternehmereinkommen steuerlich gleichgestellt werden:**

Arbeitnehmerfreibeträge wären ebenso aufzuheben wie Sondervergünstigungen und Sondersteuern für Unternehmer. Es ist nicht länger zu rechtfertigen, daß gewerbliche Einkünfte höher besteuert und gleichzeitig zahlreichen Gewerbebezweigen Subventionen aus Steuermitteln gezahlt werden. Arbeitnehmer haben den Nachteil des Quellenabzugs bei der Lohnsteuer. Die Verzinsung später gezahlter Einkommensteuer müßte diesen Nachteil konsequent ausgleichen; umgekehrt müßte ein verspäteter steuerlicher Verlustausgleich für gewerbliche Einkünfte vom Fiskus angemessen verzinst werden. Bei der notwendigen mehrperiodischen Durchschnittsbesteuerung ist dies besonders zu beachten.

Die Gleichstellung der Einkommenskategorien würde die steuerlichen Nachteile aufheben, die von der Mitunternehmerfiktion ausgehen. Auch käme es zu einer **Steuervereinfachung**: Die Arbeitnehmerbesteuerung würde vereinfacht; Sonderbilanzen für das Betriebsvermögen der Kommanditisten und atypisch stillen Gesellschafter könnten entfallen.

Die Umstellung müßte mit einer allgemeinen Senkung des Einkommensteuertarifs verbunden werden, um ein höheres Besteuerungsniveau bei Wegfall von Freibeträgen zu vermeiden.

Solange die steuerliche Gleichbehandlung verschiedener Einkommenskategorien noch nicht erreicht ist, müssen die Beteiligungshindernisse für Mitarbeiter auf anderem Wege beseitigt werden. Die geplanten Reformen des Vermögens-

bildungsgesetzes dürften dazu kaum beitragen, solange sie die entscheidenden Hindernisse für die Beteiligung an Kommanditgesellschaften oder Gesellschaften mit beschränkter Haftung aussparen. Mindestens ist eine der beiden folgenden Zwischenlösungen notwendig:

- Die Mitunternehmerfiktion wird auf persönlich haftende Gesellschafter beschränkt.  
Damit entfielen die Diskriminierung von Arbeitnehmern, die Kommanditisten oder atypisch stille Gesellschafter ihres Arbeitgeberunternehmens sind.  
Für sie brauchen dann auch keine Sonderbilanzen geführt zu werden.
- Kommanditisten und atypisch stille Gesellschafter werden wie Gesellschafter einer GmbH behandelt.  
Dies ist nur zumutbar, wenn die Körperschaftsteuer voll angerechnet wird, also auch der auf den nicht ausgeschütteten Gewinn gezahlte Anteil. Bei dieser Lösung entfällt allerdings die Möglichkeit, Verluste der Gesellschaft bei der persönlichen Einkommensteuer geltend zu machen. Neugründungen und Neuinvestitionen mit hohen Anlaufverlusten würden dadurch benachteiligt werden. Andererseits würde der Gesellschafterwechsel steuerlich den Bedingungen bei Kapitalgesellschaften angepaßt, also die Fungibilität der Beteiligungen erhöht.

14. Anteile an einer Kapitalgesellschaft sind im allgemeinen durch eine höhere Fungibilität gekennzeichnet. Diesem Vorteil stehen empfindliche Nachteile in der Besteuerung gegenüber. Dadurch werden Gründungen und Erweiterungen von Firmen, für die die Rechtsform der Kapitalgesellschaft zweckmäßig ist, besonders benachteiligt, insbesondere innovationsträchtige Vorha-

ben, die mit hohen Anlaufkosten und Risiken verbunden sind, aber wegen der damit verbundenen Chancen volkswirtschaftlich besonders erwünscht sein können. Eine Haftungsbegrenzung für den einzelnen Anleger liegt hier nahe, außerdem eine angemessene Risikobeteiligung des Staates, wie sie eher zu erreichen ist, wenn Verluste den Anteilseignern unmittelbar zugerechnet werden, so daß sie sie für ihre persönliche Besteuerung geltend machen können. **Deswegen wird vorgeschlagen, daß sich Kapitalgesellschaften dafür entscheiden können, wie Personengesellschaften besteuert zu werden.**

