

Oberender, Peter (Ed.)

**Book**

## Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte im Umbruch

Schriften des Vereins für Socialpolitik, No. 280

**Provided in Cooperation with:**

Verein für Socialpolitik / German Economic Association

*Suggested Citation:* Oberender, Peter (Ed.) (2001) : Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte im Umbruch, Schriften des Vereins für Socialpolitik, No. 280, ISBN 978-3-428-50493-0, Duncker & Humblot, Berlin,  
<https://doi.org/10.3790/978-3-428-50493-0>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/285742>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*



<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/legalcode.de>

**Schriften des Vereins für Socialpolitik**

---

**Band 280**

# **Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte im Umbruch**

**Von**

**Wolfgang Artopoeus, Bernhard Hafner,  
Bernhard Herz, Ekkehard Kurth, Peter Lischke,  
Dietrich Weber, Xaver Carl Zimmerer**

**Herausgegeben von**

**Peter Oberender**



**Duncker & Humblot · Berlin**

**Schriften des Vereins für Socialpolitik**  
**Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften**  
**Neue Folge Band 280**

SCHRIFTEN DES VEREINS FÜR SOCIALPOLITIK

Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften

Neue Folge Band 280

---

# Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte im Umbruch



Duncker & Humblot · Berlin



# Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte im Umbruch

Von

Wolfgang Artopoeus, Bernhard Hafner,  
Bernhard Herz, Ekkehard Kurth, Peter Lischke,  
Dietrich Weber, Xaver Carl Zimmerer

Herausgegeben von

Peter Oberender



Duncker & Humblot · Berlin

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

**Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte im Umbruch** / Hrsg.:  
Peter Oberender. – Berlin : Duncker und Humblot, 2001  
(Schriften des Vereins für Socialpolitik, Gesellschaft für  
Wirtschafts- und Sozialwissenschaften ; Bd. 280)  
ISBN 3-428-10493-5

Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen  
Wiedergabe und der Übersetzung, für sämtliche Beiträge vorbehalten  
© 2001 Duncker & Humblot GmbH, Berlin  
Fremddatenübernahme: Salignow Verlagsservice, Berlin  
Druck: Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin  
Printed in Germany

ISSN 0505-2777  
ISBN 3-428-10493-5

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☞

## Vorwort

Die Kapitalmärkte befinden sich zur Zeit in einem bahnbrechenden Umbruch. Venture-capital-fonds und Beteiligungsgesellschaften erleben einen noch nie dagewesenen Boom, und fast täglich treten junge Internet- und Biotechnologieunternehmen zum IPO (initial public offer) an den Börsen an. So hat sich in den letzten Jahren der „Neue Markt“ entwickelt, der seinerseits einem in Deutschland bisher unvorstellbaren Aktienboom Vorschub leistete.

Diese wirtschaftlichen Entwicklungen können weder von der Politik, den Unternehmen noch von der Wissenschaft ignoriert werden. Für Politiker stellt sich die Aufgabe, für diejenigen ordnungspolitischen Rahmenbedingungen zu sorgen, die notwendig sind, damit sich neue Märkte und Technologien angemessen entwickeln können. Marktteilnehmer müssen sich den neuen Herausforderungen stellen und schnell auf unvorhergesehene Entwicklungen reagieren. Die Ökonomie hat dagegen im Rahmen der positiven Theorie mögliche neue Ursache-Wirkungs-Zusammenhänge zu identifizieren und daraus normative Mittel-Ziel-Relationen abzuleiten.

Auf ihrer Sitzung im März 2000 in Potsdam war es deshalb das Anliegen der *Arbeitsgruppe Wettbewerb des Wirtschaftspolitischen Ausschusses im Verein für Socialpolitik*, dieses Spannungsfeld zwischen ökonomischer Theorie, wirtschaftlicher und politischer Praxis zu erörtern.

Nach einer Einführung durch *Prof. Dr. Bernhard Herz* (Universität Bayreuth) stellte *Dr. Peter Lischke* (Verbraucherzentrale Berlin e. V.) die Entwicklungen am Grauen Kapitalmarkt aus Sicht des Verbraucherschutzes dar.

*Dr. Ekkehard Kurth* (Ministerialdirigent, Leiter der Abteilung Wirtschaftsordnung, Finanzdienstleistungen, Börsen im Hessischen Ministerium für Wirtschaft, Verkehr und Landesentwicklung) ging dann auf die Problematik grenzüberschreitender Wertpapieraufsicht ein.

*Prof. Dr. Dr. Dietrich Weber* (Beteiligungsgesellschaft für die deutsche Wirtschaft mbH) stellte anschließend instruktiv dar, welche Erwartungen verschiedener Interessengruppen an Beteiligungsgesellschaften erfüllbar sind.

Diese Problematik wurde auch durch *Prof. Dr. Dr. h. c. Xavier Carl Zimmerer* (Interfinanz GmbH & Co. KG) aus der Sicht eines im Wettbewerb stehenden Finanzdienstleisters theoretisch und praktisch untermauert.

*Dipl.-Sozialwirt Bernhard Hafner* (Allgemeine Deutsche Direktbank AG) schilderte zu Beginn des zweiten Sitzungstages seine Erfahrungen beim Aufbau einer erfolgreich im Wettbewerb stehenden Direktbank.

*Wolfgang Artopoeus* (Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen) schilderte die Probleme, welche sich für das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen als Regulierungsbehörde aufgrund der Entwicklung neuer Finanzdienstleister, -produkte und -märkte ergeben.

Schließlich bot *Prof. Dr. Bernhard Herz* (Universität Bayreuth) einen Ausblick auf die in Zukunft zu erwartenden theoretischen, politischen und praktischen Entwicklungen.

Der Herausgeber dankt den Referenten und seinen Kollegen für ihre Teilnahme sowie ihre Diskussionsbereitschaft. Seinen Mitarbeitern, Diplom-Volkswirt Arne Heissel, Dr. Claudius Christl und Diplom-Kauffrau Dagmar Menke, sei für die Vorbereitung der Tagung, für ihre Unterstützung bei der Durchführung sowie bei der Herausgabe des Bandes gedankt. Schließlich gilt sein Dank auch Herrn Kollegen Eickhof für die gelungene örtliche Vorbereitung.

Bayreuth, im Juni 2000

*Univ.-Prof. Dr. Peter Oberender*



## Inhaltsverzeichnis

Der Graue Kapitalmarkt: Dimensionen, Angebote, Werbestrategien und Möglichkeiten seiner Bekämpfung – Erfahrungen aus Sicht des Verbraucherschutzes	
Von <i>Peter Lischke</i> , Berlin .....	9
Problematik grenzüberschreitender Wertpapieraufsicht	
Von <i>Ekkehard Kurth</i> , Wiesbaden .....	47
Erfüllbare und nicht erfüllbare Erwartungen einer Volkswirtschaft an Beteiligungsgesellschaften	
Von <i>Dietrich Weber</i> , Frankfurt a.M. ....	71
Finanzdienstleister im Wettbewerb	
Von <i>Xaver Carl Zimmerer</i> , Düsseldorf .....	81
Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte im Umbruch	
Von <i>Bernhard Hafner</i> , Frankfurt a.M. ....	93
Der Graue Kapitalmarkt: Erfahrungen und Probleme mit der Regulierung. Zur Frage einer Ausdehnung der Aufsicht	
Von <i>Wolfgang Artopoulos</i> , Berlin .....	99
Finanzdienstleister und Finanzmärkte im Umbruch – Zusammenfassung und Ausblick	
Von <i>Bernhard Herz</i> , Bayreuth .....	111



# **Der Graue Kapitalmarkt: Dimensionen, Angebote, Werbestrategien und Möglichkeiten seiner Bekämpfung – Erfahrungen aus Sicht des Verbraucherschutzes**

Von *Peter Lischke*, Berlin

Die Verbraucherzentrale Berlin beschäftigt sich seit gut 10 Jahren im Rahmen der Spar- und Anlageberatung auch mit den Angeboten des sogenannten Grauen Kapitalmarktes. Da wir – das sei hier eher beiläufig angemerkt, bundesweit die einzige Verbraucherzentrale sind, die dieses intensiv tut – erhalten wir Anfragen aus dem gesamten Bundesgebiet und zunehmend aus dem Ausland. Insoweit sind unsere Erkenntnisse zu diesem Marktsegment in gewisser Weise repräsentativ.

## **A. Vorbemerkung**

Als Einstieg für die folgenden Ausführungen dienen zwei Werbeaussagen:

Erstens: „Für den Schutz der Lebensbedingungen auf der Erde. Wir investieren in saubere Energieerzeugung. Für den Schutz der Umwelt. Ihr Geld sollte gut arbeiten – gut für Sie selbst, aber auch gut für die Umwelt. ... Mit dem Gang an die Börse in 1996/97 zeigt die ... AG ihren Anlegern, dass sich ihre Investition gelohnt hat. Und die künftigen, teils garantierten Renditen dürften unter den Zukunftsaspekten Ansporn sein, sich verstärkt an der Gruppe zu beteiligen.“

Zweitens: „Professionell anlegen – von der Globalisierung profitieren. Unternehmen, die ihre Geschäftschancen weltweit nutzen, sind die Gewinner von morgen. Warum? Zunehmend werden Handelsbarrieren abgebaut – der Export und Import boomt. ... Aus diesem Grund bieten vor allem Aktien von Unternehmen, die global denken und handeln, erstklassige Anlagemöglichkeiten. Eigentlich wollten Sie Ihr Geld ‚nur‘ anlegen. Doch dann haben Sie investiert, wie ein Profi.“

Einmal handelt es sich um die Werbung für einen weltweit agierenden Aktienfonds einer großen deutschen Investmentgesellschaft, und zum anderen für ein unseriöses Unternehmen dieses Grauen Kapitalmarktes, bei dem das Insolvenzverfahren mangels Masse eingestellt wurde. Wir könnten jetzt ein Ratespiel veranstalten, welcher Werbespruch denn nun für das seriöse Angebot und welcher für das unseriöse steht. Aber bereits an dieser Stelle zeigt sich eigentlich die Gesamtpro-

blematik, und wir werden auch immer wieder auf das eigentlich typische Angebot für den Grauen Kapitalmarkt dieser konkreten Firma, nämlich der Euro-Energie-Gruppe zurückkommen.

## B.

### I. Begriff des Grauen Kapitalmarktes

Einleitend sei angemerkt, dass es eine durchgängig wissenschaftlich fundierte gesetzliche Definition für den Grauen Kapitalmarkt nicht gibt. Aus unserer Sicht<sup>1</sup> können aber folgende zwei Merkmale angeführt werden:

„Grauer Kapitalmarkt“ steht für Anbieter und Angebote, die weder einer staatlichen Kontrolle durch ein Bundesaufsichtsamt unterliegen, noch einer speziellen Zulassung bedürfen. Es gibt keinerlei Regelungen bezüglich ihrer Tätigkeit, wie sie für Banken, Versicherungs- und Investmentgesellschaften im Rahmen des Gesetzes für das Kreditwesen, des Kapitalanlagegesetzes oder des Versicherungsaufsichtsgesetzes vorgeschrieben sind. Außer der Gewerbeordnung gibt es keinerlei Regelungen bezüglich der Überwachung eines Unternehmens in diesem Marktsegment. Im Prinzip kann nach wie vor jeder z. B. ein Unternehmen gründen, das Beteiligungssparpläne anbietet. Der Initiator braucht weder eine Prüfung ablegen, noch unterliegt seine Geschäftstätigkeit einer besonderen öffentlichen Kontrolle.

Zynisch könnte man zusammenfassend sagen: „In Deutschland ist es schwieriger, eine Kneipe zu eröffnen, als eine Firma zu gründen, die Publikumsgelder für die Beteiligung an einem Unternehmen einsammelt.“

Ein weiterer Aspekt, der gerade unter dem Gesichtspunkt der fehlenden Überwachung sehr wesentlich ist, stellt das Totalverlustrisiko dar. In erster Linie ist dies bei den Angeboten der Fall, mit denen Anleger durch Straftaten wie Veruntreuung und/oder Betrug um ihr Geld gebracht werden. Allerdings droht in diesem Marktsegment auch der Totalverlust, ohne dass kriminelle Absichten von vornherein erkennbar sind. Es gibt inzwischen eine ganze Reihe von Angeboten, wo mit sozusagen legalen Mitteln die Anleger um ihr Geld gebracht werden. Entweder handelt es sich um versteckte Kostenblöcke, die einen erfolgreichen Verlauf einer Anlage von vornherein vereiteln, oder die Angebote sind so kompliziert und mit Risiken verbunden, dass der Verbleib der Gelder nicht nachvollzogen werden kann. So hatte z. B. das Bundeskriminalamt bereits vor längerer Zeit in einer Studie nachgewiesen, dass bei Termingeschäften selbst bei seriöser Geschäftsdurchführung in über 90 % aller Fälle

---

<sup>1</sup> Ähnlich auch im Bericht der Bundesregierung zum „Grauen Kapitalmarkt“ (BT-Drucksache 14/1633 vom 17.09.1999), s. a. Grauer Kapitalmarkt und unseriöse Geschäftspraktiken, Positionen Finanzplatz e. V. Frankfurt/Main, Februar 1999 S. 4 ff.



mit hohen Verlusten bis hin zum Totalverlust gerechnet werden muss<sup>2</sup>. Die Anleger, oft über das unseriöse „cold calling“ angeworben, werden natürlich über diese Risiken gar nicht oder völlig unzureichend aufgeklärt.

Als Resümee bleibt festzuhalten, dass eine klare Trennlinie zwischen seriösen und unseriösen Anbietern oft nur schwer zu ziehen ist. Das macht es im übrigen auch für den Verbraucher so schwer, die Angebote zu durchschauen, zumal nicht alles in diesem Markt von vornherein unseriös ist, wie z. B. bestimmte Immobilien-Beteiligungen als Steuersparmodelle.

Hier könnten wir sogar unsere zweitägige Beratung als Beispiel anführen. Die Beteiligungsgesellschaften, über die morgen Prof. Weber spricht, sind selbstverständlich ganz andere als die, von denen die heutigen Ausführungen handeln. Aber schon die Namensgleichheit, und das finden wir bei allen Angeboten des Grauen Kapitalmarktes, dass sie konkreten Bankprodukten nachgebildet sind, bringt eine erhebliche Verunsicherung mit sich. Damit stellt sich auch die Frage nach einer gesetzlichen Regelung zum Grauen Kapitalmarkt, wie sie von den Verbraucherverbänden immer wieder dringend angemahnt wird. Sie ist aus unserer Sicht auch dringend geboten, unabhängig davon, dass wir uns natürlich darüber im klaren sind, eine staatliche Regelung alleine ist nicht ausreichend. Der Verbraucher muss auch in Zukunft die Angebote sorgfältig prüfen und seine Anlageentscheidung verantwortungsbewusst selber auf der Grundlage seiner eigenen Vorstellungen und seiner Risikoneigung treffen. Trotzdem ist eine weitere rechtliche Regelung vonnöten, und wir werden weiter unten auf konkrete Vorstellungen und Vorschläge zurückkommen.

Neben der gesetzlichen Regulierung wird also immer die Aufklärung der Verbraucher wichtig bleiben. Insoweit können wir aus unserer Sicht z. B. die Initiativen des Deutschen Aktieninstituts zur Vermittlung ökonomischer Grundkenntnisse an den Schulen nur begrüßen.<sup>3</sup> In unserer persönlichen Beratung zeigt sich, dass das Wissen zu Geldanlagen als ein Bestandteil dieser ökonomischen Bildung quer durch alle Berufs- und Bildungsschichten völlig ungenügend ist. Eine weitere Sensibilisierung der Verbraucher ist auch unter dem Gesichtspunkt wichtig, dass sich gegenwärtig in der Rechtsprechung das Bild des Verbrauchers wandelt, vom „flüchtigen Verbraucher“ (noch gängige BGH Rechtsprechung) hin zum „aufmerksamen Verbraucher“.<sup>4</sup>

---

<sup>2</sup> Hermann J. Liebell/Joachim Oehmichen, Motivanalyse bei Opfern von Kapitalanlagebetrug, BKA-Forschungsreihe Band 26.

<sup>3</sup> Memorandum zur ökonomischen Bildung Ein Ansatz zur Einführung des Schulfaches Ökonomie an allgemeinbildenden Schulen, Beirat für ökonomische Bildung des deutschen Aktieninstituts, Frankfurt/Main Jul 1999.

<sup>4</sup> Friedrich L. Ekey, Vom flüchtigen zum aufmerksamen Verbraucher (Europäischer Gerichtshof zum neuen Leitbild im Wettbewerbsrecht), FAZ vom 17.12.1999.

## II. Angebotsformen auf dem Grauen Kapitalmarkt

Welches sind nun die Anlageformen, die auf dem Grauen Kapitalmarkt gehandelt werden, die in den Bereich der dubiosen Anlagen einzuordnen sind?

- Beteiligungssparpläne: regelmäßige Einzahlung relativ geringer Beträge über eine lange Laufzeit ohne ordentliches Kündigungsrecht (bis zu 30 Jahre Laufzeit sind nicht ungewöhnlich); angeboten werden einmal Beteiligungen an konkreten Unternehmen, aber auch sog. „Blind Pools“, d. h. der Anleger erfährt hier überhaupt nicht, wo sein Geld gewinnbringend angelegt werden soll; Beteiligungssparpläne auf dem Grauen Kapitalmarkt sind immer unsinnig; selbst wenn die Anlagepolitik seriös wäre, sind aufgrund der enormen Kostenblöcke keine vernünftigen Ergebnisse zu erwarten; es handelt sich fast immer um sog. modifizierte Schneeballsysteme; Beteiligungssparpläne werden insbesondere über den Vertrieb an der Haustür verkauft, es wird inzwischen zunehmend auch mit Steuersparmöglichkeiten und der entsprechenden Eintragung auf der Lohnsteuerkarte geworben; Beteiligungen als atypisch stille Gesellschafter unterliegen ausdrücklich nicht der Beaufsichtigung nach dem KWG, d. h. alle Anbieter haben ihre Produktformen und Vertragsunterlagen geändert und bieten seit Inkrafttreten der 6. KWG-Novelle nur noch diese Beteiligungsformen an.
- Bankgarantiegeschäfte: hier handelt es sich um sog. Nonsensangebote, da es einen Markt für den Handel von Bankgarantien gar nicht gibt; diese Produktform ist den bedingten Zahlungszusagen von Banken nachgebildet, die gegen Entgelt gegeben werden und als Sicherheitsleistungen (Bankbürgschaft) oder im Außenhandel als Akkreditiv genutzt werden; um Seriosität zu suggerieren, werden vielfältige Begriffe aus der „Bankensprache“ (z. B. Top Bank oder Prime World Bank, Laufzeit von einem Jahr und einem Tag, Letter of Credit) angewandt, gleichzeitig wird mit exorbitant hohen Renditen geworben; Anbieter behaupten, das Geld in einem Pool zu sammeln und in diese Garantiegeschäfte einzusteigen; die Schadensdimension hier ist auch dadurch gekennzeichnet, dass oft kleine und mittlere Unternehmen betroffen sind, die ihre flüssigen Mittel verlieren und dadurch neben der eigenen Existenz auch Arbeitskräfte gefährdet werden.
- Penny stocks und junk bonds: insbesondere über den unseriösen telefonischen Erstkontakt werden mit diesen „Pfennigaktien“ traumhafte Gewinne versprochen; bei penny stocks handelt es sich um billige Aktien, die in den USA für wenige Dollar pro Stück im OTC-Handel (entspricht dem deutschen Freiverkehr) offeriert werden; diese Papiere werden regelmäßig von jungen Unternehmen angeboten, die bislang keinerlei Geschäftserfolge aufweisen können, aber Kapital benötigen. Die Zahl der sich hier anbietenden Unternehmen ist immens. Allerdings verschwinden ebenso viele Firmen von der Bildfläche, wie täglich neue auftauchen. Die meisten Firmen wollen eine bahnbrechende Geschäftsidee verwirklichen. Die ausgegebenen Papiere werden allerdings oft an gar keiner Börse gehandelt, die Gewinnchancen stehen hier ähnlich wie am Roulettetisch, die Aussich-

ten, das eingesetzte Kapital zurückzubekommen, liegen bei 1 : 1.000; eine vernünftige Rendite ist noch unwahrscheinlicher<sup>5</sup>; an diesen Anlageformen verdienen immer die Wertpapierhändler, sie streichen die erhebliche Differenz zwischen An- und Verkaufspreisen (den spread) sofort ein.

- Junk bonds, zu deutsch „Müllanleihen“ werden von Unternehmen mittlerer bis schlechter Bonität herausgegeben, die ihre schwache Kapitaldecke mit Traumverzinsungen verbessern wollen (Verzinsungen um die 20 % sind keine Seltenheit). Eine der wohl „berühmtesten“ junk bonds der letzten Jahre waren die Anleihen des australischen Pleitiers Alan Bond, bei denen etliche Anleger ihr eingesetztes Geld verloren haben. Der „positive Effekt“ dieser Pleite war allerdings das Bond-Urteil des BGH, das noch einmal eindeutig die Grundsätze der anleger- und anlagegerechten Beratung festschrieb<sup>6</sup>.
- Depositendarlehen (zins- und tilgungsfreie Darlehen): angeboten werden Kredite, bei denen die Verzinsung und die Tilgung über günstige Geldanlagen erreicht werden soll; die Kreditnehmer werden aufgefordert, einen Prozentsatz der gewünschten Kreditsumme als Eigenkapital an den Anbieter zu zahlen, damit dieser die versprochene Verzinsung und Tilgung erwirtschaften kann; der Kredit wird nie ausgezahlt, der Anbieter verschwindet mit der Vorabzahlung.
- Diamantenhandel: insbesondere Diamanten werden als sichere Geldanlage, nicht zuletzt als „Fluchtwährung“ vor dem EURO, angeboten; selbst bei seriösen Anbietern sind allerdings Diamanten als Kapitalanlage unsinnig, da sie nur mit einem Abschlag von 3–0 % auf den Großhandelspreis wieder zu verkaufen sind; hier auf dem Grauen Kapitalmarkt erfolgt der Verkauf über den wettbewerbswidrigen telefonischen Erstkontakt zu überhöhten Preisen mit beigelegten wertlosen Gutachten, die eine Echtheit bestätigen sollen; z. T. wird sogar eine Rückkaufgarantie eingeräumt für den Fall, dass der Preis nicht innerhalb eines Jahres steigt.
- Trading mit Grundschuldbriefen: hier werden Grundstücks- und Immobilien-Eigentümern traumhafte Renditen versprochen, ohne Einsatz von Eigenmitteln und natürlich völlig ohne Risiko; notwendig sei nur eine beglaubigte Kopie eines Grundschuldbriefes, ein Grundbuchauszug und ein Wertgutachten; der Grundschuldbrief soll dann bei einer Bank hinterlegt werden; mit diesen Unterlagen als Sicherheit werden angeblich zinsgünstige Kredite aufgenommen und gewinnbringend investiert; im Betrugsfall allerdings haftet der Hausbesitzer mit seiner Immobilie für den verschwundenen Kreditnehmer.

---

<sup>5</sup> So *Raimund Weyand*, *Anlagebetrug – was tun?*, Planegg/München: WRS Verlag Wirtschaft, Recht und Steuern, S. 24.

<sup>6</sup> BGH, Urteil vom 06.07.1993, AZ: XI ZR 12/93, die Erkenntnisse aus diesem Urteil fanden Eingang in das Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz – WpHG) vom 26.07.1994 (BGBl. I S. 1959).

- Warentermingeschäfte: unterliegen mit der 6. KWG-Novelle inzwischen zwar der Erlaubnispflicht durch das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen<sup>7</sup>, aber es gibt nach wie vor eine Reihe unseriöser Anbieter; hier wird nicht auf die hohen Risiken hingewiesen; die Kosten sind so hoch, dass überhaupt kein Gewinn erwirtschaftet werden kann; z. T. sind die Angebote von vornherein betrügerisch, das Anlegergeld gelangt gar nicht an die Terminbörse, sondern verschwindet in der „Schweinslederbörse“, also im eigenen Portemonnaie des Anbieters.
- Nigeria-Connection: überwiegend nigerianische Firmen oder Staatsangestellte bitten um Mithilfe, damit Gelder in das Ausland transferiert werden können; gebeten wird um die Ausstellung fingierter Rechnungen, die Überlassung von Blanko-Geschäftspapieren, die Leistung von Vorauszahlungen, die Verfügbarkeit von privaten Konten und ähnliches; versprochen werden im Gegenzug hohe Provisionen.
- Dubiose Immobiliengeschäfte: unter dem Stichwort „Steuersparen“ haben seit vielen Jahren Beteiligungen an geschlossenen Immobilienfonds und Erwerbermodelle Hochkonjunktur. Sie entpuppen sich allerdings in sehr vielen Fällen als Flop mit zum Teil erheblichen, die persönliche und familiäre Existenz gefährdenden Auswirkungen. Viele Anleger bekommen glänzende Augen, wenn sie hören, durch das konkrete Angebot lassen sich die nicht unbeträchtlichen steuerlichen Belastungen erheblich verringern. Dabei wird insbesondere durch selbsternannte Finanzexperten, die als Mitarbeiter von Vertriebsunternehmen unterwegs sind, suggeriert, dass die Finanzierung solch einer Beteiligung überhaupt kein Problem sei. Beahlt wird mit den Mieteinnahmen und insbesondere mit der ersparten Steuer. Und so wurden bisher bevorzugt zum Jahresende munter diese Immobilien verkauft, ohne dass ernsthaft geprüft wurde, ob die Anlage sinnvoll und vor allem finanzierbar ist. Zusätzliche Werbeargumente sind Aussagen wie: „Immobilien behalten langfristig einen hohen Wert und sind inflationsgeschützt, und laufende Erträge aus Vermietung und Verpachtung erbringen zusätzliche Einkünfte, die insbesondere im Alter dazu beitragen, den gewohnten Lebensstandard aufrecht zu erhalten“.
- System- und Gewinnspiele: die Anleger werden entweder über Kettenbriefe oder in „Massenveranstaltungen“ mit z. T. sektenhaften Szenarien zur Zahlung eines Beitrages überredet, mit dem lukrative Anlagegeschäfte getätigt werden sollen; die Ausschüttung oder Rückzahlung der Gelder erfolgt aber nicht aus Erträgen, sondern die Altanleger werden mit dem Geld der Neueinsteiger ausgezahlt; notwendig ist die ständige Gewinnung neuer Kunden; da irgendwann „die Kette abreißt“, gewinnen eigentlich nur die Initiatoren; oft sind entsprechende Verträge mit dem Kauf sinnloser Produkte verbunden oder dienen als Gewinnspiel zur Kundenanwerbung.

---

<sup>7</sup> Gesetz über das Kreditwesen in der Fassung von Artikel 1 des Gesetzes zur Umsetzung von EG-Richtlinien zur Harmonisierung bank- und wertpapieraufsichtsrechtlicher Vorschriften vom 22.10.1997 (BGBl. I S. 2518).



- Timesharing: Erwerber kaufen einen Anteilsschein, der ihnen ein periodisch (in der Regel einmal jährlich) wiederkehrendes Wohnrecht an Ferienhäusern einräumt; gezahlt wird ein einmaliger Kaufpreis (nach unseren Erfahrungen aus der persönlichen Beratung zwischen 7 bis 15 Tausend DM); zu diesem Kaufpreis kommen noch jährliche Pauschalgebühren und Nebenkosten, gekoppelt sind die Nutzungsrechte oft mit der Möglichkeit, sich an einem Tauschring zu beteiligen; die Bandbreite der Betrugsmöglichkeiten reicht von nichtexistierenden oder nie ernsthaft geplanten Immobilienobjekten über unvermietbare, heruntergekommene, schwer veräußerbare, überbeuerte, minderwertige Bauobjekte bis hin zu nutz- und wertlosen Ferienrechten.

Unterteilen lassen sich also die Angebote des Grauen Kapitalmarktes in tatsächlich existierende Anlageformen und nicht existierende. Es gibt die erworbene Immobilie oder das Unternehmen, an dem der Anleger beteiligt ist, es existiert tatsächlich und investiert auch zumindest einen Teil der Anlegergelder. So hat z. B. die Euro-Energie-Gruppe in der Tat einen Teil des Geldes in ostdeutsche Kraftwerke investiert, so massiv geworben und damit auch noch Kommunen und Landesregierungen werbewirksam für sich „eingespannt“.

Andere Angebotsformen gibt es nur auf dem Papier, wie z. B. die „Letter“ genannten Kapitalbriefe des European Kings Club. Hier handelte es sich um ein reines Schneeballsystem. Prominentestes „Opfer“ dieses Clubs war übrigens Michael Gorbatschow, der als Werbeträger missbraucht wurde.

Bezüglich der zahlenmäßigen Verteilung haben wir aus unseren in der Anlageberatung eingegangenen Anfragen Angebote des Grauen Kapitalmarktes (ohne Timesharing) über den Zeitraum der Jahre 1990 bis 1996 ausgewertet und dann zur detaillierten Darstellung der Gesamtsituation noch einmal über einen Zeitraum von zwei Jahren (1995 und 1996) für jeweils die gleichen drei Monate alle bei uns eingegangenen schriftlichen Anfragen analysiert (insgesamt 480). Dabei hat sich eindeutig herausgestellt, dass die Beteiligungssparpläne mit 80 % den weitaus größten Anteil an den Angebotsformen des Grauen Kapitalmarktes ausmachen. Gerade aber diese bilden auch den Hauptanteil der besonders gefährlichen und vermögensvernichtenden Angebote. Ausgerechnet diese Produktform der atypisch stillen Beteiligung ist aber eben nicht aufsichtsrechtlich geregelt. Es wird an anderer Stelle noch einmal darauf zurückzukommen sein.

Die Angebotsstruktur sah im Ergebnis unserer Auswertung wie folgt aus:

- |                         |       |
|-------------------------|-------|
| – Beteiligungssparpläne | 80 %  |
| – Bankgarantiegeschäfte | 10 %  |
| – Termingeschäfte       | 9 %   |
| – Penny Stocks          | 0,5 % |
| – Sonstige              | 0,5 % |

Wir werden immer wieder gefragt, wo die Motive dafür liegen, dass sich Verbraucher auf solche Angebote einlassen. Dazu, das sei an dieser Stelle deutlich gesagt, gibt es keine „eindimensionale Antwort“, und die Motive lassen sich eben nicht nur auf das berühmte „Dollar-Zeichen im Auge“ reduzieren.

Es gibt vielmehr ein ganzes Geflecht von Komponenten:

- Niedrige Zinsen bei Kreditinstituten
- Misstrauen gegenüber den Bankangeboten hängt auch zusammen mit dem Ruf, in dem die Banken zum Teil bei den Verbrauchern stehen (ungenügende Beratung, ungenügender Service, hohe Preise)
- Unwissenheit bezüglich der verschiedenen Geldanlageangebote; dabei ist diese Unwissenheit nicht nur bei den neuen Bundesbürgern ausgeprägt, im übrigen sind diese z. T. durch bittere Erfahrungen zur Zeit eher besonders misstrauisch und fragen bei uns zu bestimmten Produkten nach
- Sorgen wegen der Absicherung einer adäquaten Altersvorsorge
- Unsicherheiten und Ängste im Zusammenhang mit der Einführung des EURO
- hohe kriminelle Energie eines Teils der Anbieter, was die Vortäuschung von Seriosität betrifft; es gibt allerdings neben sehr geschickt und juristisch ausgefeilten Angeboten auch ausgesprochen dilettantische, bei denen eigentlich sofort auffallen müsste, dass es sich hier um unsinnige Produkte handelt
- Angebotsstrategien z. T. durch Strukturvertriebsformen über Freunde, Bekannte und Verwandte, dadurch Vertrauensvorschuss, Ausschalten von Misstrauen
- Werbung mit steuerlichen Vorteilen; diese Form betrifft neben dubiosen Immobilienbeteiligungen zunehmend auch die Beteiligung als atypisch stille Beteiligte, dabei wirkt die Steuerersparnis wie eine Art Gütesiegel, und so wird dieses Argument auch werbewirksam eingesetzt

Zu anderen Erkenntnissen kommt Michael-Christian Rössner in Auswertung der Verfahren, die durch seine Kanzlei im Auftrag von Geschädigten des Grauen Kapitalmarktes durchgeführt wurden.<sup>8</sup> Hier steht eindeutig mit einem Anteil von 77 % das Streben nach hohen Gewinnen im Vordergrund. Bestimmte Unterschiede sind sicherlich auch erklärlich aus den Tätigkeitsschwerpunkten der Kanzlei. Ein wesentlicher Schwerpunkt liegt auf dem Gebiet der Termingeschäfte und dem Handel mit Bankgarantien.<sup>9</sup> Hier zielt bereits die Werbestrategie auf eine mögliche und/oder garantierte Gewinnmaximierung.

---

<sup>8</sup> Hierbei handelt es sich um die Auswertung von Aktien der Kanzlei und Befragungen von insgesamt 200 Mandanten im Zeitraum 1988–1997, zitiert nach Grauer Kapitalmarkt und unseriöse Geschäftspraktiken a. a. O., S. 6.

<sup>9</sup> Vgl. u. a. Info Anlegerprozesse Nr. 6 – Aktuelle Informationen für Mandanten und Juristen, Herausgeber: RA Michael-Christian Rössner & Kollegen, München 1997.

Rössner nennt folgende Motive:

– hohe Gewinnchancen	77 %
– Ausgleich alter Verluste	4 %
– Verkäufer loswerden	3 %
– Steuerfreiheit der Gewinne	3 %
– neue Anlageformen ausprobieren	1 %
– positive Erfahrungen von Bekannten	1 %
– Sonstiges	4 %
– keine Angaben	17 %

### III. Schadensdimensionen/Geschädigtenprofil

Zur Schadensdimension ist eine generelle Vorbemerkung zu der immer wieder genannten Zahl von 40 Mrd. DM (in manchen Veröffentlichungen wird bereits von 60 bis 80 Milliarden DM gesprochen), die jährlich auf dem Grauen Kapitalmarkt verloren gehen, notwendig:

Unabhängig davon, dass auch wir als Verbraucherzentrale diese Zahl verwenden und uns dabei auf eine Äußerung aus dem Bundeskriminalamt berufen<sup>10</sup>, weiß heute eigentlich keiner mehr so recht, wo und wie sie in die Welt gekommen ist. Sie lässt aber zweierlei Schlussfolgerungen zu; einmal, dass die Zahlen der Polizeilichen Kriminalstatistik nur einen Ausschnitt der tatsächlichen Schadensdimension widerspiegeln, und zum zweiten, dass es bei der Schadensdimension in der Tat um Summen im Milliardenbereich geht.

Natürlich gibt es keine statistische Gesamterfassung, und es wird diese auch nie in umfassender Weise geben können. Bedacht werden muss dabei allerdings aus unserer Sicht noch ein ganz anderes Moment, nämlich, dass es gar nicht so sehr um die absolute Schadenshöhe geht, sondern dass im Insolvenzfall, der oft genug Ergebnis eines Betruges ist, immer einzelne Anleger entweder die gesamten oder erhebliche Teile ihrer Spargelder, die sie z. B. für die Altersvorsorge angelegt hatten, verlieren. Die politischen Auswirkungen (Vertrauen in den Rechtsstaat sei hier nur als Stichwort genannt) werden damit gleich gar nicht erfasst. Wir allerdings werden im Schadensfall mit dieser Frage zunehmend durch Betroffene konfrontiert.

Ein weiteres Moment der Schadensdimension besteht darin, dass zumindest erhebliche Teile der Gelder einem volkswirtschaftlich sinnvollen Kapitalstock (der Begriff Aktienfonds sei hier nur als Stichwort angeführt) verloren gehen.

<sup>10</sup> Das Bundeskriminalamt schätzt die Schadensdimension im Bereich des Grauen Kapitalanlagebetruges auf 40 Milliarden DM jährlich, Die Zeit Nr. 33 vom 12.08.1994.

Doch nun zu einigen konkreten Zahlen bezüglich der Schadensdimension:

Die Zeitschrift „Capital“<sup>11</sup> hatte in Zusammenarbeit mit dem Deutschen Finanzdienstleistungs-Informationszentrum/DFI gerlach-report bereits für das Jahr 1996 folgende Angaben zum Schaden auf dem Grauen Kapitalmarkt produktbezogen aufgelistet:

– Terminhandel	3 Mrd. DM
– Penny Stocks	1 Mrd. DM
– Bankgarantien	10 Mrd. DM
– Beteiligungssparpläne	10 Mrd. DM
– Immobilien	12 Mrd. DM
– Sonstiges (u. a. Kettenbriefe, Schneeballsysteme, diverse Beteiligungen und zins- und tilgungsfreie Darlehen)	4 Mrd. DM

Aus der Polizeistatistik<sup>12</sup> ergeben sich folgende Zahlen:

- 1998: 68.629 DM durchschnittliche Schadenshöhe pro erfasstem Fall (DM)  
15.401 erfasste Fälle  
1,0 Mrd. DM Gesamtschaden
- 1997: 27.570 DM  
33.790 Fälle  
0,9 Mrd. DM
- 1996: 42.256 DM  
21.299 Fälle  
0,9 Mrd. DM
- 1995: 68.134 DM  
24.951 Fälle  
1,7 Mrd. DM

Zu den Problemen der Erfassung der Angaben zur Kriminalität in diesem Bereich wurden weiter oben bereits Ausführungen gemacht. Es sei an dieser Stelle allerdings noch einmal eindeutig darauf hingewiesen, dass zum einen der Schaden erst zu dem Zeitpunkt erfasst wird, in dem eine Anzeige erstattet wird, und zum anderen, dass gerade in diesem Bereich die Anzeigenbereitschaft geringer ist als bei anderen Straftaten. Die Gründe hierfür sind vielfältig. Sie reichen vom Schamgefühl, dass man sich hat „linken lassen“, bis zur Angst vor einem Verfahren wegen Steuerhinterziehung (Schwarzgeldanlage). Des weiteren fehlen in der polizeilichen Kriminal-

<sup>11</sup> Capital, Heft 10/1996, S. 139.

<sup>12</sup> BKA; Polizeiliche Kriminalstatistik, zitiert nach Grauer Kapitalmarkt und unseriöse Geschäftspraktiken a. a. O. sowie aus Bank Magazin, Heft 11/1999.



statistik Wirtschaftsstraftaten, die von Schwerpunktstaatsanwaltschaften unmittelbar ohne Polizei oder von den Steuerbehörden verfolgt werden.

Der aktuelle Rückgang signalisiert allerdings keine generelle Trendwende. Eine solche ist leider nicht zu erkennen. Der Markt boomt nach wie vor, und wir werden immer wieder mit neuen Angeboten konfrontiert. Es gibt keinen Anlass, sich entspannt zurückzulehnen und womöglich nur auf die Selbstheilungskräfte des Marktes zu setzen.

Interessant ist auch die Schadensdimension (natürlich z. T. auch nur geschätzt) im Zusammenhang mit dem Zusammenbruch konkreter Firmen. Bei diesen Insolvenzfällen handelt es sich überwiegend um Anbieter der bereits mehrfach erwähnten Beteiligungsangebote als stiller Gesellschafter. Einen nicht unbeträchtlichen Anteil dieser Firmen hatte die Verbraucherzentrale Berlin auch auf ihren Listen der unseriösen Geldanlage- und Beteiligungsangebote.

– AKJ-Leasing, Butzbach	
– Ambros S. A., Panama	800 Mill. DM
– ANGO-Gruppe, Bad Iburg	
– Bonusring Bayreuth	5,5 Mill. DM
– Cash & Cash, Wiefelstede	200 Mill. DM
– Concorde-Gruppe, Siegen	100 Mill. DM
– Eichco-Gruppe, Hamburg	100 Mill. DM
– European Kings Club, Gelnhausen	1 Mrd. DM
– Euro-Kapital-Gruppe, Hamburg	500 Mill. DM
– FSBG, Berlin	25 Mill. DM
– Hotel- und Freizeitanlagen e. G. Atlantis, Rödermark	130 Mill. DM
– IFC Vermögensverwaltung, Bremen	100 Mill. DM
– IKV Immobilien Consulting, Berlin	120 Mill. DM
– IMFO-Gruppe, Hamburg	100 Mill. DM
– Merlin Neuss, vorher Alpha Finanzmanagement	
– Plus Concept, Hannover	300 Mill. DM
– Spree-Capital GmbH, Berlin	25 Mill. DM
– Rendite e. V., Erfurt	1 Mill. DM
– Save & Safe, Luxemburg	200 Mill. DM
– WAG, Würzburg	150 Mill. DM
– WVG, Gummersbach	42 Mill. DM

Die Zahl der Betrugsoffer liegt in der Regel zwischen 100 bis weit über 50.000, wobei bei den oben genannten Firmen fast immer mehrere Tausende betroffen waren.

Zum Geschädigtenprofil gibt es relativ wenig gesicherte Erkenntnisse. Einige Angaben haben wir den Internetseiten der Zeitschrift „Focus“<sup>13</sup> entnommen. Wenn auch für diese Angaben die Quellenlage nicht ersichtlich ist, so decken sie sich z. T. doch mit unseren Eindrücken aus der Beratung. Die Betroffenen kommen aus allen Berufs- und Bildungsschichten.

#### Geschädigte nach Berufsgruppen:

– Selbständige	44 %
– Leitende Angestellte	16 %
– Freiberufler	10 %
– Angestellte	7 %
– Beamte	4 %
– Studenten	1 %
– Rentner	1 %
– Arbeitslose	1 %
– Ohne Angaben	16 %

#### Alterstruktur der Geschädigten:

– 20–29 Jahre	7 %
– 30–39 Jahre	27 %
– 40–49 Jahre	20 %
– 50–59 Jahre	16 %
– 60–69 Jahre	1 %
– keine Angaben	29 %

### **IV. Modus operandi, vorrangig dargestellt an Beteiligungsangeboten als atypisch stiller Gesellschafter**

Im Zusammenhang mit der Schadensdimension ist bereits ausgeführt worden, dass sich die Situation auf dem Grauen Kapitalmarkt weiter zugespitzt hat. Das ergibt sich auch aus der Liste der Firmenzusammenbrüche. Die meisten dieser Zusammenbrüche erfolgte im Zeitraum ab 1994; z. T. hingen sie zusammen mit der Änderung des 5. Vermögensbildungsgesetzes, und zum anderen resultierten sie aus den umfassender ausgestalteten Möglichkeiten des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen. Auf das 5. Vermögensbildungsgesetz und seine zeitweise eher Vermögen vernichtende Rolle wird weiter unten noch zurückzukommen sein.