Auf der anderen Seite kann es für Personalgesellschaften nützlich sein, wie eine Kapitalgesellschaft besteuert zu werden, sofern die Körperschaftsteuer nach dem vollen Teilhabersteuerverfahren ungekürzt angerechnet wird. Die Fungibilität von Anteilen an Personalgesellschaften würde auf diese Weise erhöht werden, ohne daß dies mit allzu großen steuerlichen Nachteilen erkauft werden müßte. **Deswegen wird zugleich vorgeschlagen, daß sich Personalgesellschaften dafür entscheiden können, wie eine Kapitalgesellschaft besteuert zu werden.**

Sowohl Kapitalgesellschaften als auch Personalgesellschaften sollen demnach das Besteuerungsverfahren frei wählen können. Die Besteuerung ist insoweit von der Wahl der Rechtsform des Unternehmens gelöst. Bei voller Teilhabersteuer wäre ein solches Wahlrecht fiskalisch annähernd neutral in dem Sinne, daß eine Entscheidung der Unternehmungen für die eine oder andere Art der Besteuerung das Steueraufkommen nicht übermäßig beeinträchtigen würde.

**Rechtsform-  
neutrale  
Besteuerung**

15. Der **Aktienmarkt** in der Bundesrepublik Deutschland ist nicht leistungsfähig genug. Nur für gut ein Fünftel der Aktiengesellschaften werden Kurse an der Börse notiert. Die Börsenzulassung ist zu schwierig und zu teuer, die Emissionskosten sind zu hoch.

**Den Aktienmarkt funktionsfähiger machen!**

Daher wird vorgeschlagen:

- Die Umsetzung der EG-Richtlinien in das Recht der Bundesrepublik Deutschland sollte dazu genutzt werden, die Usancen der Börsenzulassung zu vereinfachen, indem ein standardisiertes und öffentlich bekannt gegebenes Prospektschema ohne perfektionistische Anforderungen angewandt wird.
- Die Beurteilungskriterien, die von den Zulassungsstellen angewandt werden, sind öffentlich bekannt zu machen, damit sich die um Zulassung nachsuchenden Unternehmungen darauf einstellen können.
- Bei etablierten Unternehmungen, die nach der 4. EG-Richtlinie (Bilanzrichtlinie) ohnehin erweiterten und ständigen Publizitätspflichten unterliegen, ist auf die Einmalpublizität eines Börsenzulassungsprospektes zu verzichten. Dasselbe gilt bei weiteren Emissionen von Aktien, deren Gattung bereits notiert und gehandelt wird.
- Bei der Prospektveröffentlichung ist größere Freiheit in der Wahl der Veröffentlichungsart zu gewähren (Zulassung der Broschürenform, Beschränkung auf Hinweis im Bundesanzeiger über die Veröffentlichungsart).
- Die bisher streng gehandhabte Bonitätsprüfung bei der Börsenzulassung von Aktien ist aufzulockern. Die Anleger werden nicht wirklich geschützt, wenn die Börsenzulassung von Aktien so restriktiv gehandhabt

**Vereinfachte Börsenzulassung**

wird, daß neue Anlagemöglichkeiten ausgeschlossen bleiben und die Börse schließlich austrocknet. Der Anleger muß nur ausreichend informiert werden, damit er in Kenntnis der wirtschaftlichen Tatsachen selbst entscheiden kann, welche Risiken er eingehen will. Das Vordringen von Publikumspersonengesellschaften und ähnlicher Anlageformen zeigt, daß bei den Anlegern eine erhebliche Risikobereitschaft vorhanden ist. Sie wird jedoch heute am Aktienmarkt vorbeigeleitet. Um die Zulassungsschwelle „Bonitätsprüfung“ auf ein angemessenes Maß herabzusetzen, sind folgende Regelungen vorzusehen:

- (1) Emissionswilligen Unternehmen sollte grundsätzlich ein Anspruch auf Börsenzulassung eingeräumt werden, wenn sie die fixierten Zulassungsbedingungen erfüllen.
- (2) Auf die obligatorische Prospekthaftung der Emissionsmakler kann verzichtet werden. Regelmäßig werden neue Aktien bereits vor der Börsenzulassung plaziert; damit ist die Prospekthaftung privatrechtlich ohnehin weitgehend wirkungslos, da sich die Erstkäufer nicht auf den Prospekt berufen können. Die Haftung für Vollständigkeit und Richtigkeit des Emissionsprospekts sollte vor allem die Verfasser treffen, also die Unternehmung und ihre verantwortlichen Organe; bei vermögenslosen Gesellschaften ist ein Durchgriff auf die Mitglieder der Organe neben der strafrechtlichen Erfassung vorzusehen. Der Wegfall der obligatorischen Prospekthaftung von Emissionsmaklern führt dazu, daß diese Makler ihre Aktivität stärker auf Vermittlung von zutreffenden Informationen verlagern und weniger als schützender Vormund der Anleger auftreten.

- Standardisierte Börsenzulassung und Wegfall der obligatorischen Prospekthaftung von Emissionsmaklern sind günstige Voraussetzungen dafür, auf den Maklerzwang bei Emissionen zu verzichten, mindestens aber weitere Berufsgruppen zum Emissionsgeschäft zuzulassen. Es können etwa Anlageberater nach § 34c Abs. 1 Nr. 1b der Gewerbeordnung als selbständige Emissionsmakler zugelassen werden. Der dadurch belebte Wettbewerb im Emissionsgeschäft wird die Qualität der Beratungsleistung erhöhen, weil die Emissionsmakler nicht zuletzt durch Zuverlässigkeit und guten Ruf miteinander konkurrieren müssen. Die Qualitätsprüfung über den Markt tritt somit an die Stelle bürokratischer Bonitätskontrollen.

### **Mehr Wettbewerb im Emissions- geschäft**

16. Kleinere und mittlere Unternehmungen sind in der Eigenkapitalbeschaffung im Nachteil, solange es für ihre Anteile keinen gut funktionierenden Markt gibt. Es genügt nicht, den Börsenhandel in Aktien funktionsfähiger zu machen und mehr Aktiengesellschaften den Zugang zur Börse zu öffnen. Solange die für Aktiengesellschaften in der Bundesrepublik Deutschland bestehenden gesetzlichen Anforderungen nicht gesenkt werden, ist diese Rechtsform für kleinere Unternehmungen nicht geeignet. Für den Handel vor allem in Beteiligungstiteln anderer Rechtsformen sollte ein zusätzlicher geregelter Markt geschaffen werden, der neben den offiziellen Börsenhandel und den Freiverkehr in der Börse tritt. Es kann offen bleiben, ob dieser neue Markt an den bisherigen Börsen oder an anderer Stelle eingerichtet wird; wenn bestimmte Mindestanforderungen erfüllt werden, sollte die Einrichtung des neuen Marktes jedermann freigestellt werden. Die damit mögliche Konkurrenz der Institutionen kann sogar den bisherigen Börsen neue Impulse verleihen. In jedem Fall darf der neue Markt nicht

### **Mehr Beteiligungskapital für kleinere Firmen**

**Neues Börsen-  
segment für  
kleine und  
mittlere  
Unternehmen**

den beschränkenden und umsatzvermindernden Vorschriften der alten Börsen unterliegen.

Vielmehr ist folgendes vorzusehen:

- Der Marktzutritt wird nicht an eine bestimmte Rechtsform und Unternehmungsgröße gebunden.
- Bei der Zulassung sollten die Auflagen für Prospektpublizität und laufende Publizität in einer Form auf den neuen Markt angewandt werden, die gegenüber den Anforderungen des bisherigen amtlichen Börsenhandels deutlich vereinfacht ist. Dies ist deswegen unproblematisch, weil nach dem Bilanzrichtlinien-Gesetz in Zukunft die Unternehmen in haftungsbeschränkenden Rechtsformen ohnehin zur regelmäßigen Jahresabschlußpublizität verpflichtet sein werden. Eine zusätzliche Veröffentlichung bei der Zulassung zu dem neuen Beteiligungsmarkt würde dann dem Anleger keine neuen Informationen bringen. Die mit den jeweiligen Beteiligungstiteln verbundenen Rechte und Pflichten sind jedoch vollständig bekannt zu machen. Vor allem hierbei ist Prospektbetrug auch strafrechtlich zu verfolgen.
- Um die Anwendung der Zulassungs- und Prospektvorschriften der EG zu vermeiden, sollte für den neuen Markt kein amtlicher Handel vorgesehen werden.
- Die Satzung beziehungsweise der Gesellschaftsvertrag und alle Zusatzvereinbarungen eines Unternehmens, dessen Beteiligungstitel an dem neuen Markt gehandelt werden, müssen jederzeit leicht zugänglich und stets zusammen mit dem Prospekt bei dem Leitungsorgan des neuen Marktes hinterlegt sein.

- **Standardisierungen für die gehandelten Titel sollten der Marktentwicklung überlassen und nicht staatlich vorge-schrieben werden. Das Handelsverfahren sollte dem des geregelten Freiverkehrs entsprechen. Solange der Markt klein ist, sollten Angebot und Nachfrage dadurch kon-zentriert werden, daß der Handel nur einmal monatlich stattfindet; auf einem größeren Markt können Zufalls-schwankungen leichter vermieden werden.**

### III. Die Wiederbelebung der Aktie

#### Die Bevormundung des Aktionärs

17. Das dem Aktienrecht der Bundesrepublik Deutschland zugrunde liegende Konzept beruht auf der **Bevormundung des Aktionärs**. Angeblich auch in seinem Interesse als Anleger, teilweise im Interesse der Gläubiger und geleitet von der Vorstellung, das Unternehmen an sich schützen zu sollen, wird die Aktiengesellschaft umfangreichen Vorschriften der Rechnungslegung sowie Prüfungs- und Publizitätsvorschriften unterworfen. Zu den vielfach zitierten „gläsernen Taschen“ der Unternehmungen, das heißt zu wirklichkeitsnahen Bewertungen, führt dies freilich nicht. Bei florierenden Aktiengesellschaften werden in Verbindung mit steuerlichen Ermunterungen stille Reserven durch Falschbewertungen gelegt.

#### Organisierte Fehlinformation im Jahresabschluß

Der Gewinn wird also abweichend von der tatsächlichen Situation niedriger ausgewiesen. Andererseits bietet bei weniger florierenden Aktiengesellschaften die Auflösung stiller Reserven die Möglichkeit, den Aktionären und der Öffentlichkeit Informationen über die wirkliche Lage des Unternehmens für einige Zeit vorzuenthalten.

In der Aktiengesellschaft werden heute von dem Betrag, der dem Bruttogewinn eines Personalunternehmens entsprechen würde, viele Beträge vorab verwendet, um zahlreiche mitwirkende Faktoren und Interessen zufriedenzustellen. Nicht einmal der dann noch übrig bleibende Gewinnrest wird jedoch dem Aktionär zugewiesen. Vielmehr dürfen 50% dieses schließlich ausgewiesenen Gewinns gegen den Willen der Aktionäre im Unternehmen zurückbehalten werden, obwohl darauf 56% Körperschaftsteuer zu zahlen sind, die der Aktionär nicht auf seine persönliche Einkommensteuerschuld anrechnen darf.

Solche Thesaurierung ist auch für das Unternehmen teuer (vgl. Tabelle 6, S. 35).