Die Verschärfung der Gesamtsituation resultiert nicht zuletzt daraus, dass sich die Struktur der Angebote und die Zielgruppe für diese wesentlich geändert hat. Immer mehr Betroffene verfügen lediglich über ein durchschnittliches Einkommen

---

<sup>13</sup> Zitiert nach Focus Online GmbH, 1997.

und werden über die Einzahlung geringer Beträge geworben. Es sind längst nicht mehr nur die Spitzenverdiener, die mit diesen dubiosen Produkten „angesprochen“ werden. Die Angebote, deren Initiatoren in nicht wenigen Fällen „alte Bekannte“ der Justiz sind, nutzen immer wieder die Verunsicherungen aus der Rentendiskussion für ihre Werbestrategien aus. Selbstverständlich spielen auch die niedrigen Zinsen, die gegenwärtig am geregelten Kapitalmarkt zu erreichen sind, eine Rolle. Bei Beteiligungssparplänen wird allerdings oft in den Prospekten gar nicht mit einer konkreten Rendite geworben, zumindest die aus sog. Checklisten bekannten 10% vermieden. Es hat sich offensichtlich herumgesprochen, dass solch ein Ergebnis über einen längeren Zeitraum nicht kontinuierlich zu erwirtschaften ist.

Wir beobachten des weiteren eine Zunahme dubioser Angebote, bei denen die in weiten Bevölkerungskreisen nach wie vorhandenen EURO-Ängste genutzt werden. Diese Fragen wurden durch die Verbraucherzentrale Berlin im Jahr 1998 in einem EU-Projekt „Zugang zum Recht am Beispiel Grauer Kapitalmarkt und Versicherungen“ speziell untersucht.

Als typische Produkte des Grauen Kapitalmarktes stellen wir immer wieder Angebote fest, die nach dem Schneeballprinzip funktionieren. Neben den klassischen Schneeballsystemen werden insbesondere die Beteiligungsangebote als atypisch stiller Gesellschafter als sogenannte modifizierte Schneeballsysteme ausgestaltet.

Täglich werden unter deutschen Dächern eine Vielzahl dieser sogenannten Beteiligungssparpläne an den Mann oder die Frau gebracht. Das Angebot lautet auf eine gute und sichere Geldanlage, mit der etwas für die Altersvorsorge getan werden kann. Die Initiatoren werben in mehr oder weniger bunten Hochglanzprospekten damit, dass sie in ihrer „Anlagestrategie auf ein ausgewogenes Verhältnis von Rentabilität, Sicherheit und Liquidität achten“ werden. Gleichzeitig ermöglicht die angebotene Beteiligung auch eine Steuerersparnis. Die Zahlung kann ratierlich sowie durch Einmalzahlungen erfolgen, aber in der Regel wird eine Ratenzahlung vereinbart.

Bei den Überbringern dieser „Traum- oder Topangebote“ handelt es sich fast immer um Verwandte, Freunde, frühere Arbeitskollegen oder andere gute Bekannte. So ist von vornherein eine Vertrauensbasis gegeben, und Fragen nach möglichen Risiken dieser Angebote werden erst gar nicht gestellt.

Doch was verbirgt sich nun tatsächlich hinter diesen Beteiligungssparplänen?

Erstens handelt es sich hier immer um Produkte des Grauen Kapitalmarktes. Es gibt keine gesetzlichen Bestimmungen oder andere Wohlverhaltensregelungen bezüglich der Art und Weise der Geldanlage, der Geschäftsabwicklung, der Kontrolle und Rechenschaftslegung wie bei Banken, Versicherungen oder Investment-Gesellschaften. Für die Anleger besteht ein volles unternehmerisches Risiko bis hin zum leider immer wieder stattfindenden Totalverlust. Das unternehmerische Risiko wird ja gerade durch die steuerliche Förderung „belohnt“. Von den Betroffenen, die sich

bei uns beraten lassen, wird diese steuerliche Förderung allerdings immer wieder als eine Art „staatliches Gütesiegel“ fehlinterpretiert.

Zweitens handelt es sich um sogenannte „Blind-Pool“-Angebote. Der Anleger erfährt meistens gar nicht, wo und wie das einzuzahlende Geld angelegt wird. Die Prospekte der Beteiligungsunternehmen enthalten bezüglich des Investitionsgegenstandes und der Geschäftsfelder eine Vielzahl von Möglichkeiten, womit am Ende alles offen gehalten ist. Dabei gibt es bereits bei der Beschreibung der Angebote in den Prospekten gravierende Unterschiede. Uns bekannt gewordene Prospekte reichen von fliegenden Blättern mit nichtssagenden Zahlen über die Aneinanderreihung von bunten Bildern bis hin zu ausgefeilten Darstellungen im Umfang von 100 Seiten und mehr. Allerdings zielen alle diese Prospekte im Kern eher auf eine Desinformation als auf die klare Darstellung der Geschäftsfelder, der Chancen und insbesondere der Risiken.

Im übrigen gibt auch ein jährlich erstellter Kontoauszug oder eine schöne Urkunde über den Erwerb einer Beteiligung am Unternehmen keine Sicherheit über die Geldanlage, zumal in der Regel sich im Prospekt doch mehr oder weniger versteckt der Hinweis findet, dass jede Art von Haftung für das Nichterreichen der versprochenen Rendite ausgeschlossen wird. Aber auf Verbraucher macht solch ein Zertifikat schon Eindruck.

Drittens wird bei den meisten Beteiligungssparplänen zunächst das Geld überhaupt nicht renditewirksam angelegt. Einmal werden Kosten bezahlt, insbesondere die Vertriebskosten. Sie betragen bis zu 15 % der vereinbarten Beteiligungssummen.<sup>14</sup> Hinzu kommen einmalige Kosten für die Konzeption der Gesellschaft, Kosten für Rechtsanwälte, Wirtschaftsprüfer, Treuhänder. Berechnungen haben ergeben, dass bei einem Beteiligungssparplan mit 15-jähriger Laufzeit bei einer monatlichen Ratenzahlung von 100 DM die Kostenbelastung allein im ersten Jahr 4.320 DM beträgt. Das bedeutet, dass während der ersten 43 Monate, also ca. 3½ Jahre, keinerlei Investition erfolgen kann. Hinzu kommen noch weitere jährlich anfallende Kosten, die mit mindestens 5 % der Einzahlungen zu Buche schlagen. Es ist fast logisch, dass der Anleger zu den Kostenblöcken in den Prospekten keine oder nur sehr versteckt aufgeführte Angaben findet.

Diese Beteiligungsmodelle werden deshalb auch als „modifizierte Schneeballsysteme“ bezeichnet, denn auch diese Modelle sind bei den soeben beschriebenen Kostenblöcken immer wieder auf „frisches“ Geld angewiesen. Geldeingänge/Einnahmen der Firmen sind dabei in erster Linie durch die Einlagen der Anleger erzielt worden. Als Beispiele lassen sich die Beteiligungsangebote der Merlin-Gruppe, der WVG Wirtschaftsbeteiligungsgesellschaft für mittelständige Unternehmen oder die bereits schon mehrfach angesprochene Euro-Kapital-Gruppe benennen.

---

<sup>14</sup> Das OLG Hamm hat in einem Urteil vom 02.03.1999 (27 U 257/98) ausgeführt, dass bei der Hanseatischen AG (Euro Kapital Gruppe) „überhöhte Vertriebskosten ... dazu geführt (hätten), dass von eingezahlten 100 DM lediglich 60 DM für operative Zwecke zur Verfügung gestanden hätten.“

Viertens handelt es sich immer um langfristige Vertragsabschlüsse, die kein ordentliches Kündigungsrecht vor Beendigung der Vertragslaufzeit vorsehen. Diese beträgt zwischen 7 bis 30 Jahre. Die Beteiligung erfolgte früher in der Rechtsform einer typischen oder atypischen stillen Beteiligung an einer GmbH oder als Mitglied in einer Genossenschaft. Inzwischen werden aus den bereits oben genannten Gründen nur noch atypisch stille Beteiligungen angeboten.

Angeboten wird eine Beteiligung auch durch den Erwerb von Aktien, für die allerdings der Börsengang erst in den nächsten Jahren geplant ist. Werbewirksam wird bei diesen Angeboten aber bereits von einem sog. „vorbörslichen Handel“ gesprochen und mit phantastischen Wertentwicklungen bei der Börseneinführung gelockt. Dazu wird dann z. B. auf die Erfolgstory von solchen DAX-Werten wie der Deutschen Telekom, SAP oder auch auf Werte des Neuen Marktes verwiesen.

Die Vertragsgestaltungen sind z. T. sehr kompliziert, da sich hinter der Beteiligung oft auch gesellschaftsrechtliche Konstruktionen verbergen, die weder der Vermittler kennt noch die Mehrzahl der Anleger erkennt. Ein konkretes Beispiel dafür ist die rechtliche Situation bei der Hotel- und Freizeitanlagen Genossenschaft Rödermark. Die Genossenschaft befindet sich in Liquidation und hatte u. a. Beteiligungen nach dem 5. Vermögensbildungsgesetz angeboten. Mit Streichung dieser Beteiligungen aus dem Förderkatalog im Rahmen der Neufassung des 5. Vermögensbildungsgesetzes gab es ein Sonderkündigungsrecht, zeitlich befristet vom 30.09. zum 31.12.1994. Die eingezahlten Beträge waren bei Genossenschaften bis spätestens zum 31.12.1998 zurückzuzahlen. Inzwischen befindet sich die Genossenschaft in Liquidation, aber es ist nach wie vor strittig, ob mit dem seinerzeit wahrgenommenen Sonderkündigungsrecht auch das Genossenschaftsverhältnis wirksam beendet wurde. Es ist sicherlich nachvollziehbar, dass diese Fragestellung für einen normalen Geldanleger, der unter Haustürgeschäftsbedingungen in solch eine Beteiligung eingeworben wurde, absolut unverständlich ist.

Generell ergibt sich ein deutlicher Hinweis bezüglich der Risiken von Beteiligungssparplänen aber gerade daraus, dass diese Angebote mit Wirkung zum 01.01.1994 endgültig aus der staatlichen Förderung im Rahmen des 5. Vermögensbildungsgesetzes gestrichen wurden. Bis zur Neufassung dieses Gesetzes<sup>15</sup> gab es eine besonders günstige Werbestrategie für die Angebote des Grauen Kapitalmarktes. Eine ganze Reihe von Anbietern hatte Beteiligungssparpläne auf der Grundlage dieses Gesetzes entwickelt. Wegen der staatlichen Förderung, d. h. der steuerlichen Förderung, gab es hier keinerlei Misstrauen, und diese Angebote dienten den Vertriebsunternehmen oft als Einstieg für weitere dubiose Angebote. Der Bundesadler

---

<sup>15</sup> Fünftes Gesetz zur Förderung der Vermögensbildung der Arbeitnehmer (fünftes Vermögensbildungsgesetz – 5. VermBG) in der seit 1. Januar 1994 geltenden Fassung (BGBl. I S. 406), jetzt in der Fassung des Fünften Vermögensbildungsgesetzes i. d. F. der Bekanntmachung vom 4.03.1994, geändert durch Gesetz zur Förderung der Beteiligung der Arbeitnehmer am Produktivvermögen und anderer Formen der Vermögensbildung der Arbeitnehmer (Drittes Vermögensbeteiligungsgesetz) vom 01.09.1998 (BGBl. I S. 2647).

erwies sich, etwas zynisch ausgedrückt, als Werbeträger für Betrüger und Vermögensvernichter. Leider trifft diese Aussage im wahrsten Sinne des Wortes zu, denn unsere schlimmsten Befürchtungen haben sich insoweit bestätigt, dass es bei dieser Anlageform zu erheblichen Verlusten gekommen ist. Bei solchen Anbietern wie der I. M. F. O. Gruppe, der WVG und der Merlin-Gruppe sind inzwischen die Insolvenzverfahren mangels Masse eingestellt worden, so dass es hier zu Totalverlusten gekommen ist. Strafrechtliche Sanktionen zumindest gegen einige Initiatoren sind da ein schwacher Trost.

Bei anderen Gesellschaften, wie der GFVB (im übrigen ein Produkt, das über die OVB vertrieben wurde), ist es zwar zu Rückzahlungen gekommen, allerdings mit durchschnittlichen Verlusten zwischen 5.000 und 10.000 DM.

Ein gleich negatives Ergebnis hat es auch bei den entsprechenden Genossenschaftsbeteiligungen gegeben. Die CST Hamburg als Zweig der Euro-Kapital-Gruppe ist in Insolvenz, und die Hotel- und Freizeitanlagengenossenschaft Atlantis, Rödermark, befindet sich, wie soeben schon angesprochen, in Liquidation. Hier bleibt abzuwarten, inwieweit tatsächlich Gelder zurückgezahlt werden können.

Der positive Sinn des Vermögensbildungsgesetzes, Produktivvermögen zu bilden, wurde in sein Gegenteil verkehrt, und Steuergelder in erheblichem Ausmaß wurden verschleudert. Dazu kommt noch der Vertrauensschaden bei einer Vielzahl der Betroffenen in das rechtsstaatliche System. Wir wurden und werden in diesem Zusammenhang immer wieder gefragt, wieso der Staat solch einen Missbrauch nicht verhindert.

Fünftens kommt für den Verbraucher als besondere Schwierigkeit hinzu, dass diese Beteiligungssparpläne prinzipiell über persönliche Kontakte durch Mitarbeiter von Strukturvertrieben angeboten werden. Es handelt sich hier um streng hierarchisch aufgebaute Unternehmen, die z. T. ganz stark an Sekten erinnern. Die Mitarbeiter werden auf Provisionsbasis bezahlt, wobei der auf der untersten Stufe stehende Verkäufer am wenigsten verdient. Wenn er aber weitere Interessenten als Mitarbeiter gewinnen kann, rückt er in der Hierarchie eine Stufe höher und kassiert nicht nur die Provision bei den durch ihn selber verkauften Verträgen, sondern ist auch an den Provisionen der ihm unterstellten Verkäufer beteiligt.

Dieses System bewirkt generell, dass Produkte verkauft werden, unabhängig davon, ob sie für den jeweils angesprochenen Kunden sinnvoll sind. Eine anleger- und anlagegerechte Beratung ist so weder möglich noch gewollt. Wer allseitig und unvoreingenommen berät, kann nicht verkaufen. Wer nicht verkauft, verdient nicht und steigt in der Hierarchie auch nicht höher. Dort aber locken der bessere Verdienst, das bessere Büro, der Dienstwagen und die Anerkennung der anderen Mitarbeiter. Dieses System ist Motivation für jeden Neueinsteiger, und es ist natürlich mit dieser Ausrichtung ein äußerst effizientes Verkaufssystem.<sup>16</sup>

---

<sup>16</sup> Zur Tätigkeit von Strukturvertrieben gibt es inzwischen eine ganze Reihe von Darstellungen ehemaliger Mitarbeiter. Aus der Vielzahl sei hier nur hingewiesen auf Manfred Dahm,

Hinzu kommt, dass aus „normalen“ Angestellten, Arbeitern oder auch Hausfrauen „Anlage-, Vermögens- oder Finanzberater“ werden. Oft wollen sie sich aus einer nicht verschuldeten Arbeitslosigkeit eine neue Existenz aufbauen. In Schulungsveranstaltungen erfahren sie wenig über die einzelnen Produkte, dafür aber um so mehr über effektive Verkaufsmethoden. „Dem Kunden keine Chance“ oder „In fünf Minuten zum Erfolg“ heißen die Slogans der Verkaufstrainer.

Es existieren im Moment weder Regelungen über ein Berufsbild, die Qualifizierung oder den Schutz der Bezeichnung „Finanzdienstleister“. Ein entsprechender Gesetzesentwurf der Bundesländer Niedersachsen und Hessen ist 1998 im Bundestag durch die damalige Regierungskoalition abgelehnt worden. Gegenwärtig wird geprüft, diesen Entwurf in das Gesetzgebungsverfahren wieder neu einzubringen.

Bereits 1998 stellte sich allerdings die Frage, ob eine solche gesetzliche Regelung, die durch die Verbraucherverbände natürlich prinzipiell befürwortet wurde, tatsächlich zu einer neuen Qualität des Vertriebes geführt hätte. Im Zusammenhang mit der Erörterung der Problematik einer möglichen gesetzlichen Regelung werden wir darauf noch einmal zurückkommen.

Das Wichtigste für einen Strukturvertrieb sind Adressen von potentiellen Kunden. Um an diese heranzukommen, gibt es unterschiedliche Methoden. Anleger werden ausgefragt oder mit Prämien gelockt, weitere Kunden zu werben. Neueinsteiger müssen in einem der ersten Seminare ganze Listen von Familienangehörigen, Freunden und Bekannten aufschreiben, die dann systematisch „abgearbeitet“ werden. Der Neue dient dann gleichzeitig als „Türöffner“ und verhindert von vornherein Misstrauen gegenüber den Angeboten.

Sechstens ist auch erkennbar, dass deutsche Anbieter zunehmend sowohl aus dem Ausland heraus als auch im Ausland tätig werden. Es liegen diesbezüglich eine ganze Reihe von Beschwerdefällen und Situationsbeschreibungen vor. So wird z. B. die „Deutsch-Französische Verbraucherberatungsstelle Info-Verbraucher“, Kehl, in ständig zunehmendem Umfang mit der Praxis deutscher Firmen aus dem Grenzgebiet konfrontiert, die per unerlaubter Telefonwerbung Termingeschäfte über die Grenze nach Frankreich vermitteln. Die Zielgruppe sind u. a. geschäftlich unerfahrene „Kleinanleger“. Dabei zeigt sich aber auch, dass das grenznahe Elsaß ausgespart wird. Räumliche Nähe und persönliche Kontaktaufnahme werden vermieden.

Der französische Finanzmarkt zeichnet sich durch eine starke Regulierung aus. Anlegerschutz ist Teil des französischen Verbraucherschutzes und daher in das allgemeine Wirtschaftsrecht integriert. Auf Grund einer konsequenten Aufsicht existiert kein unkontrollierter Kapitalmarkt. Die Pariser Behörde Commission des Operations de Bourse (COB), mit der EU-weit längsten Aufsichtstradition seit 1967, erteilt Zulassungen nur an wenige, größere Finanzunternehmen unter strengen for-

---

„Beraten und verkauft“, Wiesbaden, Gabler 1996; das Vertriebsunternehmen hatte im übrigen versucht, das Erscheinen des Buches per einstweiliger Verfügung zu untersagen.



mellen Voraussetzungen. So ist z. B. nur für neun französische Unternehmen eine behördliche Erlaubnis für die Vermittlung von Waretermingeschäften an der Börse in Chicago erteilt worden. Der Markt wird so von vornherein für unseriöse Anbieter abgeschottet. Telefonwerbung zu Finanzdienstleistungsprodukten ist traditionell verboten; das entsprechende Gesetz stammt in seiner Urfassung aus dem Jahre 1885.

Französische Anleger, an einen hohen Schutzstandard gewöhnt, kennen das Problem eines Grauen Kapitalmarktes nicht. Sie nehmen irrtümlich an, dass im europäischen Ausland die gewohnten Standards genauso bestehen. Erwartungshaltungen werden gewohnheitsbedingt auf die grenzüberschreitenden Geschäfte übertragen. Die Telefonverkäufer nutzen des weiteren das (noch) seriöse Image der Finanzprodukte „Made in Germany“ aus. Das Landgericht Strasbourg hat inzwischen mehrere Strafverfahren gegen französische Geschäftsführer und Finanzvermittler eingeleitet, die für deutsche Firmen von Deutschland aus grenzüberschreitend agierten. In drei Fällen wurden Freiheitsstrafen (zur Bewährung) verhängt, zwei Verfahren sind noch anhängig. Gegenstand der Verfahren war bzw. ist jeweils die Vermittlung von Derivatgeschäften, ohne dass die dafür notwendige Erlaubnis vorlag.<sup>17</sup>

So ähnlich wie das Verhältnis der Franzosen zu deutschen Finanzprodukten ist das Verhalten deutscher Anleger in Bezug auf Produkte aus der Schweiz. Hier genießt der gute Ruf der Schweiz als diskreter Bankenstandort eine hohe Wertschätzung. Unseriöse Anbieter haben leichtes Spiel, zumal auch in der Schweiz der „Vermögensverwalter“ oder der „Treuhand“ keine gesetzlich geschützten Berufsbezeichnungen sind. Von daher gibt es immer wieder Angebote für eine „diskrete und erfolgreiche Vermögensverwaltung“, deren Initiatoren weder über eine entsprechende fachliche noch charakterliche Qualität verfügen. Auch hier handelt es sich oft um „alte Bekannte“ der Schweizer Justiz. Dabei fällt auf, dass eine ganze Reihe dieser dubiosen Firmen ihren Sitz in Zug haben. Offensichtlich ist es hier besonders einfach, sich niederzulassen. Die Eidgenössische Bankenkommision hat auf diese Entwicklung in letzter Zeit verstärkt reagiert und nutzt ihre Kompetenzen, um solchen dubiosen Firmeninitiatoren das Handwerk zu legen. In den letzten 2 Jahren hat es auch einige spektakuläre Firmenzusammenbrüche gegeben, bei denen insbesondere deutsche Anleger betroffen waren. Beispielfhaft soll hier nur hingewiesen werden auf die

- Ritec AG
- GMF Finanz AG/FIS Treuhand AG
- Ost Comm Holding AG, Zug
- UNIA-Industrie Holding AG, Zug.

---

<sup>17</sup> *Martine Merigeau/Roger Hessel, Grenzüberschreitende Finanzdienstleistungen, Info-Anlegerprozesse Nr. 6, a. a. O. S. 35, s. a. Euro-Info-Verbraucher e. V., Seminarbericht vom 07.02.2000 über das EU-Fortbildungsprojekt „Finanzdienstleistungen in Europa“.*



Der Verband Schweizerischer Vermögensverwalter (VSV) und die Schutzgemeinschaft der Investoren Schweiz (SIS) versuchen nun einen neuen Standard in der Branche zu setzen. Mit dem Verband wurde eine Standesorganisation geschaffen, die strikte Auswahlkriterien hat. Ist der Vermögensverwalter Mitglied dieses Verbandes, besteht so zumindest die Aussage des Verbandes selber, die Gewähr, dass der Vermögensberater über eine hinreichende Qualifikation verfügt, dass er nicht vorbestraft ist und dass er jährlich überprüft wird. Selbstverständlich schließt dies die konkreten Anlagerisiken nicht aus.<sup>18</sup>

Siebtens ist es insbesondere in den ersten Jahren nach der Wiedervereinigung zu einem erheblichen Anstieg der Aktivitäten auf dem Grauen Kapitalmarkt gekommen. Mit den neuen Ländern eröffnete sich ein Markt mit völlig unerfahrenen Verbrauchern, die aber durchaus über erhebliche finanzielle Mittel verfügten. Gerade hier wurden in sehr großem Umfang Beteiligungsangebote vertrieben. Noch heute melden sich bei uns Verbraucher, die bei solchen dubiosen Firmen ihr Geld verloren haben. Nicht zuletzt wegen des Wegbrechens zahlreicher Arbeitsplätze hatten hier Vertriebsunternehmen exzellente Möglichkeiten, Mitarbeiter zu gewinnen, die dann besonders im Freundes- und Bekanntenkreis für diese Beteiligungsangebote geworben haben. Inzwischen hat sich die Situation aber insoweit gewandelt, dass auch in den neuen Bundesländern eine gewisse Sensibilität bei solchen Angeboten besteht. Allerdings wurde diese sehr teuer erkaufte, und es gibt nach wie vor eine Vielzahl uninformierter Verbraucher sowohl in Ost als auch in West. Für eine Entwarnung auf dem Grauen Kapitalmarkt besteht von daher absolut keine Veranlassung.

In diesem Zusammenhang konnten wir allerdings auch feststellen, dass inzwischen auch erste rein ostdeutsche Anbieter mit ihren Produkten am Grauen Kapitalmarkt agieren und versuchen, diese auch in den alten Bundesländern zu verkaufen. Ein Beispiel hierfür war die Firma Spree-Capital, die insbesondere im Raum Hamburg, Niedersachsen und in Schleswig-Holstein diesbezüglich agierte. Inzwischen wurde ihr durch das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen die Tätigkeit untersagt, das Insolvenzverfahren wurde mangels Masse eingestellt, und es laufen noch staatsanwaltschaftliche Ermittlungen.

Zusammenfassend lässt sich zu diesen Beteiligungssparplänen festhalten:

Es handelt sich immer um risikobehaftete Unternehmensbeteiligungen als atypisch stille Gesellschafter. Die Produkte werden über Mitarbeiter von Strukturvertrieben im Freundes- und Bekanntenkreis angeboten. Dabei gibt es zwei Anlageformen:

- Stille Beteiligung am Unternehmen über einen Sparplan mit monatlichen Zahlungen in Höhe von 100 DM über eine festvereinbarte Laufzeit, z. T. mit „garantierter“ Verzinsung

---

<sup>18</sup> „Das Anlagerisiko bleibt bestehen“ Der Schweizer Finanzexperte Markus Winkler über Geldanlagen im Nachbarland, Süddeutsche Zeitung vom 28.10.1999.

– Einmalanlage mit einer größeren Summe über eine festvereinbarte Laufzeit

In vielen Fällen werden keine Prospekte und andere Unterlagen ausgehändigt. Solch eine Herangehensweise gab es u. a. bei der I. M. F. O. Gruppe. Hier wurden nur einige Zinsübersichten ausgehändigt, die bei Bedarf auch immer wieder geändert wurden. Das spielte u. a. in einer Reihe von gerichtlichen Verfahren, die Anleger führten, in Verfahren der Firmengruppe gegen die Verbraucherzentrale Berlin, weil wir sie 1992 auf unsere damalige Liste der unseriösen Geldanlageangebote aufgenommen hatten, und auch im Verwaltungsgerichtsverfahren gegen das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen eine wichtige Rolle.

Suggeriert wird, dass es sich um ausgesprochen sichere und günstige Geldanlagen handelt, die auch eine gute Altersabsicherung darstellen. Des weiteren wird mit den Steuersparmöglichkeiten geworben, die mit einer atypischen stillen Beteiligung verbunden sind.

Verglichen werden die Produkte mit den Angeboten von Versicherungen und Kreditinstituten. Sie sind ihnen im übrigen auch rein äußerlich nachgebildet. So erinnern manche Angebote an Investmentsparverträge. Es wird auch oft mit der Nähe zu Banken geworben. Die I. M. F. O. Gruppe hatte z. B. bis zu einer gerichtlichen Untersagung mit dem Logo der Genossenschaftsbanken geworben.

In der Anwerbung wird suggeriert, dass die Gesellschaften attraktive Geschäftsfelder besetzt halten, allerdings werden diese dann in der Regel nicht näher beschrieben, da sie meistens auch gar nicht existieren.

## **V. Möglichkeiten und Strategien zur Bekämpfung von Angeboten des Grauen Kapitalmarktes**

### *1. Vorstellungen zu einer gesetzlichen Regelung*

Die umfangreichen gesetzlichen Aktivitäten der letzten Jahre (2. und 3. Finanzmarktförderungsgesetz) haben neue Möglichkeiten für das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen erbracht, die auch aus unserer Sicht verstärkt genutzt werden. Trotzdem bleibt festzuhalten, dass der wesentliche Teil der Beteiligungsangebote als atypisch stiller Gesellschafter ausgeklammert ist. Hier sollte dem Bundesaufsichtsamt eine generelle Kontroll- und Überwachungsbefugnis eingeräumt werden. Diese würde es ermöglichen, einzelne Anbieter nach den Grundsätzen und mit den rechtlichen Möglichkeiten des Kreditwesengesetzes zu prüfen.<sup>19</sup>

Inwieweit das 4. Finanzmarktförderungsgesetz hier zu einer Änderung führen wird, bleibt abzuwarten, wenn auch von Seiten der Bundesregierung angekündigt

---

<sup>19</sup> „Bei neuen Anlegern gehen die Jalousien herunter“ Interview mit Wolfgang Artopoulos, Berliner Zeitung vom 30/31.10.1999.

wurde, dass u. a. der Anlegerschutz auch unter den veränderten Bedingungen europäisierter Kapitalmärkte sichergestellt werden soll.<sup>20</sup> Zumindest ist aus unserer Sicht klar, dass die bisher zuständigen Gewerbebeamter völlig überfordert sind.

Eine generelle staatliche Beaufsichtigung würde im übrigen auch zu einer Angleichung an die Verhältnisse in den USA und in einer ganzen Reihe von EU-Staaten führen. Diese Notwendigkeit ergibt sich für uns nicht zuletzt auch aus Sicht der Wirtschafts- und Währungsunion, die eine „Vereinheitlichung“ der Aufsichtsgrundsätze geradezu erfordert. Ein einheitliches europäisches Kapitalmarktrecht gibt es nicht. Vielmehr bestehen gewichtige Unterschiede zwischen den nationalen Anlegerschutzstandards. Für einen effektiven Rechtsschutz entstehen erhebliche Probleme insbesondere dann, wenn geschädigte Anleger ihre Ansprüche vor einem ausländischen Gericht geltend machen müssen. Die Vollstreckung von Urteilen und Maßnahmen des einstweiligen Rechtsschutzes ist im Ausland mit sehr hohem Zeitaufwand verbunden. Die Durchsetzung der Ansprüche ist häufig sogar ohne Erfolgsaussicht, da für die Konten-Pfändung zweifelhafter Geldbeträge gerade der Zeitfaktor eine entscheidende Rolle spielt. Einstweiliger Rechtsschutz funktioniert nur bei schnellen Zwangsvollstreckungsmaßnahmen.

Eine internationale Zusammenarbeit der Aufsichtsämter hat zwar begonnen. Das Forum of European Securities Commissions (FESCO) hat dazu im Dezember 1999 EU-weit standardisierte Verhaltensregeln für Wertpapierangebote verabschiedet. Aber trotzdem, die einheitliche europäische Kontrolle des gemeinsamen Finanzmarktes ist noch in weiter Ferne. Ohne angegliche Schutzstandards werden unseriöse Finanzdienstleister weiterhin in die Staaten mit der geringsten Kontrolldichte abwandern. Ein europäischer Kapitalmarkt kann nur dann funktionieren, wenn der Anleger objektiv geschützt ist und sich subjektiv geschützt fühlt.

Die Situation wird durch das folgende Bild unserer Kollegen aus der Euro-Info-Verbraucher e. V., Kehl, zutreffend charakterisiert: „Der deregulierte Binnenmarkt fährt mit der Motorkraft eines Ferrari; die nötigen Bremsen – durch staatliche Kontrolle – scheinen noch nicht stark genug zu sein. Derzeit sind die Voraussetzungen für Finanzdienstleister mit krimineller Energie gut. Offene Grenzen und ein geringes Risiko, strafrechtlich bzw. aufsichtsrechtlich verfolgt zu werden.“<sup>21</sup>

Dabei ist sicherlich jede Überregulierung zu vermeiden, aber der Schutz der Anleger lässt sich nicht allein durch eine bessere Aufklärung erreichen. Unsere Erfahrungen aus der Beratungstätigkeit zeigen eindeutig, dass der Wissensstand zu Geldanlagen in der Bevölkerung sehr niedrig ist. Hier gibt es auch kaum noch, so zumindest unsere Erfahrung, Unterschiede zwischen Ost und West. Bereits in den Schulen müsste und könnte hier etwas getan werden. Auch die Kreditinstitute und deren Ver-

---

<sup>20</sup> Pressemitteilung vom 24.01.2000, Rede von Bundeskanzler Gerhard Schröder anlässlich der Jahreseröffnung der Deutsch Börse AG am 24. Januar 2000 in Frankfurt am Main.

<sup>21</sup> Euro-Info-Verbraucher e. V., Seminarbericht a. a. O.

bände sollten wesentlich aktiver werden. Auf die Initiative des Aktieninstitutes zur ökonomischen Wissensvermittlung an allgemeinbildenden Schulen ist ja schon hingewiesen worden.

Zu bedenken ist auch, dass für eine flächendeckende Aufklärung die personellen und finanziellen Voraussetzungen geschaffen werden müssen. Die Verbraucherzentralen allein sind dazu nicht in der Lage. Von daher greift der Bericht der Bundesregierung zum Grauen Kapitalmarkt mit seiner Hauptorientierung einer Verbesserung des Anlegerschutzes durch Aufklärung zu kurz. Auf die Aktivitäten und Vorstellungen zur Verbesserung der Aufklärung durch die Verbraucherzentralen wird noch einmal zurückzukommen sein.

Die bisherigen gesetzlichen Vorschriften im Rahmen der KWG-Novelle ändern vor allem auch darum nichts am Grauen Kapitalmarkt, weil ein staatliches Eingreifen immer erst möglich ist, wenn bereits ein Schaden entstanden ist. Die gesetzliche Regelung beinhaltet zwar, dass Finanzdienstleistungsunternehmen, von der Anlagevermittlung bis zur Portfolioverwaltung, vor dem Beginn ihrer Tätigkeit eine Erlaubnis des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen benötigen. Doch die Erfahrungen sowohl des Amtes als auch der Staatsanwaltschaften zeigen, dass sich gerade unseriöse Anbieter über diese Vorschriften hinwegsetzen. Sie beginnen einfach zu arbeiten. Bis Aufsichtsbehörden und/oder die Strafverfolgungsbehörden tätig werden, gehen in der Regel mehrere Jahre ins Land. Die Unternehmen sind dann oft mit dem eingesammelten Geld vom Markt verschwunden. Das Aufsichtsamt wird erst tätig, wenn das Unternehmen bereits die verbotenen Vermittlungen erbringt. Aber auch die strafrechtlichen Vorschriften ermöglichen kein präventives Eingreifen. Bisher macht sich nur derjenige strafbar, der ohne Erlaubnis Finanzdienstleistungen erbringt. Die Tätigkeit muss also schon aufgenommen sein und erste Betrugsstraftaten bereits begangen sein, bevor ein Eingreifen möglich ist. „Der Straftatbestand müsste aber bereits das Anbieten solcher unerlaubter Geschäfte unter Strafe stellen“, so der Staatskommissar für die hessische Börsenaufsicht und frühere auf Kapitalmarktdelikte spezialisierte Staatsanwalt Klaus-Dieter Benner.<sup>22</sup> Die damit verbundene Ausweitung des Begriffes der Strafbarkeit ist deshalb vertretbar, weil es sich hier um ein sehr sensibles Feld des Anlagebetruges handelt. Zusammen mit der Möglichkeit der Polizei, in die im Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel hinterlegten Prospekten Einsicht zu nehmen, könnte so schon im Vorfeld geplanter Straftaten eingegriffen werden. Zumal bereits jetzt festzustellen ist, dass erste Unternehmen damit werben, dass ihre Prospekte beim Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel hinterlegt seien. Damit wird der falsche Eindruck erweckt, als sei das Produkt überprüft worden und potentielle Anleger sollen sich in Sicherheit wiegen. Insbesondere in den Verkaufsgesprächen wird mit einer staatlichen Beaufsichtigung und Registrierung geworben.

---

<sup>22</sup> Zitiert nach: „KWG-Novelle hilft wenig gegen den grauen Kapitalmarkt“, FAZ vom 08.09.1997.

In den Vereinigten Staaten und in einigen EU-Ländern, auf Frankreich wurde bereits verwiesen, sind die Aufsichtsbehörden beispielsweise befugt, Anbietern den Geschäftsbetrieb zu untersagen, wenn diese nicht die Entstehung ihrer versprochenen Renditen nachweisen können. Nachfolgend sollen deshalb in Kurzform die Befugnisse der SIB in Großbritannien und der SEC in den USA dargestellt werden.

#### a) Vereinigtes Königreich von Großbritannien und Nordirland

Die Bank of England als national zuständige Aufsichtsbehörde kann Auskünfte und Unterlagen von Unternehmen verlangen, insbesondere dann, wenn der Verdacht besteht, dass unerlaubte Bankgeschäfte betrieben werden. Die Nichtbefolgung des Auskunft- oder Vorlegungsverlangens kann als Vergehen mit einer Freiheitsstrafe bis zu 6 Monaten oder/und mit einer Geldstrafe geahndet werden.

Des weiteren kann die Bank of England mit richterlicher Erlaubnis sowohl Geschäfts- als auch Privaträume, welche von einer im Zusammenhang mit unerlaubten Bankgeschäften verdächtigten Person benutzt werden, mittels der Vollzugspolizei betreten, durchsuchen und Unterlagen beschlagnahmen lassen. Eine Zuwiderhandlung kann mit Freiheitsstrafe bis zu einem Jahr oder/und einer Geldstrafe geahndet werden.

Die Securities and Investment Board (SIB) – zuständig für Wertpapiergeschäfte – besitzt ähnliche Befugnisse. Sie kann von den für die Geschäfte des unlizenzierten Unternehmens verantwortlichen Personen Auskünfte und die Herausgabe von Unterlagen verlangen. Zuwiderhandlungen können mit einer Freiheitsstrafe bis zu 6 Monaten oder/und einer Geldstrafe geahndet werden.

Bei begründetem Verdacht unerlaubter Bankgeschäfte kann eine richterliche Durchsuchung beantragt werden, die zum Betreten von Geschäfts- und Privaträumen und zur Beschlagnahme von Unterlagen berechtigt. Eine Zuwiderhandlung gegen die gerichtliche Anordnung kann mit einer Geldstrafe geahndet werden.

#### b) Vereinigte Staaten von Amerika

Als zuständige Bundesbehörde für die Beaufsichtigung von Unternehmen, die Wertpapiergeschäfte, einschließlich Optionsgeschäfte, betreiben, wird die Securities and Exchange Commission (SEC) tätig. Die Beaufsichtigung umfasst neben Kapitalanlagegesellschaften und Börsen auch ausdrücklich Broker-/Dealer-Firmen, die Wertpapiere auf eigene Rechnung oder für Rechnung von Kunden handeln.

Die SEC hat sowohl aufsichtsrechtliche als auch strafverfolgende Befugnisse und kann eigenverantwortlich Ermittlungen vornehmen.

Die Mitarbeiter der SEC können die Vorlage von Unterlagen verlangen, Zeugen förmlich vorladen und vereidigen. Bei Nichtbefolgung ihrer Anordnungen können

gerichtliche Vollstreckungsverfahren eingeleitet werden, die in der Regel innerhalb von 24 Stunden zum Vollzug führen.

Die SEC übt in gerichtsähnlichen Verfahren mit ihren Verwaltungstribunalen Rechtssprechungsfunktionen aus. Besonderes Gewicht erhält diese Funktion dadurch, dass die ordentlichen Gerichte ihnen einen begrenzten Beurteilungsspielraum bei der Auslegung unbestimmter Rechtsbegriffe zuerkennen und prinzipiell an deren durch Beweis belegte Tatsachenfeststellungen gebunden sind.<sup>23</sup>

c) Gesetzgebungsvorschläge der VZ Berlin zu Möglichkeiten der Bekämpfung der Missstände auf dem Grauen Kapitalmarkt<sup>24</sup>

Dem Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen ist im KWG eine allgemeine Kontroll- und Überwachungsfunktion zuzuschreiben. Sie würde es ermöglichen, alle Anbieter nach den Grundsätzen und mit den rechtlichen Möglichkeiten dieses Gesetzes zu prüfen. Dabei könnten gleichzeitig aus Praktikabilitätsgründen bestimmte Mindeststandards festgeschrieben werden, wann das Bundesaufsichtsamt im einzelnen prüft:

Als Mindeststandards könnten z. B. gelten:

- Werbung mit Begriffen wie „Sparplan“, „Vorsorgeplan“, „Altersvorsorgeangebot“;
- Werbung mit Renditen, die durchgängig so am Kapitalmarkt über einen längeren Zeitraum nicht zu erwirtschaften sind;
- Abmahnung wegen wettbewerbsrechtlicher Verstöße durch eine Verbraucherschutzorganisation und gerichtliche Bestätigung eines Verstoßes gegen das UWG;
- Verdacht des Kapitalanlagebetruges (§ 264 a StGB) aufgrund ungenügender und irreführender Prospekte sowie unrealistischer Renditeversprechen; dieser Verdacht ist aus unserer Sicht im übrigen immer gegeben, wenn ein Gericht Wettbewerbsverstöße erkennt.

Bezüglich des letzten Punktes sei hier nur noch angemerkt, dass wir damit dem Bundesaufsichtsamt keinesfalls staatsanwaltschaftliche Ermittlungsbefugnisse zuschreiben wollen. Das würde sicherlich den Grundsatz der Gewaltenteilung sprengen und erhebliche verfassungsrechtliche Bedenken mit sich bringen. Andererseits sei auch nicht verschwiegen, dass gerade die strafrechtliche Regelung des § 264 a

<sup>23</sup> Zitiert nach: „KWG-Novelle hilft wenig gegen den grauen Kapitalmarkt“, FAZ vom 08.09.1997.

<sup>24</sup> In die nachfolgende Darstellung sind auch die Erkenntnisse eingeflossen, die im Ergebnis von Diskussionen in Arbeitskreisen und Untergruppen innerhalb der Arbeitsgemeinschaft der Verbraucherverbände erarbeitet und durch die AGV veröffentlicht wurden.

StGB nicht den erwünschten und erhofften Erfolg hatte. Auch darauf wird weiter unten noch einmal zurückzukommen sein.

Konzentrieren sollte sich das Bundesaufsichtsamt dabei insbesondere auf Unternehmen, die Beteiligungssparpläne mit langen Laufzeiten ohne ordentliches Kündigungsrecht während der Vertragslaufzeit unter der Verknüpfung von Verlustausschluss, Versprechen einer Mindestverzinsung, garantierten Rückzahlungen und/oder Entnahmeplänen anbieten. Dazu gehört z. B. auch die jüngste Untersagung in Richtung „Göttinger Gruppe“ bezüglich der ratierten Rückzahlungen beim „PSP-Plan“ und der „Secu-Rente“.