**Tabelle 6**

**Gesamtsteuer-Vorbelastung  
offen ausgewiesener thesaurierter Gewinne  
bei Kapitalgesellschaften**

Annahme: Kapitalrendite vor Steuern: 10%

|                                    |              |
|------------------------------------|--------------|
| Gewinn vor Steuern                 | 100,00       |
| ./. Gewerbekapitalsteuer (0,7%)    | 7,00         |
| <hr/>                              |              |
| Gewerbeertrag                      | 93,00        |
| ./. Gewerbeertragsteuer (14,89%)   | 13,85        |
| <hr/>                              |              |
| Körperschaftsteuerliches Einkommen | 79,15        |
| ./. Körperschaftsteuer (56%)       | 44,32        |
| <hr/>                              |              |
| Jahresüberschuß vor Vermögensteuer | 34,83        |
| ./. Vermögensteuer (0,7%)          | 7,00         |
| <hr/>                              |              |
| Zur Thesaurierung verbleiben       | <u>27,83</u> |

\* Annahme: Hebesatz (Gewerbsteuer) 350%

**Quelle:** Marcus Bierich, Der Einfluß der Besteuerung auf die Kapitalbeschaffung der Unternehmung, in: ZfbF Nr. 1/1983, S. 41 ff

Selbst soweit der Hauptversammlung der Aktionäre noch effektive Rechte zustehen, wird der einzelne Aktionär durch die Art der Mehrheitsbildung bevormundet. Durch das Depotstimmrecht ist jedenfalls eine angemessene Vertretung der Aktionärsinteressen nicht gesichert.

Der schon bei mittleren Aktiengesellschaften materiell nur noch zur Hälfte von der Hauptversammlung gewählte Aufsichtsrat ist im Prinzip an vermehrten Ausschüttungen ebensowenig interessiert wie der Vorstand.

### **Spaltung der Aktionärsinteressen durch die Besteuerung**

Sogar das Aktionärsinteresse selbst ist verfälscht worden, und zwar durch die Besteuerung. Einmal können noch immer Aktionäre mit dem höchsten persönlichen Steuersatz im Gegensatz zu Aktionären mit niedrigerem persönlichem Steuersatz an der Selbstfinanzierung der Aktiengesellschaft aus einbehaltenem Gewinn interessiert sein. Soll nämlich der Gesellschaft neues Eigenkapital zugeführt werden, ist dieses Verfahren für den Spitzenverdiener noch immer billiger als das für andere Aktionäre interessante Verfahren des „Schütt aus, hol zurück!“.

### **Ausschüttungsstrafsteuer bei Kapitalgesellschaften**

Außerdem ist das Interesse aller Aktionäre aus einem weiteren Grunde verzerrt: Ein Teil des Gewinnes ist im Unternehmen steuerfrei, solange er nicht ausgeschüttet wird. Dies gilt vor allem für Auslandseinkünfte, die von der inländischen Steuer freigestellt sind, um Doppelbesteuerung zu vermeiden. Es wird aber in dem Augenblick Steuer erhoben, in dem dieser Gewinn an die Aktionäre weitergeleitet wird. Der Sinn dieser Regelung ist nicht einzusehen. Entweder ist die Steuerbefreiung nicht gerechtfertigt; dann sollte sie nicht gewährt werden. Oder sie ist als gerechtfertigt anzusehen; dann ist nicht erkennbar, weshalb sie mit einer Ausschüttungsstrafsteuer belegt wird.

Alle diese Faktoren in Verbindung mit Emissionshemmnissen, Schwierigkeiten der Börsenzulassung, Kapitalverkehrssteuern und Doppelbesteuerung bei der Vermögensteuer haben die Aktienemission als Finanzierungsweg uninteressant gemacht.

18. Es wird behauptet, eine im Unternehmen zurückbehaltenene Mark komme dem Aktionär ebenso zugute wie eine ausgeschüttete Mark, die er zum Aktienkauf verwende. Dies gelte auch dann, wenn der Betrag gegen den Willen des Aktionärs einbehalten werde. Diese These ist falsch. Soweit die einbehaltenen Summen nicht steuerfrei sind, werden sie steuerlich höher belastet. Außerdem kann dabei der Aktionär nicht über die rationellste Verwendung entscheiden. Infolgedessen werden die einbehaltenen Gewinne am Aktienmarkt nur mit Abschlag bewertet. Der Substanzwert vieler Aktiengesellschaften liegt weit über ihrem Kurswert.

### **Volle Ausschüttung des Gewinns**

Im übrigen fördert die gesetzlich begünstigte Thesaurierung der Gewinne die Konzentration, denn die einbehaltenen Summen werden nicht nur für internes Wachstum verwendet, sondern auch zum Aufkauf bestehender Firmen. Zwar können die einzelnen Teile eines Unternehmens um die in der Firma verfügbaren Finanzmittel konkurrieren und danach streben, sie der ertragreichsten Verwendung zuzuführen. Aber diese beschränkte Konkurrenz ist kein Ersatz für den Verwendungstest auf dem allgemeinen Kapitalmarkt. Die interne Selbstfinanzierung erlaubt auch weniger rentable Investitionen und verlustbringende Marktstrategien, die bei internem Gewinn- und Verlustausgleich vom Management noch als tragbar angesehen werden. Zur Streuung des Risikos werden große Konzerne mit heterogener Struktur gebildet in der Hoffnung, durch solche Diversifikation mehr Sicherheit zu erlangen. Ist man dabei nicht sorgfältig genug und trennt man sich nicht rechtzeitig von unrentablen Konzernteilen, dann ist der Konzern zur internen Verlustverrechnung gezwungen. Für die Aktionäre sind infolgedessen nur noch mäßige und bestenfalls durchschnittliche Ausschüttungen zu erwarten. Die Aktie verwandelt sich von einem Risiko- und Ertragspapier in ein

Rentenpapier mit minimaler Durchschnittsverzinsung, die zwischen Gewinn- und Verlustperioden weniger deutlich schwankt. Der Aktionär als Rentner wird zum Leitbild, das durch Dividendenkontinuität gefördert wird. Im übrigen kann Gewinnkontinuität dadurch gefördert werden, daß die Gesellschaften ihre Bestände an festverzinslichen Wertpapieren erhöhen, anstatt ihre Mittel für Sachinvestitionen zu verwenden. So werden Industriefirmen zu Rentenfonds, deren Rendite für die Anteilseigner unter derjenigen gesicherter Staatspapiere liegt. Dies alles macht die Aktie zu einem für den Anleger uninteressanten Papier.

Wenn die Aktie als Finanzierungsinstrument wiederbelebt werden soll, müssen die **Gewinne ungeschmälert dem Aktionär zufließen**.

Hierzu sind zunächst **unternehmensrechtliche Maßnahmen** angebracht:

- Die Möglichkeiten zu bewußten **Unterbewertungen von Aktiva** mit willkürlichen Schmälerungen des ausgewiesenen Gewinns sind einzuschränken, ohne auf den Grundsatz einer vorsichtigen Bewertung am unteren Rand der Bewertungsskala zu verzichten. Insbesondere ist eine Anpassung der Regelungen für die Beteiligungsbewertung an die angelsächsischen Vorschriften notwendig, damit die Aussagekraft der Jahresabschlüsse großer Konzerne verbessert wird. Steuerliche Anreize zu Unterbewertungen sind abzubauen (vgl. Ziff. 11).
- Das Management der Aktiengesellschaften muß am Anlagenutzen der Anteilseigner interessiert sein. Es sollte deshalb allein der Anlagenutzen, gemessen in Dividende und bereinigter Kurssteigerung der Aktie, als Bemessungsgrundlage für Aufsichtsrats- und Vorstandstie-

men zugelassen sein. Diese Vorschrift sollte für alle Gesellschaften und Vermögensmassen gelten, deren Anteile öffentlich angeboten werden.

- Zur **Stimmrechtsvertretung** in der Hauptversammlung müssen die Vertreter gegenüber den Aktionären, die sie vertreten wollen, bei der Bitte um Vollmachtserteilung alle Beziehungen offenlegen, in denen sie als Lieferanten, Kreditgeber oder Kreditnehmer, Aktionäre, Mitglieder des Aufsichtsrates, Tarifpartner, Inhaber vertraglicher oder sonstiger Einflußrechte und Aufsichtsbefugnisse zu der betreffenden Aktiengesellschaft stehen.
- Die **Vorschrift nach § 58 Aktiengesetz, daß 50% des Jahresüberschusses ohne Einwilligung der Aktionäre im Unternehmen zurückbehalten werden können, ist aufzuheben.** Bei Aktiengesellschaften, deren Aktien öffentlich gehandelt werden, ist der Jahresüberschuß voll auszuschütten. Für Abweichungen ist allein die Hauptversammlung zuständig zu machen, die nur mit qualifizierter Mehrheit einen gegenteiligen Beschluß fassen kann. Antragsberechtigt hierfür ist nur eine qualifizierte Minderheit von Aktionären, die nicht Funktionsträger oder Beschäftigte des Unternehmens sein dürfen.