Aufsicht ist besonders dann angezeigt, wenn zusätzlich mit Begriffen wie „Sparvertrag“, „Ansparvertrag“, „Vorsorgeplan“ oder „Altersvorsorge“ suggeriert wird, es handle sich hier um Anlageformen, die wie Einlagengeschäfte i. S. des § 1 Abs. 1 Ziffer 1 KWG ablaufen.

Die Möglichkeit einer Prüfung durch das Bundesaufsichtsamt muss aber auch gegeben sein für Beteiligungsgesellschaften, bei denen für die Gesellschafter eine Gewinn- und Verlustbeteiligung vereinbart ist. Die Notwendigkeit einer solchen Prüfung besteht insbesondere dann, wenn durch die Anbieter das Verlustrisiko praktisch ausgeschlossen und sichere Gewinn- und Rückzahlungsmöglichkeiten suggeriert werden. Auch bei dieser Beteiligungsform ist eine Kontrollmöglichkeit insbesondere dann geboten, wenn unter den bereits oben genannten Stichworten „Sparplan“, „Ansparplan“, „Vorsorgeplan“ oder „Altersvorsorge“ Verträge mit Laufzeiten von bis zu 30 Jahren angeboten werden.

Gerade mit solchen Vertragsgestaltungen und Werbeaussagen wurden in der Vergangenheit die Beteiligungssparverträge nach dem 5. Vermögensbildungsgesetz angeboten. Eine gleiche Entwicklung beobachten wir seit einiger Zeit wiederum, da jetzt die Beteiligungsangebote direkt unter dem Werbeslogan „sichere Altersvorsorge“ angeboten werden.

Der Einlagebegriff gemäß § 1 Abs. 1 Ziffer 1 KWG lässt sich u. E. nach ohne weiteres hier anwenden, da es sich um rückzahlbare Gelder des Publikums handelt oder die eingezahlten Beträge wirtschaftlichen Einlagencharakter besitzen. Zumindest kann und muss der Verbraucher davon ausgehen, dass dem so ist.

Die Möglichkeit des Tätigwerdens gegenüber solchen Unternehmen muss sich insbesondere auf den § 26 KWG beziehen.

Die Bundesregierung hat in ihrem Bericht zum Grauen Kapitalmarkt die Einführung einer Prospektpflicht für öffentlich angebotene Beteiligungsangebote angekündigt. Bei solchen Angeboten „sollte künftig von denjenigen, die solche Produkte vertreiben, ein Prospekt dem Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel zu hinterlegen sein. Damit würden auch die Initiatoren derartiger Anlagen einer (eingeschränkten) staatlichen Aufsicht unterliegen. Wie im Falle von Wertpapierverkaufsprospekten würde die Behörde die Prospekte auf ihre Vollständigkeit prüfen. Pro-



spekte sollten auch eine Rentabilitätsberechnung mit dem Testat eines Wirtschaftsprüfers enthalten, um Renditeaussagen nachprüfbar zu machen.“

Solch eine Prospektpflicht wird von uns erst einmal prinzipiell begrüßt. Wir hatten sie seinerzeit auch in unserer Situationsbeschreibung für den Bericht der Bundesregierung als einen wesentlichen Bestandteil einer aufsichtsrechtlichen Überwachung gefordert. Es ist allerdings aus unserer Sicht fraglich, ob die Einführung einer generellen Pflicht lediglich zur Hinterlegung, die es bei einer Vielzahl von Angeboten im übrigen schon längst gibt, zu einer wesentlichen Transparenz und der Eindämmung dieser Produkte führen würde. Entsprechende Zweifel daran drückt die Bundesregierung selber aus, in dem sie dem Begriff der „staatlichen Aufsicht“ in Klammern das Wort „eingeschränkt“ hinzufügt. Die Anbieter wissen zum einen genau, was sie in solch einen Prospekt hineinschreiben oder nicht hineinschreiben müssen. Zum anderen sind dann natürlich die Verjährungsregelungen für fehlerhafte Anlageberatung und Prospekte, die im dritten Finanzmarktförderungsgesetz drastisch von dreißig auf drei Jahre verkürzt wurden, völlig unsinnig.<sup>25</sup> Diese Deregulierung und Liberalisierung des deutschen Finanzmarktes geht nach Auffassung der Verbraucherverbände in die falsche Richtung. Verluste durch eine falsche Anlageberatung zeigen sich vielfach erst nach dem Ablauf von mehr als drei Jahren. Dem entsprechend hatten in der Vergangenheit Anleger in spektakulären Schadensersatzansprüchen ihre Rechte durchsetzen können.

Gerade für eine immer dringend notwendig werdende private Altersvorsorge sind differenzierte und langfristige Kapitalanlagen notwendig. Wenn auch gegenwärtig die nichtüberwachten Produkte des Grauen Kapitalmarktes nicht unter diese verkürzten Verjährungsregelungen des Dritten Finanzmarktförderungsgesetzes fallen, besteht bei einer generellen Prospektpflicht die Gefahr, dass dann auch hier die verkürzten Fristen greifen. Die Regelung der verkürzten Verjährungsfristen ist aus unserer Sicht im Rahmen des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes wieder aufzuheben.

In diesem Zusammenhang ist es auch angezeigt, noch einmal auf den Straftatbestand des Kapitalanlagebetruges zurückzukommen. Der §264 a StGB hatte seinerzeit zu einer erheblichen Verunsicherung der Anbieter des Grauen Kapitalmarktes geführt. Inzwischen ist hier wieder „Ruhe“ eingekehrt, da er sich letztendlich als ein „stumpfes Schwert“ erwiesen hat. Das ist allerdings nicht dem Gesetzgeber allein zuzuschreiben, sondern auch der Auslegung, die er inzwischen erhält. So wird bei seiner Wertung selbst durch Branchen-Informationsdienste eher lediglich auf formale Kriterien abgestellt. In den Vordergrund der Bewertung eines Kapitalanlageangebotes werden die Konzeption, die Wirtschaftlichkeit und insbesondere die bis-

---

<sup>25</sup> Bereits im Zusammenhang mit der Diskussion zum 3. Finanzmarktförderungsgesetz hatten die Verbraucherverbände die Verkürzung der Verjährungsfristen als Benachteiligung für die Anleger kritisiert.



herige Leistungsbilanz gestellt. So heißt es z. B. beim Branchen-Informationsdienst „Kapital-Markt“ intern: „Nach unserer Meinung ist eine Bewertung allein der formalen Kriterien nach § 264 a StGB zu wenig. Sie sagt nämlich nichts über Wert und Wirtschaftlichkeit des jeweiligen Angebots aus. Entscheidend für Anleger wie für den Vertrieb ist jedoch, ob das Objekt auf der Grundlage der Prospektangaben langfristig den versprochenen wirtschaftlichen Erfolg erwarten lässt. Formelle Fehler sind ggf. leicht zu reparieren, nachhaltig fehlende Wirtschaftlichkeit dagegen so gut wie nie!“ (Unterstreichungen im Original – P. L.) Dabei wird allerdings nicht berücksichtigt, dass gerade diese Punkte den eigentlichen Kernbereich des nach § 264 a StGB angabepflichtigen Prospektinhaltes beinhalten.<sup>26</sup>

Ein zweiter Grund, warum der § 264 a StGB nicht wirksam wird, liegt sicherlich auch darin, dass die zuständigen Wirtschaftsstaatsanwaltschaften unzureichend ausgestattet sind. Ermittlungsverfahren gegen die betreffenden Verantwortlichen wegen Kapitalanlagebetrug werden allenfalls in Ausnahmefällen eingeleitet, obwohl in den Branchen-Informationsdiensten ausführlich auf Prospektmängel bei einzelnen Produkten hingewiesen wird und insbesondere auch durch die Rechtsprechung inzwischen bei einer Vielzahl von Unternehmen Wettbewerbsverstöße bestätigt wurden.

Des weiteren hat sich gezeigt, dass sich die Branche sehr schnell auf die Vorschrift eingestellt hat. In den Informationsmaterialien werden, oft zwar versteckt, aber im Sinne des Gesetzes ausreichend, mögliche Risiken dargestellt. Dabei wissen die Initiatoren auch, dass die potentiellen Anleger die Prospekte in der Regel sowie-so nicht lesen und sich auf das verlassen, was ihnen der Vermittler erklärt.<sup>27</sup>

Ähnliches lässt sich auch zur Wirksamkeit der strafbaren Werbung nach § 4 UWG festhalten. Die Regelung könnte eigentlich im Interesse der Anleger eine wichtige Rolle spielen, denn vom § 4 UWG werden alle Angaben erfasst, die auch unter die irreführende Werbung gemäß § 3 UWG fallen. Sie brauchen jedoch nicht wie in § 3 UWG im geschäftlichen Verkehr und auch nicht zu Zwecken des Wettbewerbs gemacht zu werden. Strafrechtlich relevant können alle unwahren Angaben sein, über die der Anleger schon nach § 3 UWG aufzuklären ist, z. B. über bestehende personelle Verflechtungen, interne Mittelabflüsse, sog. kick backs, steuerliche Vorteile, Renditeangaben u. ä. Aber auch die insbesondere von Heinz Gerlach initiierte UWG-Anlegerschutz-Strategie mit nachfolgender strafrechtlicher Umsetzung<sup>28</sup> hat, zumindest unter dem Gesichtspunkt der strafrechtlichen Sanktionierung, noch keine durchschlagenden Erfolge erzielt. Dabei ist der Grundgedanke aus unserer Sicht absolut nachvollziehbar, denn wenn ein Gericht feststellt, dass ein Anbieter mit irreführenden und täuschenden Produktdarstellungen (Prospekte und andere Werbeaussa-

<sup>26</sup> Handbuch des Kapitalanlagerechts, Hrsg. Heinz-Dieter Assmann, § 8 Rdnr. 3f. sowie 77f., München, Beck-Verlag 1990.

<sup>27</sup> So auch Raimund Weyand, „Anlegebetrug was tun?“ a. a. O. S. 17.

<sup>28</sup> Heinz Gerlach, Hintergrundinformationen zur UWG-Anlegerschutz-Strategie, CD-Rom – Nr. 00.000.07.

gen) arbeitet, ist aus unserer Sicht auch ein Verstoß gegen die sogenannten Informations-Straftatbestände „Kapitalanlagebetrug“ (§ 264 a StGB) und/oder „Strafbare Werbung“ (§ 4 UWG) gegeben.

Auch für die Verbraucherverbände bilden die Regelungen des § 3 UWG eine wesentliche Möglichkeit, gegen Unternehmen des Grauen Kapitalmarktes mit rechtlichen Mitteln vorzugehen. Wir werden bei der Darstellung unserer konkreten Arbeit in der präventiven Spar- und Anlageberatung in der Verbraucherzentrale Berlin noch einmal darauf zurückkommen.

Eine gesetzliche Regelung wird auch angestrebt für den Vertrieb von Finanzprodukten. Dazu wurde bereits in der vergangenen Legislaturperiode der Entwurf eines „Gesetzes zur Ausübung der Tätigkeit als Finanzdienstleistungsvermittler und als Versicherungsvermittler sowie zur Einrichtung eines Beirates beim Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen“ durch den Bundesrat beim Deutschen Bundestag eingebracht.<sup>29</sup> Die damalige Regierungskoalition hatte den Vorschlag aus unterschiedlichen Gründen abgelehnt. Inzwischen gibt es Überlegungen, wie bereits erwähnt, den Gesetzesentwurf wieder aufzugreifen.

Die Verbraucherverbände hatten seinerzeit die Bundesratsinitiative als einen wichtigen Baustein zum Aufbau größerer Seriosität beim Vertrieb von Finanzdienstleistungen angesehen. Allerdings war für uns von Anfang an klar, dass es sich hier nur um einen ersten Schritt handeln kann. Die Probleme des Grauen Kapitalmarktes werden nicht durch die „Überwachung“ und „Regulierung“ der Vertriebstätigkeit, sondern durch die „Zulassung“ und „Überwachung“ der Produkte gelöst.

Im einzelnen gab es zu dem Gesetzesentwurf eine ganze Reihe von Schwachpunkten, die wir auch angesprochen haben. Wir wenden uns insbesondere gegen die sog. „Anlehnungslösung“. Es ist aus unserer Sicht nach wie vor nicht einsichtig, warum eine Tätigkeit, die darauf abzielt, Möglichkeiten zum Abschluss von Verträgen im Sinne dieses Gesetzes namhaft zu machen oder Kontakte zwischen einem Interessenten und dem Finanzdienstleister herzustellen, von der Regelung ausgenommen wird. Die Begründung, dass eine bloße Namhaftmachung von Abschlussmöglichkeiten und die Anbahnung von Verträgen keine Vermittlung darstellen, weil sie als vorbereitende Handlungen nicht auf eine konkrete Willenserklärung des Interessenten zum Abschluss eines Vertrages abzielen, ist realitätsfremd. Gerade durch die sog. Strukturvertriebe werden persönliche Kontakte für die Vermittlungsfirma bzw. die evtl. bestehenden Vorbehalte gegen die Vermittlungsfirma und deren angebotene Produkte „abgebaut“. Im übrigen wird durch diese Anlehnungslösung die gesetzliche Regelung generell entwertet.

Es ist des weiteren nicht nachvollziehbar, warum in diesem Gesetz noch einmal neue Haftungsgrundsätze formuliert werden, obwohl in Übereinstimmung mit der langjährigen BGH-Rechtsprechung im Wertpapierhandelsgesetz solche enthalten

---

<sup>29</sup> BR-Drucksache 517/97.

sind. Die Aufklärungs- und Beratungspflicht eines Vermittlers kann nicht von vertraglichen Beziehungen anhängig gemacht werden, die ja gerade erst geschaffen werden sollen. Die Rechtsprechung verlangt im übrigen generell, dass ein Vermittler anleger- und anlagegerecht beraten muss und alle sachdienlichen Informationen, einschließlich kritischer Berichte in Branchen-Informationsdiensten oder Fachzeitschriften, dem Anleger mitzuteilen hat.

Ein wirksames Mittel zur Eindämmung des Grauen Kapitalmarktes ist aus unserer Sicht die Steuergesetzgebung. Assmann kommt im Handbuch des Kapitalanlagerechts sogar zu der Feststellung, dass „der graue Kapitalmarkt... sich seit seiner Entstehung Anfang der 60 er Jahre zunehmend mit steuerbegünstigten Kapitalanlageformen gleichsetzen (lässt). Die Anlageentscheidungen, in diesem Marktsegment zu investieren, waren überwiegend durch steuerliche Motive bestimmt. Dass die tatsächlichen steuerlichen Effekte dieser Kapitalanlageform dabei oftmals überbewertet wurden und andere Rendite und Risikobetrachtungen außer acht gelassen wurden, darf nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Anleger in diesem Marktsegment primär die Höhe der Verlustzuweisungen im Auge hatten. Auf Grund des starken Wettbewerbs seitens der Anbieter wurden fortlaufend neue Modelle für steuerbegünstigende Kapitalanlageformen entwickelt und durch eine schnelle Anpassung an Gesetz, Verwaltungspraxis und Rechtsprechung diversifiziert.“<sup>30</sup>

Der § 2 b Einkommenssteuergesetz sollte u. E. nach auch auf Beteiligungsangebote als atypisch stiller Gesellschafter Anwendung finden. Damit würden gleich zwei Effekte erzielt werden. Einmal könnten in der Tat Steuergelder eingespart und einer sinnvollen Verwendung zugeführt und zum anderen eine Werbestrategie der unseriösen Anbieter „gekippt“ werden.

Den Anlegern wird mit den sog. Verlustzuweisungen, einschließlich ihrer Eintragung auf der Lohnsteuerkarte suggeriert, es handle sich hier um seriöse Angebote. In unserer Spar- und Anlageberatung wird durch die Verbraucher immer wieder darauf verwiesen, dass davon ausgegangen wurde, dass die Seriosität der Initiatoren geprüft worden sei, denn sonst könnte es sich ja nicht um eine steuerlich geförderte Anlageform handeln.

Hier kommt noch ein weiterer Punkt hinzu, der dann von keinem Anleger mehr verstanden wird. Erst werben z. B. solche Firmen wie die Euro-Energie-Gruppe mit Steuervorteilen, und diese werden auch auf der Lohnsteuerkarte eingetragen. Allerdings im Insolvenzfall, wie eben bei diesem Unternehmen, droht den Anlegern eine Nachversteuerung. Das zuständige Betriebsstättenfinanzamt hat die anfänglichen Verlustzuweisungen der Euro Kapital wegen fehlender Gewinnerzielungsabsicht Ende 1998 nachträglich aberkannt und dies den Wohnsitzfinanzämtern mitgeteilt. Es beruft sich dabei auf ein Urteil des BFH vom 12.12.1995 (VIII R 59/92), in dem

---

<sup>30</sup> Handbuch des Kapitalanlagerechts, a. a. O., § 3 Rdnr. 105. Als Geburtsjahr wird hier im übrigen das Jahr 1962 mit der ersten Abschreibungsgesellschaft, dem Berliner Europacenter, benannt.

es heißt: „Bei Verlustzuweisungsgesellschaften ist zu vermuten, dass sie bei ihrer Gründung keine Gewinnerzielungsabsicht haben, sondern lediglich eine spätere Gewinnerzielung in Kauf nehmen.“ Das Gegenteil habe die Euro-Kapital nicht nachgewiesen, so das Finanzamt. Dass diese steuerlichen Verlustzuweisungen unter dem Vorbehalt der Nachprüfung durch das Finanzamt standen, war natürlich keinem der betroffenen Anleger bekannt. Spätestens mit dem Insolvenzfall war natürlich klar, dass es keinen Totalgewinn geben kann. Der Anleger hat also sein angelegtes Kapital verloren und soll auch noch erhaltene Steuervergünstigungen zurückzahlen. Er wird also doppelt bestraft.

## *2. Aktuelle Strategien der Verbraucherzentralen und des Verbraucherschutzvereins*

Die Verbraucherzentrale Berlin beschäftigt sich, wie bereits einleitend erwähnt, seit 1990 im Rahmen ihrer „Spar- und Anlageberatung“ intensiv mit den Angeboten des Grauen Kapitalmarktes. Dabei bieten wir sowohl eine persönliche sowie über eine bundesweite Servicenummer (0190) eine telefonische Beratung an. Zusätzlich erhalten wir schriftliche Anfragen aus dem gesamten Bundesgebiet und zunehmend aus dem Ausland. In unregelmäßigen Abständen veröffentlichen wir seitdem auch Listen unseriöser Geldanlageangebote. Im Jahr 1996 haben wir unseren Service dahingehend erweitert, dass wir jetzt „Informationen zum Grauen Kapitalmarkt mit Liste der unseriösen Geldanlage- und Beteiligungsangebote“ veröffentlichen. Gegenwärtig sind wir dabei, die Informationen grundlegend zu überarbeiten.

Die Zahl der Anfragen zum Grauen Kapitalmarkt hat sich im Laufe der letzten Jahre zwar etwas verringert, spielt aber nach wie vor eine erhebliche Rolle. Der Rückgang der Anfragen zeigt sich insbesondere in der persönlichen Beratung. Hier stehen seit ca. zwei Jahren eindeutig die Fragen einer sinnvollen Altersvorsorge im Mittelpunkt. Im Zeitraum von 1990 bis etwa 1996 gab es jährlich mindestens 10.000 Anfragen. In den letzten Jahren hat sich die Zahl auf etwa 6.000 verringert. Bei diesen Zahlenangaben handelt es sich allerdings um sehr vorsichtige Schätzungen. Eine exakte Zählung erfolgt durch uns nicht, aber die Zahlen lassen doch eine erhebliche Dimension erkennen.

Unsere Hauptaufgabe sehen wir in diesem Zusammenhang eindeutig in der Prävention. Dazu haben wir auch im Rahmen der Arbeitsgemeinschaft der Verbraucherverbände auch wieder ganz aktuell in der Stellungnahme zum Bericht der Bundesregierung zum Grauen Kapitalmarkt vom 17.09.1999 unsere Vorstellungen unterbreitet.

Für den präventiven Ansatz bieten sich mehrer Maßnahmen an:

- Verstärkte Anlegeraufklärung und Stärkung der Anlegerkompetenz durch unabhängige Beratung. Als besonders wichtig sehen wir in diesem Zusammenhang

die Aufklärung junger, unerfahrener Verbraucher an. Es wäre von großem Nutzen, wenn Jugendliche bereits im Rahmen der Schulbildung über den grundlegenden Umgang mit Geld und die Zusammenhänge bei Geldanlagen unterrichtet würden. Dazu müssten jedoch die Lehrpläne der einzelnen Bundesländer geändert werden. Die Bundesregierung sollte ihr Möglichstes tun, um auf die Länder einzuwirken, die für Fragen der Schulbildung zuständig sind.

- Aufbau einer gezielten Sammlung von Firmendaten und Auffälligkeiten (Zulassungen, Firmenzusammenbrüche, Schieflagen, aufgefallene Personen, Unregelmäßigkeiten jedweder Art) in öffentlich zugänglicher Form als zentrale Datenbank (auch das Internet sollte genutzt werden). Hiergegen wird gerne eingewandt, dass derartige Aufzählungen niemals vollständig sein können und für nachfragende Verbraucher die Gefahr in sich bergen, dass nicht aufgeführte Anbieter als seriös und sicher bewertet werden. Dann allerdings dürfte gar nicht mehr vor aktuell unseriös agierenden Anbietern und nachteiligen Angeboten gewarnt werden. Konkret werden bedeutet allerdings auch, sich möglicherweise Klagen mit einem hohen Streitwert auszusetzen. Das es sich hier nicht nur um eine Behauptung handelt, zeigt der Abschnitt „Chronologie zu den gerichtlichen Verfahren“ in unseren Informationen über den Grauen Kapitalmarkt mit aktueller Liste der unseriösen Geldanlage- und Beteiligungsangebote.
- genau definierte Aufklärungs-, Informations- und Beratungspflichten für Vermittler mit Sanktions- und Haftungsregelungen im Fall der Nichtbeachtung und der Vorhaltung einer ausreichenden Versicherung<sup>31</sup>.

In diesem Kontext einer breiten Aufklärung der Bevölkerung haben auch die Verbraucherzentralen ihren festen Platz.

Allerdings sind wir als Verbraucherzentrale von einer präventiven Geldanlageberatung zu Angeboten des Grauen Kapitalmarktes doch noch ein ganzes Stück entfernt. Wir müssen immer wieder feststellen, dass nach wie vor ca. 2/3 aller Anfragen erst dann bei uns eingehen, wenn Anleger über die Medien erfahren, dass bezüglich „ihrer Anlagefirma“ kritisch berichtet wird. Das haben wir gerade in den letzten drei Monaten wieder ganz konkret erfahren, als wir im Zusammenwirken mit der Stiftung Warentest, Redaktion FINANZtest, eine telefonische Sonderberatung angeboten hatten. Die Redaktion FINANZtest hatte ein FINANZtest Spezial Geldanlage „Grauer Kapitalmarkt“ veröffentlicht, in dem auch vor insgesamt 250 Firmen gewarnt wurde.

Ein weiterer Teil der Betroffenen erhält Tipps von Freunden und Verwandten, z. T. auch von Banken, Versicherungen oder Finanzberatern, wegen des konkreten Angebotes bei der Verbraucherzentrale nachzufragen.

---

<sup>31</sup> Stellungnahme der Arbeitsgemeinschaft der Verbraucherverbände zum Bericht der Bundesregierung zum „Grauen Kapitalmarkt“ (BT-Drucksache 14/1633 vom 17.09.1999), S. 6.

Ein relativ geringer Teil der Anleger meldet sich bei uns, wenn die versprochene Rendite ausfällt oder sonst keine Rückzahlung erfolgt. Offensichtlich findet sich ein erheblicher Teil der Geschädigten mit dem Verlust ab und/oder es gibt eine erhebliche Hemmschwelle, zuzugeben, dass ein Betrüger, ein unseriöser Anbieter zum Zuge kommen konnte. Sicherlich spielen zusätzlich in dem einen oder anderen Fall auch sogenannte „Schwarzgelder“ eine Rolle, aber zumindest bei den Beteiligungsangeboten dürfte dieses eher nicht zutreffen.

Erfreulicherweise steigt aber generell, wenn auch langsam, die Zahl der Anfragen vor einem Vertragsabschluß, ob es sich hier um einen seriösen Anbieter und/oder eine sinnvolle Anlageform handelt. Trotzdem betrifft das – nach unseren sehr vorsichtigen Schätzungen maximal  $\frac{1}{3}$  aller Anfragen. Die Standardfrage ist, ob die Firma, die mit dem Verbraucher Kontakt aufgenommen hat, seriös ist. Dabei zeigt sich, dass es für viele Verbraucher schwer ist, zu unterscheiden zwischen einem Vertriebsunternehmen und dem tatsächlichen Endanbieter.

Wenn wir vor einem Angebot/Anbieter eindringlich warnen, wird sehr oft sofort die Frage nachgeschoben, ob sich bei uns bereits Geschädigte gemeldet hätten. Wenn wir dieses bejahen können, wird das Angebot sofort „ad acta“ gelegt, ansonsten ist manchmal doch eine längere Diskussion notwendig, um unsere Auffassung zu vermitteln. Es ist aber schon eindeutig so, dass fast alle Verbraucher unsere Hinweise beachten und von einem entsprechenden Vertragsabschluß Abstand nehmen. Das ergibt sich auch aus einer Vielzahl von Rückmeldungen. Noch nach Jahren melden sich Verbraucher mit anderen Anfragen unter Verweis darauf bei uns, dass ihnen bereits einmal geholfen worden sei.

Wir warnen generell bei allen Angeboten des Grauen Kapitalmarktes und raten immer zur äußersten Vorsicht. Bei einer ganzen Reihe von Firmen, insbesondere bei Beteiligungsgesellschaften, heißt es ganz eindeutig und eindringlich: „Finger weg!“ Differenziert beraten wir zu Beteiligungen als Steuersparmodell, insbesondere bei Beteiligungen an geschlossenen Immobilienfonds, Leasing- oder Medienfonds. Hier warnen wir insbesondere eindringlich, wenn der Erwerb mit einer Fremdfinanzierung gekoppelt ist. Zu diesen Angeboten halten wir auch ein entsprechendes Merkblatt vorrätig. Keine Angaben können wir in diesem Zusammenhang zu konkreten Firmen machen, da wir hier weder eine Prospektprüfung durchführen noch über aktuelle Leistungsbilanzen verfügen. Insoweit verweisen wir auf die Branchen-Informationsdienste.

Natürlich erleben wir auch, wie bereits angedeutet, in unseren Beratungen enttäuschte oder auch skeptische Reaktionen, wenn vor einer bestimmten Firma gewarnt wird. Selbst Verbraucher, die bei uns anfragen, also „einen Schritt weiter sind“ als viele andere, müssen manchmal mühsam überzeugt werden, bei einem bestimmten Angebot eher nicht zu investieren. Manchmal kommen auch bössartige Äußerungen, so als wir z. B. seinerzeit vor dem Angebot des European Kings Club warnten. Eine Reaktion in der Telefonberatung lautete: „Reden Sie nicht so einen

Quatsch. Geben Sie mir die Adresse der Firma oder eines Mitarbeiters, damit ich dort mein Geld anlegen kann.“ In solchen Fällen bleibt dann nur noch, sich höflich zu verabschieden.

Problematisch ist die Beratung bei Verbrauchern, die bereits seit längerem laufende Verträge haben. Denn natürlich wissen wir um die sehr eingeschränkten Möglichkeiten, solch ein Vertragsverhältnis vorzeitig zu beenden. Diese Verbraucher verweisen wir auf rechtliche Möglichkeiten (einschlägige Urteile zum Widerrufsrecht nach dem Haustürwiderrufsgesetz, zur Prospekthaftung, zur Verletzung vorvertraglicher Aufklärungspflichten). Beim Vorliegen einer Rechtsschutzversicherung raten wir auch dazu, mit Hilfe eines Anwaltes den Klageweg zu prüfen. In ausgewählten Einzelfällen werden wir auch von uns aus tätig. Allerdings darf die Verbraucherzentrale sich nur außergerichtlich vermittelnd einschalten. Gerade auf dem Gebiet des Grauen Kapitalmarktes ist die Erfolgsquote einer außergerichtlichen Vermittlung aber relativ gering.

Neben der persönlichen Beratung spielt die sehr intensive Zusammenarbeit mit den Medien eine bedeutsame Rolle. Regelmäßig warnen wir aktuell vor unseriösen Anbietern und Angeboten, klären zu sinnvollen und sicheren Geldanlagen auf und beziehen dabei auch Stellung zu Fragen der Wirtschafts- und Währungsunion sowie zu verbraucherpolitischen Fragen, die hier einschlägig sind. Dazu gehört z. B. unsere Forderung nach einer sinnvollen staatlichen Kontrolle aller Geldanlageangebote im oben beschriebenen Sinne.

Einen weiteren Schwerpunkt bildet seit einigen Jahren die Überprüfung unzulässiger Vertragsbedingungen sowie die Bekämpfung unzulässiger Werbung in enger Zusammenarbeit mit dem Verbraucherschutzverein. Ein Großteil der unseriösen Anbieter des Grauen Kapitalmarktes konnte u. a. wegen irreführender Werbung (insbesondere wegen unrealistischer Renditeversprechen) nach dem Wettbewerbsrecht abgemahnt werden.

Im wettbewerbsrechtlichen Unterlassungsverfahren konzentrieren wir uns dabei insbesondere auf folgende Schwerpunkte<sup>32</sup>:

- Telefonwerbung als unlautere Werbung nach § 1 UWG i. S. der Irreführung, der Ausübung physischen und psychischen Zwanges, der Belästigung durch Anreizen, der Verlockung mit besonderen Vorteilen
- Irreführende Werbung nach § 1 UWG i. S. der Täuschung Unerfahrener, der Ausbeutung fremden Rufs (z. B. Werbung mit dem Logo einer Bank) oder der Verwendungs von Gutachten

---

<sup>32</sup> Zitiert nach einem Material des Verbraucherschutzvereins zu Kriterien für UWG Verfahren im Grauen Kapitalmarkt, erarbeitet von Eckbert Groote vom 13.04.1994.



- Irreführende Prospektwerbung i. S. des § 3 UWG
  - z. B. unzutreffende Renditeangaben, unwahre Aussagen über die Mittelverwendung
  - falsche bzw. unvollständige Darstellung der Rechtslage, etwa in bezug auf einschlägige wirtschafts-/steuerrechtliche Vorschriften
  - Irreführung durch Verschweigen von Risiken der betreffenden Geldanlage
  - Werbung mit Finanzierungsmöglichkeiten
  - Werbung mit geringen monatlichen Belastungen, mit Liquiditätsüberschuss und geringem Gesamtaufwand
  - Werbung mit Mietgarantien und Festpreisen
  - Werbung mit Wirtschaftsprüferbestätigungen und Abbildungen

Grundlage für die wettbewerbsrechtliche Relevanz der fehlenden bzw. ungenügenden Aufklärung für die Entscheidungen der Verbraucher zu den konkreten Angeboten sind neben der Kommentierung zum § 264 a StGB insbesondere die Aussagen in der Entscheidung des OLG Düsseldorf. So heißt es z. B. in dieser Entscheidung, dass „... bei der Vermittlung solcher Geschäfte grundsätzlich über die wesentlichen Grundlagen des Geschäfts, die wirtschaftlichen Zusammenhänge und vor allem über die ... innewohnenden Risiken sowie deren Verhältnis zu den tatsächlichen Gewinnaussichten, namentlich unter Berücksichtigung der dem Gewinn schmälernden Provision umfassend aufgeklärt werden (muss). ... An die Aufklärung sind hohe Anforderungen zu stellen. ... Diese Information ... muss zutreffend, vollständig, gedanklich geordnet und auch von der Gestaltung her geeignet sein, einem unbefangenen ... Leser einen realistischen Eindruck von den Eigenschaften und Risiken solcher Geschäfte zu vermitteln“<sup>33</sup>.

- Irreführende Vertreterwerbung durch Erschleichen eines Vertreterbesuches unter Verschweigen der tatsächlichen gewerblichen Absicht und/oder Verstöße gegen das Haustürwiderrufgesetz<sup>34</sup>
- Irreführende Nebenverdienstangebote, z. B. Verschweigen der Vorkassenpflicht oder bei unzulässigen Schneeballsystemen

Aus den entsprechenden Wettbewerbsverfahren soll hier nur auf einige Fallgruppen verwiesen werden:

- Renditewerbung: Das Landgericht Berlin hat mit Urteil vom 18.09 1997 (16 O 174/97) die Ango-Käufer-Service GmbH & Co. KG und Ango-Marketing

<sup>33</sup> OLG Düsseldorf, NJW-RR 93, 1520 ff., s. a. Handbuch des Kapitalanlagerechts a. a. O., § 4 Rdnr. 20 ff.

<sup>34</sup> Aus juristischer Sicht sei der Vollständigkeit halber allerdings angemerkt, dass hier die Spezialvorschriften des § 5 Abs. 2 HTWG vorgehen.



GmbH & Co. KG, beide vertreten durch die Ango Holding GmbH, zur Unterlassung irreführender Angaben bei der Werbung für Kapitalanlagen verurteilt. Die Firmen warben mit dem Versprechen einer 8%igen feststehenden einheitlichen Verzinsung sowie mit einer Bonuszahlung. Das LG Berlin bejahte den Anspruch des Verbraucherschutzvereins auf Unterlassung der Werbeaussagen. Die angesprochenen Verbraucher, die sich für eine Kapitalanlage interessieren, erwarten, dass die angekündigten Zinsversprechen werthaltig sind. Das bedeutet, dass eine hinreichende Kapitalausstattung des Unternehmens vorausgesetzt wird, um in ausreichendem Maße Gewinne zu erzielen, aus denen die Zinsen an die Anleger ausbezahlt werden können. Wäre dies nicht der Fall, bliebe dem Unternehmen lediglich die Möglichkeit, die fest versprochenen Zinssätze aus den Einlagen anderer Anleger zu bezahlen. Nach Auffassung des LG Berlin obliegt dabei den Beklagten die Darlegungs- und Beweislast für die Werthaltigkeit der Kapitaldecke. Im Hinblick auf den Prognosecharakter der zukünftigen Zinsentwicklung findet ausnahmsweise eine Umkehr der Beweislast statt. Die Werbung mit zukünftigen Zinsentwicklungen ist vergleichbar mit der Werbung mit fachlich umstrittenen wissenschaftlichen Aussagen, die ohne Erwähnung widersprechender Meinungen den Eindruck einer gesicherten Erkenntnis erwecken. Mit einer solchen Aussage übernimmt der Werbende die Verantwortung für die Richtigkeit der Aussagen und muss sie deshalb im Streitfall auch beweisen. Genauso zu behandeln sind Werbetreibende, die mit Gewinnaussichten werben, die über die Erwartungen bei vergleichbaren konventionellen Anlageformen hinausgehen. Werbetreibende sind daher gehalten, die Kalkulationen, die ihren Gewinnversprechungen zugrunde liegen, offenzulegen und so im einzelnen darzutun, dass sie nicht haltlos sind, sondern auf fundierten Erwartungen beruhen.<sup>35</sup>

- Fehlende Risikohinweise: Wettbewerbswidrig, weil irreführend hinsichtlich der Anlagerisiken waren z. B. die Vertriebsmethoden der Firmen KOH-I-NOOR, ikis Gesellschaft für innovative Kommunikations- und Informationssystem mbH und Unabhängiges Finanzbüro GmbH.

So stellte die Firma KOH-I-NOOR in ihrer Werbung in unzulässiger Weise den Erwerb von Anlagediamanten als krisensichere Anlage mit dem Vorteil der nachweislichen Rentabilität dar. Diese Werbeaussagen sind irreführend, da in diesem Bereich mit gesicherten Wertzuwächsen nicht gerechnet werden kann. Es existiert kein privater Markt für den Verkauf von Diamanten.

In die gleiche Richtung ging auch die Werbung der Firma Unabhängiges Finanzbüro GmbH für eine Kapitalanlage, bei der durch den Handel mit „Bankgarantien“ eine Rendite von 24 % angegeben wurde.

---

<sup>35</sup> Diese gerade für die Wertung von Angeboten des Grauen Kapitalmarktes wichtige Auffassung zur Beweislastumkehr ist erstmals fundiert dargelegt worden im Urteil des Kammergerichtes vom 24.05.1996 (5 U 1746/96). Sie bildet in einer Vielzahl von Wettbewerbsverfahren wegen unrealistischer Renditeversprechen die Grundlage.

Irreführend i. S. des § 3 UWG war auch die Werbung der Firma ikis in ihren Infobriefen, in denen für ihre Fondsstrategie mit einem Gewinn von über 78 % geworben wurde. Auch hier fehlten jegliche Hinweise zu den speziellen Risiken der Fonds, so dass ein nicht unerheblicher Teil der Umworbenen fälschlich annehmen konnte, dass mit der Fonds-Strategie jedenfalls annäherungsweise diese Gewinne als sichere Möglichkeit erreicht werden konnten.

- Telefonischer Erstkontakt: Durch Urteil des LG Düsseldorf vom 26.03.1997 (12 O 446/96) sind der WVG Wohn- und Gewerbeimmobilien Conception GmbH geschäftliche Telefonanrufe ohne Einverständnis des Angerufenen untersagt worden. Der Entscheidung liegt ein Anruf am Arbeitsplatz des Umworbenen zugrunde. Nach Auffassung des LG Düsseldorf entfällt die Wettbewerbswidrigkeit nicht dadurch, dass der Umworbene an seinem Arbeitsplatz angerufen worden sei. Auch in solch einem Telefonat liegt eine unzumutbare Belästigung und ein Eingriff in die Individualsphäre des Angerufenen, weil er bei der Erbringung seiner Arbeitsleistung kein Interesse daran hat, durch unerwünschte Anrufe gestört zu werden. Hinzukommt, dass auch unerbetene geschäftliche Anrufe bei Gewerbetreibenden in deren Gewerberäumen unzulässig sind, soweit der Anruf nicht mit der Gewerbetätigkeit in unmittelbarem Zusammenhang steht und subjektiv ein mutmaßliches Einverständnis nicht vorausgesetzt werden kann.
- Informationsdienste: Die beanstandete Werbung dieser Anbieter richtet sich an Geldanleger, die auf Grund ihrer Vermögensinteressen als Abonnenten von Druckschriften oder als Erwerber von Computerprogrammen gewonnen werden sollen. So wirbt z. B. die Firma Thomas Müller Börsenverlag für ein Abonnement der „Zins-Signale“ mit der Behauptung, dass ein Computerprogramm zur Verfügung stehe, mit dem Zinsentwicklungen ausgerechnet und auf dessen Basis beträchtliche Gewinne erzielt werden können. Nach der erstinstanzlichen Untersagung dieser Werbeaussagen durch das LG Traunstein (6 O 2080/96) hatte die Firma in der Berufungsinstanz in der mündlichen Verhandlung vom 17.04.1997 vor dem OLG München (6 U 5812/96) eine entsprechende strafbewehrte Unterlassungserklärung abgegeben.

In der Folgezeit hatte die Firma dann der Werbebroschüre einen „kleinen Beipackzettel“ beigelegt, mit dem die plakative Werbeaussage relativiert werden sollte. Es wurde nun erklärt, dass es „ein System, das immer vollkommen richtig Börsentrends vorhersagt, nicht gibt und auch niemals geben wird“. Allerdings erfolgte diese Aussage an so versteckter Stelle, dass die Behauptung über die Zuverlässigkeit der Computerzinsprognosen nicht entscheidend abgemildert wird. Deswegen wurde die Firma erneut zur Unterlassung und zur Zahlung der Vertragsstrafe verurteilt.

## Schlussbemerkung

Im Moment bleibt als eine Art Resümee aus unseren Erfahrungen aus der Spar- und Anlageberatung, dass es in Deutschland in Bezug auf den Kapitalmarkt und die Marktordnung eine etwas merkwürdig geteilte Situation gibt. Auf der einen Seite verfügen wir über ausgefeilte Regelungen, d. h. ein exzellentes Kapitalmarktrecht, bei dem in der Tat auch auf dem einen oder anderen Gebiet eine Liberalisierung und Deregulierung angezeigt ist, und auf der anderen Seite über eigentlich gar nichts, d. h. nur über einen Wildwuchs, der absolut nichts mit Liberalität und Deregulierung zu tun hat.

Die zukünftige Entwicklung hin zu einem einheitlichen europäischen Markt erfordert aber auch auf dem Gebiet der Finanzdienstleistungen weitere Regelungen zum Schutz der Verbraucher vor unseriösen Geldanlagen und betrügerischen Initiatoren. Hier reichen die bisherigen Mechanismen nicht aus, und es ist nicht damit getan, zu sagen, der Markt wird es schon regeln. Selbstverständlich ist auch uns klar, dass in einer freien Marktwirtschaft die Kontrolle von Unternehmen nur in unbedingt notwendigem Umfang erfolgen sollte. Wir wollen auch nicht leugnen, dass manch ein Verbraucher etwas „blauäugig“ auf solch ein Angebot reagiert. Aber die Verfolgung von Kapitalanlagebetrug ist immer noch Aufgabe des Staates, und es gehört auch zu den grundlegenden Pflichten eines Staates, Rahmenbedingungen für einen sinnvollen und sicheren Kapitalmarkt zu schaffen.



# Problematik grenzüberschreitender Wertpapieraufsicht

Von *Ekkehard Kurth*, Wiesbaden

## A. Grundsätzliches zur grenzüberschreitenden Wertpapieraufsicht

Globalisierung, Innovation, internationaler Wettbewerb, Vereinheitlichung des europäischen Kapitalmarktrechts und elektronische Vernetzung sind Schlagworte der Gegenwart und charakterisieren nachhaltig die Entwicklung der Weltwirtschaft. Dies gilt auch und besonders für die Verflechtung der internationalen Kapitalmärkte und der Börsen. Hinter den genannten Begriffen stehen aber auch die großen unternehmerischen und politischen Herausforderungen unserer Zeit, die es zu meistern gilt.