Außerdem sind **steuerrechtliche Änderungen** notwendig:

- Die **gezahlte Körperschaftsteuer** ist für den Aktionär **in vollem Umfang** auf die persönliche Einkommensteuerschuld **anzurechnen, also auch für den nicht ausgeschütteten Gewinn.** Eine solche Änderung scheint auf den ersten Blick dem Interesse an Ausschüttungen zu widersprechen, erhöht aber den Nettoertrag,

**Teilhabersteuer  
zur Förderung von  
Eigenkapital-  
bildung und  
Investitionen**

den die Aktie insbesondere für den Kleinaktionär abwirft, im Vergleich zu anderen Anlageformen und beseitigt einen Teil an Doppelbesteuerung des Gewinns, der noch übrig geblieben ist. Entgegenlaufende Bestrebungen der EG, die sogar die geltende Anrechnung nur auf den ausgeschütteten Gewinn abschwächen wollen, sollten von der Bundesregierung mit Nachdruck bekämpft werden.

- Neben der Erweiterung der Anrechnung von Körperschaftsteuer zu einem Vollanrechnungsverfahren muß auch bei Kapitalgesellschaften eine Risikobeteiligung des Fiskus bei der Besteuerung in gleichem Umfang möglich werden wie bei Personalgesellschaften. Es muß die Möglichkeit eingeräumt werden, daß auch in Kapitalgesellschaften entstandene Verluste den Anteilseignern unmittelbar zugerechnet werden (Ziff. 14). Nur so wird die fiskalische Risikobeteiligung für den potentiellen Anteilseigner direkt spürbar.

Ein unternehmensinterner Gewinn- und Verlustausgleich ist hierfür kein Ersatz, weil er einseitig große, etablierte und diversifizierte Konzerne begünstigt, also nicht strukturneutral ist, und den Aktionären oft keine spürbaren Vorteile bringt.

- Die Ausschüttungsstrafsteuer muß beseitigt werden, das heißt, die im Unternehmen steuerfreien Gewinne bleiben steuerfrei, wenn sie an die Aktionäre ausgeschüttet werden.

## **IV. Zusammenfassung der vorgeschlagenen Maßnahmen<sup>1)</sup>**

1. Maßnahmen, um die Handelbarkeit von Beteiligungstiteln zu erhöhen.
  - Freies Veräußerungsrecht für Kommanditanteile und stille Beteiligungen als gesetzlicher Normalfall.
  - Aufhebung der Beurkundungspflicht bei Abtretung von Geschäftsanteilen an Gesellschaften mit beschränkter Haftung nach § 15 Abs. 3 GmbH-Gesetz.
  - Freie Teilbarkeit für Geschäftsanteile an einer GmbH.
  - Aufhebung der Nachhaftung beim Wechsel von Kommanditisten, wenn der nachfolgende Gesellschafter die Pflichten des Ausscheidenden voll übernimmt.
  - Abschaffung der Kapitalverkehrsteuern.
  - Trennung der vermögensteuerlichen Wertermittlung für Unternehmensanteile von am Markt erzielten Veräußerungspreisen.
  - Hohe Steuern bei Veräußerung von Beteiligungen werden verringert, indem stille Reserven nicht mehr — etwa durch künstliche Abschreibungsvorteile — begünstigt werden.
  - Aufhebung der Mitunternehmerfiktion für Kommanditisten und atypisch stille Gesellschafter. Dies ist mindestens in den Fällen geboten, in denen die Beteiligungsquote niedrig ist und der Beteiligte keinen Einfluß auf die Geschäftsführung hat.

<sup>1)</sup> Heranzuziehen sind ferner:  
Kronberger Kreis, Vorschläge zu einer „Kleinen Steuerreform“,  
Frankfurter Institut für wirtschaftspolitische Forschung, Juli 1983

## 2. Beseitigung von Sonderbelastungen unternehmerischer Tätigkeit.

- Ersatz der Gewerbesteuer durch eine Wertschöpfungssteuer.
- Aufhebung der Mehrfachbelastung mit Vermögensteuer bei Kapitalgesellschaften.
- Gleichstellung von Arbeitnehmer- und Unternehmereinkommen bei der Ertragsbesteuerung.
- Verstärkung mehrperiodischer Besteuerung durch Beteiligung des Fiskus am Risiko durch Verlustrücktrag und Berücksichtigung von Einkommensschwankungen.

## 3. Freies Wahlrecht der Kapital- und Personalgesellschaften für die Art der Besteuerung: Kapitalgesellschaften können wie Personalgesellschaften besteuert werden und damit erreichen, daß Verluste ihren Anteilseignern steuerlich zugerechnet werden; Personalgesellschaften können wie Kapitalgesellschaften besteuert werden, um die Fungibilität von Anteilen zu erhöhen (Voraussetzung: volle Anrechenbarkeit der Körperschaftsteuer).

## 4. Einrichtung eines zusätzlichen Marktes für Beteiligungstitel, die bisher zur amtlichen Börsennotierung nicht zugelassen sind und vorzugsweise von kleinen und mittleren Firmen emittiert werden.

## 5. Wiederbelebung der Aktienbörse für Neuemissionen

- Vereinfachung und Erleichterung der Börsenzulassung. Festlegung eindeutiger Zulassungskriterien.
- Aufhebung des Prospektzwanges für Emissionen von Gesellschaften, die erweiterten und ständigen Publizitätspflichten unterworfen sind. Auch für weitere Emissionen bereits eingeführter Titel ist der Prospektzwang aufzuheben.
- Verzicht auf die Prospekthaftung der Banken und Emissionsmakler.
- Zulassung selbständiger Emissionsmakler zum Emissionsgeschäft.

## 6. Wiederbelebung der Aktie

### (1) Einschränkung der Selbstfinanzierung, soweit sie den Aktionärsinteressen widerspricht:

- Die Möglichkeiten zur Bildung stiller Reserven werden eingeschränkt, soweit sie über den Grundsatz vorsichtiger Bewertung hinausgehen. Unterbewertungen von Beteiligungen sind zu korrigieren.
- Die Möglichkeit zur Bildung offener Reserven ohne Einwilligung der Aktionäre gemäß § 58 Abs. 2 Aktiengesetz wird aufgehoben. Für die Bildung offener Reserven, soweit sie nicht durch Gesetz und Satzung vorgeschrieben sind, ist die Hauptversammlung zuständig, die sie nur unter restriktiven Bedingungen für Antragstellung und Abstimmungsquorum beschließen kann.

- (2) Stimmrechtsvertreter in der Hauptversammlung müssen ihre Beziehungen zur Gesellschaft den vertretenen Aktionären vor Übertragung des Stimmrechtes offenlegen.
- (3) Bemessungsgrundlage für Vorstands- und Aufsichtsratsstämien wird der Anlagenutzen der Anteilseigner, gemessen in Dividende und bereinigter Kursänderung der Anteile. Diese Vorschrift gilt für alle Gesellschaften und Vermögensmassen, deren Anteile öffentlich angeboten werden.
- (4) Das Verfahren verstärkter Gewinnausschüttungen und Emissionen neuer Aktien muß von steuerlichen Diskriminierungen befreit werden:
  - Die gezahlte Körperschaftsteuer ist in vollem Umfang auf die persönliche Einkommensteuerschuld des Aktionärs anzurechnen (echte Teilhabersteuer).
  - In der Unternehmung steuerfrei erzielte Erträge bleiben auch bei Ausschüttung steuerfrei (Aufhebung der Ausschüttungsstrafsteuer).



ISBN 3-89015-002-0