Die von der Börsenaufsicht des Landes Hessen beaufsichtigten Börsen in Frankfurt a. M., die Frankfurter Wertpapierbörse – FWB –, die European Exchange – EUREX –, und ihre Trägerin, die Deutsche Börse AG – haben diese Herausforderungen in den letzten Jahren mit Bravour gemeistert. Anfang Juli geht mit der EEX, European Energie Exchange, eine weitere zumindest europäisch orientierte Börse ans Netz.

Zudem sind Börsenkooperationen permanent im Gespräch. Die EUREX als deutsch-schweizerische Börsenkooperation ist ein Beispiel für derartig vielversprechende Wege, um den dargestellten Herausforderungen der Gegenwart zu begegnen. Jedoch stellen diese Kooperationen in einem rechtlichen Umfeld, das von einem vielfach novellierten, aber doch über hundertjährigen Börsengesetz geprägt ist, keine einfachen, aber andererseits auch keine unlösbaren Anforderungen an die Börsen und deren Aufsichtsbehörden. Sie erweitern die aufsichtsrechtlichen Schwierigkeiten in der Regel erheblich, da sie mit großer Deutlichkeit auf die bisher vorwiegend national bestimmte Aufsichtslandschaft verweisen und Defizite in der grenzüberschreitenden Aufsicht klarstellen. Zugleich haben diese Kooperationen einerseits und der damit andererseits verbundene Anschluss außerhalb Deutschlands ansässiger Wertpapierhandelsunternehmen dazu geführt, sich unter der Geltung heutigen Rechts mit diesen Anforderungen der Zukunft zu beschäftigen, um daraus sodann allgemeine Grundsätze, Forderungen und Lösungsvorstellungen zu entwickeln.

Aus der Börsenaufsicht folgen allgemeine Erkenntnisse zur Wertpapieraufsicht, da Wertpapiere in aller Regel auf den regulierten Märkten, d. h. in Deutschland den Börsen gehandelt werden.

## **B. Sicherung der Aufsicht bei Kooperationen über organisatorische Maßnahmen**

Die interessanteste und die Möglichkeiten des nationalen Rechts auslotende Kooperation ist die gemeinsame Handelsplattform Eurex.<sup>1</sup> Die Eurex Deutschland erfüllt als Nachfolgerin der Deutschen Terminbörse die Anforderungen eines regulierten Marktes im Sinne des Art. 15 der europäischen Wertpapierdienstleistungsrichtlinie. Es war wichtig, diese Kooperation so zu gestalten, dass keine Aufsichtsdefizite entstehen können und dennoch die Funktionsfähigkeit der Kooperation nicht beeinträchtigt wird. Diese Kooperation ist exemplarisch für die Frage der Sicherung der Aufsicht durch organisatorische Maßnahmen.

Organisationsrechtlich handelt es sich bei der Eurex um zwei Börsen, die dieselbe – elektronische – Handelsplattform und dasselbe Clearinghaus nutzen. Auf der deutschen Seite steht die Eurex Deutschland mit ihrer Trägerin der Eurex Frankfurt AG. Auf der Schweizer Seite steht die nach Schweizer Recht errichtete Eurex Zürich AG als Nachfolgerin der Soffex.

Diese Konstruktion stellt das eigentliche Kernstück der Kooperation dar. Beide Börsen bleiben damit – trotz einer gemeinsamen Handelsplattform – juristisch betrachtet selbstständig. Sie haben die in den jeweiligen Gesetzen – dem deutschen Börsengesetz und dem Schweizer Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel – BEHG – vorgesehenen Organe errichtet und unterstehen den jeweiligen nationalen Aufsichtsbehörden.

Durch die gewählte Konstruktion, nach der jedes handelnde Unternehmen und jedes gehandelte Produkt zumindest auch an der Eurex Zürich zugelassen sein muss, ist jedes auf der gemeinsamen Handelsplattform abgeschlossene Geschäft immer auch ein an der Eurex Deutschland abgeschlossenes Geschäft und unterliegt damit der uneingeschränkten Kontrolle der Handelsüberwachungsstelle der Eurex Deutschland, der Hessischen Börsenaufsichtsbehörde und ggf. der Kontrolle des Sanktionsausschusses der Eurex Deutschland. Die Einrichtung einer gemeinsamen Handelsüberwachungsstelle scheiterte leider. Trotzdem kann von hiesiger Seite eine ausreichende Aufsicht gewährleistet werden. Welche Aufsichtsprobleme mit in der Schweiz wohnenden Teilnehmern trotzdem im Aufsichtsbereich bestehen, wird später im Bereich der generellen Kritik des Aufsichtssektors dargestellt.

Damit, d. h. mit der grundsätzlichen Inlandsanbindung, stehen der Hessischen Börsenaufsichtsbehörde und der Handelsüberwachungsstelle der Eurex Deutschland zunächst grundsätzlich alle im Börsengesetz vorgesehenen Ermittlungsbefug-

---

<sup>1</sup> Die hessische Börsenaufsichtsbehörde hat am 26. Mai 1998 die Überleitung der Trägerschaft für die Deutsche Terminbörse von der Deutsche Börse AG auf die Eurex Frankfurt GmbH und am 02. Dezember 1998 auf die Eurex Frankfurt AG genehmigt. Damit wurde der Trägerwechsel vollzogen. Im September 1998 genehmigte die Börsenaufsichtsbehörde die Änderungen der Börsenordnung mit der der Weg frei gemacht wurde für die Errichtung der Eurex.

nisse – z. B. betreffend Auskunftsrechte, die Vorlage von Unterlagen etc. – auch gegenüber einem in der Schweiz ansässigen Handelsteilnehmer zu. An dieser Stelle wird der in der Schweiz ansässige Handelsteilnehmer der Eurex nicht anders behandelt als z. B. ein in London, Paris oder New York ansässiger Teilnehmer, der an der Eurex Deutschland zugelassen ist und über seinen Bildschirm von London, Paris, New York aus an der Eurex Deutschland handelt. Aber dieses kann nur ein provisorischer Weg sein. Die eigentlichen Probleme grenzüberschreitender Aufsicht werden umgangen. Kernpunkt der Problematik ist, auf welche Weise die Börsenaufsichtsbehörde und die anderen Aufsichtsorgane – z. B. Handelsüberwachungsstelle, Geschäftsführung – eine effiziente Aufsicht bei Handelsteilnehmern mit Sitz im Ausland sicherstellen können. Bei dieser Fragestellung handelt es sich damit nicht um ein Problem, das spezifisch mit den Kooperationen zusammenhängt, sondern immer dann auftritt, wenn Börsen Handelsteilnehmer mit Sitz im Ausland anbinden. Zuzugeben ist jedoch, dass durch entsprechende Kooperationen die damit verbundenen Fragestellungen immer mehr an Bedeutung gewinnen, da allein bereits quantitativ die damit verbundenen Probleme sich erhöhen. Bei Handelsteilnehmern mit Sitz im Ausland ist die Umsetzung bzw. Durchsetzung von hoheitlichen Maßnahmen aufgrund des völkerrechtlichen Territorialitätsgrundsatzes problematisch. Börsenaufsichtsbehörde, Handelsüberwachungsstelle, Geschäftsführung und Sanktionsausschuss handeln grundsätzlich hoheitlich und sind Träger öffentlicher Gewalt. Die Macht eines Staates ist grundsätzlich auf das eigene Territorium beschränkt.<sup>2</sup> Für die Umsetzung eines Hoheitsaktes außerhalb des eigenen Territoriums bedarf es regelmäßig eines besonderen Anerkennungsaktes oder der Gewährung von Amts- bzw. Vollstreckungshilfe durch den ausländischen Staat. Für die Bereiche Zustellung, Auskunft-, Beweisersuchen und Vollstreckung bestehen mit den verschiedenen Staaten unterschiedlichste Abkommen. Teilweise erfassen sie – wie z. B. das Abkommen mit Österreich über die Amtshilfe in Verwaltungssachen – alle angesprochenen Bereiche. Von dieser Problematik ist bereits die Zustellung von Hoheitsakten – z. B. eines Verwaltungsaktes, mit dem der Handelsteilnehmer von der Börsenaufsichtsbehörde oder der Handelsüberwachungsstelle zur Auskunft oder Vorlage von Unterlagen aufgefordert wird, betroffen. Selbstverständlich besteht diese Problematik erst recht bei der Vollstreckung von Verwaltungsakten, wie z. B. die Beitreibung eines vom Sanktionsausschuss verhängten Ordnungsgeldes bei einem Handelsteilnehmer mit Sitz im Ausland. Ganz besonders zeigt sich dies aber an den Betretungsrechten, die der Börsenaufsichtsbehörde und der Handelsüberwachungsstelle bezüglich der Geschäftsräume der Handelsteilnehmer zustehen.

Der Börsenaufsichtsbehörde und der Handelsüberwachungsstelle ist es nicht möglich, unter Berufung auf ihre hoheitlichen Befugnisse in einem anderen Land die Geschäftsräume eines Handelsteilnehmers zu betreten. Damit ist grundsätzlich

<sup>2</sup> Das genannte völkerrechtliche Territorialitätsprinzip gebietet, dass hoheitliche Maßnahmen eines inländischen Trägers öffentlicher Gewalt nicht unmittelbar im Ausland Wirkung entfalten.

eine Ungleichbehandlung zwischen den Handelsteilnehmern mit Sitz im Inland und den Handelsteilnehmern mit Sitz im Ausland vorprogrammiert. Werden solche Maßnahmen erforderlich, muss die Börsenaufsichtsbehörde und die Handelsüberwachungsstelle auf die Möglichkeiten der Amtshilfe durch ausländische Behörden zurückgreifen.

Zwei wichtige Ansatzpunkte lassen sich jedoch in der Börsenordnung für die Eux-Börsen finden, die zu einer erheblichen Entschärfung der dargestellten Problematik beitragen.

Zum einen ist jeder Handelsteilnehmer mit Sitz im Ausland verpflichtet, einen Zustellungsbevollmächtigten in Deutschland zu benennen.<sup>3</sup> Damit können Verwaltungsakte – z. B. die genannten Auskunftersuche der Handelsüberwachungsstelle und der Börsenaufsichtsbehörde – auch ohne die Einschaltung einer ausländischen Aufsichtsbehörde zugestellt werden und entfalten damit gegenüber dem Handelsteilnehmer hinsichtlich etwaiger Fristen oder angedrohter Verwaltungsvollstreckungsmaßnahmen etc. ihre Wirksamkeit.

Zum anderen besteht die Möglichkeit, dass sich die Geschäftsführungen der Eux-Börsen zur Erfüllung ihrer Aufgaben auf privatrechtlichem Wege der Träger der Börsen bedienen.<sup>4</sup> Diese Träger können von den Handelsteilnehmern – privatrechtlich, nicht hoheitlich – jederzeit Auskünfte und Nachweise verlangen, soweit diese zur Erledigung der Überwachungstätigkeit sachdienlich sind. Bei einem Handelsteilnehmer mit – aus Sicht der jeweils handelnden Börse – ausländischem Sitz, erfolgt eine Beauftragung des jeweils vor Ort ansässigen Börsenträgers. Damit kann eine effiziente – privatrechtliche – Durchführung von Überprüfungen vorgenommen werden. Die organisatorische Regelung dieses Sachverhalts erfolgt mit der Einsetzung einer sog. „Audit-Group“, die im Auftrag der Börsen und des Trägers, mit Genehmigung der Börsenaufsichtsbehörde, entsprechende Untersuchungen durchführt.<sup>5</sup>

Zusammenfassend ist zu dem Eux-Modell anzumerken, dass es sich bei dieser deutsch-schweizer Kooperation um ein sehr tragfähiges und aufeinander abgestimmtes Modell handelt. Dieses Modell – gemeinsame Handelsplattform bei getrennten Börseneinrichtungen – ist jedoch nach meiner Einschätzung nur mit größeren Kompromissen geeignet, weitere Börsen einzubinden.

Eine vom Ansatz her andere organisationsrechtliche Konstruktion liegt der Kooperation der London Stock Exchange mit der Frankfurter Wertpapierbörse zugrunde.

Diese Kooperation ist in ihren ersten Phasen durch die Zielsetzung eines erleichterten Zugangs zu der jeweils anderen Börse und durch die Harmonisierung der Handels- und Abwicklungsbedingungen geprägt.

---

<sup>3</sup> Ziff. 3.9. EUREX-Börsenordnung.

<sup>4</sup> Ziff. 3.8.1. EUREX-Börsenordnung.

<sup>5</sup> Börsenrat der Eux Deutschland am 28.02.2000.



Im Gegensatz zur Eurex ist somit – zumindest in den ersten Schritten – keine einheitliche Handelsplattform mit einer einheitlichen Clearingorganisation vorgesehen. Beide Börsen bleiben selbständig und betreiben getrennte Handelsplattformen.

Hinsichtlich der in einem dritten Schritt geplanten gemeinsamen Börseneinrichtung für den Handel der Blue Chips, ist die Errichtung einer neuen Börse geplant. Diese Börse wird organisatorisch in ein bestimmtes nationales Recht eingebunden sein.

Zu den aufsichtsrechtlichen Aspekten ist festzustellen, dass die Hessische Börsenaufsichtsbehörde für die Überwachung des Handels an der Frankfurter Wertpapierbörse uneingeschränkt zuständig bleiben wird und sich grundsätzlich durch die Kooperation hieran nichts ändert. Die primäre Problematik liegt – wie im Zusammenhang mit der Eurex schon dargestellt – darin, Handelsteilnehmer mit Sitz im Ausland zu überwachen. Durch die Kooperation werden diese Probleme lediglich quantitativ durch die Zunahme der ausländischen Handelsteilnehmer erhöht.

Aber systematisch bleibt auch hier das Problem der remote membership aufzuarbeiten. Die grundlegenden Fragen der grenzüberschreitenden Aufsicht sind auch hier nicht gelöst. Der Weg war die möglichst weitgehende Behandlung des remote members unter dem Aspekt des inländisch Angeschlossenen.

## **C. Grundsätzliches zur grenzüberschreitenden Aufsicht und zur internationalen Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden**

### **I. Grenzüberschreitende Dienstleistungsfreiheit im Wertpapierhandel**

Die Herstellung einer umfassenden grenzüberschreitenden Dienstleistungs- und Niederlassungsfreiheit für die in der Europäischen Union agierenden Wertpapierdienstleister ist zur Schaffung eines europäischen Binnenmarktes von wesentlicher Bedeutung. Mit einer Vielzahl zwischenzeitlich erlassener europäischer Rechtsakte wird die grenzüberschreitende Tätigkeit von Wertpapierdienstleistern erleichtert. Kernstück ist die Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie<sup>6</sup>, mit der für alle Wertpapierdienstleistungsunternehmen der sog. „Europa-Pass“ eingeführt wird.<sup>7</sup> Daneben sind die Richtlinien zu nennen, deren Schwerpunkt in der Sicherstellung einer angemess-

<sup>6</sup> Richtlinie 93/22/EWG des Rates vom 10. Mai 1993 über Wertpapierleistungen, Abl. 1993 Nr. L 141/27 – Wertpapierdienstleistungs-RL – (Kurz: Wertp-RL).

<sup>7</sup> Die Kreditinstitute konnten bereits vor Umsetzung der Wertp-RL aufgrund der Zweiten Bankrechtskoordinierungsrichtlinie (Richtlinie 89/646/EWG vom 15. Dezember 1989 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute und zur Änderung der Richtlinie 77/780/EWG, Abl. 1989 Nr. L 386/1 – sog. Zweite Bankrechtskoordinierungs-RL – grenzüberschreitend Wertpapierdienstleistungen erbringen, soweit dies nach dem Recht des Herkunftsstaates für die Kreditinstitute zulässig war.

senen Kapitalausstattung der Wertpapierdienstleister<sup>8</sup>, der Gewährleistung eines ordnungsgemäßen Börsenhandels<sup>9</sup> oder der Sicherstellung eines angemessenen Anlegerschutzes durch weitgehende Transparenzanforderungen liegt.<sup>10</sup>

Die Funktionsfähigkeit des Kapital- und Finanzmarktes in Europa setzt jedoch eine wirkungsvolle Aufsicht über die Finanzdienstleistungsunternehmen voraus. Dies wiederum erfordert einen funktionierenden Rechtsrahmen, unter dem die Wertpapierdienstleistungsunternehmen ihre Tätigkeit mit einem weitgehend gleichen aufsichtsrechtlichen Standard erbringen können. Es ist anzunehmen, dass unterschiedliche Standards am Ende wettbewerbsverzerrend wirken. Dieses stört zugleich die Funktionsfähigkeit des Finanzbinnenmarktes.

Wer sind die Akteure und um welche grenzüberschreitenden Geschäfte wird es sich handeln?

Wertpapierdienstleister sind Unternehmen, die als Kreditinstitut oder Wertpapierfirma<sup>11</sup> nach den Vorschriften der jeweiligen Mitgliedstaaten eine Zulassung für die gewerbsmäßige Leistung von Wertpapierdienstleistungen im Sinne der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie durch die zuständige Aufsichtsbehörde des betreffenden Mitgliedstaates erhalten haben.<sup>12</sup>

Der Gegenstand der Dienstleistungsfreiheit ist die Erbringung einer Dienstleistung in einem anderen Mitgliedsstaat, indem sich der Dienstleister über die Grenze begibt und die Entgegennahme der Dienstleistung durch den Empfänger, sowie die Grenzüberschreitung der Dienstleistung selbst, während Dienstleister und Empfänger in ihren Mitgliedsstaaten verbleiben. Diese sog. „Korrespondenzdienstleistung“<sup>13</sup> ist es, um die es hier im wesentlichen gehen wird.

In den Anwendungsbereich der WD-RL fällt auch das Recht der Wertpapierdienstleister auf Zugang zu den Dienstleistungen der europäischen Börsen bzw. regulierten Märkte<sup>14</sup> im Wege des „remote membership“, d. h. aufgrund eines dezentralen elektronischen Zugangs. Man kann also folgende Gruppen mit folgendem Sachverhalten unter den Begriff „grenzüberschreitende Wertpapierdienstleistung“ ziehen:

<sup>8</sup> Richtlinie 93/6/EWG des Rates über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten, Abl. 1993 Nr. L 141/1 – Kapitaladäquanz-RL.

<sup>9</sup> Richtlinie 79/279/des Rates vom 5. März 1979 zur Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer in einem Mitgliedstaat ansässigen oder tätigen Wertpapierbörse, Abl. 1979 Nr. L 66/21 – Börsenzulassungs-RL.

<sup>10</sup> Richtlinie 80/390/EWG des Rates vom 17. März 1980 zur Koordinierung der Bedingungen für die Erstellung, die Kontrolle und die Verbreitung des Prospekts, der für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse zu veröffentlichen ist, Abl. 1980 Nr. L 100/1 – Börsenprospekt-RL.

<sup>11</sup> Siehe „Wertpapierfirma“ Art. 1 Nr. 2 der Wertp-RL.

<sup>12</sup> Siehe auch Schäfer, Frank A., Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz, Verkaufsprospektgesetz 1999 § 2 WpHG RdNr. 47.

<sup>13</sup> Waltraud Hakenberg in: Lenz, Carl Otto EG-Vertrag 1994 Art. 59, RdNr. 18.

<sup>14</sup> Art. 15 Wertp-RL regelt den Zugang zu den „regulated markets“.

- I. Die geschäftlichen Beziehungen zwischen einem in einem Mitgliedstaat angesiedelten Anleger und einem in einem anderen Mitgliedstaat angesiedelten Wertpapierdienstleistungsunternehmen (bzgl. der Ausführung eines Wertpapierauftrags).
- II. Die geschäftlichen Kontakte zwischen einem in einem Mitgliedstaat angesiedelte Wertpapierdienstleistungsunternehmen (u. a. Emissionsberatung).
- III. Die geschäftliche Beziehung zwischen zwei in unterschiedlichen Staaten angesiedelten Wertpapierdienstleistungsunternehmen und
- IV. Der Zugang eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens zu einem in einem anderen Mitgliedstaat ansässigen regulierten Markt oder einer Clearingeinrichtung.

Aufgrund der fortschreitenden Elektronisierung des Wertpapiermarktes hat sich in den zurückliegenden Jahren auch die Strukturierung der Wertpapierdienstleister geändert. Eine der wesentlichen Veränderungen erfolgte unter dem Stichwort „Wegfall der Intermediation“ durch einen Wertpapierdienstleister bei der Durchführung von Wertpapiergeschäften. Der Verzicht auf dieses Dazwischenschalten eines Intermediärs führt für den Bereich der Wertpapieraufsicht zu einer erheblichen Erschwernis, da nun der Handel unmittelbar grenzüberschreitend erfolgt.

In dieser Form der grenzüberschreitenden Handelsmöglichkeiten liegen für den entsprechend tätigen Finanzdienstleister die größten Chancen. Hierbei wird sich der Finanzdienstleister weitere Tätigkeitsfelder suchen, um dem Anleger ein spezialisiertes Angebot zu machen, speziell zugeschnitten auf die grenzüberschreitende Tätigkeit bei Wegfall eines Intermediärs.

Die Wertpapierdienstleister können in der Regel Zugang zu mehreren Handels- und Abwicklungsplattformen haben. Damit können sie dem Anleger sowohl hinsichtlich der verschiedenen Anlageprodukte als auch hinsichtlich des Anlageortes ein recht umfassendes Angebot unterbreiten.

Aus den Feststellungen wird erkennbar, dass der grenzüberschreitende Wertpapierhandel in Europa zunehmend an Bedeutung gewinnt. Das zeigen insbesondere einige Zahlen:

- I. Bis Ende 1999 hatten 153 Wertpapierdienstleistungsunternehmen und 129 Finanzdienstleistungsunternehmen aus anderen europäischen Ländern ihr Vorhaben zur Erbringung von Wertpapierdienstleistungen in Deutschland angezeigt.<sup>15</sup>
- II. Die Deutschen Anleger erwerben zunehmend Wertpapiere im europäischen Ausland. Während noch 1996 nur die Hälfte in ausländische Wertpapierinvestments floss, waren es 1997 bereits über 60 % der Wertpapierinvestitionen.<sup>16</sup>

---

<sup>15</sup> BAW und BAKred Rückfrage am 10.03.2000 durch Verfasser.

<sup>16</sup> Sieweck, Der europäische Finanzmarkt wächst zusammen, Sparkasse 1998 S.214.

III. Die Handelsteilnehmerstruktur wird internationaler. So sah der Teilnehmerkreis am 10.03.2000 wie folgt aus:

FWB 275 Inländer, 144 Ausländer, 419 Gesamt  
XETRA 269 Inländer, 142 Ausländer 411 Gesamt

IV. Die Teilnehmerstruktur der EUREX sah am 31.12.99 wie folgt aus:

269 Inländer, 142 Ausländer, 411 Gesamt

Die Ursachen dieser Entwicklung sind vielfältig. Die wichtigste ist sicherlich die zunehmende Elektronisierung der Handelsplätze. Hierzu zählt die elektronische Anbindung der großen weltweit tätigen Börsen wie die elektronische Terminbörse EUREX, das elektronische Handelssystem XETRA der Frankfurter Wertpapierbörse, die US-Computerbörse NASDAQ; weiterhin werden von Finanzdienstleistern private Handelssysteme angeboten, die die Variabilität des Handels hinsichtlich Ort, Märkten, Produkten in deutlicher Weise erhöhen. Hinzu kommt – noch nicht ausgelotet – das Internet. Emissionen über das Internet werden verstärkt getätigt.<sup>17</sup> Auch ermöglichen moderne Orderroutingsysteme die schnelle Weiterleitung von Wertpapierorders über elektronische Einrichtungen oder eben auch über das Internet.

Damit ist es nicht mehr erforderlich, am Ort des Geschehens zu sein. Insbesondere ist es nicht mehr erforderlich, selbst am Ort des Handels zugelassen zu sein. Es genügt ein vertraglich geregelter Zugang über einen Teilnehmer vor Ort. Der Wertpapierhandel wird damit stark erweitert.<sup>18</sup> Diese Vernetzung hat in der Regel eine erhebliche Kostenreduzierung der einzelnen Transaktion zur Folge. Dieselbe Erscheinung haben wir auch im Bereich der Abwicklung. Die elektronisch vernetzten Abwicklungssysteme<sup>19</sup> führen zu einem sicheren, schnellen und, da nur noch ein Zugang zu einem Wertpapierabwicklungssystem gebraucht wird, zu einer auch kostengünstigen Abwicklungseinrichtung.

Weiterhin ist es heute ein besonderer Geschäftsteil insbesondere der elektronischen Börsen, eine „Anschlusspolitik“ gegenüber ausländischen Handelsteilnehmern zu betreiben. Der später noch eingehend zu erörternde Begriff des „remote membership“ ist das entsprechende Vehikel, das die europäische Rechtsetzungspolitik gefunden hat, um die Integration des Wertpapierhandels zu verstärken.

Diese Formen der Kooperation führen im Wertpapierhandel zu einer dominierenden Position des grenzüberschreitenden Handels mit einer Aufsicht, die sowohl im Rechtsrahmen als auch der behördlichen Tätigkeit ihre eigenen Wege sucht.

<sup>17</sup> Rieg/Häcker Internet Trading, Handel mit Zukunft, Die Bank 1998 S.602.

<sup>18</sup> Pohl, Wolfgang, Innovative Finanzinstrumente im gemeinsamen europäischen Bankenmarkt, 1994 S.19.

<sup>19</sup> Siehe Zusammenschluss der großen europäischen Wertabwicklungs-Organisation Cedel und der Deutschen Börse Clearing AG Börsenzeitung vom 26. Juni 1999.

## II. Rechtsstand und weitere Entwicklung

Die Europäische Union hat diese Problematik frühzeitig erkannt und in Teilen geregelt. Die am 10. Mai 1993 vom Europäischen Rat verabschiedete Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie und die danach verabschiedete Kapitaladäquanz-Richtlinie haben hier grundlegende Regelungen geschaffen.

Sie hat mit der Regelung dieses Feldes sehr frühzeitig eine Verbindung zu den technologischen Entwicklungen hergestellt. Mit diesen Regelungen ist einerseits die Dienstleistungsfreiheit für die dem EU-Rechtsraum angehörigen Wertpapierunternehmen erstellt, weiterhin bieten diese Regelungen den Ansatz für das hier auszuführende Aufsichtsfeld.

Zu den Mindestvoraussetzungen für die Zulassung gehören<sup>20</sup>, dass die Voraussetzungen der Kapitaladäquanz-Richtlinie erfüllt werden. Es wird eine ordentliche Geschäftsleitung gefordert, Zuverlässigkeit und ausreichende Erfahrung im Wertpapiergeschäft. Außerdem muss sich der Hauptsitz des Unternehmens in dem Zulassungsland befinden.

Nach den Regeln der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie<sup>21</sup> müssen die Sitzstaaten der Unternehmen Aufsichtsregeln über die ordnungsgemäße Verwaltung und Buchhaltung sonstige Kontrollmaßnahmen erlassen, Vorschriften gegen Anleger-schädigungen, Aufbewahrungsvorschriften über die Sicherung von Transaktionsunterlagen, sowie Regeln über die Sicherung gegen Interessenkonflikte der Kunden mit dem Unternehmen oder untereinander erlassen. Weiterhin erfasst sie die zu erlassenden Wohlverhaltensrichtlinien<sup>22</sup>, nach denen die Finanzdienstleistungsunternehmen die Interessen ihrer Kunden bei Beratung und Abwicklung eines Geschäfts insgesamt zu beachten haben.

Weiterhin müssen die Sitzstaaten Regeln über Meldepflichten der Unternehmen über einzelne Geschäfte erlassen<sup>23</sup>, um Insiderdelikte oder Kursmanipulationen leichter aufdecken zu können.

Ist das Wertpapierdienstleistungsunternehmen in seinem Sitzland von der zuständigen Aufsichtsbehörde zugelassen, kann es im Geltungsbereich der europäischen Richtlinien im Wege der Zweigniederlassung oder im Wege der Dienstleistung Wertpapierdienstleistungen erbringen. Das Land, in dem die Tätigkeit erbracht wird, hat nicht das Recht, eine weitere Zulassung zu verlangen. Soweit ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen grenzüberschreitend, d. h. in einem anderen als dem Sitzland tätig werden will, hat es dies „seiner“ Aufsichtsbehörde mitzuteilen.

---

<sup>20</sup> Artikel 3 WertpRL.

<sup>21</sup> Art.10 WertpRL.

<sup>22</sup> Art.10 WertpRL (rule of conduct).

<sup>23</sup> Art.20 WertpRL.

Die zuständige Behörde des Sitzlandes informiert die Behörde des „Ziellandes“ von der geäußerten Absicht.<sup>24</sup>

Aus dieser Berechtigung des „Europa-Passes“ resultiert auch die gleichfalls vorhandene Berechtigung des Finanzdienstleisters, sich den Zugang zu den regulierten Märkten über das sog. „remote membership“ zu sichern. Die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie sieht vor<sup>25</sup>, dass die aufgrund der europäischen Richtlinien zugelassenen und tätigen Wertpapierdienstleister einen mit Inländern gleichberechtigten Zugang zu den als „regulierter Markt“ gemeldeten Handelseinrichtungen<sup>26</sup> haben.

Die Wertpapierunternehmen haben das Recht auf einen dezentralen, grenzüberschreitenden Zugang zu den Märkten eingeräumt.<sup>27</sup>

Weitere für die Skizzierung der neu strukturierten grenzüberschreitenden Unternehmenstätigkeit wichtige Regelungen sind insbesondere die Kapitaladäquanz-Richtlinie, die BCCI-Folgerichtlinie<sup>28</sup>, die Insider-Richtlinie, die Anlegerentschädigungs-Richtlinie<sup>29</sup>, die Einlagensicherungs-Richtlinie<sup>30</sup>, die Verkaufsprospekt-Richtlinie<sup>31</sup>, die Börsenprospekt-Richtlinie. Sie alle dienen dazu, den grenzüberschreitenden Handel risikoärmer zu machen. Ziel dieser Richtlinie ist die ausreichende Ausstattung mit Eigenkapital zur Risikoabdeckung.

In den Mitgliedstaaten sind diese wesentlichen Richtlinien durchweg allerdings auf unterschiedliche Art durchgesetzt.<sup>32</sup> In Deutschland geschah dies durch das

<sup>24</sup> Art. 17,18 WertpRL.

<sup>25</sup> Art. 15 WertpRL.

<sup>26</sup> Regulierte Märkte sind nach der Richtlinie Märkte, die von den zuständigen Behörden Zugangs-, Zulassungs-, Funktions-, Handels- und Aufsichtsregeln erhalten haben und von den zuständigen Behörden der Kommission und den anderen Mitgliedsstaaten angezeigt worden sind. Das Verzeichnis wird von der Kommission veröffentlicht ABL 1999 Nr. C 151/09.

<sup>27</sup> Adrt. 15 Abs. 4 WertpRL.

<sup>28</sup> Die Bank of Credit and Commerce International (BCCI) stellte 1990 ihre Zahlungen ein. Unter dem Eindruck dies Falles wurde 1991 die Beaufsichtigung der Struktur von Finanzkonglomeraten verschärft. Die BCCI-Folgerichtlinie, Richtlinie 95/26/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 29. Juli 1995 zur Änderung der Richtlinien 77/780/EWG und 89/646/EWG betreffend Kreditinstitute, der Richtlinien 79/267/EWG und 92/96/EWG betreffend Lebensversicherungen, der Richtlinie 93/22/EWG betreffend Wertpapierfirmen sowie der Richtlinie 85/611/EWG betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren(OGAW) zur verstärkten Beaufsichtigung dieser Finanzunternehmen, Abl. 1995 Nr. L 168/7.

<sup>29</sup> Richtlinie 97/9/EG des Rates vom 3.3.1997 über Systeme zur Entschädigung der Anleger, Abl. 1997 Nr. L 84/22.

<sup>30</sup> Richtlinie 94/19/EWG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 30.5.1994 über Einlagensicherungssysteme, Abl. 1994 Nr. L 135/5.

<sup>31</sup> Richtlinie 80/390/EWG des Rates vom 17.3.1980, ABL. Nr. L 100, S. 1 mit Änderungen u.a. durch Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates vom 30.5.1994, ABL. Nr. L 135, S. 1.

<sup>32</sup> Sieh hierzu *Koller*, in: Assmann/Schneider, Wertpapierhandelsgesetz 1999 Vor § 31 WpHG Rn. 7a.

2. Finanzmarktförderungsgesetz vom 26.07.1994.<sup>33</sup> Während die EU-Mitglieder die Regelungen einführen müssen, ist das Nicht-EU-Mitglied und Nicht-EWR-Mitglied Schweiz an diese Regelungen rein rechtlich nicht gebunden. Für die Schweizer Wertpapierhändler bedurfte der Anschluss an die Eurex Deutschland einer eigenen neuen Zulassung, da sie nicht über die Rechtsposition des Europasses verfügen können. Es ist jedoch darauf hinzuweisen, dass der faktische Druck der Regelungen der EU den Schweizer Gesetzgeber zu einer entsprechenden Rechtsübernahme geführt hat. Es erfolgte eine erkennbare Parallelgesetzgebung zu den EU-Regelungen. Das „Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel“ (BEHG)<sup>34</sup> bezweckt Anleger- und Funktionenschutz<sup>35</sup> ebenso wie das Kapitalmarktrecht der EU.

Schließlich ist darauf hinzuweisen, dass das BEHG zudem die Voraussetzungen der Amtshilfe gegenüber den zuständigen ausländischen Behörden regelt. Voraussetzung für Amtshilfe ist, dass die auskunftersuchenden ausländischen Behörden an das Amtsgeheimnis gebunden sind.<sup>36</sup> Dies ist bei den Behörden der Mitgliedsländer der EU, die Artikel 25 der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie in nationales Recht transferiert haben, gegeben.

### III. Fazit zur Handlungsfähigkeit der Wertpapierdienstleister

Stellt man nun das Fazit der Handlungsfähigkeit der Wertpapierdienstleister in Europa auf, so wird deutlich, dass die Dienstleistungsfreiheit<sup>37</sup>, insbesondere über die Schaffung des Europa-Passes<sup>38</sup> verwirklicht worden ist und grenzüberschreitendes Tätigwerden garantiert wird. Vereinheitlicht wurden die Kapitalanforderungen durch die Kapitaladäquanz-Richtlinie. Hierdurch erfolgt eine Bonitäts- und Liquiditätsvereinheitlichung, die zugleich Risiken für Anleger europaweit minimiert und nivelliert. Weiterhin wichtig ist der aus der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie herzuleitende Zwang auf die Mitgliedsstaaten, ihre regulierten Märkte auch für Finanzdienstleister aus anderen EU-Staaten zu öffnen.

### D. Gestaltung der europäischen Aufsicht

Wie ist diese Aufsicht nun im einzelnen europaweit gestaltet? Als Zielsetzung kann man definieren, das muss man auch aus den Richtlinien entnehmen, dass von gesetzgeberischer Seite zwei Hauptziele gesetzt werden:

---

<sup>33</sup> 26.07.1994 (BGBl.I, S. 1760).

<sup>34</sup> BBl 1995 II, 419 ff. vom 24.3.1995.

<sup>35</sup> Art. 1. BEHG.

<sup>36</sup> Art. 38 Abs. 2 BEHG.

<sup>37</sup> EGV Art. 49.

<sup>38</sup> Art. 14 WertpRL.



- a) Die Sicherstellung des Anlegerschutzes über Missstandsbekämpfung durch hohe Information und Transparenz
- b) Die Sicherung der dem Finanzwesen obliegenden Aufgaben im europäischen Wirtschaftssystem<sup>39</sup>.
- c) Damit ist es notwendig, Bonität der Dienstleister, das Ausfallrisiko, die Abwicklung zu kontrollieren, eine umfassende und anlegerorientierte Beratung zu gewährleisten und Transparenz, insbesondere der jeweiligen Transaktion und Preisbildung, zu sichern.

## I. Die Aufsicht nach der Institution und Funktion

Die Gestaltung der Aufsicht setzt an der Institution einerseits und der Funktion andererseits an.

Zu der institutionellen Prüfung gehören die Prüfung der Voraussetzungen für das Tätigwerden, d. h. ausreichendes Anfangskapital, Vorhandensein einer ordnungsmäßigen Geschäftsleitung und sodann die dauernde Überwachung des Vorhandenseins dieser Bedingungen. Diese Aufsicht kann man als die traditionelle Aufsicht der Mitgliedstaaten bezeichnen, denn hier wird die Zugehörigkeit zu einer Gruppierung vorausgesetzt für den Prüfungsansatz.

Neu ist hingegen die zunehmende Hinwendung zum funktionalen Aufsichtsansatz. Hierzu gehören die Einführung von Eigenmittelunterlegungsregeln, die das jeweilige Risiko und die Funktion des Kapitalmarktunternehmens berücksichtigen und nicht nur seine Zuordnung zu einer Institutsgruppe, die Gewährleistung eines Zugangs zu den Märkten ohne diskriminierende Einschränkungen, die Gewährleistung einer angemessenen und die Interessen des Anlegers berücksichtigenden Beratung unabhängig von der Institutsgruppe, der das Leistung erbringende Unternehmen angehört.

## II. Konstruktion der europäischen Aufsicht

Das europäische Aufsichtssystem ist aufgrund des durch europäische Rechtsregelungen geschaffenen Rahmens auf der Basis des Anlegerschutzes und des Funktionenschutzes konstruiert<sup>40</sup>.

Dabei war die erste Zielsetzung die Harmonisierung grundlegender Aufsichtsstandards, die als Mindeststandards konstruiert wurden.<sup>41 42</sup> Voraussetzung war die

<sup>39</sup> *Hahn/Follak*, Kapital und Zahlungsverkehr, in: Dauses, Manfred A. (Herg.), Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts, Stand: Dezember 1997, Rn. 51.

<sup>40</sup> *Deckert/v. Rüden*, Anlegerschutz durch Europäisches Kapitalmarktrecht, Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht, S. 48.

<sup>41</sup> Rechtsgrundlage Art. 95 EGV, Art. 100a EGV in der bis zum 1. Mai 1999 geltenden Fassung.

Definition von wesentlichen Begriffen, wie Wertpapierdienstleistung, Wertpapierfirma, Kreditinstitut, Eigenkapital, Zulassung des Wertpapierdienstleisters durch die Aufsichtsbehörde des Heimatlandes, Aufsicht hinsichtlich der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit des Wertpapierdienstleisters.<sup>43</sup> Erstellt wurde auch das Erfordernis der Zulassung für alle Wertpapierdienstleister vor der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen. Dieses Zulassungsgebot gilt für alle Wertpapierfirmen; es ist somit europaweit eine Tätigkeit mit Erlaubnisvorbehalt geschaffen worden. Die heimatische Aufsichtsbehörde hat das Vorliegen der Zulassungsbedingungen zu prüfen. Hierzu zählen die Sicherstellung der Kapitalunterlegung und Nachweis einer vertrauenswürdigen Geschäftsführung. Bevor die Zulassung durch die Aufsichtsbehörde des Sitzlandes erfolgt ist, darf die Firma weder landesintern noch europaweit aufgrund des Europasses tätig werden. Hieran schließt sich die andauernde Überwachung durch die Aufsichtsbehörden des Herkunftslandes an. Die Behörden haben die Verpflichtung, sich über die Beschaffung von Daten über die Situation des Unternehmens zu informieren; dazu haben sie sogar die Möglichkeit, Zweigstellen vor Ort in dem Land der Tätigkeit aufzusuchen und aufsichtsrelevante Daten dort zu überprüfen.<sup>44</sup> Mit der Schaffung dieser umfassenden Aufsicht im Herkunftsland ist zugleich, zumindest theoretisch, eine durchgängige Prüfungskompetenz geschaffen. Die Heimatbehörde ist Ansprechstelle für alle auftretenden Probleme auch statusregelnder Art. Dazu gehören insbesondere der Widerruf bzw. die Änderung der Zulassung. Mit dieser Zulassung erhält das Wertpapierdienstleistungsunternehmen die Befugnis europaweit mit dem Europa-Pass tätig zu werden. Rechtlich ist diese Befugnis interessant, da die Entscheidung einer nationalen Behörde „transnationale Wirkung“<sup>45</sup> hat. Das Unternehmen muß sein grenzüberschreitendes Tätigwerden nur seiner heimatischen Aufsichtsbehörde anzeigen.

Neben der grundlegenden Beaufsichtigung durch die Heimatbehörde steht die Aufsichtsbefugnis der Behörden des Tätigkeitslandes.<sup>46</sup> Es hat die Zuständigkeit für Erlass und Kontrolle der Einhaltung der Wohlverhaltensregeln. Entscheidend für die Anwendung der „inländischen“, d. h. der Wohlverhaltensregeln des Tätigkeitslandes, ist der Ort der Leistungserbringung. Für Deutschland ist auf den gewöhnlichen Aufenthalt oder Sitz des Kunden abzustellen.

<sup>42</sup> Mindeststandards waren erforderlich, um Wertpapierdienstleistern, Mitgliedstaaten die Möglichkeit zu nehmen, Aufsichtsarbitrage zu betreiben, bzw. die unterschiedlichen Anforderungen zur Ansiedlungspolitik zu benutzen, *Schneider*, Harmonisierung S. 268.

<sup>43</sup> Solvenzprüfung durch Kapitaladäquanz-Richtlinie vereinheitlicht.

<sup>44</sup> Art. 15 Zweite Bankrechtskoordinierungs-Richtlinie, Art. 24 Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie.

<sup>45</sup> Schlag, Grenzüberschreitende Verwaltungsbefugnisse im EG-Binnenmarkt, 1998 S. 46, *Neßler*, Der transnationale Verwaltungsakt – Zur Dogmatik eines neuen Rechtsinstituts, NVwZ 1995, S. 864.

<sup>46</sup> Seine Zuständigkeit folgt aus Art. 10 i. V. m. Art. 11 Abs. 2, 19 Abs. 6. 23 Abs. 3 WertpapierdienstlRL.

Zur Verwirklichung der Kontrollansätze und zur Sicherung der Aufsichtsfunktionen müssen die Mitgliedstaaten die für die Aufsicht zuständigen Stellen<sup>47</sup> und die in ihrem Bereich regulierten Märkte der EU-Kommission melden. Diese Meldungen dienen sodann der Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden untereinander. Das europäische Aufsichtssystem geht von einer intensiven Kooperation bestehender nationaler Aufsichtsbehörden aus. Alle Richtlinien, die für den grenzüberschreitenden Bereich relevant werden können, enthalten umfassende Zusammenarbeitsgebote für die nationalen Aufsichtsstellen.<sup>48</sup>

### III. Ergebnis und kritische Sichtung

Im Ergebnis kann man sagen, durch den vereinheitlichten Regulierungsrahmen hat sich viel gebessert und wird durch fortlaufende Diskussion und selbstverständlicher werdende Kooperation optimiert, trotzdem ist die Aufsichtssituation wenig zufriedenstellend. Die internationale Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden ist noch stark dem Behördenverkehr der „Vor-EU-Zeit“, d. h. der Zeit isolierter Nationalstaatlichkeit, verhaftet. Diese jetzt geübte Kooperation ist vereinfachend mit dem Begriff „verbesserte Amtshilfe“ zu beschreiben.

Beschreibt man die jetzige Situation kritisch, stellt man im Sachverhalt fest, dass bei Aufsichtssachverhalten, denen grenzüberschreitende Wertpapierdienstleistungen zugrunde liegen, den Aufsichtsbehörden häufig die Pflicht obliegt, zunächst ihre Zuständigkeit und das anwendbare Recht zu prüfen, ggf. die Ermittlungen auch über den eigenen nationalen Bereich hinaus auf das Staatsgebiet eines anderen Mitgliedstaats auszudehnen und sodann ggf. auch Aufsichtsmaßnahmen im Ausland durchzusetzen.

Dieser Sachverhalt soll durch zwei Fallgestaltungen klargestellt werden:

Bei Verstoß gegen die „Wohlverhaltensregeln“ eines Wertpapierleiters im europäischen Ausland ist zunächst zu prüfen, ob die Behörde des Tätigkeitslandes zuständig ist, wenn ja, welche rechtlichen Maßnahmen möglich, geboten und durchsetzbar sind.

Ein eher eindeutiger Fall liegt bei Vorliegen des Verstoßes eines „remote members“ gegen die Regeln eines regulierten Marktes im Inland vor. Die Zuständigkeit und das anzuwendende Recht sind hier eindeutig dem Recht des Tätigkeitsstaates zu entnehmen. Hier gewinnt die Durchführung von Ermittlungen und Sanktionsmaßnahmen im Ausland ein besonderes Gewicht. Es ist regelmäßig erforderlich, dass hoheitliche Akte zugestellt, im Wege solcher hoheitlicher Maßnahmen auch Ermittlungen vor Ort durchgeführt werden müssen, wie es im Rechtsgebiet der Bundesrepu-

<sup>47</sup> Siehe Auflistung bei Weber, Kapitalmarkt, Börsen- und Investmentrecht, in: Dausen a. a. O., RdNr. 103.

<sup>48</sup> U. a. Art. 10 Abs. 1 Insider-RL; Art. 23 Abs. 3 WertpapierRL.

blik gemäß § 1 Abs. 1 Satz 4 Börsengesetz problemlos möglich ist. Wie später auszuführen ist, ist aber gerade dieses Vorgehen im Ausland nicht einfach. Hier ergeben sich gegenüber im Ausland ansässigen Unternehmen besondere Schwierigkeiten.<sup>49</sup> Staatliches Handeln strahlt nicht ohne besondere inter- oder übernationale Regelungen auf andere Staaten aus. Eine Ausnahme bildet in Bezug auf Kreditinstitute eine Regelung der Zweiten Bankrechtskoordinierungsrichtlinie<sup>50</sup> und in vergleichbarer Weise für Wertpapierhandelsunternehmen eine Regelung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie<sup>51</sup>. Im Ergebnis führen diese Regelungen ausnahmsweise zur Durchbrechung der ausschließlichen Zuständigkeit des Territorialstaates.

Anzumerken ist, dass die europaweite Anerkennung des Tätigwerdens der Finanzdienstleistungsunternehmen durch den „Europa-Pass“ durch europäisches Recht – in Deutschland als nationales Recht in § 24a KWG festgeschrieben – von der Merkwürdigkeit begleitet ist, dass zwar dieser Europa-Pass europaweit gilt und das Unternehmen mit der Anerkennung durch die Aufsichtsbehörde des Herkunftslandes eine europaweite Tätigkeitsbefugnis erhält; regulieren, kontrollieren, nachprüfen darf in den Geschäftsstellen im Herkunftsland<sup>52</sup> aber nur die Behörde des Herkunftslandes, auch wenn Verstöße sich in dem Land der Tätigkeit ergeben haben. Verwaltungsrechtlich ausgedrückt hat die Erteilung des Europasses als Feststellungsakt europaweite Wirkung, es ist aber im Ende nur der Behörde des Herkunftslandes erlaubt, Nachschau und andere verwaltungsrechtlichen Kontroll- und Vollstreckungsmaßnahmen im Herkunftsland durchzuführen.

Die oben genannten Regelungen zur Zulässigkeit der unmittelbaren Beaufsichtigung von Zweigstellen im Aufnahmeland sind eine gewichtige Maßnahme zur Professionalisierung der Aufsicht, die Regel ist jedoch die Anwendung der allgemeinen Grundsätze der Amts- und der Rechtshilfe.

#### IV. Regelungen aus Abkommen

Es gibt statt allgemeingültiger europäischer Amtshilferegelungen eine Reihe von Abkommen, die Einzelaspekte regeln, die aber leider auch nicht überall gelten.

So gibt es ein „Europäisches Abkommen über die Erlangung von Auskünften und Beweisen in Verwaltungssachen im Ausland“<sup>53</sup>. Dieses Abkommen ist in Deutsch-

<sup>49</sup> Schuster, Gunnar, Die internationale Anwendung des Börsenrechts, 1996, S. 241.

<sup>50</sup> Art. 15 Abs. 1 der Zweiten Bankenrechtskoordinierungs-Richtlinie. Danach ist den nationalen Aufsichtsbehörden erlaubt, die im Tätigkeitsland befindliche unselbständige Zweigniederlassung des jeweiligen Kreditinstituts aufzusuchen und Untersuchungen anzustellen. Die Aufsichtsbehörde des Tätigkeitsstaates ist lediglich zu informieren.

<sup>51</sup> Art. 24 WertpRL.

<sup>52</sup> Dies gilt nicht für Zweigstellen im Land der Tätigkeit, da diese bezüglich ihres Handelns den Aufsichtsbehörden des Aufnahmelandes unterliegen.

<sup>53</sup> (BGBl. 1981 II, 533, 550, BGBl. 1981 I, S. 665).

land im Jahre 1978 ratifiziert worden<sup>54</sup>. Neben Deutschland ist es in Italien, Luxemburg, Belgien und Portugal in Kraft getreten. In Art. 15 des Übereinkommens ist eine Verpflichtung des ersuchten Staates, bei Ermittlungsersuchen ausländischer Behörden Zwangsmittel anzuwenden, ausdrücklich ausgeschlossen. Es bleibt daher auch bei diesem Spezialabkommen bei dem Grundsatz des allgemeinen Völkerrechts, dass aufsichtsrechtliche Prüfungen jeder Art auf dem Territorium eines anderen Staates nur möglich sind, wenn sie von diesem Staat zugelassen sind. Das heißt, die ersuchte Behörde hat die formelle und materielle Ordnungsmäßigkeit des Ersuchens zu überprüfen und kann die Erledigung des Ersuchens zurückweisen, wenn nach ihrer Auffassung die Souveränität, die Sicherheit, die öffentliche Ordnung oder andere wesentliche Interessen des ersuchten Staates gefährdet oder die wesentlichen Interessen der Person, auf die sich die erbetene Auskunft bezieht, beeinträchtigt werden.<sup>55</sup>

Ergänzend ist darauf hinzuweisen, dass die Vollstreckung wirksamer inländischer Verwaltungsakte, soweit nicht besondere Abkommen bestehen, grundsätzlich im Ermessen des jeweiligen Staates stehen. In Betracht kommen hier insbesondere die Verwaltungsakte, die ein Bußgeld, eine Sanktion in der Form eines Ordnungsgeldes oder ein Ordnungsgeld zur Durchsetzung von Verwaltungsakten festsetzen. Hier gibt es, wie mit Österreich, wiederum einzelvertragliche Regelungen. So können nach dem „Vertrag zwischen der BRD und der Republik Österreich über Amts- und Rechtshilfe in Verwaltungssachen“<sup>56</sup> öffentliche Geldforderungen und von deutschen Verwaltungsbehörden rechtskräftig festgesetzte Geldbußen von mindestens DM 50 im Wege der Amtshilfe vollstreckt werden. Der Vollstreckungstitel oder der zu vollstreckende Bescheid ist hierzu mit der Bestätigung der Unanfechtbarkeit an die zuständige Stelle zu leiten. Allerdings können Freiheitsstrafen auf diesem Wege nicht vollstreckt werden. Hieraus erhellt, dass dringend regelungsbedürftig vor allem die Androhung und Durchsetzung von Zwangsmitteln zur Durchsetzung verwaltungsrechtlicher Entscheidungen ist.<sup>57</sup>

Nun fragt man sicher: Haben wir nicht über die viel genannten „Memoranda of Understanding“ – MOU – inzwischen Lösungsmöglichkeiten vereinbart? Es vergeht kein Tag, an dem nicht der Abschluss eines neuen Abkommens bekannt gegeben wird.

Der Weg zur Antwort ist die Analyse dieser Verträge:

#### 1. Feststellung:

Sie sind – zumindest im europäischen Raum – weitgehend gleichlautend.

#### 2. Feststellung:

Man kann sie als festgeschriebene Amtshilfeabkommen bezeichnen mit der Festlegung einer zuständigen Zuleitungsbehörde und formalisierter Anfragewege.

<sup>54</sup> *Groß*, Die administrative Föderalisierung der EG, JZ 1994, S. 596 ff.

<sup>55</sup> *Jellinek*, Die Europäischen Übereinkommen über Amts- und Rechtshilfe, NVwZ 1982, S. 535.).

<sup>56</sup> BGBl II 1990, S. 358, 1334.

<sup>57</sup> *Schlag* a. a. O. S. 246.

Die materiellen Gehalte gehen über die allgemeinen Amtshilfegrundsätze nicht hinaus.

Ich zeige dies in aller Kürze an MOUs mit Frankreich<sup>58</sup>, Spanien<sup>59</sup>, Portugal<sup>60</sup>, Italien<sup>61</sup>. Mit der Schweiz (BAW – Eidgenössische Bankenkommission/EBK) gibt es einen abgestimmten Briefwechsel aus dem Jahre 1998.

Die Abkommen enthalten durchweg die Verabredung, dass die Auskunft verweigert wird oder werden kann, „wenn die Erledigung des Ersuchens die Souveränität, die Sicherheit, die wesentlichen wirtschaftlichen Interessen oder die öffentliche Ordnung des Staates der ersuchten Behörde beeinträchtigen könnte“. Ich erwähne insbesondere diesen Teil, da er zum einen verdeutlicht, dass es sich nach wie vor, trotz der vertraglichen Regelung, um Amtshilfe, wenn auch durch den jeweiligen Vertrag um „konkretisierte Amtshilfe“, handelt, zum anderen diese Bedingung als allgemeines Souveränitätssignal der herkömmlichen Amtshilfe auch in der Wissenschaft erwähnt wird. Bei der Schweiz ist das ganze Verfahren noch komplizierter: Die EBK darf Informationen über Kunden von Banken oder Effektenhändler nur übermitteln, nachdem sie ein förmliches Verwaltungsverfahren durchgeführt hat, an das sich ein Beschwerdeverfahren vor dem Schweizerischen Bundesgericht anschließen kann.

Die Ergebnisse sind in der Praxis nicht sehr ermutigend. Die Amtshilfeersuchen brauchen Zeit, die man oft aufgrund der Notwendigkeiten der Fallgestaltung nicht hat, oder enden damit, dass die Offenlegung des Namens beispielsweise verweigert wird.

## E. Lösungswege

### I. Lösung durch eine Zentralbehörde

Dieser Zustand schafft dem Praktiker Unbehagen. Es mehren sich auch im Bereich der Europapolitiker die Stimmen, die, wie Lamfalussy<sup>62</sup>, der ehemalige Präsident des Europäischen Währungsinstituts, die Unzulänglichkeit der „Finanzaufsicht in Euroland“ beklagen, oder, wie Monti, zuständiger Kommissar bei der EU-Kommission, der uns die Verbesserung der Finanzaufsicht „auf der Grundlage der Empfehlungen des Baseler Ausschusses und der FESCO (Forum der europäischen Wertpapierkommissionen)“ vorschlägt. Dies zeigt auch, dass die aufsichtlichen Lösungen und damit m. E. insbesondere die grenzüberschreitende Behandlung, nicht gut

<sup>58</sup> Commission des opérations de bourse – BAW vom 10.9.1996 in Paris.

<sup>59</sup> Comisión Nacional del Mercado de Valores – BAW vom 17.6.1997 in Frankfurt a. M.

<sup>60</sup> Comissão Do Mercado De Valores Mobiliarios – BAW vom 26.6.1998 in Brüssel.

<sup>61</sup> Commissione Nazionale per le Società e la Borsa – BAW vom 11.9.1997 in Stockholm.

<sup>62</sup> Handelsblatt 14.05.1999.

gelöst sind. Dieses Thema lässt auch andere für die Bankaufsicht zuständige nicht ruhen. Es wird die Forderung erhoben, dass Aufsichten schnell, wirksam und kompetent auf neue Entwicklungen reagieren können müssen.<sup>63</sup>

Häufig vernimmt man im Zusammenhang mit der Forderung nach der Verbesserung der Aufsicht den Ruf nach einer supranationalen Aufsichtsbehörde. So hat Lamfalussy kürzlich die europäische Zentralisierung gefordert, ich ging bereits darauf ein.

Von einem solchen Ansinnen halte ich wenig. Es wird auch weiterhin nationale Börsen geben, die an einem bestimmten Ort in ein bestimmtes nationales Recht eingebunden sind, auch wenn Kooperationen die Börsenlandschaft sicherlich tiefgreifend verändern werden.

Es ist aus meiner praktischen Aufsichtserfahrung wichtig, dass die handelnde Aufsichtsbehörde an dem Ort anwesend ist und mit dem Recht vertraut ist, in dessen Rahmen sich die entsprechende Börse bewegt. Es muss eine unmittelbare – räumlich und persönliche – Nähe zwischen Aufsicht und Börse geben.

„Superaufsichtsbehörden“ neigen gerne zu aufgeblähten Apparaten, mangelnder Flexibilität, „Bürgernähe“ und einer unverhältnismäßigen Bürokratie. Ich glaube aber, dass sich auch in Brüssel der Gedanke festsetzt, dass gnadenlose Zentralisierung nicht das allein selig machende Ziel sein kann.

## II. Lösung durch Kompetenzerweiterung

Dieser bisherige Zustand kann nicht so bleiben. Häufig steht dem zeitlich und sachlich aufwendigen Verfahren ein gesteigertes Bedürfnis nach sehr zeitnaher Untersuchung und Sachverhaltsermittlung gegenüber. Untersuchungen zu Liquiditätsproblemen von Finanzdienstleistern können hohe Schäden für Dritte vermeiden, oder es können Beweise vernichtet werden.<sup>64</sup>

Nach sorgfältiger Analyse<sup>65</sup> kommen Vertreter der Wissenschaft zu dem Ergebnis, dass der EG-Vertrag „weder eine Bestimmung, die ausdrücklich eine generelle Verpflichtung der Mitgliedstaaten zu einer Anerkennung von Rechtsakten anderer Gemeinschaftsstaaten ausspricht, noch (lässt) sich aus Art. 5 EGV ein allgemeines Anerkennungsgebot herleiten (lässt).“<sup>66</sup> Vielmehr sei „die Gemeinschaft in Bezug auf die Anerkennung nach dem gegenwärtigen Stand der Integration vom Rechtszu-

<sup>63</sup> Tietmeyer, ZfKW 1999 S. 109.

<sup>64</sup> So erfordern Ermittlungen zu Kursmanipulationen die Überprüfung von Telefonaufzeichnungen. Diese Sprachaufzeichnungen werden aber nach spätestens einem halben Jahr gelöscht.

<sup>65</sup> Beyer in: EWS S. 12 ff. „Anerkennung nationaler Rechtsakte zwischen den Staaten der Europäischen Gemeinschaft“.

<sup>66</sup> Beyer a. a. O. S. 14.



stand im Bundesstaat, in dem die Verfassungsprinzipien eine Verpflichtung der Gliedstaaten zu entfalten vermögen, die Hoheitsakte anderer Bundesländer anzuerkennen, noch weit entfernt“<sup>67</sup>.

Aber die Lösung deutet sich an: „Nationale Rechtsakte sind auch zwischen den Mitgliedstaaten dann anzuerkennen, wenn das Gemeinschaftsrecht hierfür einen besonderen Rechtsgrund setzt.“<sup>68</sup> Dieses muss das künftige Ziel bei der Aushandlung von europarechtlichen Normen sein: Es sollte mit der materiellen Öffnung und Liberalisierung des Wirtschaftsverkehrs auch die Anerkennung darauf bezogener staatlicher Akte verbunden sein.

Die grenzüberschreitende Aufsicht sollte mit Hilfe grenzüberschreitender Verwaltungstätigkeit zu höherer Aufsichtseffizienz gelangen.<sup>69</sup> Grenzüberschreitende Geschäfte unter der Geltung des „Europa-Passes“ können nicht ohne Ausweitung der Befugnisse, die nicht an territoriale Grenzen gebunden sind, ausreichend beaufsichtigt werden. Es sollte zu einer Auflockerung des Territorialprinzips kommen. Die Finanzdienstleistungsunternehmen können sich nicht einerseits europaweit „freischwimmen“, und im Kontroll- und Aufsichtsbereich bleibt alles wie es ist, d. h. es bleibt bei der territorialen Beschränkung der Aufsicht. Es muss das Ziel sein, zu einem Durchgriff nationaler Behörden mit europarechtlicher Kompetenz zu kommen, zumindest aber zur Berechtigung zur Zustellung von Verwaltungsakten von Aufsichtsbehörden und zur Beauftragung der Vollzugsbehörde aus einem Mitgliedstaat mit der Vornahme von Zwangsmaßnahmen; ohne dass es der Amtshilfe bedarf. Es müsste ermöglicht werden, dass Hoheitsakte der jeweils zuständigen Aufsichtsbehörde in bezug auf „remote members“ auch in dem jeweiligen Herkunftsland durchsetzbar sind.

Dies wird sicherlich der schwierigste Prozess sein.

Ist dies gelungen, kann es ermöglicht werden, dass Aufsichtsakte auch der Behörden des Tätigkeitslandes im Herkunftsland wirksam sind und dort auch vollstreckt werden können, ohne dass es – dies wäre die weiteste Lösung – zuvor der Inanspruchnahme der Aufsichtsbehörde des Herkunftslandes über Amtshilfe bzw. Vollstreckungshilfe bedürfte. Im konkreten Fall könnte dies sich auch auf Betretungs- und Durchsuchungsrechte bezüglich des im Ausland befindlichen Hauptsitzes des „remote member“ beziehen.

Die Durchsetzung dieser Forderungen wird auf eine große Zahl an Widerständen treffen. Insbesondere der Eingriff in territoriale Ausführungszuständigkeiten wird voraussichtlich zu großen Widersprüchen führen, da hier die Mitgliedstaaten in einem als der „Intimzone“ zugehörigen Bereich betroffen wären.

<sup>67</sup> Beyer a. a. O. S. 14.

<sup>68</sup> Beyer a. a. O. S. 14.

<sup>69</sup> Financial Times Deutschland 2.3.2000 S.33: „Sicher muss sein, dass den expandierenden Finanzdienstleistern eine wirksame Aufsichtsinstanz gegenübersteht“.

Aber es bleibt kein anderer Weg neben dem Weg der Zentralisierung auf europäischer Ebene, und dies wird noch weniger Befürworter finden.

## F. Weg der Aufsicht bis zu einer grundsätzlichen Regelung

Zuvor kann es daher nur um eine Vertiefung der bisherigen Zusammenarbeit gehen. Wichtig ist weiter, dass eine bessere und noch intensivere Zusammenarbeit der nationalen Aufsichtsbehörden erfolgt. Dies gilt sowohl für den europäischen als auch den außereuropäischen Raum.

Die Arbeit der IOSCO<sup>70</sup> als einer internationalen Vereinigung der Wertpapier- und Börsenaufsichtsbehörden ist anerkannt. Bei ihr handelt es sich vorwiegend um ein Forum für den Erfahrungsaustausch.<sup>71</sup> Zudem hat sie Prinzipien und Aufsichtsstandards für die Aufsicht über Wertpapiermärkte und Kooperation von Aufsichtsbehörden erarbeitet, die wiederum Grundlage von bilateralen Amtshilfeabkommen sind<sup>72</sup>. Diese Arbeiten sind notwendig, aber es muss weiter konkretisierte Kooperation betrieben werden.

Dies ist in jüngster Zeit mit dem Abschluss des „Multilateral Memorandum of Understanding on the Exchange of Information and Surveillance of Securities Activities“ des „Forum(s) of European Securities Commissions“-FESCO<sup>73</sup> geschehen. Es wird mit diesem Abkommen und der Bildung des Forums der Versuch der Vertiefung und Verbesserung der Aufsicht auf der Basis des geltenden Rechts gemacht. Es wird zudem eine Kooperation der Aufsichtsangelegenheiten unter der Bezeichnung FESCOPOL vorgesehen, in der hochrangige Vertreter der europäischen Aufsichtsbehörden den Versuch machen sollen, die Probleme zu lösen, die in der täglichen grenzüberschreitenden Zusammenarbeit auftreten.<sup>74</sup>

Zudem haben am 20.04.1999 die Mitglieder der FESCO Mindeststandards für die Zulassung von Wertpapierdienstleistungsunternehmen verabschiedet. Es soll damit gesichert werden, dass bei der Prüfung der Zuverlässigkeit und fachlichen Eignung der Geschäftsleiter<sup>75</sup> künftig europaweit einheitliche Maßstäbe angewendet werden.<sup>76</sup>

<sup>70</sup> International Organisation of Securities Commissions.

<sup>71</sup> Geibel in: Schäfer a. a. O., § 7 WpHG RdNr. 4.

<sup>72</sup> Geibel in: Schäfer a. a. O., § 7 WpHG RdNr. 4.

<sup>73</sup> EU-Staaten sowie Norwegen und Island vom 26.1.1999 in Paris.

<sup>74</sup> Wittich, Einheitlicher Europäischer Finanzmarkt, Vortrag im Rahmen des 2. Kapitalmarktrechtssymposiums der Deutschen Börse AG am 9. Juni, erscheint in der Veröffentlichungsreihe der Deutschen Börse AG.

<sup>75</sup> Beruflicher Werdegang, Qualifikation, Berücksichtigung strafgerichtlicher Verurteilungen.

<sup>76</sup> Wittich a. a. O.

Dieses Abkommen ist sicherlich ein ganz wesentlicher Punkt zur Sicherung der Aufsichtsstandards in einem zusammenwachsenden Kapitalmarkt. Es regelt eine Pflicht des angefragten Amtes zum Handeln, wenn es der Ausführung europäischen Rechts gilt. So lege ich jedenfalls die entsprechende Passage des Abkommens der FESCO (Forum of European Securities Commissions) und entsprechender Memoranda mit anderen – insbesondere amerikanischen – Aufsichtsbehörden aus.

Dabei muss ich jedoch anmerken, dass manche Formulierung in diesen Memoranda of Understanding in den Ohren eines Praktikers sehr lax und soft klingen und mehr Fragen aufwerfen als beantworten. Insbesondere die Fragen „wie weit reichen nun meine Kompetenzen bei einem Handelsteilnehmer mit Sitz im Ausland“ und „was muss ich konkret tun, um eine Amtshilfe der ausländischen Behörde zu erreichen“ bleiben unbeantwortet.

Ganz wesentlich ist jedenfalls bei der Frage der Verbesserung der Kooperation, dass sich die Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden nicht in der Abgabe derartiger Absichtserklärungen der jeweiligen Regierungsvertreter erschöpft, sondern dass diese Papiergebilde mit Leben erfüllt werden. Hierzu sollte insbesondere auch eine verstärkte Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden auf der „Arbeitsebene“ erfolgen. Wer wie Sie und ich im Berufsleben steht, weiß, wie wichtig persönliche Kontakte sind und die tägliche Arbeit erleichtern können. Auf der Grundlage solcher Gespräche kann letztlich sogar eine Harmonisierung der Aufsichtsstandards „von unten“ eintreten.

Weiter müssen die Aufsichtsstandards international qualitativ harmonisiert werden, damit von unseriösen Marktintermediären kein „form shopping“ vorgenommen werden kann. Es muss ausgeschlossen werden, dass Aufsichtsstandards durch den Umweg über das Ausland umgangen werden können.

Dabei müssen die Aufsichtsstandards sowohl rechtlich als auch tatsächlich – d. h. in der praktischen Umsetzung – harmonisiert werden.

Wichtig ist es für eine funktionsfähige Aufsicht, dass sie über einen tragfähigen Rechtsrahmen verfügt. Wesentlich ist für die Effizienz einer Aufsichtsbehörde immer, dass ihr eine praktikable Rechtsgrundlage zur Verfügung gestellt wird, die Aufsichtsbefugnisse und -kompetenzen eindeutig bestimmt. Diese Grundlagen müssen so flexibel gestaltet sein, dass die Aufsichtsbehörde auch modernen technischen Entwicklungen gerecht werden kann. Hier ist auch in Deutschland der Bundesgesetzgeber in der Pflicht.

Diese Maßnahmen betreffen den Rechtsrahmen, die praktische Durchführung der Aufsicht bleibt davon unberührt. Deshalb plädiere ich zunächst nachhaltig für einen regelmäßigen, institutionalisierten Informationsaustausch der betroffenen Behörden. Dieser Austausch ist besonders wichtig bei Kooperationsbörsen. Die Organisationseinheit FESCOPOL ist dabei sicherlich der richtige Weg, wenn ich auch in der Praxis eine Beteiligung der Behörden vor Ort in dieser Einheit vermissem. In die je-

weilige Arbeitsgruppe ist nur ein Mitglied des BAW delegiert worden; die Länderaufsichten erhielten trotz nachhaltigen Drängens aus Zuständigkeitseifersüchteleien keinen Zutritt. Diese kann so nicht bleiben: die Börsenaufsichten brauchen den direkten Zutritt zu derartigen Organen der Kooperation.

Weiter könnte ich mir zur Verbesserung der Aufsichtsintensität die Errichtung einer internationalen Kartei der „schwarzen Schafe“ unter den Handelsteilnehmern vorstellen. In dieser Kartei müssten Informationen enthalten sein, die anderen Aufsichtsbehörden die Beurteilung der Zuverlässigkeit eines Handelsteilnehmers ermöglichen. So gehören in diese Kartei sicherlich Daten über verhängte Sanktionen, Handelsausschlüsse, Solvenzprobleme oder gar Insolvenzen. Generell sollte sich diese Kartei nicht nur auf die entsprechenden juristischen Personen erstrecken, sondern auch auf die dahinter stehenden natürlichen Personen.<sup>77</sup>

Restriktionen im Bereich der Informationsaustauschmöglichkeiten der Aufsichtsbehörden – wie sie z. B. in manchen Ländern durch strikte Bank- und Börsengeheimnisse – entstehen, müssen zunehmend abgebaut werden.

Letztlich sollte die internationale Anerkennung und Durchsetzung von hoheitlichen Maßnahmen einer nationalen Behörde verbessert werden. Für diesen Bereich enthalten die Memoranda of Understanding regelmäßig wenig Essentielles. Hier müssen die internationalen Abkommen und EU-rechtliche Vorschriften weiter ausgebaut und verbessert werden, so dass eine unbürokratische und zügige Durchsetzung von Verwaltungsmaßnahmen im Ausland möglich ist. Meine Anregung wäre es, vergleichbar dem § 53 b Abs. 6 KWG – den nationalen Behörden die Nachschau bei den Handelsteilnehmern mit Sitz im Ausland zu ermöglichen, die an den von ihnen überwachten Börsen zugelassen sind. Solche Betretungsrechte bei Handelsteilnehmern mit Sitz im Ausland, die an einer inländischen Börse zugelassen sind, sind schon im Hinblick auf eine Gleichbehandlung aller Handelsteilnehmer einer Börse erforderlich.

Nach § 53 b Abs. 6 KWG kann eine Bankaufsichtsbehörde aus einem anderem Staat des Europäischen Wirtschaftsraums die Zweigniederlassungen in Deutschland der in ihrem Land zugelassenen Institute nach vorheriger Unterrichtung des BAKred auf deutschem Gebiet aufsuchen.

Konzentriert sich ein Handelsteilnehmer mit Sitz im Ausland ausschließlich oder ganz überwiegend auf den grenzüberschreitenden Handel an einer anderen Börse, so hat meistens allein die jeweilige Börsenaufsichtsbehörde ein wesentliches Interesse daran, die Geschäftsräume des betroffenen ausländischen Handelsteilnehmers zu betreten. Für dieses Betretungserfordernis besteht meistens Eilbedürftigkeit, so dass langwierige Amtshilfeersuchen ungeeignet sind. Territoriale Interessen sollten

---

<sup>77</sup> Die gesellschaftsrechtlichen Gestaltungsmöglichkeiten erschweren die Beurteilung von Zuverlässigkeitsanforderungen. Da eine juristische Person an sich nicht zuverlässig ist, ist es erforderlich, sich ein Bild über die dahinterstehenden natürlichen Personen zu machen.

unter dem Gesichtspunkt einer gesamtwirtschaftlich erforderlichen effizienten Kapitalmarktaufsicht dahinter zurücktreten.

## G. Zusammenfassung

- Verbesserung/Vertiefung der Zusammenarbeit, auch auf Arbeitsebene. Stärkere Einbeziehung der Börsenaufsichtsbehörden der Länder.
- Harmonisierung der Aufsichtsstandards.
- Stärkung der Vollzugsrechte nationaler Behörden bei grenzüberschreitenden Vorgängen insbesondere im EU-Bereich
- Aufbau einer Kartei der „schwarzen Schafe“.
- Der Aufbau weiterer Behörden ist ein Irrweg; besser ist es, die grenzüberschreitende Kompetenz bestehender nationaler Behörden zu verbessern.
- Der Aufbau einer europäischen Zentralaufsicht führt zur Praxisferne.

## H. Schlussbemerkung

Die vorstehenden Ausführungen zeigen m. E. auf, dass Börsenkooperationen und die neuen Formen des Europa-Passes weder organisationsrechtlich noch zulassungsrechtlich unlösbare Probleme aufwerfen, sondern mit einem gewissen Engagement und einem gewissen Maß an juristischer Kreativität überwunden werden können. Dennoch sind gerade die aufsichtsrechtlichen Fragestellungen, die sich aus der Globalisierung der Kapitalmärkte ergeben noch nicht zufriedenstellend gelöst bzw. die vorhandenen Lösungsansätze könnten optimiert werden. Hier gibt es noch für alle Seiten einigen Handlungsbedarf. Meine hierzu formulierten „Visionen“ können hier vielleicht den einen oder anderen Anstoß geben.

Zum Schluss ist noch in eigener Sache anfüge:.. Die bestehenden Kooperationen und insbesondere das Eurex-Modell haben gezeigt, dass eine Länderbehörde, die Hessische Börsenaufsichtsbehörde, den internationalen Anforderungen gerecht werden kann. Die Zusammenarbeit in diesem Projekt hat gezeigt, dass es keiner Bundesbörsenaufsicht bedarf.

## Literaturverzeichnis

BBI, 1995 II, S. 419 ff.

*Beyer*, Anerkennung nationaler Rechtsakte zwischen den Staaten der Europäischen Gemeinschaft, in: EWS, S. 12 ff.

Commission des opérations de bourse, BAW, Paris, 1996.

Comisión Nacional del Mercado de Valores, BAW, Frankfurt am Main, 1997.

Comissao Do Mercado De Valores Mobiliarios, BAW, Brüssel, 1998.

Commissione Nazionale per le Società a la Borsa, BAW, Stockholm, 1997.

*Deckert/v. Rüden*, Anlegerschutz durch Europäisches Kapitalmarktrecht, Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht, S. 48.

EG-Vertrag.

Eurex-Börsenordnung.

*Follak/Hahn*, Kapital und Zahlungsverkehr, in: Dausen, Manfred A. (Hrsg.), Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts, Stand: Dezember 1997, Rn. 51.

*Geibel*, in: Schäfer, a. a. O., § 7 WpHG RdNr. 4.

*Groß*, Die administrative Föderalisierung der EG, JZ 1994, S. 596 ff.

*Häcker/Rieg*, Internet Trading, Handel mit Zukunft, Die Bank 10/98, Köln, 1998, S. 602.

*Hakenburg*, in: Lenz, Carl Otto: EG-Vertrag, 1994, Art. 59, RdNr. 18, Köln, 1. Auflage, S. 324 f.

*Jellinek*, Die Europäischen Übereinkommen über Amts- und Rechtshilfe, NVzW 1982, S. 535.

*Koller*, in: Assmann/Schneider, Wertpapierhandelsgesetz, 1999, § 31 WpHG Rn. 7 a.

*Neßler*, Der Transnationale Verwaltungsakt – Zur Dogmatik eines neuen Rechtsinstituts, NVwZ, 1995, S. 864.

*Pohl*, Innovative Finanzinstrumente im gemeinsamen europäischen Bankenmarkt, 1. Auflage, Baden-Baden, 1994, S. 19.

Richtlinie 79/279/EWG (Börsenzulassungs-Richtlinie), Abl. 1979, Nr. L 66/21.

Richtlinie 80/390/EWG (Börsenprospekt-Richtlinie), Abl. 1980, Nr. L 100/1.

Richtlinie 89/646/EWG (Bankrechtskoordinierungsrichtlinie), Abl. 1989 Nr. L 386/1.

Richtlinie 93/6/EWG (Kapitaladäquanz-Richtlinie), Abl. 1993, Nr. L 141/1.

Richtlinie 93/22/EWG (Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie), Abl. 1993, Nr. L 141/27.

Richtlinie 94/19/EWG (Richtlinie über Einlagensicherungssysteme), Abl. 1994, Nr. L 135/5.

Richtlinie 97/9/EWG (Richtlinie über Systeme zur Entschädigung der Anleger), Abl. 1997, Nr. L 84/22.

*Schäfer*, Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz, Verkaufsprospektgesetz, 1999, § 2 WpHG RdNr. 47.

*Schlag*, Grenzüberschreitende Verwaltungsbefugnisse im EG-Binnenmarkt, 1998, S. 46.

*Schneider*, Harmonisierung, S. 268.

*Schuster*, Die internationale Anwendung des Börsenrechts, Berlin, 1996, S. 241.

*Sieweck*, Der europäische Finanzmarkt wächst zusammen, Sparkasse, 1998, S. 214.

*Tietmeyer*, Hans, Die angemessene Aufsicht des Finanzsystems ist eines der großen Zukunftsthemen, in: ZfKW, 52. Jhg., 3/99, S. 109.

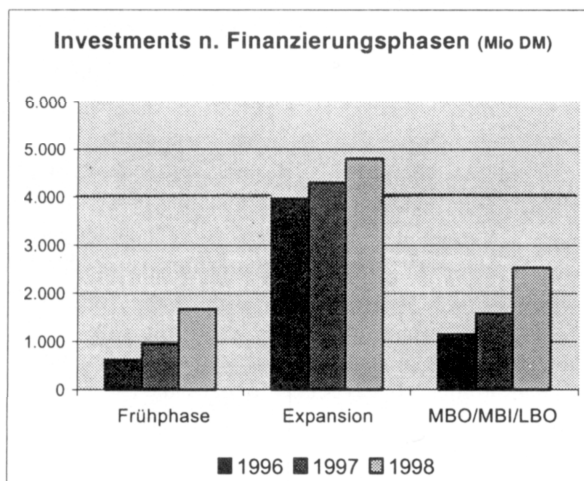
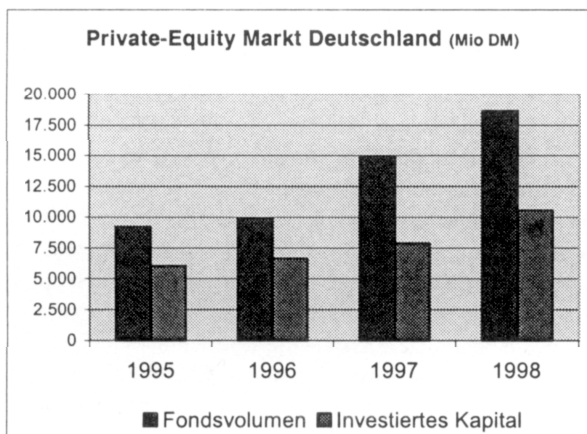
*Weber*, Kapitalmarkt, Börsen- und Investmentrecht, in: Dausen, Manfred A. (Hrsg.), Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts, Stand: Dezember 1997, RdNr. 103.

*Wittich*, Einheitlicher Europäischer Finanzmarkt, Vortrag im Rahmen des 2. Kapitalmarktrechtssymposiums der Deutschen Börse AG, in: Veröffentlichungsreihe der Deutschen Börse AG.

# Erfüllbare und nicht erfüllbare Erwartungen einer Volkswirtschaft an Beteiligungsgesellschaften

Von *Dietrich Weber*, Frankfurt a.M.

Mein Thema lautet: Erfüllbare und nicht erfüllbare Erwartungen einer Volkswirtschaft an Beteiligungsgesellschaften. Bevor ich mit meinem Thema beginne, lassen Sie mich mit zwei Schaubildern den Markt der Beteiligungsgesellschaften aufzeigen.





Es wird deutlich, dass der Markt der Beteiligungsgesellschaften volkswirtschaftlich relevante Dimensionen erreicht hat.

Ein Merkmal haben alle Beteiligungsgesellschaften gemein: Sie gehen alle nur Beteiligungen auf Zeit ein. Beteiligungen werden erworben, um sie zu veräußern. Dies bringt den Beteiligungsgesellschaften den Ruf ein, das schnelle Geld auf Kosten anderer zu machen – ein, wie ich meine, in dieser Verallgemeinerung nicht zu rechtfertigender Vorwurf. Natürlich arbeiten Beteiligungsgesellschaften mit dem Ziel, Gewinne zu erwirtschaften, ein Ziel, das, wie wir alle wissen, nicht volkswirtschaftlich nützliche Funktionen ausschließt. Mit den Funktionen der Beteiligungsgesellschaft und der Frage ihrer volkswirtschaftlichen Nützlichkeit möchte ich mich im Folgenden befassen.

Ausgangspunkt jeglicher Aktivitäten einer Beteiligungsgesellschaft ist ein Unternehmer, der sein Unternehmen ganz oder teilweise veräußern will, um selbst Kasse zu machen, oder aber einen Mitgesellschafter sucht, der im Wege einer Kapitalerhöhung dem Unternehmen neues Eigenkapital zuführt.

Auf den ersten Blick könnte man meinen, für die Suche nach einem Käufer oder Beteiligungspartner gebe es den Firmenmakler. Wozu dann also noch eine Beteiligungsgesellschaft? Herkömmliche Firmenmakler können nur erfolgreich sein, wenn Angebot für und Nachfrage nach einem Unternehmen zeitgleich zusammentreffen. Einen überschaubaren Unternehmensmarkt gibt es, von der Börse einmal abgesehen, nicht. Die geringe Chance, Angebot für ein und Nachfrage nach einem Unternehmen in einem wenig transparenten Markt zeitgleich zusammenzubringen, ist der Grund für die begrenzte Effizienz der Firmenmakler. Eine Funktion der Beteiligungsgesellschaft besteht darin, dass sie das Erfordernis der Zeitgleichheit von Angebot und Nachfrage aufhebt, indem sie selbst auf eigenes Risiko als Käufer auftritt, um die so erworbene Beteiligung zu einem späteren Zeitpunkt an einen Beteiligungsinteressenten mit eigenen Marktinteressen weiterzuveräußern.

Es ist aber nicht nur eine zeitliche Brückenfunktion, die die Beteiligungsgesellschaften ausüben. Die Renditechancen wären dabei auch viel zu gering. Beteiligungsgesellschaften können nur Erfolg haben, wenn es ihnen gelingt, in der Zeit zwischen Erwerb und Veräußerung die Ertragskraft und damit den Wert des Unternehmens zu erhöhen. Beteiligungsgesellschaften erzielen also ihre Rendite aus dem Mehrwert, den das Unternehmen während der Zeit ihrer Beteiligung erfährt. Die Erhöhung der Ertragskraft des Unternehmens wird zum einen dadurch erreicht, dass in der Regel der Beteiligungserwerb mit einer Kapitalerhöhung verbunden ist, dem Unternehmen also neues Eigenkapital zugeführt wird. Mit der Eigenkapitalerhöhung erhält das Unternehmen eine neue Bilanzstruktur, die eine finanziell abgesicherte Expansion ermöglicht. In der Mehrzahl der Fälle ist es aber nicht nur die Kapitalzufuhr, sondern auch der ordnende Einfluss der Beteiligungsgesellschaften auf die Unternehmensführung, die zur Effizienzsteigerung des Unternehmens führt. Nicht, dass eine Beteiligungsgesellschaft in das laufende Geschäft des Unterneh-

mens eingreift – dies wäre sogar kontraproduktiv. Sie legt nur Wert darauf, dass das Unternehmen vernünftig organisiert, ein einwandfreies Rechnungs- und Berichtswesen sowie Controlling besitzt und dass die Geschäftsführung durch Installierung eines Beirates einen Counterpart erhält, in dem nicht nur Gesellschaftervertreter, sondern unabhängige und erfahrene Persönlichkeiten aus dem Wirtschaftsleben vertreten sind. Man muss sich vergegenwärtigen: In der überwiegenden Zahl der Fälle sind es mittelständische Unternehmer, die die Beteiligungsgesellschaften auf Beteiligungskapital ansprechen, Unternehmer, denen eine gute, begleitende Beratung sehr nützlich sein kann. Die gestaltende Funktion einer Beteiligungsgesellschaft wird auch von den Partnerunternehmen durchaus gewürdigt. Ich darf hier auf eine Studie der PwC verweisen.

<b>Managementunterstützung durch Finanzinvestoren</b>	<b>%</b>
↳ Kompetenter Diskussionspartner	69,9
↳ Finanzielle Beratung	58,8
↳ Quelle für Ideen und Anregungen	45,8
↳ Managementunterstützung und Entscheidungshilfe	45,4
↳ Vermittlung von Kontakten / Netzwerk	31,0
↳ Entwicklung von Unternehmensstrategien	29,6
↳ Beratung bei der Rekrutierung von Managern	9,7
↳ Zugang zu Marktinformationen	8,8
↳ Entwicklung von Marketingstrategien	3,7

*Quelle: PwC Wirtschaftliche Informationen, 12/99*

Natürlich funktioniert der angestrebte positive Einfluss der Beteiligungsgesellschaften auf die Unternehmensführung nicht immer. Das kann an dem Unternehmer liegen; es kann aber auch in der Unfähigkeit des Beteiligungsmanagers begründet sein. Das Anforderungsprofil an Manager von Beteiligungsgesellschaften ist sehr hoch. Er sollte ein guter Akquisiteur, ein guter Analyst bei der Beurteilung des Unternehmens und des Marktes, sowie ein kompetenter Partner des Unternehmers bei wichtigen Unternehmensentscheidungen sein. Die Gefahr von personellen Fehlbesetzungen und damit von Fehlleistungen der Beteiligungsgesellschaften ist vorgegeben.

Halten wir fest: Expansionsfinanzierung zur Steigerung der Ertragskraft des Unternehmens ist eine der wesentlichsten Funktionen einer Beteiligungsgesellschaft.

Wie wir eingangs anhand des Schaubildes gesehen haben, stellen die Expansionsfinanzierungen ca. 50 % aller Engagements der deutschen Beteiligungsgesellschaften dar.

Meine Prognose ist, dass die Expansionsfinanzierung durch Beteiligungsgesellschaften in den nächsten Jahren stark zunehmen wird. Es ist bekannt, dass die Eigenkapitalausstattung deutscher Unternehmen, insbesondere im Vergleich zu angelsächsischen Unternehmen, extrem gering ist.

Banken verändern ihr Kreditvergabeverhalten. Sie haben erkannt, dass sie bei der Mehrzahl der Unternehmen ein höheres unternehmerisches Risiko tragen als die Gesellschafter. In der Tat ist ein derartiger Zustand widersinnig. Es kann nicht sein, dass der Unternehmer, solange das Unternehmen floriert, eine Eigenkapitalrendite von beispielsweise 30 % oder mehr erzielt, die kreditgebende Bank sich mit 6 % Zinsen abfinden muss, was einer Zinsmarge von ca. 1 % entspricht, jedoch im Falle einer Schieflage des Unternehmens der Hauptverlierer ist. Chancen und Risiken müssen auch im Finanzsektor in etwa ausgewogen sein. Banken werden also immer stärker auf eine ausgewogene Eigenkapitalausstattung achten. Ein wachsendes Unternehmen hat zwangsläufig eine kontinuierlich steigende Bilanzsumme. Das Eigenkapital muss entsprechend mitwachsen. Dies kann bei nicht börsennotierten Unternehmen in der Regel nur durch Thesaurierung der Gewinne erfolgen. Deutsche Unternehmen haben hier einen schweren Stand. Hohe Kosten und hohe Steuern, also auch im internationalen Vergleich niedrige Nettogewinne, erschweren die notwendige Bildung von Rücklagen. Kapitalerhöhung mit Mitteln einer Beteiligungsgesellschaft sind für viele Unternehmer die einzige Alternative zum Verzicht auf Expansion.

Im Bereich der Expansionsfinanzierung ist der gute Ruf der Beteiligungsgesellschaften wenig angezweifelt.

Das zweite große Betätigungsfeld der Beteiligungsgesellschaften, Management-Buy-out (MBO)/Management-Buy-in (MBI), ist nicht so unumstritten. Vielleicht sollte ich mit der Schilderung beginnen, wie ein MBO funktioniert.

Manager, die sich an einem Unternehmen beteiligen wollen, haben in der Regel kein Geld. Wer kein Geld hat, kann auch nicht kaufen. Dieser Grundsatz galt in früheren Zeiten nahezu uneingeschränkt. Deshalb schieden Manager als Erwerber von Unternehmen aus. Beim MBO der Neuzeit heißt es dagegen: Obwohl der Manager kein Geld hat, kann er sich dennoch an einem Unternehmen beteiligen.

Dieses Paradoxon ist leicht erklärt. Der Manager besitzt das Know-how, um das zum Verkauf anstehende Unternehmen zu führen. Über dieses Know-how verfügt ein kapitalkräftiger Kaufinteressent, der sein Geld gewinnbringend anlegen möchte, häufig nicht. Nichts liegt näher, als dass sich Kapital und Wissen zusammentun. In dieser Symbiose von Kapital und Wissen liegt das ganze Geheimnis eines MBO. In der Praxis sieht das wie folgt aus: Ein Unternehmen soll für 40 Mio DM verkauft

werden. Verkäufer ist ein Großkonzern. Die drei Geschäftsführer des Unternehmens sind an dem Erwerb interessiert. Jeder von ihnen kann durch staatliche Fördergelder, die Unternehmensgründern gewährt werden, 700 TDM aufbringen. Mit 2,1 Mio DM wollen sie 51 % des Unternehmens erwerben. Infolgedessen muss die Beteiligungsgesellschaft für ihre 49 % 1,9 Mio DM zahlen.

Nunmehr hat man aber erst 4 Mio DM, also 10 % des Kaufpreises, finanziert. Es fehlen noch 36 Mio DM. Die Manager bringen neben ihren 2,1 Mio DM das Führungs-Know-how mit. Erwartet wird von dem kapitalkräftigen Investor, also der Beteiligungsgesellschaft, zu Recht, dass auch er noch eine besondere Leistung erbringt. Diese besondere Leistung des Investors besteht in der Regel darin, dass er eine stille Beteiligung einbringt. In unserem Beispiel wären das 20 Mio DM. Stille Beteiligung heißt in der Praxis beim MBO nahezu immer: Beteiligung auf Zeit, also Laufzeit beispielsweise zehn Jahre. Nach Ablauf der zehn Jahre ist die Beteiligungssumme zum Nennwert zurückzuzahlen. Der Investor partizipiert also mit seiner stillen Beteiligung nicht am Wertzuwachs des Unternehmens. Der Investor erhält dagegen ein Beteiligungsentgelt, was sehr häufig als fixes Beteiligungsentgelt vereinbart wird, das dann aber deutlich über dem marktüblichen Zinssatz für Bankkredite liegen wird. Die stille Beteiligung ist ungesichert. Der Investor stellt also diese 20 Mio DM voll ins Risiko. Scheitert das MBO, so hat der Investor ca. 22 Mio DM verloren.

Nunmehr haben wir 24 Mio DM zusammen. Es fehlen also noch 16 Mio DM für die Zahlung des Kaufpreises. Man wird versuchen, einen Kreditgeber, im Zweifel eine Bank zu finden, die diesen restlichen Betrag als Kredit finanziert. Die Bank wird diese fehlenden 16 Mio DM nur finanzieren, wenn Sicherheiten geboten werden.

Was liegt näher, als der Bank das Vermögen des zu erwerbenden Unternehmens zur Sicherheit anzubieten. Voraussetzung ist natürlich, dass das zu erwerbende Unternehmen genügend Kreditspielraum besitzt, also Vermögen, das den Banken noch nicht zur Sicherheit abgetreten worden ist. Der Kreditspielraum des zu erwerbenden Unternehmens wird also verwandt, um einen Teil des Kaufpreises zu finanzieren.

Die Finanzierung des Kaufpreises mit Krediten bringt den Käufern, also den Managern und der Beteiligungsgesellschaft, mehrere Vorteile. Zum einen wird Liquidität gespart. Der vielleicht vorteilhafteste Effekt ist aber, dass sich die Rentabilität des eingesetzten Eigenkapitals erhöht. Natürlich vorausgesetzt, dass die erwartete Rendite das Zinsniveau übersteigt – das ist der sogenannte Leverage-Effekt.

MBOs sind ohne Kreditbelastung des Unternehmens so gut wie nie möglich. Daraus können Risiken für das Unternehmen erwachsen, das zum Gegenstand des MBOs gemacht wird. Grundsätzlich ist nichts dagegen einzuwenden, wenn ein Unternehmen seinen Kreditspielraum ausnutzt. Werden Bankkredite aufgenommen, kann schneller expandiert und die Rentabilität schneller realisiert werden. Sicherung der Zukunft des Unternehmens ist also das Stichwort. Bei einer Finanzierung

des MBO mit Bankkrediten liegen die Dinge allerdings etwas anders. Hier wird der Kreditspielraum nicht ausgenutzt, um das Unternehmen durch Investitionen nach vorne zu bringen, sondern um den Verkäufern den vereinbarten Kaufpreis zahlen zu können. Ein Effekt des Ausbeutens des Unternehmens ist unverkennbar. Die sichtbare Folge ist, dass sich die Relation des Eigenkapitals zur Bilanzsumme verschlechtert. Das Unternehmen verfügt über geschmälerete Kapitalreserven, um Gewinneinbrüche zu überbrücken oder Investitionschancen wahrzunehmen.

Eine weitere Risikosphäre ergibt sich aus dem Wesen der Leverage-Finanzierung. Mit einer Fremdkapitalfinanzierung entstehen zusätzliche Zinskosten. Finanzierungskosten sind Fixkosten, also Aufwand, der unabhängig von der Höhe des Umsatzes anfällt. Sollte der geplante Umsatz nicht erreicht werden, so gerät das Unternehmen vorzeitig als ohne diesen Fixkostenblock in die Verlustzone. Außerdem sind die Unternehmensverluste entsprechend höher. Mit dem aus der Leverage-Finanzierung herleitbaren Verlustrisiko erhöht sich das zuerst angesprochene Risiko aus dem geringeren Finanzierungsspielraum für Investitionen und für eine etwa notwendig werdende Verlustfinanzierung. Es existiert also eine Risikokumulation, die man nicht aus dem Auge verlieren darf.

Halten wir fest: Die mit einem MBO verbundene Fremdkapitalaufnahme wird die Substanz des Unternehmens angreifen: Je höher die Leveragequote, desto größer ist die Gefahr, dass mit dem MBO die Erfolgchancen des Unternehmens gefährdet werden.

Diesem Nachteil stehen aber Vorteile gegenüber, die von höherem Gewicht sein können als die geschilderten Nachteile.

Bei jedem MBO ist die zwangsläufige Ausgangssituation, dass es einen Unternehmer gibt, der sein Unternehmen veräußern möchte. Als MBOs noch unbekannt waren, kamen als potentielle Unternehmenserwerber nur andere Unternehmer in Frage. Nur sie verfügten über das notwendige Kapital zum Erwerb eines weiteren Unternehmens in Verbindung mit dem notwendigen Know-how und dem persönlichen Interesse zur Führung eines Unternehmens. Unternehmen wurden somit praktisch immer nur von Unternehmen gekauft. Damit musste nahezu jede Unternehmensveräußerung zu einer Konzentration in der Wirtschaft führen.

Bei einem MBO dagegen bleibt das zu verkaufende Unternehmen selbständig. Der unliebsame Konzentrationseffekt durch eine Unternehmensveräußerung tritt nicht ein. Sogar eine Konzernentflechtung ist denkbar, nämlich dann, wenn Manager einen Betrieb aus einem Konzern herauskaufen.

Diesen Vorteil muss man sehr hoch einschätzen. Der Wert unseres Wirtschaftssystems für die Nichtunternehmer, also für die übergroße Zahl unserer Bürger, besteht in den Freiheitsräumen und damit in den vermehrten Möglichkeiten der Selbstverwirklichung, die sich für jeden einzelnen aus der Konkurrenz der Unternehmer untereinander herleiten.

Halten wir fest: Eine Unternehmensveräußerung ohne MBO führt in der Regel zum Untergang eines bisher selbständigen Unternehmens. Durch einen MBO wird dies verhindert. Deshalb ist die Idee des MBOs aus volkswirtschaftlicher Sicht grundsätzlich positiv zu bewerten.

MBO bedeutet zudem auch, dass in der Regel kompetente Manager zu Unternehmern werden und in vielen Fällen Leistungen zugunsten des Unternehmens erbringen, zu denen der bisherige Unternehmer oder ein anderer Käufer, wie z. B. ein kapitalkräftiger Konzern, nicht in der Lage sein würde.

Dies ist ein weiterer sehr wichtiger Punkt. Die Qualität eines Unternehmens ist weitgehend von der Qualität seines Unternehmers abhängig. Ein veräußerungswilliger Unternehmer ist nicht selten müde oder anderweitig bei der Führung seines Unternehmens überfordert. Ein tüchtiger Manager, der im Wege des MBOs unter Einsatz eigenen Kapitals die ungewöhnliche Chance erhält, über Nacht zum selbständigen Unternehmer zu werden, kann neue Kräfte freisetzen und eine Dynamik auslösen, die dem Unternehmen und somit mittelbar der Allgemeinheit zugute kommt. Auch aus dieser Sicht ist die Idee des MBOs von hohem Wert.

Zusammenfassend lässt sich sagen: MBOs sind von ihrer Grundkonstruktion her positiv zu bewerten. Die Vorteile überwiegen die von mir dargestellten Risiken aus der Leverage-Finanzierung immer dann, wenn die Leverage-Finanzierung nicht zu einer Hazard-Finanzierung ausartet.

Im Übrigen sprechen auch die Fakten für diese Feststellung. Bei BdW, Beteiligungsgesellschaft für die deutsche Wirtschaft mbH, der Gesellschaft, für die ich tätig bin, ist noch nie ein MBO gescheitert. Ganz allgemein kann man sagen, dass in der Bundesrepublik die Zahl der gescheiterten MBOs verschwindend gering ist.

Kommen wir zum dritten großen Markt der Beteiligungsgesellschaften: Die Finanzierung von Unternehmensgründungen bzw. sehr junger, im Markt noch nicht etablierter Unternehmen. In diesem Bereich sind Beteiligungsgesellschaften oft harscher Kritik ausgesetzt. Man schaut nach USA und stellt fest, dass, auch relativ gesehen, dort die Zahl der Unternehmensgründungen weit über dem Niveau in Deutschland liegt, obwohl staatliche Fördermittel für Unternehmensgründer in der Bundesrepublik sogar höher liegen als in USA.

In den USA ist die Welle der Unternehmensgründungen seit Jahren ungebrochen. Venture-Capital-Gesellschaften sorgen dort für das notwendige Eigenkapital. VC-Gesellschaften sind auch in den USA nicht gemeinnützige, sondern profitorientierte Unternehmen. Ein stetiges Engagement amerikanischer VC-Gesellschaften über nunmehr schon mehr als zwei Jahrzehnte wäre ohne entsprechende Gewinne nicht denkbar.

Warum dann aber die Abstinenz deutscher Beteiligungsgesellschaften bei Unternehmensgründungen?

In der BRD gibt es mehr als 150 Beteiligungsgesellschaften, die in harter Konkurrenz zueinander das ihnen anvertraute Kapital anlegen wollen. Darunter befinden sich im Übrigen viele Tochtergesellschaften angelsächsischer VC-Gesellschaften. Es fehlt und fehlte in unserem Lande weder an leistungsfähigen Beteiligungsgesellschaften noch an Beteiligungskapital. Zudem: Heutzutage sind Kapital und Know-how weltweit mobil. Sollten deutsche Beteiligungsgesellschaften aus Mangel an Kapital, aus Unerfahrenheit oder Übervorsicht Renditechancen im Markt der Start-ups nicht wahrnehmen, ausländische Fonds mit ihrem Kapital und Wissen würden mit Freuden einspringen. Im Vergleich mit ihren amerikanischen Pendanten haben Beteiligungsgesellschaften bei deutschen Unternehmensgründungen offensichtlich geringere Renditechancen.

Ein Handicap der Vergangenheit ist inzwischen beseitigt worden: Wir haben einen „Neuen Markt“, der Nasdaq vergleichbar. Die Börse „Neuer Markt“ hat zwar nichts mit Unternehmensgründungen zu tun; erst in einem späteren Stadium des zu finanzierenden Unternehmens bekommt diese neue Börse unmittelbare Relevanz. Der „Neue Markt“ eröffnet aber jungen Unternehmen mit erkennbaren Zukunftschancen die Möglichkeit, ihre erhoffte, aber keineswegs schon sichere Expansion über die Börse zu finanzieren. Ohne den „Neuen Markt“ war im Zweifel die Beteiligungsgesellschaft gezwungen, weiteres Eigenkapital für die Expansion nachzuschießen. Alles lief darauf hinaus, dass die Beteiligungsgesellschaft Gefahr lief, viel zu viel Kapital in eine in diesem frühen Stadium noch hoch riskante Unternehmung investieren zu müssen, eine Todsünde im Beteiligungsgeschäft. Eher war man bereit, das junge Unternehmen trotz langfristiger Erfolgchance in den Konkurs zu schicken – eine in jeder Hinsicht abschreckende Perspektive. Heute weiß die Beteiligungsgesellschaft, dass im Falle einer Beteiligung an einer erfolgreichen Unternehmensgründung die Anschlussfinanzierung über die Börse möglich sein wird. Außerdem hat die Beteiligungsgesellschaft die Chance, ihre Gesellschaftsanteile an dem jungen Unternehmen mit Gewinn über die Börse zu veräußern.

Insofern wird sich das Engagement der Beteiligungsgesellschaften im Frühphasenbereich auch in Deutschland stark erhöhen.

Dennoch werden Unterschiede zum US-Markt bleiben. Zum einen haben Unternehmensgründer in den Vereinigten Staaten einen natürlichen Vorteil: Der große Binnenmarkt. Ein deutscher Unternehmensgründer ist trotz EG zunächst auf den deutschen Markt beschränkt. Der Sprung auf den französischen, italienischen oder englischen Markt ist zumindest kostspielig. Die nationalen Marktbarrieren sind noch immer beachtlich. Andere Nachteile ranken sich um den Begriff „Standort Deutschland“. Überreglementierung, hohe Arbeitskosten und im Erfolgsfall hohe Steuern sind nun einmal nicht der ideale Nährboden für die Erfolgsstory einer Unternehmensgründung.

Es gibt aber auch noch andere Hindernisse, die gesellschaftspolitischer Art sind. Amerikaner bewundern ihre Unternehmer, lesen deren Biographien und sind schon



deshalb unternehmerischem Denken viel näher als Europäer. Die in deutschen Elternhäusern, Schulen und Hochschulen weitverbreitete Geringschätzung des Unternehmertums hat psychologische Barrieren geschaffen, die manchen potentiellen Unternehmensgründer von dem Schritt in die Selbständigkeit abhalten. Möglicherweise sind wir gerade in einer Phase, in der sich die Einstellung zum Unternehmertum ändert. Sie ist notwendig, wenn sich die Zahl der Unternehmensgründungen nennenswert steigern soll.

Es kommt hinzu: Ein leistungstarker Mitarbeiter genießt in einem deutschen Unternehmen soziale Wohltaten, wie schwere Kündbarkeit, Altersversorgung, geordnete Arbeitszeit und viel Urlaub. Er stellt, wenn er sich selbständig machen will, mehr Annehmlichkeiten ins Risiko als sein amerikanischer Kollege. Unter diesen Umständen ist sein Drang zu einer Karriere als selbständiger Unternehmer nicht sehr ausgeprägt. Demzufolge ist der Anteil der bereits unternehmensefahrenen Unternehmensgründer bei uns relativ gering. In diesem Zusammenhang steht ein Phänomen, das Ihnen wahrscheinlich alle Manager von Beteiligungsgesellschaften, die mit Unternehmensgründern zu tun haben, bestätigen können: Die Laienhaftigkeit, mit der die Mehrzahl der Unternehmensgründer zu Werke geht, ist erschütternd.

Unternehmensgründer mit Produktinnovationen sind meist Ingenieure, Techniker, Physiker, Chemiker, Biologen, Mediziner etc., sind also produktorientierte Persönlichkeiten. Sie haben eine Produktidee; gepaart mit technisch-wissenschaftlicher Begabung fühlen sie sich reif für eine Unternehmensgründung. In den Bereichen der Betriebswirtschaft sind sie meist unbedarft. Woher sollen sie auch wissen, wie man Marktforschung oder Unternehmensplanung betreibt, wie man ein Unternehmen finanziert oder Gesellschaftsverträge gestaltet? Naturwissenschaftler, Ingenieure und Techniker neigen dazu, die betriebswirtschaftlichen Probleme zu unterschätzen. Die Versuchung dazu ist groß. Schon die Sprache der Kaufleute ist weitgehend die Sprache des täglichen Lebens. Alles sieht so einfach aus. Hier liegt der große Irrtum. Betriebswirtschaft ist eine Lehre von Techniken der Unternehmensführung, die geistig aufgenommen und auch geübt sein wollen. Nicht nur das Arbeitsfeld der Naturwissenschaftler hat an Komplexität gewonnen; Gleiches gilt auch für die Betriebswirtschaft. Sicherlich lässt sich fast alles durch „Learning by doing“ erfassen. „Learning by doing“ heißt nichts anderes, als aus Fehlern lernen. Das dafür zu zahlende Lehrgeld ist für einen Unternehmensgründer zu hoch.

Die Beratung der Unternehmensgründer in kaufmännischen Belangen wird als Heilmittel angepriesen. Es sollen nicht nur Kapitalfonds, sondern gleichzeitig auch Beratungsstellen errichtet werden. Als wenn dadurch das Problem zu lösen wäre! Die Wirkungskraft eines Beraters ist abhängig von der Qualität des Unternehmensführers. Ein Berater kann bei der Lösung spezieller Unternehmensprobleme nützlich sein, er kann aber nicht die Funktion der kaufmännischen Führung eines Unternehmens substituieren (eine Erfahrung, die wir im Übrigen auch in den neuen Bundesländern nach der Wende machen mussten).

Dabei liegt die Lösung so nahe. Es gibt unendlich viele begabte junge Betriebswirte, die sich gerne an einer Unternehmensgründung beteiligen würden. Sie könnten ihr berufsspezifisches Know how einbringen, wären rund um die Uhr mit vollem Engagement bei der Sache. Ist es Unerfahrenheit, Hochmut oder Geiz, dass man die Rolle des Unternehmensgründers nicht mit einem kaufmännischen Partner teilen will?

Auf der gleichen Ebene steht dann auch, dass der Unternehmensgründer selbst keinerlei finanzielles Risiko tragen will – das soll die Kapitalgesellschaft alleine tragen – aber Mitspracherechte der Beteiligungsgesellschaft sollen auf ein Minimum reduziert werden.

Zusammenfassend meine ich, dass weniger fehlendes Kapital als fehlende Renditechancen für dieses Kapital und der Mangel an Unternehmerpersönlichkeiten bei den Unternehmensgründern ursächlich für die bescheidene Zahl der volkswirtschaftlich relevanten Unternehmensgründungen sind. Sicherlich gibt es auch in diesem Bereich Fehlverhalten von Beteiligungsgesellschaften, mehrheitlich aber bedingt durch mangelnde Berufserfahrungen der Beteiligungsmanager. Die „Branche“ der Beteiligungsgesellschaften ist noch jung. Viele unerfahrene Manager tummeln sich in ihr. Dies muss zwangsläufig zu Fehlverhalten bei Beteiligungsgesellschaften führen. Eine darüber hinausgehende grundsätzliche Fehleinstellung der Beteiligungsgesellschaften zum Markt der Unternehmensgründungen vermag ich dagegen nicht zu erkennen.

Zum Schluss nur noch wenige Worte zu einem neuen Phänomen im Beteiligungsgeschäft. Es gibt in der angelsächsischen Welt neuerdings Beteiligungsgesellschaften, die gutgehende Unternehmen erwerben, gegebenenfalls auch im Wege der feindlichen Übernahme, um sie dann zu zerschlagen, also in einzelne Unternehmensteile aufzuspalten, die dann getrennt über Börse oder anderweitig veräußert werden. Es sind dies meist Beteiligungen mit einem sehr hohem Kapitaleinsatz, also auch für die Beteiligungsgesellschaft hoch riskant. Im Erfolgsfall sind die Renditen allerdings traumhaft hoch. Ein volkswirtschaftlicher Nutzen ist bei diesen Operationen nicht erkennbar. Im Gegenteil: Florierende Unternehmen werden in ein unnötiges Risiko gestellt. Für die Arbeitnehmer und auch für das Umfeld der Unternehmung, wie Gemeinden, werden unnötige Risiken aufgebaut – und dies ohne jegliche Chance eines Vorteils. Eine bedrückende Perspektive, weil „Monopoly“ vom Spiel zur ernüchternden Wirklichkeit werden kann. Bisher haben deutsche Beteiligungsgesellschaften sich in diesem Bereich noch nicht nennenswert engagiert. Man kann nur hoffen, dass sich daran auch in Zukunft nichts ändern wird.

# Finanzdienstleister im Wettbewerb

Von *Xaver Carl Zimmerer*, Düsseldorf

Vor einigen Jahren war das Thema Beteiligungs-Gesellschaften in Deutschland noch Neuland. So gab es damals den Verkauf einer Thyssen-Tochter, die Aluminiumbehälter herstellte, an solch eine Beteiligungsgesellschaft, obwohl sich die Manager zu Beginn noch mit Händen und Füßen gegen diesen Verkauf wehrten. Denn sie wollten lieber bei Thyssen bleiben oder, wenn der Verkauf schon stattfinden mußte, doch wenigstens in einem anderen Konzern eingebunden werden. Aber leider gab es für ihren Produktionsbereich keine Interessenten. Nachdem 1½ Jahre vergebens versucht wurde, einen Käufer zu finden, trat Herr Prof. Weber auf den Plan und überzeugte die Manager, es eben doch mit einer Beteiligungs-Gesellschaft zu versuchen. So stellte sich doch noch ein großer Erfolg ein. Das Geld, über Leverage Finanzierung zur Verfügung gestellt, war dann auch schon nach ca. 2½ Jahren zurückgezahlt.

Die klassischen Beteiligungs-Gesellschaften waren damals Banken-Töchter, die nur Minderheiten erwarben.

Interfinanz ist nun 40 Jahre alt und somit schon 1959, als einer der Pioniere, in das Geschäft mit dem Verkauf von Unternehmensbeteiligungen oder ganzen Unternehmen eingestiegen. Es gibt noch eine andere Gesellschaft, die ihren Sitz in Hamburg hat, und zwar Angermann. Aber wir waren die ersten auf dem deutschen Markt, der seinerzeit auch von keinem anderen Unternehmen beansprucht wurde. Außerdem gab es damals nicht sehr viele Firmen, die zum Verkauf standen.

Dieser Markt lebte auch damals schon davon, Unternehmen an industrielle Partner zu verkaufen, da private Käufer sehr selten waren und Beteiligungsgesellschaften noch nicht als Käufer auftraten.

Glücklicherweise hat sich dies in den letzten 10 bis 12 Jahren stark verändert. Und nun komme ich gleich auf MBO zu sprechen. Die Deutschen, besonders die deutschen Banken, haben den Markt weitestgehend verschlafen. Sie besaßen zwar die klassischen Beteiligungsgesellschaften, die auch dann, wenn die Bank selbst keinen Kredit mehr vergab, noch Wachstumskapital zur Verfügung stellten.

Auf diese Art und Weise haben sie Beteiligungen und Einfluß bei vielen Unternehmen erworben. Aber nicht bei den Stars, sondern bei den etwas schlechter gestellten Unternehmen, was teilweise zu einem regelrechten „Blutbad“ führte.

Ursprünglich wurde dieses Geschäft von ausländischen Adressen in Deutschland entwickelt. Viele deutsche Banken gingen nach London und die Deutsche Bank nach New York. Auf jeden Fall suchte jeder sein Glück nur im Ausland, anstatt sich auch um die Geschäfte im eigenen Land zu kümmern. Ich habe immer wieder die Deutsche Bank angesprochen, da diese viele Übernahmen finanzierte und auch die riskante Leverage Finanzierung durchführte. Es war kein Problem, wenn es um Kredite ging, denn das war ein durchaus bekanntes Geschäft, aber das Eigenkapital aufzugreifen – ja, das ist riskant, und man wehrte sich auch dagegen.

Das erste Unternehmen, das dieses Geschäft professionell durchgezogen hat, ist ein englisches Institut. Heute noch ist es in Deutschland eine renommierte Gesellschaft, eine Art Kreditanstalt für den Wiederaufbau, die nach dem Krieg von der Bank von England gegründet wurde. Sie besitzt in jeder größeren Stadt in England eine Niederlassung und führt Expansionsfinanzierung für den Mittelstand durch. Ende der 80er Jahre, 1988, kam sie nach Deutschland, ging nach Frankfurt und mußte sich ein neues Betätigungsfeld suchen, da die Expansionsfinanzierung in Deutschland von der Deutschen Bank durchgeführt wurde. So wandte sie sich dann der Beteiligungsfinanzierung zu. In den letzten Jahren sind noch eine Vielzahl von amerikanischen, englischen und französischen Beteiligungsfonds hinzugekommen. Es sind oft ganz kleine Gesellschaften, die keinen großen Instituten angehören, sondern die aus Teams von 2 bis 15 Personen bestehen. Sie sammeln auf internationaler Ebene Geld ein wie bei einem Investmentfonds oder Aktienfonds und bewerten damit Unternehmensbeteiligungen. Diese Unternehmen beherrschen in Deutschland den Markt. Insbesondere bei den Mehrheitsbeteiligungen ist deutlich zu erkennen, daß es heutzutage keinen größeren Unternehmensverkauf mehr gibt, bei dem sie nicht mitbieten. Wir konnten dies gerade erst wieder beobachten, als BMW sich seines Unglückskindes Rover entledigen wollte. Es stiegen eben nicht VW oder General Motors in den Ring, sondern eine Beteiligungsgesellschaft. Sie ist erst 2 Jahre alt, hat 14 Mitarbeiter und das ist auch schon alles. Innerhalb von 6 Monaten hat sie 6 Beteiligungen in Deutschland gekauft und das sehr schnell, sehr professionell, sehr aggressiv und das Ganze mit fremdem Geld. Bisher wurden in Deutschland noch keine Sanierungsfälle erworben, sondern nur Unternehmen, die rentabel waren.

Da die deutschen Banken noch immer sehr an ihrem Minderheitengeschäft hängen, ist das Beteiligungsgeschäft weitgehend in der Hand von ausländischen Beteiligungsgesellschaften. Aber es scheint aufwärts zu gehen, in Dortmund ist die erste deutsche Beteiligungsgesellschaft notiert und hat jetzt die ersten Mehrheitsbeteiligungen erstanden und siehe da, man kann damit Geld verdienen.

Wie schon erwähnt, waren deshalb die klassischen Beteiligungsgesellschaften für den M & A-Markt, wie die der deutschen Banken, nie sehr wichtig, da hier in der Regel nur ganze Unternehmen verkauft werden. Ein Unternehmer, der aus Altersgründen verkauft, möchte nicht nur 20 % seines Unternehmens abstoßen, nein, er möchte

das komplette Unternehmen verkaufen. Und hier konnten die deutschen Institute bei MBOs früher überhaupt kein Angebot unterbreiten, da sie sagten; wenn ihr schon einen Investor habt, springen wir gerne als Zweit- oder Drittinvestor in das Boot, aber dies hat den Deal meistens eher verkompliziert.

Zum Thema: Finanzdienstleister im Wettbewerb. Dabei konzentriere ich mich auf die Branche, in der ich tätig bin. Mir ist durchaus bekannt, daß die Finanzdienstleistung mittlerweile ein großes Gebiet ist, ich möchte mich aber auf den deutschen Raum, auf das M & A-Geschäft, wie es neudeutsch eben heißt, also auf die Mittler beim Verkauf von nichtbörsenorientierten Unternehmen beschränken. Eben klassischerweise die Beteiligungen, die die Grosskonzerne abstoßen und auf die Mittelständler, die aus verschiedenen Gründen ihr Unternehmen verkaufen. Diese M & A-Branche hat sich in den letzten Jahren in Deutschland gut etabliert.

Punkt eins: Wer sind denn nun die Marktteilnehmer auf diesem Markt, der sich in den letzten Jahren so stark gewandelt hat? Da es nur noch zwei oder drei von uns (Unternehmensmakler) in Deutschland gibt, kann man uns wohl eher als eine aussterbende Rasse bezeichnen. Die Investmentbanken, das sind in der Regel angelsächsische Institute, die hier in Deutschland tätig sind zum einen, dann Töchter von Banken und von Wirtschaftsprüfungsunternehmen, den sogenannten Big Five, die jetzt auch neu in den Markt eingedrungen sind. Ebenfalls ein neuer Trend sind Töchter von großen Unternehmensberatern. Und auch grosse Anwaltskanzleien versuchen in das Geschäft einzudringen, ebenso wie M & A-Boutiquen, so nennt man kleinere Firmen, die zwischen zwei und drei Mitarbeitern haben. Davon abgesehen gibt es auch immer wieder Einzelkämpfer. Dann gibt es noch IHK Unternehmensbörsen, die besonders bei kleinen Unternehmen aktiv sind und last but not least regt sich jetzt auch im Internet schon etwas, mit der Internet-Unternehmensbörse.

Kommen wir doch erst einmal zu unserem Thema zurück. Was ist eigentlich der M & A-Markt in Deutschland? Dazu möchte ich ihnen eine Zahl vorlegen, eine Zahl, die nur auf Schätzungen beruht und wissenschaftlich kaum überprüfbar ist, da es in Deutschland keine Meldestellen für Unternehmensverkäufe gibt. Es gibt nur eine einzige Meldestelle, die ist dafür aber relativ zuverlässig, nämlich das Bundeskartellamt, bei dem Fälle ab einer bestimmten Größenordnung anzuzeigen sind. Pro Jahr werden im Bundesanzeiger zwischen 1.000 und 1.500 Fälle veröffentlicht, so daß diese dann auch nachlesbar sind. Der Rest sind dann veröffentlichte Deals, die von verschiedenen Marktteilnehmern gezählt wurden. Wenn sie nun diese Zahl sehen, werden sie sicherlich denken, das sind aber wenige, nicht einmal 2.500 im letzten Jahr, ganz besonders, wenn einem noch die Zahlen im Ohr klingen, die man immer wieder irgendwo veröffentlicht bekommt. So geht zum Beispiel das Mittelstandsinstitut davon aus, daß in den nächsten fünf Jahren ca. 700.000 Unternehmen zum Verkauf stehen werden. Wenn man nun 700.000 durch 5 teilt, erhält man aber 140.000 Transaktionen pro Jahr. Und wir sehen aber nur die Zahl 2.500, das paßt doch überhaupt nicht zusammen.

Aber das paßt sehr gut zusammen. Ich zeige ihnen nun noch eine weitere Zahl, die ebenfalls nicht wissenschaftlich überprüft ist, die ich aber einer ziemlich zuverlässigen Datenbank entnommen habe. Daran können sie ersehen, wie viele Unternehmen es überhaupt in Deutschland gibt, die für den professionellen M & A-Markt von Interesse sind. Und siehe da, es gibt 100.000 Unternehmen mit einem Umsatz von über 10 Mio. DM – mehr gibt es nicht. Es gibt also keine 700.000. Es wird von 2,5 Mio selbständigen Existenzen in Deutschland gesprochen, aber in Wirklichkeit gibt es eben nur 100.000 Unternehmen mit mehr als 10 Mio. DM Umsatz. Das bedeutet, daß die Mehrheit der Unternehmen kleiner ist. Und der Unternehmensmarkt, wie er professionell verstanden wird, auf den sich die Berater stürzen, konzentriert sich auf diese Unternehmen. Die kleineren Unternehmen werden nirgendwo aufgelistet, nicht beim Kartellamt und auch nirgendwo anders sind sie anzeigepflichtig oder meldepflichtig. Aus diesem Grund will ich noch einen Schritt weitergehen. Wenn nun gesagt wird, daß in Deutschland dadurch eine Unternehmerlücke entsteht, daß jetzt oder in den nächsten 5 Jahren diese 700.000 Firmen zu Verkauf stünden und keine Nachfolger in Sicht sind und dieses für den Standort Deutschland sehr nachteilig wäre, so glaube ich nicht daran. Als Beispiel: Wenn ein Handwerksbetrieb, der eine rein lokale Bedeutung hat, aufgrund von Nachfolgeproblemen nicht weitergeführt wird, so wird kein großer Schaden entstehen, denn die eingesessenen Handwerksbetriebe und die neu gegründeten Handwerksbetriebe werden sich dessen Marktes bemächtigen. Es passiert nichts. Es wird weder Arbeitslosigkeit entstehen, noch sonst irgend etwas anderes passieren, da so der Lauf der Dinge ist. Die meisten dieser Unternehmen werden in der Tat nicht verkauft, nicht übertragen und auch nicht vererbt, sondern eine sehr große Anzahl von ihnen wird still liquidiert, so wie es auch bei jeder Kneipe oder im Einzelhandel ist. Eine Geschäftsaufgabe ist etwas völlig normales und absolut kein Beinbruch. Offensichtlich hat man aber gerade in der Regierung vor diesen großen Zahlen etwas Angst. Angst davor, das Kind in den Brunnen fallen zu lassen, und so glaubt man, handeln zu müssen.

Lassen sie uns kurz ein Stück in der Geschichte des M & A zurückgehen. Auch hier war das Thema des Generationswechsels lange Zeit von großer Bedeutung. Jeder sagt, der Generationswechsel würde jetzt anstehen, aber das ist durchaus kein neues Ereignis, sondern der stand vor 40 Jahren genauso an, denn neue Firmen wurden nach dem Krieg keineswegs nur von 25jährigen gegründet, sondern von Menschen aus allen Altersstufen, bis hin zum 65jährigen. Es mag verwunderlich erscheinen, aber es gibt auch heute Unternehmer, die sich kurz vor der Pensionierung noch selbständig machen und damit sehr erfolgreiche Unternehmen auf die Beine gestellt haben. Der Generationswechsel, von dem wir hier reden, ist deshalb keine neuartige Erscheinung, sondern es gibt ihn bereits seit 40 Jahren. Dominierend am Markt ist nach wie vor der Unternehmer, der ein gewisses Alter erreicht hat. Heutzutage verkauft er nur etwas eher, als man es früher tat, wenn es keinen Nachfolger mehr in der Familie gibt. Wobei der Unternehmensverkauf in Deutschland immer noch die letzte der denkbaren Lösungen ist. Sofern das möglich ist, wird das Unternehmen lieber doch in der Familie erhalten. Der Deutsche hängt stärker als der Angelsachse an sei-

nem Unternehmen. Das heißt, er verkauft nur dann, wenn es aus seiner Sicht keinen anderen Lösungsweg gibt.

In den 50er und 60er Jahren war der Markt sicherlich sehr klein und deshalb hat sich niemand, abgesehen von den freien Beratern, um diesen Markt gekümmert. Das hat sich aber in den 70er Jahren verändert. Die Banken entdeckten hier plötzlich einen neuen Markt und sind in diesen auch eingestiegen, vor allem die Großbanken und die Privatbanken. Sie haben das Geschäft dann mehr oder weniger erfolgreich aufgebaut. Vermutlich werden die Banken, jedenfalls die klassischen Universalbanken, und damit kommen wir zu den Hauptwettbewerbern zurück, auf Dauer nicht zu den Gewinnern zählen. Ausgenommen vielleicht die Privatbanken, was auf dem Verhältnis von der Privatbank zu ihrem Kunden beruhen mag.

Die Unternehmensmakler haben sich, und da sind sie auch heute noch tätig, auf den Mittelstand konzentriert. Das bedeutet, daß ein Unternehmer, wenn ihn so im Alter von Anfang bis Mitte 50 plötzlich eine Art Midlife-crisis packt, zu uns kommt und sagt, er möchte sein Unternehmen verkaufen und noch irgendetwas anderes mit seinem Leben anfangen. Dieser klassische Fall hat in den letzten Jahren stark zugenommen.

Nicht unbedingt klassisch hingegen ist der Verkauf sich streitender Gesellschafter. Dies führt in der Regel nicht zum Verkauf, sondern zum Ruin, da man nur schwer Entscheidungen fällen kann, wenn man uneinig ist.

Und noch ein Punkt, den man so wahrscheinlich nicht erwartet, ist daß die Erben selten verkaufen. Meistens ist mehr als ein Erbe vorhanden, und solange das Unternehmen Gewinne abwirft, wird es dann auch als eine sehr positive Sache empfunden. In dem Augenblick aber, in dem Verluste auftreten und womöglich noch eigenes Geld nachgeschossen werden muß, fängt man an, über einen Verkauf nachzudenken. Aber es ist besonders im Mittelstand sehr schwierig, Verlustunternehmen zu verkaufen. Das ist ein Unterschied zu Grossunternehmungen, die sich auch im Verlustfall noch verkaufen lassen. Deshalb ist im Mittelstand die Konsequenz häufig der Konkurs.

Die Investmentbanken, die in den deutschen Markt erst Ende der 80er Jahre eingedrungen sind, wurden stark von der Treuhandanstalt gefördert. Die Treuhandanstalt hat die Investmentbanken angezogen wie der Honig die Bienen. Tatsache ist, daß sie sehr stark für die Treuhandanstalt gearbeitet haben und man ihnen zugestehen muß, daß sie dies auch sehr professionell gemacht haben. Seitdem haben sie sich auf dem deutschen Markt etabliert und leben nicht vom Mittelstand, sondern von den Konzernen. Die Konzerne an sich wurden in den letzten Jahren, angeregt von Unternehmensberatern, stark umorganisiert. So hat man sich aus vielen Aktivitäten zurückgezogen, wohingegen es früher, so in den 70ern, eher üblich war zu diversifizieren. Heute ist das Wort Diversifikation zu einem Schimpfwort verkommen. Man muß alles verkaufen. Einem kürzlichen Zeitungsartikel konnte man entnehmen, daß eine wissenschaftliche Studie erstellt wurde, die bewiesen hat, daß Diver-



sifikation doch gar nicht so schrecklich ist, wie immer behauptet wird. Das war natürlich eine Bonanza für die Investmentbanken, die aus diesem Bereich sehr viele Aufträge erhalten haben. Etwa 80 % des M & A-Marktes, rein von Volumen her, entfallen sicherlich auf das Konzerngeschäft. Das beinhaltet den Verkauf von Konzern-töchtern an andere Konzerne.

Es gibt jetzt, wenn man den Neuen Markt mit einrechnet, an der Börse insgesamt 900 Firmen, und das sind nicht gerade viele. Aber diese 900 Unternehmen dominieren etwa 80 % des M & A-Marktes. Dem Ganzen liegt noch eine andere Ursache zu Grunde: Der Mittelständler selbst verkauft zwar, aber er ist kein klassischer Käufer. Der Mittelstand kauft eher selten ein anderes Unternehmen auf. Das liegt zum einen daran, daß er durch eine mangelnde Eigenkapitalausstattung begrenzte Finanzmittel hat und zum anderen daran, daß er mit eigenem Geld investiert. Käufe sind teuer, da man heute nicht mehr den Substanzwert für ein Unternehmen bezahlt, wie das früher der Fall war, sondern den Ertragswert. Für viele Mittelständler sind das ziemlich fiktive Werte, und die bezahlt er nicht gerade gerne. Deshalb kann man sagen, der Mittelständler ist kein klassischer Unternehmenskäufer.

Bei den börsennotierten Unternehmen ist das ganz anders, und man muß kein Prophet sein, um zu sagen, daß die M & A-Geschäfte eine große Zukunft haben. Allein der neue Markt kreierte eine ganze Schar von neuen Unternehmenskäufern. Im letzten Jahr gab es so um die 150 Unternehmen, die an den neuen Markt gingen. In diesem Jahr werden es sicherlich nicht weniger sein. Und jedes dieser Unternehmen kauft, jedes hat Interesse am Zukauf, da sie unter hohem Erfolgsdruck stehen. Wer nur 6 %, 10 % oder 20 % wächst, der hat keine Berechtigung für den neuen Markt, man muß schon 40 %, 80 %, 100 % oder 200 % im Jahr wachsen. Aber es gibt nur wenige Unternehmen, die das organisatorisch aus dem eigenen Produktionsbereich heraus schaffen können. Daraus folgt, daß man kaufen muß, um diese Vorgabe zu erfüllen, und das wiederum bedeutet, daß ein riesiger Markt entsteht.

Da gibt es junge Unternehmen, die in kürzester Zeit international bekannt werden. Wir beraten zur Zeit ein Unternehmen, das einen Umsatz von 15 Mio. hat und das dabei ist, in Spanien zuzukaufen. Das spanische Unternehmen hat den doppelten Umsatz und entspricht vom Kaufpreis etwa dem siebenfachen des Umsatzes des Käufers. Ursprünglich lautete die Regel, bzw. die Mindestvoraussetzung, der Käufer sollte fünfmal so groß sein wie der Verkäufer, aber in diesem Fall ist der Käufer kleiner als der Verkäufer und daß der Preis sogar noch ein Vielfaches des eigenen Umsatzes ist, erwähnt man auf dem neuen Markt am Besten gar nicht. Es ist unwichtig. Dies ist ein völlig neues Phänomen, das durch die Kapitalerhöhung ermöglicht wird. Damit kommt schon bei kleineren Unternehmen relativ viel Geld aus dem Neuen Markt und dann sind auch die Banken bereit, das eine oder andere zu finanzieren und schliesslich kann man ja auch mit eigenen Aktien bezahlen. Eine Vorgehensweise, die früher eher unüblich war, heute aber fleißig von den neuen Marktführern angewandt wird.

Nun noch zu den weiteren Marktteilnehmern, den Töchtern von großen Wirtschaftsprüfern. Die Wirtschaftsprüfer sind eine der expansivsten Branchen, die es überhaupt gibt. Es sind riesige Dienstleistungskonzerne entstanden, wahrscheinlich die größten, die es überhaupt gibt. Andersen hatte zu Beginn 1983 in Deutschland ungefähr 200–300 und weltweit so um die 5000 Mitarbeiter, heutzutage sind es schon 120.000 Mitarbeiter. Auch der Umsatz ist bei diesem Dienstleistungskonzern entsprechend angestiegen, er wächst im Schnitt 30 % pro Jahr. Natürlich werden dann laufend neue Betätigungsfelder gesucht und so sind sie erfolgreich in die Unternehmensberatung eingestiegen. Und da liegt es natürlich nah, daß man sich dann gleich der ganzen Wertschöpfungskette bedient und auch noch das M & A-Geschäft mitnimmt. Die Wirtschaftsprüfer sind also ebenfalls beim Mittelstand engagiert und damit unsere größten Wettbewerber, obwohl sie erst vor zwei oder drei Jahren in diesen Markt eingedrungen sind.

Die Unternehmensberater selbst sind noch viel später auf diesen Zug aufgesprungen. So hat sich zum Beispiel McKinsey bis vor einem Jahr in keinsten Weise um den M & A-Markt gekümmert. Vielfach waren sie durch Gutachten für Kaufprüfungen, bzw. Marktgutachten etc. in diesen Markt involviert, und so sahen sie, was die großen Investmentbanken in diesem Markt verdienten. So wurde das Interesse geweckt, und nun möchte man sich dieses Marktes ebenfalls bedienen.

Die Unternehmensberater werden die größten Wettbewerber der Investmentbanken werden, denn sie sind professionell und haben eine Kultur hochbezahlter Mitarbeiter. Eine Kultur, die die Banken nicht haben. Das werden die Leute, die Organisationen, sein, die die Investmentbanken am wirkungsvollsten angreifen werden.

In der Zukunft werden die Investmentbanken und die großen Unternehmensberater den Markt dominieren, die Anwaltskanzleien wohl nicht so ganz, da der Anwalt als Berater und M & A-Berater in diesem neuen Markt in einen Interessenkonflikt rutschen könnte, der nur schwer zu lösen ist.

In Deutschland gibt es mittlerweile eine ganze Reihe von M & A-Boutiquen, so etwa 50 bis 60 kleine Institute, die durchaus jedes Jahr Transaktionen durchführen. Sie kommen und gehen, aber sie decken trotzdem sicherlich einen Teil des Marktes ab. Für Einzelkämpfer gilt das gleiche.

Häufig werden wir von Kleinunternehmen angesprochen, das heißt von Unternehmen, die einen Umsatz von unter 10 Mio. haben, was für uns einfach zu klein ist, da es für uns nicht rentabel ist, wir die Ressourcen für solche kleinen Felder nicht besitzen und es sich daher auf Dauer nicht rechnet. Den Kleinunternehmen empfehlen wir dann die IHK-Unternehmensbörsen oder die Börsen der Handwerkskammern, die durchaus sinnvolle Einrichtungen sind. Die IHKs haben sicherlich andere Renditeerwartungen und müssen vom Grunde her eigentlich gar keine erwirtschaften, da sie eine gesellschaftliche Funktion inne haben. Ähnlich verhält es sich sicherlich mit den Handwerkskammern. Dort kann man sich gebührenfrei als Käufer oder Verkäufer auf eine Liste setzen lassen. Zur Abrundung des Marktes ist dies sicherlich eine sinnvolle Angelegenheit.

Die Internetunternehmensbörsen hingegen stehen sicherlich noch ganz am Anfang. In Deutschland wird bisher der Verkauf von Unternehmen wie auch der Verkauf von Autos, Häusern oder Wohnungen über Zeitungsinserate abgewickelt. Schaut man an einem Freitag zum Beispiel in die Frankfurter Allgemeine, so findet man dort eine ganze Seite mit Unternehmensbeteiligungen. Aber wie vorhin schon erwähnt, handelt es sich dabei eher um einen grauen Markt, und so ist auch nicht alles, was man auf diesen Seiten findet, seriös. Deshalb ist es nicht unbedingt empfehlenswert, dort zu inserieren, wenn man sein Unternehmen verkaufen möchte. Das funktioniert in der Regel nicht.

Die Unternehmensbörsen, von ihnen gibt es zwei oder drei im Internet, leben davon, Fälle, die für M & A-Boutiquen oder Unternehmensmakler bisher schwer zu vermitteln waren, anonym unterzubringen und so zu versuchen, an neue zusätzliche Käufer heranzukommen. Je kleiner ein Unternehmen ist, um so schwieriger ist auch seine Vermarktung. Ein Unternehmen für 100 Mio. DM oder 500 Mio. DM zu verkaufen ist relativ einfach, was die Suche nach einem Käufer betrifft, da die Käufer, die für solch einen Deal in Frage kommen, alle in einer Datenbank gelistet sind. Damit ist die Recherche relativ unkompliziert. Man schaut einfach einmal in diese Datenbank, überprüft, wer die Konkurrenten auf dem Weltmarkt sind, stellt eine Liste zusammen und schon hat man die besten Käufer auf einen Blick beieinander. Schon ist das ganze relativ einfach abgehandelt. Aber verkaufen sie einmal eine Firma, die 20 Mio. DM Umsatz macht. Daran sind die großen Konkurrenten gar nicht interessiert, sie ist viel zu klein. Auch die Beteiligungsgesellschaften ziehen sich von diesem Markt mehr und mehr zurück. Sieht man sich einmal 31 an, dann haben die früher auch Firmen mit einem Umsatz von 10 Mio. verkauft, heute müssen es schon 30 Mio. sein, außer es ist ein High Tech Unternehmen, das neu auf den Markt geht. Aber eine normale Industrie oder eine normale Dienstleistung wird sofort abgelegt, die ist viel zu klein, viel zu uninteressant.

Und nun kommt ein anderer Gedanke hinzu, es gibt da auch noch den Begriff Exit: Wie kommt man aus einer Beteiligung wieder heraus? Wie kann ich den Mehrwert realisieren? Für kleine Unternehmen gibt es eben keinen guten Markt, und deshalb lassen sie sich nur schwer verkaufen. Das ist dann letztendlich auch ein Grund dafür, daß die Beteiligungsgesellschaften immer weniger Interesse an kleinen Fällen haben. Ausnahme: High Tech für den Kommunikations-, Film- und Unterhaltungsbereich, ein Unternehmensgebiet, das auf dem neuen Markt gelistet ist, aber dies ist die ganz große Ausnahme. Dies ist ein Markt, der in Deutschland allerdings erst seit ungefähr drei Jahren existiert, und bis dahin waren Softwarefirmen in Deutschland eher unverkäuflich. Jetzt werden sie dort zu wahnsinnig hohen Preisen gehandelt. Aber Softwarefirmen haben nur selten andere Softwarefirmen gekauft, besonders dann, wenn es konkurrierende Produkte waren. In der Regel gab es dann keine Käufer, und die Beteiligungsgesellschaften trauten sich noch nicht in den Markt. Die Deutsche Bank gab einmal die Devise aus: Software ist unseriös, und alle Beteiligungsgesellschaften haben sich daran gehalten. Erst der Erfolg von SAP hat diese Denkrichtung wieder ein bißchen korrigiert.

Vor drei Jahren stand eine Software-Firma am Markt zum Verkauf. Es war eine ganz manierliche Firma mit 30 Mio. Umsatz, positiven Gewinnen, und es sollte zu 30 Mio. DM verkauft werden. Es handelte sich dabei um Dokumenten-Management, und es war damit eine Sache, die Zukunft hatte, aber es war trotzdem weit und breit kein Käufer zu finden. Schließlich ist das Unternehmen an den neuen Markt gegangen. Am ersten Tag wurde es mit 500 Mio. DM bewertet. Und plötzlich sagte jeder, warum nur habe ich diese Beteiligung damals nicht erworben? Schneller kann man wohl kaum Geld verdienen. Heutzutage stehen die Käufer Schlange, wenn eine Softwarefirma zu 10 % oder 20 % verkaufen möchte. Das ist jetzt überhaupt kein Problem mehr, denn keiner möchte diese Riesenchance verpassen, die einem damit geboten wird.

Zurück zum Thema Wettbewerb. Sicherlich spielen bei dem Wettbewerb der Konzerne zwischen den Investmentbanken und Unternehmensberatern die Banken auch eine gewisse Rolle, aber die Großbanken werden auf Dauer nicht so erfolgreich sein, wie sie es gerne wären. Die Privatbanken, die Unternehmensmakler und die M & A-Boutiquen kämpfen um den Mittelstand, wobei die großen Mittelständler in Deutschland, wenn man die Statistiken betrachtet, in der EU einzigartig sind. Es gibt 3.000 Unternehmen mit einem Umsatz von über 500 Mio. DM. Aber an der Börse sind nur 500 davon notiert. Daraus folgt, daß 2.500 Firmen mit einem Umsatz von über 500 Mio. DM in Privatbesitz und damit Mittelständler sind. Übersetzt man Mittelstand in das Englische, so lautet es „small and medium companies“. In Deutschland ist der Begriff Mittelstand nicht mit „small and medium“ gleichzusetzen, hier gibt es darunter ganz große Unternehmen. Und wir haben mehr Umsatz-milliardäre im nicht notierten Mittelstand als an der Börse.

Als ein einfaches Beispiel ist Aldi zu sehen. Aldi hat mittlerweile einen geschätzten Umsatz von 45 Mrd. DM. Aber trotz der Veröffentlichungspflicht veröffentlicht Aldi aufgrund seiner rechtlichen Struktur nicht. Aldi besteht aus vielen kleinen Gesellschaften mit einem Umsatz von 100 Mio. DM, und der lokale Geschäftsführer ist dann Komplementär mit sehr geringen Anteilen und Aldi muß aus diesem Grunde nicht veröffentlichen. Als die Gerüchte aufkamen, Metro würde Aldi kaufen, war die sinngemäße Stellungnahme von Metro folgende: „Ihr verdreht da ein bißchen etwas, es muß wohl eher heißen: Aldi kauft Metro.“ Da wird dann wohl eher ein Schuh daraus. Aldi macht wahrscheinlich höhere Gewinne als Metro. Wie gesagt, es gibt in Deutschland sehr viele, sehr gut gehende große Unternehmen in Privatbesitz. Es ist korrekt, wenn Herr Weber sagt, daß die Renditen in Deutschland geringer sind als in den angelsächsischen Ländern, aber es gibt im deutschen Mittelstand sehr wohl sehr viele Unternehmen, die – und zwar über eine lange Zeit – sehr rentabel arbeiten. Und die von allen, vor allen von denen, die diese Branche weniger gut kennen, begrüßte Veröffentlichungspflicht ist für die Rendite schädlich. Nicht hinsichtlich des Gläubigerschutzgedankens, sondern bezüglich der Großunternehmen. Denn wer in Deutschland sein Gewinne veröffentlicht, muß diese dann auch verteidigen, er muß sich gegen seine Kunden wehren, ganz

besonders dann, wenn es sich um Großkunden handelt, die dann natürlich versuchen werden, die Gewinne über die Preise zu senken. Es wird versucht werden, Druck auf die Preise auszuüben, wie zum Beispiel in der Automobilzulieferindustrie, wo auf der Abnehmerseite eine starke Konzentration vorherrscht. Es gibt zum Beispiel derzeit viele gutverdienende Zulieferer für die Automobilindustrie. Sie benötigen keine Fremdmittel. Für solche Mittelständler wäre es von Nachteil, wenn sie veröffentlichen müßten, denn die Automobilindustrie würde vor Schreck erstarren, wenn sie deren Rendite sehen würde. Und dann würde alles versucht werden, um eben diese Rendite entsprechend zu drücken.

Viele deutsche Mittelständler versuchen nun, durch rechtliche Umgestaltung der Veröffentlichungspflicht zu entgehen, da dies die renditeträchtigen Unternehmen eher schädigen wird. Etwas anderes ist es bei den kleinen Firmen, die am neuen Markt sind. Mit einer breiten Abnehmerstruktur spielt die Veröffentlichungspflicht natürlich keine Rolle. Aber wie gesagt: Immer dann, wenn man nur wenige Abnehmer hat, ist diese Veröffentlichung nachteilig.

Abschließend zum Wettbewerb: Warum tummeln sich so viele völlig unterschiedliche Unternehmen aus vollkommen unterschiedlichen Bereichen auf diesem Markt? Der Markt hat den Ruf, daß sich dort viel Geld verdienen läßt, und dadurch werden die Leute angelockt. Warum aber wird in diesem Markt relativ viel Geld verdient? Dieser Markt hat zwei Besonderheiten.

Erstens: Nach wie vor lassen sich ca. 30 bis 40 % der 2.500 Unternehmen auf diesem Markt gar nicht beraten, sie verkaufen ohne Berater. Früher war der Anteil noch viel größer. Das heißt, der Markt ist noch entwicklungsfähig, wenn man davon ausgeht, daß eine Durchdringung des Marktes mit Beratern von 100 % erreicht werden kann. Für die meisten Unternehmer ist das Thema Unternehmensverkauf nur einmal im Leben ein Thema und bis zu diesem Augenblick hat sie dieser Markt in der Regel überhaupt nicht interessiert. Deshalb wissen sie in dem Augenblick, in dem sie sich für den Verkauf entscheiden, gar nicht, daß es dafür Berater gibt. Zwar schauen heute viele doch über den eigenen Tellerrand und lesen Zeitung, um sich zu informieren, aber da dieser Markt sehr undurchsichtig ist, kennen ihn nur wenige. Auch deshalb ist der Preiswettbewerb in diesem Markt nicht so enorm hoch. Nach wie vor ist es so, daß viele Unternehmen einen eigenen Berater einschalten, dem sie sich anvertrauen, denn es handelt sich dabei um eine Angelegenheit, die man nicht unbedingt 5–6 oder noch mehr Personen erzählen möchte, sondern wenn möglich nur einer. Und deshalb ist der Druck auf die Preise, sprich auf die Vermittlungshonorare, nicht so furchtbar groß.

Zweitens: Der Unternehmer möchte in der Regel, da er die Qualität des M & A-Beraters nur schwer einschätzen kann, keine Festgebühren bezahlen. Also wird es anders als beim Unternehmensberater oder beim Anwalt gehandhabt, denn es gibt keine Gebührenordnung. In der Regel wird völlig frei verhandelt, und dem Mittelständler ist dabei völlig egal, wieviel Aufwand der Berater betreiben muß, er zahlt

nur für den Erfolg. Und die Branche ist ihm entgegengekommen und lebt deshalb vom Erfolg. Sowohl die Investmentbanken und deren Töchter, als auch die M & A-Boutiquen, sie alle leben von der Erfolgsprovision. Da ist es nur verständlich, daß eine Bearbeitungsgebühr von 50.000 DM schwerer zu vereinbaren ist als eine Erfolgsprovision von 1 Mio. DM, denn der Unternehmer sagt sich, man weiß ja nicht, ob der Verkauf so recht in die Gänge kommt, aber wenn es denn dann klappen sollte, dann kann man von dem Verkaufspreis auch etwas abgeben. Aber wenn es nicht gelingt, das Unternehmen zu verkaufen, dann will er natürlich auch nichts bezahlen. Und deshalb lebt dieser Markt zu 90 % von diesen Erfolgsgebühren, die in der Regel bei 1–5 % des Kaufpreises liegen.

Nun können sie sich sicherlich vorstellen, wie das aussieht, wenn die Transaktionsvolumina entsprechend hoch sind, bei Mannesmann soll Goldman/Sachs alleine für die Transaktionen zwischen 200–400 Mio. DM kassiert haben. Es wurde ca. ½ Jahr an diesem Vorgang gearbeitet und selbst wenn das Team 100 Leute besaß, hat sich dieser Aufwand wohl gerechnet. Aufgrund dieser Erfolgsgebühren sind die Renditen in diesem Markt recht gut, und deshalb werden wohl in Zukunft auch die Berater und Wirtschaftsprüfer dahin tendieren, sich ihr Honorar nicht mehr nach Stunden oder Tagessätzen auszahlen zu lassen, sondern sie werden ebenfalls die Erfolgsgebühr übernehmen. Selbst die Anwälte, die ja eine Anwaltsgebühr, nämlich die durch die BRAGO festgelegte Wertegebühr besitzen, wobei diese Wertegebühr sogar bei Mißerfolg ausgezahlt wird. Der Unterschied zur Erfolgsgebühr ist aber, daß die BRAGO im Bereich M & A bei der Beratung von Unternehmenstransaktionen häufig abbedungen wird.

Nach wie vor ist dieser Markt, ganz egal was ihn auch auszeichnet, sehr intransparent. Im Gegensatz zu den angelsächsischen Ländern gibt es in Deutschland keine Veröffentlichungen über einzelne Transaktionen, der Kaufpreis bleibt ein Geheimnis, es wird verschwiegen, wieviel Honorar gezahlt wurde, und der Berater bleibt unbenannt. Es gibt nur selten Transaktionen, bei denen der Berater namentlich erwähnt wird. Wird die Konkurrenz am Markt befragt, wie viele Transaktionen sie denn durchgeführt habe, so schweigen die meisten oder aber geben Zahlen an, die nicht stimmen können. Daher ist der Markt im hohem Masse undurchsichtig.

Lassen sie mich nun zum Ende kommen. Wer in diesem Markt auf Dauer Erfolg haben will, muß, wie es die Investmentbanken vorgemacht haben, international vertreten sein. Das ist ein Punkt, der für M & A-Boutiquen, IHK-Unternehmensbörsen und auch für Privatbanken in der Regel eher schwierig zu erfüllen ist. Man muß aber ein internationales Netzwerk besitzen, um ein Unternehmen weltweit vermarkten und um weltweite Unternehmen auf der Suche nach Zukäufen unterstützen zu können. Wir selbst besitzen ein Netzwerk rund um den Erdball, und es nennt sich heute Global M & A, früher hieß es M & A International.

Und Tatsache ist, wer auf diesem Markt mitmischen möchte, muß international arbeiten, ansonsten wird er auf Dauer keinen Erfolg haben.





# Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte im Umbruch

Von *Bernhard Hafner*, Frankfurt a. M.

Das Privatkundengeschäft der deutschen Kreditwirtschaft wurde in den zurückliegenden vierzig Jahren von zwei gegenläufigen Trends geprägt. In der ersten Phase – zwischen 1960 und 1970 – stieg die Zahl der Privatkonten in Deutschland rasant von 2 Millionen auf 19 Millionen. In den neunziger Jahren setzte eine Gegenbewegung ein: Die meisten Großbanken versuchten, sich über die Gründung von Direktbanken wieder von ihrem Privatkundengeschäft zu trennen, was dem Image der Institute nicht immer dienlich war. Die Kunden – zunächst umschmeichelt – fühlten sich plötzlich abgeschoben.

Auch wenn sich die wirtschaftlichen Erfolge der Direktbanken unterschiedlich darstellen, so hat sich das Prinzip der filiallosen Bank nicht nur durchgesetzt. Die Direktbanken sind vielmehr zum Trendsetter im heutigen Finanzdienstleistungsmarkt geworden. Dessen radikaler Umbruch erklärt sich aus dem Zusammenprall zweier Entwicklungen: den bankinternen Fehlentwicklungen im traditionell vernachlässigten Privatkundengeschäft und den bankexternen, das heißt gesellschaftlichen Entwicklungstrends, wie die Globalisierung der Finanzmärkte, die Liberalisierung der nationalen Kapitalmärkte und der immer schneller werdende technologische Fortschritt.

Um es vorwegzunehmen: Die Gründung der DiBa war eine Antwort auf die Fehlentwicklungen im traditionellen Privatkundenbanking. Die heutige DiBa orientiert sich an den wichtigsten Zukunftstrends.

Gleichwohl bleiben einige Fragen: Wie stark ist die Stellung der Direktbanken auf dem Markt der Finanzdienstleister? Welches sind die typischen Charakteristika einer Direktbank? Welche Strategien verfolgen sie, wie unterscheiden sie sich voneinander? Wo liegen die Wurzeln der Direktbanken und der Allgemeinen Deutschen Direktbank (DiBa) im Besonderen? Und welche Zukunftsperspektiven sind im Bereich des Privatkundengeschäfts zu erkennen? Auf den nachfolgenden Seiten wird versucht, Antworten auf diese Fragen zu geben.

Was ist typisch für eine Direktbank, worin unterscheidet sie sich von anderen Geldinstituten? Die Antwort scheint nahezuliegen: Direktbanken unterhalten keine Filialen. Die Finanzdienstleistungen werden zentral an einem oder – im Falle der DiBa – an zwei Standorten erbracht (Frankfurt und Hannover). Doch der Verzicht auf Filialen ist nur *ein* Charakteristikum von Direktbanken. Hinzu kommt das bewusst überschaubar gehaltene Produktportfolio. In dieser Hinsicht haben die Di-

rektbanken von den Filialbanken gelernt, wie man es nicht machen sollte: Eine breite Produktpalette mag den Kunden vielleicht beeindrucken, letztlich aber sind für ihn in der Regel nur wenige Angebote interessant und werden tatsächlich abgesetzt. Nach Fusionen großer Banken beobachten wir häufig, dass trotz *economy-of-scale*-Effekten ein Rückgang der Ertragskraft – dem *return on equity* – einsetzt. Ein Grund hierfür ist zweifelsohne in einem zu breiten Produktangebot zu suchen.

Schließlich folgen die Direktbanken dem *lean banking*-Prinzip, das heißt, sie legen Wert auf flache Hierarchien. Darüber hinaus zeichnen sich Direktbanken dadurch aus, dass sie sich über den Aufbau einer eigenen Marke – beziehungsweise eines eigenen Namens – deutlich von ihren Muttergesellschaften abgrenzen. Diese Abgrenzung soll Kannibalisierungseffekte innerhalb des Bankkonzerns verhindern. Mit Hilfe einer klaren Marke wird versucht, ganze Zielgruppen anzusprechen, also nicht nur den Kundenstamm der Muttergesellschaft.

Als weiteres Merkmal des Direktbanking wird gelegentlich die fehlende Beratung genannt. Dies trifft jedoch keineswegs auf alle Institute zu, weshalb dieses Kriterium zur Differenzierung der Direktbanken gegenüber den Filialbanken ungeeignet ist.

Trotz aller Gemeinsamkeiten sind unter den Direktbanken doch zum Teil erhebliche Unterschiede auszumachen. So weist der Entwicklungsprozess dieser Finanzdienstleister drei Phasen auf: Zu den Direktbanken der ersten Generation gehörten die BSV-Bank (die heutige DiBa), die Augsburger Aktienbank (heute Allianz Vermögensbank) sowie – mit großem zeitlichen Abstand – die Quelle Bank (heute Entrium Direktbankers). Bei der zweiten Generation handelt es sich um Ausgründungen der großen Filialisten. In diesem Zusammenhang wären zum Beispiel die Bank 24, Comdirect, Bank GiroTel (heute DiBa) sowie die Direkt Anlage Bank zu nennen. Die dritte Generation bilden Internet-Banken und -Portale, wie etwa die Net Bank oder e-first.

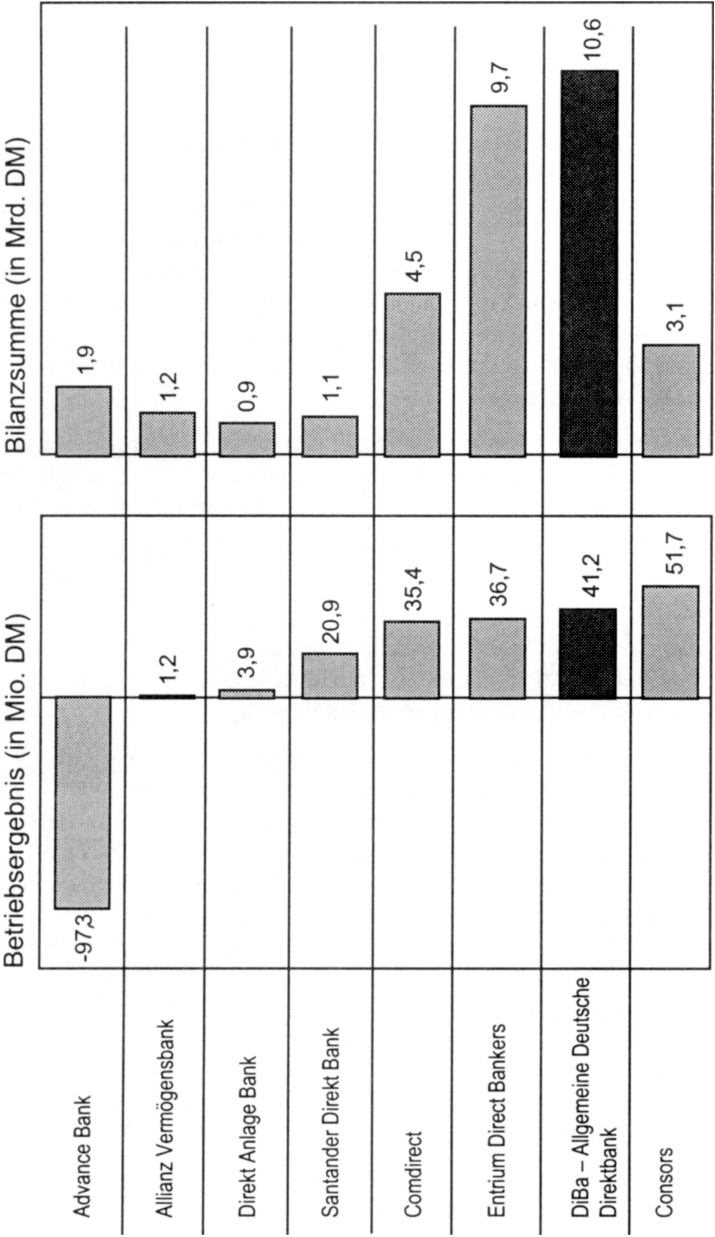
Die Unterschiede der einzelnen Direktbanken spiegeln sich nicht zuletzt auch in den Bilanzsummen und Betriebsergebnissen wider (siehe Graphik nächste Seite).

Überdies gilt es, zwischen zwei verschiedenen Direktbanking-Strategien zu unterscheiden. Während sich die meisten Direktbanken letztendlich auf das Produktbanking konzentrieren und damit der Zweitbankstrategie folgen, setzten die anderen – wie die DiBa – auf Relationship-Banking und mithin auf die Erstbankstrategie. Was ist darunter konkret zu verstehen?

Institute, die das Produktbanking in den Vordergrund rücken, bieten ihren Kunden nur wenige Dienstleistungen an – mitunter sogar nur eine. In diese Kategorie gehören zum Beispiel die Direkt-Broker. Ihr Service beschränkt sich im Wesentlichen darauf, den Kunden eine schnelle und preiswerte Plattform zur Abwicklung ihrer Wertpapiergeschäfte zur Verfügung zu stellen. Erst seit kurzem versuchen Di-

# Deutsche Direktbanken im Vergleich

Stand: Ende 1999



rekt-Broker, zusätzlich zum Wertpapiergeschäft auch Immobiliendarlehen oder Versicherungen zu vermitteln. Der Hintergrund ist nachvollziehbar: Deutliche Kursrückgänge an den Börsen, wie zuletzt Ende 2000, haben den Discount Brokern ihre entscheidende Schwachstelle vor Augen geführt: Trübt sich die Stimmung an den Finanzmärkten ein, geht auch die Zahl der Orders von Privatanlegern zurück, was die Provisionserträge schrumpfen lässt.

Typisch für die Produktbanking-Strategie ist, dass der Kunde seine Hausbank-Verbindung aufrechterhalten muss, um alle anderen Geldgeschäfte abwickeln zu können. Genau dies soll mit Hilfe des Relationship-Banking verhindert werden. Dabei positioniert sich das Institut nicht als Zweitbank, sondern als Erstbank. Nicht das Produkt steht also im Mittelpunkt, sondern die Beziehung zwischen Bank und Kunden. Es gilt, den Kunden mit allen seinen finanziellen Bedürfnissen und Wünschen zu gewinnen. Die DiBa verfolgt diese Strategie, indem sie den Dialog mit den Kunden aufrecht erhält und damit weiß, was diese wünschen. Wir definieren diese Strategie als „Dialog-Banking“.

Wenn sich beide Formen des Direktbanking erfolgreich am Markt durchsetzen konnten, so ergibt sich die Frage, was die Filialbanken falsch gemacht haben. Klaus-Friedrich Otto, Chefredakteur der *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, meinte auf einem Symposium der DiBa unlängst, Filialbanken seien wie „Tante-Emma-Läden“: Alle fänden die „Bank um die Ecke“ toll, aber immer weniger gingen hin.

Wie konnte es zur heutigen Krise im *retail banking* der Großbanken kommen? Bei der Analyse stößt man sowohl auf bankinterne als auch auf bankexterne Fehlentwicklungen im Privatkundengeschäft. Fehlentwicklungen, die letztlich den Boden zur Gründung der Direktbanken bereiteten.

Über Jahrzehnte hinweg haben die Großbanken das Massenkundengeschäft vernachlässigt und damit zu einer wachsenden Distanz zwischen Großbanken und Kleinanlegern beigetragen. Arroganz und Hochnäsigkeit wurde den Bankern nicht nur von ihren Kunden, sondern in zunehmendem Maße auch von den Medien vorgeworfen. Damit verärgerten die Institute nicht nur ihre Kunden, sie trugen vielmehr entscheidend zum schlechten öffentlichen Image der Banken bei. Die mangelnde Sensibilität im Massenkundengeschäft trat beispielhaft in der Gebührenpolitik der Institute zutage. Darüber hinaus wurden die den Banken unterstellten kartellähnlichen Abstimmungen zwischen den einzelnen Kreditinstituten, eine bewusst herbeigeführte Intransparenz sowie die langen Ausführungszeiten von Aufträgen kritisiert. Zu kundenfreundlicheren Regelungen mussten die Banken vielfach erst per Richterspruch gezwungen werden, wobei die Urteile häufig genug mehr als peinlich für die Kreditinstitute ausfielen.

Zu den externen Faktoren, die zur Krise des *retail banking* beitrugen, gehören vor allem das anspruchsvollere Kaufverhalten und das gestiegene Selbstbewusstsein der Kunden, die sowohl preiswertere Angebote als auch persönlichen Service erwarten. Zudem leisten die Medien einen entscheidenden Beitrag zur Verbraucheraufklä-

rung. Mit ihren Untersuchungen, Analysen und Tests machen kritische Journalisten den Markt transparent und sorgen dafür, daß sich immer mehr Kunden und Banker heute „auf gleicher Augenhöhe“ begegnen.

Die skizzierten Fehlentwicklungen sowie das veränderte Kundenverhalten stellen sicher einen entscheidenden Faktor für die forcierte Gründung von Direktbanken dar. Die Wurzeln der DiBa freilich reichen tiefer. Sie wurde bereits 1965 als Pionier des deutschen Direktbanking aus der Taufe gehoben – zu einer Zeit, als das Privatkundengeschäft der Großbanken inmitten ihres Gründungsbooms steckte. Damals war das Institut eine typische Produktbank, die sich in einer Nische positioniert hatte und mit ihren Kunden per Brief kommunizierte. Im Jahr 1992 wurde dann eine strategische Neuausrichtung vorgenommen. Seither versteht sich der Direktbank-Pionier als Alternative zum konventionellen *retail banking* der Filialbanken.

Um einen bestmöglichen Kontakt zu den Kunden sicherzustellen, wurden alle modernen Kommunikationsmittel gebündelt und eine Multimediastrategie entwickelt. Das heißt konkret: Der Kunde entscheidet, ob er per Telefon, Telefax, Brief, über das Internet oder Sprachcomputer mit seiner Bank kommuniziert.

Durch die Einsparung des teuren Filialnetzes sind die Direktbanken in der Lage, die Kostenführerschaft im Finanzgewerbe zu übernehmen. Kosteneinsparungen im Personalbereich haben sich hingegen als problematisch erwiesen. Gerade hier muss investiert werden, um den erwarteten Service sowie eine optimale Beratung der Kunden zu gewährleisten. Dies wiederum ist die Voraussetzung dafür, dass die Direktbanken aufgrund ihrer Struktur auch die – strukturell mögliche – Serviceführerschaft übernehmen können.

Das Stichwort „Service“ weckt häufig falsche Assoziationen. Manche meinen, Service sei nur über den persönlichen Dialog – sozusagen „Auge in Auge“ – möglich. Diese Auffassung ist nicht nur überholt, sie setzt vielmehr auch falsche Prioritäten. Service entsteht nicht unbedingt dort, wo der Mitarbeiter oder die Mitarbeiterin einer Bank einen Kunden trifft. Was bringt ein freundliches Lächeln, wenn der- oder diejenige über keine Kompetenzen verfügt und der Kunde den Gang durch die Hierarchien antreten muss? Direktbanken haben demgegenüber den Vorteil, dass dank ihrer flachen Hierarchien etwaige Probleme der Kunden schnell gelöst oder umgehend an die zuständige Stelle weitergeleitet werden können. Wichtig ist uns, daß wir im ständigen Kontakt mit den Kunden deren Wünsche und Meinungen erfahren.

Die Filialbanken hingegen befinden sich in einem Teufelskreis. Ausgangspunkt ist die gesunkene Rentabilität dieser Institute. Vorwiegend ertragsstarke Kunden wechseln aufgrund der günstigeren Konditionen von der Filial- zur Direktbank. Dadurch sinkt die Rentabilität der Filialbanken weiter. Die Folge: Der Service- und Filialabbau schreitet voran, weshalb nun auch die verbliebenen Kunden nach Alternativen suchen. Und sie finden sie in den Direktbanken. Denn die Produkt- und Preistransparenz der Direktbanken-Angebote ändern zunehmend die Erwartungshaltung

aller Bankkunden. Daher sind die Direktbanken nicht mehr nur Herausforderer der traditionellen Filialbanken – sie geben, wie eingangs erwähnt, die Trends vor. Die Direktbanken haben die Spielregeln des Bankenmarktes verändert. Damit müssen nun alle leben.

Bleibt schließlich noch die Frage nach der Zukunft der Direktbanken der dritten Generation. Ist die Retailbank der Zukunft nicht eine reine Internetbank? Sind in unserer schnelllebigen Zeit nicht auch die Direktbanken bereits Fossilien, die zwar zum Verständnis der Vergangenheit wichtig sind, aber keinerlei Bedeutung für die künftige Weiterentwicklung des Finanzdienstleistungsgeschäfts haben?

Reine Internetbanken sind bereits auf dem Markt und werben aggressiv um Kunden, wie zum Beispiel die first-e. Manches spricht dafür, daß auch diese Direktbanken eine Perspektive haben. Doch sie wenden sich an eine ganz spezifische und damit sehr kleine Zielgruppe. Angesprochen werden Kunden, die nicht nur über einen Internetzugang verfügen, sondern überdies bereit sind, gleichsam Banking nach der „do it yourself“-Methode zu praktizieren. Zudem ist das Internet in erster Linie für das Produktbanking geeignet. Die zweite Gruppe von Direktbanken bietet Relationship-Banking und strebt sowohl die Preis- als auch die Serviceführerschaft an.

Als Fazit läßt sich festhalten, daß beide Direktbanken zukunftsfähig sind. Während reine Internetbanken kleine Spezialanbieter bleiben werden, die in Konkurrenz zu neuen Anbietern (z. B. Finanzportalen) stehen, können die Direktbanken, die sich als Dialogbanken verstehen, als die Retailbanken der Zukunft gesehen werden.

# **Der Graue Kapitalmarkt: Erfahrungen und Probleme mit der Regulierung**

## **Zur Frage einer Ausdehnung der Aufsicht**

Von *Wolfgang Artopoulos*, Berlin

In Gablers Banklexikon und anderen finanzwissenschaftlichen Nachschlagewerken findet man den Begriff des „Grauen Kapitalmarktes“ nicht. Daraus sollte man jedoch nicht schließen, daß es das Phänomen, mit dem sich dieser Vortrag beschäftigen soll, nicht gibt. Im Gegenteil: der „Graue Kapitalmarkt“ ist eine höchst reale Erscheinung unseres Wirtschaftslebens, wie schon die vielen Klagen über die in diesem Marktsegment tätigen Unternehmen beweisen. Das Beiwort „grau“, mit dem dieser Teil des Marktes beschrieben wird, suggeriert, daß es sich um einen Markt der dubiosen oder unseriösen Praktiken, um einen Markt am Rande der Legalität handelt. Die Medien und Verbraucherschutzorganisationen werden nicht müde, die auf dem „grauen Kapitalmarkt“ in der Tat zu beobachtenden Mißstände unter dem Aspekt des Verbraucherschutzes anzuprangern und eine umfassende staatliche Kontrolle dieses Marktsegmentes zu fordern. Merkmale wie „dubios“ oder „unseriös“ taugen aber nicht als Abgrenzungsmerkmal; denn keineswegs alle Anbieter auf dem „grauen Kapitalmarkt“ vertreiben zweifelhafte Produkte, und unseriöse Praktiken sind leider nur zu häufig auch auf dem „weißen“ d. h. besonders beaufsichtigten Markt zu beklagen. In ihrem Bericht zum „grauen Kapitalmarkt“, den die Bundesregierung dem Deutschen Bundestag im September letzten Jahres vorgelegt hat, definiert sie den „Grauen Kapitalmarkt“ als den nicht spezialgesetzlich regulierten Teil des Kapitalmarktes. Sie meint dabei den Teil des Kapitalmarktes, der nur - wie jedes andere geschäftliche Treiben - den allgemeinen Gesetzen unterliegt und staatlicherseits nicht einer besonderen, fortlaufenden Aufsicht unterworfen ist. Während man mit dem technischen Begriff des „Kapitalmarktes“ im allgemeinen den Markt für langfristige Geldanlagen, also vornehmlich den Aktien- und Rentenmarkt, oder generell den Wertpapiermarkt meint, wird der Begriff des Kapitalmarktes, wenn vom „Grauen Kapitalmarkt“ die Rede ist, allerdings meistens sehr viel breiter interpretiert: vor allem in der öffentlichen Debatte wird darunter gewöhnlich der Kreis aller nicht besonders beaufsichtigten Geschäfte verstanden, die Finanzdienstleistungen im weitesten Sinne, also das Angebot (Verkauf), die Vermittlung oder die Verwaltung von Finanzprodukten jeglicher Art zum Gegenstand haben. Dabei stehen zwar Produkte der Geld- und Vermögensanlage im Vordergrund; aber auch die Vermittlung von Finanzierungen und Versicherungen wird man bei einer Betrachtung der Probleme des „Grauen Kapitalmarktes“ nicht ganz außer Betracht lassen können.



In der Diskussion über den „Grauen Kapitalmarkt“ geht es zentral um die Frage, wie die dort beobachteten Mißstände beseitigt und die Verbraucher besser gegen das Angebot windiger Produkte, unseriöse Vertriebspraktiken und wenig solvente Anlageunternehmen geschützt werden können.

Streitig ist vor allem, ob und inwieweit es gerechtfertigt sein könnte, die Finanzaufsicht des Bundes, der die Kreditinstitute, Versicherungen und bestimmte Gruppen von Finanzdienstleistungsunternehmen unterworfen sind, auf nicht spezialgesetzlich regulierte Bereiche des Finanzdienstleistungsmarktes auszudehnen. In der öffentlichen Diskussion bestehen über die Notwendigkeit, die Ziele und die Wirkungen der zusätzlich geforderten staatlichen Maßnahmen nicht immer klare Vorstellungen. Interessanterweise spielen Wettbewerbsgesichtspunkte in der Debatte bisher keine oder nur eine untergeordnete Rolle.

Da der „Graue Kapitalmarkt“ als der nichtregulierte Teil des Finanzdienstleistungssektors definiert wird, ist es für eine Betrachtung der mit dem „Grauen Kapitalmarkt“ in Zusammenhang gebrachten Probleme sinnvoll, zunächst einen Blick auf den regulierten Bereich zu werfen.

Das Bank-, Versicherungs- und Investmentwesen sowie die Wertpapierbörsen sind als wichtigste Bestandteile des Finanzdienstleistungsmarktes von jeher einer intensiven staatlichen Aufsicht unterworfen. Als gemeinsames Oberziel dieser verschiedenen Aufsichtsbereiche läßt sich die Sicherung der Funktionsfähigkeit des Finanzsektors identifizieren. Die konkreten Aufsichtsziele unterscheiden sich allerdings. So soll die Bankenaufsicht darauf hinwirken, daß die Solvenz der Kreditinstitute nicht gefährdet wird und es nicht zu systemgefährdenden Bankkrisen kommt, wie sie durch den Zusammenbruch einzelner großer Banken oder ganzer Bankgruppen ausgelöst werden können. Auch die Versicherungsaufsicht ist Solvenzaufsicht; sie hat die dauerhafte Erfüllbarkeit der Versicherungsverträge zum Ziel. Anders als bei der Bankenaufsicht steht jedoch nicht die Erhaltung der Systemstabilität im Vordergrund, sondern die Wahrung der Belange der Versicherten.

Die sog. Marktaufsicht, also die Börsenaufsicht und die 1995 in Kraft getretenen Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes, deren Einhaltung das BAWe überwacht, sollen für ordnungsgemäße und sichere Marktmechanismen sorgen und die Integrität des Wertpapiermarktes schützen. Ähnlich wie bei der Versicherungsaufsicht ist bei der Regulierung der Kapitalanlagegesellschaften und ihrer Investmentprodukte der Kundenschutz das Hauptziel. Freilich haben auch Banken- und Marktaufsicht starke kundenschützende Funktion, so daß man in der geltenden Finanzmarktregulierung eine Art „Schutzdreieck“ vor sich hat, das aus den Elementen Solvenz der Institute, Ordnungsmäßigkeit der Märkte und Verbraucherschutz besteht. Diese klassische Finanzmarkt-Regulierung hat mit dem Inkrafttreten der 6. KWG-Novelle 1998 eine wesentliche Ausweitung erfahren. Große Teil des „Grauen“, d. h. bis dahin unregulierten Finanzdienstleistungsmarktes, wurden damit unter die Aufsicht des BAKred und des BAWe gestellt.

Anlaß für die Erweiterung der Regulierung auf die sog. Finanzdienstleister war allerdings nicht in erster Linie das Bestreben, den „Grauen Kapitalmarkt“ im Interesse eines verbesserten Verbraucherschutzes zurückzudrängen. Im Vordergrund stand vielmehr die Notwendigkeit, die sog. Wertpapierdienstleistungs-RL der EU in deutsches Recht umzusetzen. Diese RL enthält die regulatorischen Voraussetzungen, die das Funktionieren eines einheitlichen europäischen Marktes für Wertpapierdienstleistungen ermöglichen sollen. Konkret ging es darum, für Unternehmen, die Wertpapierdienstleistungen erbringen, seien es Banken oder spezialisierte Unternehmen ohne Bankenstatus, einheitliche Zulassungs- und Aufsichtsbedingungen zu schaffen und dadurch bestehende Wettbewerbsverzerrungen und Marktzugangshemmnisse zu beseitigen. Wertpapierdienstleistungen sind Geschäfte, deren Gegenstand Dienstleistungen mit Wertpapieren und anderen Finanzinstrumenten, d.h. mit Derivaten, Geldmarktinstrumenten und Devisen sind. Dabei werden nach der KWG-Definition, die insoweit über die RL hinausgeht, unter Derivaten auch Termingeschäfte in Waren und Edelmetallen verstanden. Damit unterliegt seit dem Inkrafttreten der 6. KWG-Novelle Anfang 1998 jeder der staatlichen Aufsicht, der gewerbsmäßig

- Anlagen in Wertpapieren und anderen Finanzinstrumenten vermittelt oder die Gelegenheit zum Abschluß von Verträgen nachweist,
- Abschlüsse über Wertpapiere und andere Finanzinstrumente vermittelt (Vornahme von Abschlüssen in offener Stellvertretung),
- als Kommissionär (im eigenen Namen auf fremde Rechnung) Wertpapiere und Finanzinstrumente für andere anschafft und veräußert (Finanzkommissionsgeschäft),
- Wertpapiere und andere Finanzinstrumente von anderen für eigene Rechnung zur Plazierung übernimmt (underwriting) oder Garantien für die Plazierung übernimmt (Emissionsgeschäft),
- mit Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten im eigenen Namen für eigene Rechnung im Auftrag von Kunden handelt (Eigenhandel),
- für andere in Finanzinstrumenten angelegte Vermögen verwaltet (Finanzportfolioverwaltung).

Der deutsche Gesetzgeber hat darüber hinaus noch einige weitere Finanzdienstleistungen unter Aufsicht gestellt, die mit dem Wertpapierbereich im weiteren Sinne nichts zu tun haben, nämlich

- die Vermittlung von Einlagen an Unternehmen mit Sitz außerhalb des europäischen Wirtschaftsraumes sowie
- das sog. Finanztransfergeschäft (die Besorgung von Zahlungsaufträgen für Dritte im bargeldlosen Zahlungsverkehr) und das Betreiben von Wechselstuben.

Durch die Beaufsichtigung der Vermittlung von Einlagen in Drittstaaten soll der Schutz der Einleger verbessert werden, während die Aufsicht über die Wechselstuben und die sog. „Money-transmitter“ ausschließlich der Geldwäschebekämpfung dient. Nur vollständigkeitshalber sei erwähnt, daß ebenfalls bei Gelegenheit der 6. KWG-Novelle der Kreis der aufsichtspflichtigen Bankgeschäfte um die Ausgabe vorausbezahlter Karten (Geldkarten) und die Schaffung von elektronischem Geld erweitert wurde.

Im Interesse eines verbesserten Kundenschutzes hat der Gesetzgeber im übrigen den Begriff des aufsichtspflichtigen Einlagengeschäfts im KWG (die Annahme fremder Gelder als Einlagen) wesentlich erweitert, in dem er nunmehr die Annahme rückzahlbarer Gelder des Publikums schlechthin zum aufsichtspflichtigen Bankgeschäft erklärt hat. Der Einlagencharakter solcher rückzahlbarer Gelder entfällt nur dann, wenn der Rückzahlungsanspruch in einer Inhaber- oder Orderschuldverschreibung verbrieft ist oder wenn die Rückzahlbarkeit durch die Vereinbarung einer Verlustbeteiligung oder eine Nachrangabrede eingeschränkt ist. Die „Emission“ sog. typischer stiller Beteiligungen (stille Einlagen ohne Verlustbeteiligung) ist damit jetzt als Bankgeschäft aufsichtspflichtig.

Mit dem KWG in seiner heutigen Fassung, das durch die sog. Wohlverhaltensregeln sowie die spezifischen Organisations- und Meldepflichten des WPHG ergänzt wird, ist der Regulierungsrahmen weitgezogen. Er umfaßt praktisch alle wichtigen Segmente des Finanzdienstleistungssektors. Daneben besteht von jeher ein weiterer Aufsichtskreis, der einen nicht geringen Teil derjenigen Unternehmen einschließt, die zwar Finanzdienstleistungen erbringen, nicht aber - von gewissen Ausnahme abgesehen - vom KWG erfaßt werden. So bedürfen diejenigen, die gewerbsmäßig Darlehen, regulierte Investmentanteile oder sonstige öffentlich angebotene Vermögensanlagen vermitteln, die für gemeinsame Rechnung der Anleger verwaltet werden, einer ausdrücklichen Erlaubnis der zuständigen Gewerbeaufsichtsbehörde. Erlaubnispflichtig ist auch die Vermittlung von stillen Beteiligungen an eine Gesellschaft, die diese für gemeinsame Rechnung der Anleger einsetzt, und die Vermittlung von GmbH- und Kommanditanteilen. Die Gewerbeaufsichtsbehörde kann die Erlaubnis beschränken oder mit Auflagen versehen, soweit dies zum Schutze der Allgemeinheit oder der Auftraggeber geboten ist. Sie kann die Erlaubnis auch versagen oder wieder aufheben, wenn die Geschäftsleiter des Vermittlungsunternehmens unzuverlässig sind oder in ungeordneten Vermögensverhältnissen leben.

Die betreffenden Unternehmen sind darüber hinaus den Anforderungen der Makler- und Bauträger-VO und damit einer ganzen Reihe von Pflichten unterworfen, deren Einhaltung die Gewerbebehörde überprüfen kann. Dennoch hat diese Art der Gewerbeaufsicht Mißstände im erlaubnispflichtigen Vermittlungsgewerbe nicht verhindern können, deshalb wird auch dieses Unternehmenssegment regelmäßig dem „grauen Kapitalmarkt“ zugerechnet. Als Ursachen dafür werden die unzulängliche Personalausstattung der Gewerbeaufsichtsämter und die unzureichende fach-

liche Qualifikation ihrer Mitarbeiter angeführt. Darüber hinaus fehlt es aber offenbar auch an klaren Aufsichtsstandards.

Wie viel Kundengelder am „Grauen Kapitalmarkt“ umgesetzt werden, ist nicht bekannt. Ebenso wenig gibt es verlässliche Statistiken über den jährlichen Gesamtschaden, den unseriöse oder sogar betrügerische Initiatoren und Vermittler verursachen. Geht man realistischerweise davon aus, daß das Aufsichtsamt bei der Verfolgung unerlaubt betriebener Finanzgeschäfte nur die Spitze des Eisbergs an unseriösen Angeboten zu sehen bekommt, dann zählen diejenigen, die die Unwissenheit und Unerfahrenheit von Verbrauchern zum eigenen Vorteil mit unseriösen Produkten und Vertriebsmethoden, mit windigen Versprechungen und vielfach in betrügerischer Weise ausnutzen, nach Tausenden.

Nachdem die 6. KWG-Novelle in 1998 in Kraft getreten war, hatten etwa 6.500 Finanzdienstleistungsunternehmen dem BAKred eine sog. Erstanzeige eingereicht. Denn nach den Übergangsvorschriften des KWG galt für alle Unternehmen, die schon vor dem 31. Dezember 1997 zulässige, nunmehr aber erlaubnispflichtiger Geschäfte betrieben hatten, die bankaufsichtliche Erlaubnis als erteilt, sofern sie diese Geschäfte dem Aufsichtsamt bis zum 1. April 1998 anzeigten.

Inzwischen befinden sich nur noch etwa 1.400 Finanzdienstleister unter Aufsicht. Über 4.400 Institute, denen zunächst aufgrund ihrer Erstanzeige die Erlaubnis als erteilt galt, stehen nicht mehr unter der Aufsicht des BAKred und BAWe. Bei vielen hatte sich nämlich nach genauerer Prüfung herausgestellt, daß die angezeigten Geschäfte gar nicht nach dem KWG aufsichtspflichtig waren. Zahlreiche Unternehmen haben zwischenzeitlich aber auch ihre Erlaubnis zurückgegeben. Die meisten deshalb, weil sie sich nicht in der Lage sehen, die mit der Aufsicht verbundenen Lasten zu tragen. Vor allem viele der Anlagen- und Abschlußvermittler sind eher finanzschwache Ein-Mann-Unternehmen, deren Geschäfte nicht genügend Erträge abwerfen, um daraus die für die Aufsichtskosten erhobene Umlage, den Beitrag zur Anlegerentschädigungseinrichtung und die Kosten für die vorgeschriebene Erstellung und Prüfung der Jahresabschlüsse begleichen zu können.

In gut 200 Fällen wurde die aufgrund der „Erstanzeige“ fingierte Erlaubnis vom BAKred aufgehoben, weil die betreffenden Institute entweder nicht die vorgeschriebene Ergänzungsanzeige einreichten oder aufgrund der Prüfung der Ergänzungsanzeige festzustellen war, daß die betreffenden Institute die Anforderungen an die Eignung und Zuverlässigkeit der Geschäftsleiter oder das Mindesteigenkapital nicht zu erfüllen vermochten.

Man wird nicht davon ausgehen können, daß alle diese Firmen vom Markt verschwunden sind. Viele werden in den „Grauen“ Bereich gewechselt sein. Von der erlaubnispflichtigen Vermittlung zur erlaubnisfreien Beratung ist es schließlich nur ein kleiner Schritt. Im übrigen gibt es ja trotz der neuen Regulierung eine ganze Reihe von Finanzprodukten, die anzubieten oder zu vermitteln keiner Erlaubnis nach dem KWG bedarf. Und viele der Unternehmen, die sich aus der Aufsicht des BA-

Kred verabschiedet haben, werden vermutlich ihre nach dem KWG lizenzpflichtigen Geschäfte einfach ohne Erlaubnis fortsetzen.

Daß die neue Aufsicht über die Finanzdienstleister zu einer gewissen Marktberichtigung bei den nunmehr erlaubnispflichtigen Finanzdienstleistungen führen würde, hat man vorhergesehen und in Kauf genommen. Ich frage mich allerdings heute, ob, soweit die Vielzahl der kleinen Vermittler und Vermögensverwalter betroffen ist, die keine Wertpapiere oder Gelder ihrer Kunden in Besitz oder Eigentum nehmen dürfen, nicht eine weniger belastende Aufsicht sinnvoller wäre als das gegenwärtige Regelwerk; denn es scheint mir unter dem Aspekt des Kundenschutzes besser, möglichst viele Finanzdienstleister unter Kontrolle zu haben, als sie mit schwer erfüllbaren Aufsichtsforderungen in den nicht beaufsichtigten Bereich zu drängen. Soweit Gelder und andere Vermögensgegenstände von Kunden durch die mögliche Pleite eines Finanzdienstleisters nicht gefährdet werden können, besteht keine Notwendigkeit für eine intensive Solvenzaufsicht und Anlagensicherung. Die Aufsicht müßte sich bei diesen Unternehmen in erster Linie auf die Einhaltung der sog. Wohlverhaltensvorschriften nach dem WpHG richten, also auf den Umgang der Vermittler und Vermögensverwalter mit ihren Kunden. Diese Aufsicht obliegt dem BAWe. Der Gesetzgeber sollte daher überlegen, ob er bei diesen Unternehmen die Solvenzaufsicht nicht ein Stück zurücknehmen kann.

Zu den größten Belastungen für Vermittler und Vermögensverwalter gehört die mit nicht unerheblichen finanziellen Aufwendungen verbundene Pflicht-Mitgliedschaft in der gesetzlichen Anlegerentschädigungseinrichtung. Niemand ist es bisher gelungen, den betroffenen Unternehmen plausibel zu erklären, womit sich ihre Pflichtmitgliedschaft in der Anlegerentschädigungseinrichtung rechtfertigen läßt. Denn da sie keine Gelder oder anderen Werte von ihren Kunden entgegennehmen, kann bei einer Pleite dieser Unternehmen der Schadensfall überhaupt nicht eintreten. Die von Vermittlern und Vermögensverwaltern typischerweise verursachten Schäden, vor allem Schäden aus Falschberatung oder sonstigen Pflichtverletzungen gegenüber ihren Kunden, sind dagegen durch die Anlegerentschädigungseinrichtung nicht gedeckt. Zur Begründung für die Pflichtmitgliedschaft in der Anlegerentschädigungseinrichtung kann daher wenig überzeugend lediglich auf die Möglichkeit verwiesen werden, daß sich ein Vermittler oder Portfolioverwalter, dessen Lizenz sich nicht auch auf die Entgegennahme von Geldern oder Wertpapieren seiner Kunden bezieht, erlaubniswidrig verhalten und doch einmal fremde Vermögenswerte entgegennehmen könnte, so daß in einem solchen Fall die ihm anvertrauten Vermögensgegenstände gefährdet sein könnten.

Weniger fürsorglich hat sich der Gesetzgeber bisher gegenüber den vielen Anlegern gezeigt, die leider nur allzu oft das Opfer von Anlageunternehmen und -vermittlern des nicht durch das KWG regulierten Bereiches werden.

Hier gilt es allerdings mehrere Fallkreise zu unterscheiden. Aus einer Betrachtung, die sich mit der Frage beschäftigt, ob und inwieweit staatliche Aufsicht aus-

gedehnt werden soll, scheiden von vornherein solche Aktivitäten aus, die überhaupt nur in krimineller Weise betrieben werden können. Dazu gehören alle die Geschäfte, denen nicht existierende Produkte zugrunde liegen oder die bei näherer Betrachtung einen vernünftigen wirtschaftlichen Sinn - außer den der Bereicherung der Initiatoren - nicht erkennen lassen. Beispiele solcher Geschäfte sind z. B. der Handel mit Bankgarantien, den es als seriöses Geschäft nicht gibt, die treuhänderische Abtretung von Grundschuldbriefen zur Erwirtschaftung von Renditen oder die Gewährung tilgungsfreier Darlehen gegen Hinterlegung eines Deposits. Solche und ähnliche Geschäfte sind in aller Regel betrügerisch und könne nur mit den Mitteln der Strafjustiz bekämpft werden. Das trifft auch auf die sog. Schneeballsysteme zu, bei denen die zugesagten Zinsen und die Rückzahlungen an die ersten Anleger aus den Einzahlungen der später hinzugeworbenen Anleger geleistet werden. Diese Systeme brechen notwendigerweise zusammen, wenn sich nicht mehr genügend neue Anleger finden lassen.

Eine nicht von vornherein kriminelle, jedoch problematische Kategorie von Unternehmungen des „grauen Kapitalmarktes“ bilden jene, die Einlagen des Publikums gegen die Gewährung von gesellschaftsrechtlichen Beteiligungen entgegennehmen, um diese Gelder sodann in Finanzinstrumenten, Unternehmensbeteiligungen, Investmentanteilen oder sonstigen mehr oder weniger hohe Renditen versprechende Geldanlagen zu investieren. Typisch für diese Art von Finanzdienstleistungsgeschäften sind die zahlreichen Angebote „stiller Beteiligungen“ oder von Beteiligungssparverträgen, die sich von normalen Einlagengeschäften nur dadurch unterscheiden, daß über die zugesagte Mindestverzinsung hinaus eine Gewinnbeteiligung in Aussicht gestellt und der Rückzahlungsanspruch mehr oder weniger deutlich durch die Vereinbarung einer Verlustbeteiligung oder eine Nachrangabrede eingeschränkt wird. Gerade Beteiligungssparverträge werden gerne als besonders geeignete Form des Altersvorsorgesparens angepriesen und wegen der Möglichkeit der steuerlichen Verlustzuweisung darüber hinaus als steuerlich attraktiv dargestellt. Diese Art von Anlagegeschäften läßt sich auch mit Hilfe von Kommandit- oder Genossenschaftsanteilen betreiben.

Allen diesen Unternehmen ist gemeinsam, daß sie von einer Vielzahl von Anlegern Gelder zu dem einzigen Zweck annehmen, diese weiteranzulegen. Nach der Art ihrer Tätigkeit entscheiden sie sich daher nicht grundsätzlich von Investmentgesellschaften. Die Unterschiede sind eher formaler Natur: es werden keine Anteilscheine ausgegeben, sondern gesellschaftsrechtliche Beteiligungen, und die entgegengenommenen Gelder sowie die damit erworbenen Vermögensgegenstände werden nicht Teil eines Sondervermögens, sondern Bestandteil des Unternehmensvermögens.

Materiell wird in den geschilderten Fällen ein dem Investmentgeschäft sehr ähnliches Geschäft betrieben. Während freilich bei dem staatlich regulierten und beaufsichtigten Investmentfonds ein hohes Maß an Anlegerschutz gewährleistet ist, sind die Tausenden von Anlegern, die ihre Ersparnisse in stille Beteiligungen, in sonstige



öffentlich angebotene Anteile an Vermögensanlageunternehmen oder in sog. „blind pools“ investieren, hohen Risiken ausgesetzt.

In aller Regel werden sie über die Risiken ihrer Anlage nicht oder nur ungenügend aufgeklärt. Vor allem erhalten sie über die Anlagestrategie des Unternehmens, in das sie investieren, keine oder nur vage Hinweise. Nach den bisherigen Erfahrungen wandern bei den betreffenden Unternehmen die entgegengenommenen Gelder nur zu einem relativ geringen Teil in rentable Anlagen. Der größere Teil wird durch Vertriebskosten und überhöhte Verwaltungsaufwendungen der Initiatoren aufgezehrt. Häufig werden die entgegengenommenen Gelder auch einfach in hochriskanten Geschäften verspekuliert.

Gerade diese unregulierten Anlageunternehmen mutieren häufig zu Schneeballsystemen, weil die den Anlegern in Aussicht gestellten Renditen und die Rückzahlung der Beteiligungsbeträge nach Ablauf der Bindungsfrist oder bei Kündigung nur mit Hilfe der Gelder neugeworbener Beteiligungssparer ermöglicht werden können.

Bei dieser Art von Anlagegeschäften besteht m. E. ein echtes Regelungsdefizit.

In ihrem Bericht zum „Grauen Kapitalmarkt“, den die Bundesregierung dem Bundestag im September letzten Jahres vorgelegt hat, spricht sie sich dafür aus, für das öffentliche Angebot von Beteiligungen eine Prospektspflicht einzuführen. Wer solche Beteiligungsprodukte vertreibt, müßte danach einen Prospekt beim Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel hinterlegen. Diese Prospekte sollten auch eine Rentabilitätsberechnung mit dem Testat eines Wirtschaftsprüfers enthalten, um Renditeaussagen nachprüfbar zu machen. Das BAWe hätte solche Prospekte auf Vollständigkeit zu überprüfen.

Zweifellos könnte durch die Einführung einer solchen Prospektspflicht die Transparenz zugunsten der Verbraucher erhöht werden. Die Erfahrung zeigt freilich, daß viele Beteiligungsangebote schon heute von umfangreichen Prospekten begleitet sind, die sogar Hinweise auf mögliche Risiken enthalten. Sie überfordern jedoch den unerfahrenen Anleger und bleiben gerade wegen ihres Umfangs vielfach ungelesen. Da die Anleger sich in aller Regel durch die geschickt präsentierte Renditechancen und die Überredungskünste der Initiatoren und ihrer Klopfer-Truppen verführen lassen, sollte man die Warnfunktion von Prospekten nicht zu hoch einschätzen. Für eine wirkliche Verbesserung des Anlegerschutzes reicht die Einführung einer Prospektspflicht m. E. nicht aus. Zusätzlich sollte man vielmehr die Unternehmen, die ein Quasi-Investmentgeschäft betreiben, zumindest unter die gleiche Aufsicht stellen, wie sie bereits für Wertpapierdienstleistungsunternehmen gilt, die beaufugt sind, sich Eigentum oder Besitz an Geldern von Kunden zu verschaffen. Konkret gesprochen wäre eine strikte Aufsichtspflicht für alle diejenigen einzuführen, die gewerbsmäßig das Anlagegeschäft betreiben, d. h. Gelder des Publikums aufgrund von Unternehmensbeteiligungen entgegennehmen, sofern der Geschäftszweck des Unternehmens in der Anlage von Geldern besteht. Unter Unternehmensbeteiligungen wären dabei alle diesbezüglichen gesellschaftsrechtlichen Formen



von der stillen Beteiligung bis zur Aktie zu verstehen. Auf diese Weise würde dafür gesorgt, daß nur solche Unternehmen Beteiligungen für Anlagezwecke anbieten, deren Geschäftsleiter fachlich geeignet und zuverlässig sind und die über eine ausreichende Solvenz verfügen.

Außerdem könnte dann auch das BAWe darüber wachen, daß diese Unternehmen im Umgang mit den Anlegern die Wohlverhaltensregeln des Wertpapierhandelsgesetzes einhalten.

Gewisse Schwierigkeiten bereitet allerdings die Abgrenzung des m. E. künftig unter Aufsicht zu stellenden Angebots fondsähnlicher Finanzprodukte von solchen Aktivitäten zur Geldanlage, bei denen aus Gründen des Anlegerschutzes eine Aufsicht entbehrlich erscheint.

So wird wohl die Auflage und der Vertrieb geschlossener Immobilienfonds keiner Aufsicht bedürfen; denn an solchen Fonds beteiligen sich in der Regel nur Großanleger, die die mit der Anlage verbundenen Risiken abzuschätzen wissen; außerdem steht hier zumeist auch die Finanzierung konkreter Projekte im Vordergrund. Allerdings wird man angesichts neuerdings bekannt gewordener Mißstände in diesem Sektor die Frage der Aufsichtsnotwendigkeit noch einmal genauer untersuchen müssen. Ähnliches würde auch für die sog. Hedge Fonds gelten, die typischerweise ebenfalls nicht für eine Beteiligung des breiten Publikums aufgelegt werden. Die Krise des LTCM-Fonds in den USA in 1998 hat allerdings gezeigt, daß derartige Fonds wegen des großen Hebels, den sie häufig einsetzen, zu einer Gefahr für die Marktstabilität werden können. Unter diesem Aspekt ist eine Beaufsichtigung solcher Fonds sinnvoll.

Die normale Unternehmensfinanzierung über stille Beteiligungen, Kommanditeinlagen und ähnliche Anteilsrechte sollte dagegen aufsichtsfrei bleiben. Das gilt auch für die Finanzierung von sog. Projektentwicklungen, bei der vielfach das zur Durchführung eines bestimmten Projekts erforderliche Kapital gegen Beteiligungen aufgebracht wird. Ein gesteigertes Schutzbedürfnis der Anleger besteht hier in der Regel nicht. Für die Abgrenzung solcher erlaubnisfreien Aktivitäten von den künftig zu beaufsichtigenden kommt es daher auf den Unternehmenszweck an.

Unseriöses Verhalten ist leider vor allem auch in dem bisher nicht spezialgesetzlich geregelten Bereich der Finanzdienstleistungsvermittler zu beobachten. Vor allem Kreditvermittler und die Vermittler von stillen Beteiligungen und Beteiligungssparverträgen fallen häufig durch üble Praktiken auf. Aber auch bei der Versicherungs- und Bausparvermittlung werden die Kunden nicht selten über den Tisch gezogen und zu Vertragsabschlüssen veranlaßt, die ihre Interessen und finanziellen Möglichkeiten nicht oder nur ungenügend berücksichtigen.

Wegen dieser Mißstände hatte der Bundesrat Ende 1997 einen Gesetzesentwurf eingebracht, durch den die genannten Vermittler verpflichtet werden sollten, sich bei einer Registrierungsstelle registrieren zu lassen. Die Registrierung sollte nur bei

Nachweis einer ausreichenden fachlichen Qualifizierung zulässig sein. Außerdem sollte den Vermittlern die Einhaltung bestimmter Informations-, Aufklärungs- und Beratungspflichten auferlegt werden. Die Registrierungsstellen sollten nach dem Gesetzesentwurf von den Verbänden der Vermittler eingerichtet und vom BAKred beaufsichtigt werden.

Die Bundesregierung hat diesen Gesetzesentwurf - wie ich meine - zurecht abgelehnt. Das Problem ist nicht so sehr das Fehlen von Fachwissen bei den Vermittlern, sondern ihre leider nicht ganz seltene Unseriosität, die in der Vernachlässigung der Interessen ihrer Kunden zum Ausdruck kommt und ihre Ursache in dem Streben nach möglichst vielen und hohen Abschlußprovisionen hat. Um die beobachteten Mißstände zu beseitigen, müßte man die Vermittler dazu bringen, ihre Kunden umfassend, offen und objektiv aufzuklären und zu beraten. Es liegt daher nahe, auch für diese Vermittler einen Katalog von sog. Compliance-Vorschriften, d. h. von Regeln für den Umgang mit ihren Kunden aufzustellen, ähnlich wie ihn das WPHG für Banken und Wertpapierhandelsdienstleister enthält.

Zentral strukturierte Bundesoberbehörden wie BAKred, BAWe und BAV wären allerdings denkbar ungeeignet, die Tätigkeit von vielen Tausenden von Vermittlern zu überwachen. Sinnvoller wäre es, das Aufsichtsinstrumentarium der Gewerbeaufsichtsbehörden der Länder zu verbessern und auszuweiten sowie die in der Gewerbeaufsicht bestehenden Vollzugsdefizite zu beseitigen. Wie schon ausgeführt, unterliegen Kredit-, Investment- und Beteiligungsvermittler bereits einer besonderen gewerberechtlichen Erlaubnispflicht und einer - in der Praxis allerdings nicht wirksam ausgeübten - Überwachung durch die Gewerbeaufsicht.

Die Beseitigung der Vollzugsdefizite ist im wesentlichen eine Frage des Geldes und der Effizienzverbesserung durch organisatorische Änderungen. Um die im Vermittlungswesen beklagten Mißstände zu beseitigen, sind daher m. E. in erster Linie die Länder aufgerufen.

Eine Ausdehnung der Bundesaufsicht auf sog. Anlageunternehmen, eine Erweiterung der Prospektpflicht auf öffentlich angebotene Beteiligungen und eine Intensivierung der Gewerbeaufsicht der Länder über die ihrer Überwachung unterliegenden Finanzdienstleister würde den „grauen Markt“ beträchtlich zurückdrängen und den Kundenschutz entsprechend verbessern.

Auch damit wird man freilich den Markt nicht völlig von zweifelhaften Finanzanlageprodukten, unseriösen Vertriebspraktiken und unehrlichen Anbietern freihalten können. Dieses Ziel läßt sich mit staatlichen Mitteln nicht erreichen. Eine totale Aufsicht ist weder möglich noch wünschenswert. Sie würde zuviel Initiative ersticken, die Entwicklung neuer Produkte, Vertriebstechniken und Märkte lähmen und den Bürgern letztlich ihre Eigenverantwortlichkeit nehmen. Der Bürger wird vielmehr bei seinen Anlage- und Finanzierungsentscheidungen immer auch selbst prüfen müssen, mit wem er Geschäfte macht und welche Risiken und Kosten er dabei eingeht.

Viele Verbraucher verzichten jedoch auf eine solche Prüfung und Abwägung, obwohl sie hierfür bei den Verbraucherschutzeinrichtungen, bei den Aufsichtsämtern und durch einschlägige Berichte in den Medien viele hilfreiche Hinweise erhalten könnten. Vor Leichtsinn und Leichtgläubigkeit kann aber der Staat seine Bürger nicht bewahren. Es hängt daher nicht zuletzt auch vom Verhalten der Verbraucher selber ab, ob es trotz einer stark erweiterten Aufsicht und verbesserten Markttransparenz weiterhin einen „grauen“ Markt geben wird, auf dem unseriöse Anbieter und Vermittler Abnehmer für ihre zweifelhaften Produkte und Leistungen finden werden. Man kann daher nicht oft genug an die Verbraucher appellieren, sich vor Abschluß von Verträgen über Kapitalanlagen und andere Finanzdienstleistungen gründlich zu informieren und allen scheinbar besonders günstigen Angeboten mit einer gehörigen Portion Skepsis zu begegnen.



# Finanzdienstleister und Finanzmärkte im Umbruch – Zusammenfassung und Ausblick<sup>1</sup>

Von *Bernhard Herz*, Bayreuth

## A. Zur Rolle des Finanzsektors für die wirtschaftliche Entwicklung

Der Finanzsektor spielt eine zentrale Rolle für die wirtschaftliche Entwicklung. Finanzdienstleister und Finanzmärkte unterstützen den Prozess der wirtschaftlichen Arbeitsteilung, indem sie helfen, Spar- und Investitionsprozesse zu entkoppeln. Kapitaleigner ohne Investitionsmöglichkeiten stellen Kaufkraft denjenigen Akteuren zur Verfügung, die zwar über Investitionschancen, aber nicht über Kapital verfügen. Mit dem Verkauf von Finanztiteln kann ein Schuldner im Sinne einer intertemporalen Substitution früher konsumieren oder investieren. Entsprechend kann der Gläubiger und Käufer eines Finanztitels seine Kaufkraft gemäß der Rendite für eine spätere Verwendung mehren. In diesem Prozess unterstützen die Akteure des Finanzsektors den Prozess der Fristen-, Risiken- und Betragstransformation.

Finanztitel sind durch drei Besonderheiten gekennzeichnet:

- Der Kauf eines Wertpapiers läßt sich als Tausch eines sicheren Zahlungsstroms, des Kaufpreises, gegen einen zukünftigen und deshalb unsicheren Zahlungsstroms charakterisieren. Entsprechend sind Informationskosten zur Minderung von Unsicherheiten ein ganz wesentlicher Bestimmungsfaktor für die Entwicklung von Finanzprodukten.
- Zwischen dem Gläubiger und Schuldner bestehen Informationsasymmetrien über die Tätigkeit des Schuldners und damit die Qualität des Finanztitels.
- Finanzprodukte kombinieren typischerweise verschiedene Merkmale, etwa Zins-, Währungs- und Insolvenzrisiken. Diese Risiken werden zusammengefasst, um Transaktionskosten zu verringern und Risiken zu diversifizieren.

Finanzdienstleister und Finanzmärkte helfen, mit Hilfe geeigneter Finanzprodukte diese Informations- und Transaktionskosten zu senken, und verbessern damit die Effizienz des Finanzsektors.<sup>2</sup> Folgende Ansatzpunkte sind von besonderer Bedeutung:

---

<sup>1</sup> Der Verfasser dankt B. Duijm, C. Greiber und M. Weber für wichtige Hinweise.

<sup>2</sup> Vgl. etwa *Jaffee* (1989), S. 107 ff.

1. Zusammenbringen von Käufern und Verkäufern: Makler (Broker) verringern die Distanz zwischen Käufern und Verkäufer von Finanztiteln und vermindern damit Informations- und Transaktionskosten. Beispiele sind Discountbroker, die Kauf- und Verkaufsaufträge für Wertpapiere sammeln und an die Börse weitergeben, oder Investmentbanken, die Käufer und Verkäufer von Unternehmen zusammenführen (Mergers & Acquisitions).
2. Marktmacher: Händler (Dealer) „machen“ Märkten für Finanzprodukte, indem sie jederzeit bereit sind, Wertpapiere zu kaufen oder verkaufen. Dadurch erhöht sich die Liquidität der Wertpapiere und es verringern sich die Transaktions- und Informationskosten im Wertpapiergeschäft.
3. Zentralisieren von Finanztransaktionen: Börsen organisieren und standardisieren Finanztransaktionen und verringern damit ebenfalls die Transaktions- und Informationskosten.
4. Bewertung von Risiken: Der Wert eines Finanztitels und des zugrundeliegenden Vermögens ist von der zukünftigen Entwicklung abhängig und damit inhärent unsicher. Dabei lassen sich zwei Formen von Unsicherheit unterscheiden. Zum einen die allgemeine Unsicherheit bezüglich der zukünftigen wirtschaftlichen Entwicklung, etwa Zins- und Wechselkursrisiken, und zum anderen Informationsasymmetrien zwischen Gläubigern und Schuldern, die zu Moral hazard- und Adverse selection-Problemen führen können.
5. Monitoring: Der Wert eines Vermögenstitels hängt wesentlich von den Entscheidungen des Schuldners ab. Gläubiger können versuchen, die Wertentwicklung eines Finanztitels zu verbessern, indem sie das Verhalten des Schuldners überwachen. Ein Beispiel ist die vor allem in den USA verbreitete Praxis von Wagniskapitalgesellschaften, nur dann Kapital bereitzustellen, wenn sie wesentlichen Einfluß auf die Geschäftstätigkeit des zu finanzierenden Unternehmens nehmen können.

Im Prinzip kann jede dieser Aufgaben im Rahmen direkter Verträge zwischen Gläubigern und Schuldern auf den Finanzmärkten erfüllt werden. Dennoch werden Kapitaltransaktionen häufig nicht unmittelbar zwischen Kapitalgebern und -nehmern getätigt, sondern es werden Banken und andere spezialisierte Finanzinstitute als Mittler eingeschaltet (Finanzintermediation).

Banken kombinieren diese Tätigkeiten, indem sie etwa Märkte für Depositen und Kredite „machen“, im Kreditgeschäft Kreditrisiken bewerten und Kreditnehmer während der Laufzeit des Kredits kontrollieren. Banken sind somit ein einfaches Instrument des Zugangs zu den Finanzmärkten.

Was sind die komparativen Vorteile von Banken gegenüber direkten Transaktionen auf den Finanzmärkten? Die zentrale Rolle von Banken im Finanzsektor lässt sich auf Transaktions- und Informationskostenvorteile und ihre Sonderstellung in der Finanzmarktregulierung zurückführen.

Banken sind Mehrprodukt-Unternehmen. Aus Sicht von Bankkunden hat dies den Vorteil, dass Transaktionskosten vermieden werden können, wenn unterschiedliche Finanzgeschäfte mit einem Unternehmen abgewickelt werden können (one stop). Auch kann eine Mehrprodukt-Produktion im Vergleich zur spezialisierten Einproduktstrategie von Vorteil sein, wenn Verbundvorteile (Economies of scope) im Vergleich zu Skalenerträge (Economies of Scale) wichtig sind. Ein Beispiel ist die Risikodiversifikation, die Banken dadurch erreichen, dass sie unterschiedliche bilanzwirksame und bilanzunwirksame Geschäfte betreiben. Betont werden auch die Vorteile, die eine Bank etwa dadurch erhält, dass im Rahmen des Zahlungsverkehrs Informationen über die wirtschaftliche Situation ihrer Kunden erhält, die für den Verkauf anderer Finanzprodukte hilfreich sein können (cross selling). Möglicherweise können auch bestehenden Vertriebswege besser ausgelastet werden, wenn verschiedenen Finanzprodukte verkauft werden. Dieses Allfinanz-Konzept war vor allem in den 80er Jahre populär.<sup>3</sup>

Institutionell wird Banken vielfach eine Sonderstellung eingeräumt. Sie haben direkten Zugang zur Notenbankfinanzierung, genießen in vielen Ländern wettbewerbspolitische Sonderrechte und in einer Reihe von Ländern beeinflusst der Staat über öffentlich-rechtliche Banken unmittelbar die Entwicklung des Finanzsektors. Begründet wird diese Sonderstellung vor allem mit dem Schutz von Anlegervermögen und der Vermeidung systemischer Risiken für die Finanzmärkte.<sup>4</sup>

## B. Determinanten des Strukturwandels

Der Innovationsprozess auf den Finanzmärkten wird vor allem durch das Bemühen bestimmt, Informations- und Transaktionskosten zu verringern. In den 80er Jahren, als sich der Strukturwandel im Finanzsektor zu beschleunigen begann, waren Finanzinnovationen vor allem darauf ausgerichtet, makroökonomisch bedingte Unsicherheit zu mindern, insbesondere hohe und volatile Inflationsraten sowie stark schwankende Wechselkurse. Entsprechend setzten sich in dieser Zeit Absicherungsinstrumente wie Zins- und Währungsswaps durch.<sup>5</sup> In den USA wurden Finanzinnovationen vor allem auch zu dem Zweck entwickelt, regulierungsbedingte Transaktionskosten zu umgehen. Beispiele waren die Begrenzung der Geschäftstätigkeit von Finanzinstituten im Rahmen des Trennbankensystems (Glass-Steagall Act) und die Vorgabe von Zinshöchstgrenzen auf Bankeinlagen (Regulation Q).

Heute dominieren als Triebfedern für Innovationen vor allem

- der Fortschritt in den Informationstechnologien und damit eng verbunden
- der Prozess der Deregulierung im Finanzsektor.

---

<sup>3</sup> Vgl. *Hafner* (in diesem Band).

<sup>4</sup> Vgl. die Beiträge von *Artopoulos*, *Kurth* und *Lischke* in diesem Band.

<sup>5</sup> Vgl. *Herz* (1988).



## I. Technischer Fortschritt in den Informationstechnologien

Mit dem technischen Fortschritt in den Informationstechnologien sinken die für die Finanzmärkte zentralen Informations- und Transaktionskosten. Es wird kostengünstiger, Märkte für Finanzprodukte zu schaffen, auf denen Kapitalgeber und Kapitalnehmer direkt agieren können. Transaktionskostenökonomisch verringert sich die optimale Größe von Finanzunternehmen.<sup>6</sup> Produktionsprozesse, die bisher innerhalb von Finanzunternehmen getätigt wurden, können durch direkte Transaktionen auf Märkte ersetzt werden. So erlauben sinkende Transaktionskosten die Gründung von Börsen für neue Unternehmen, wie den Neuen Markt. Anstelle einer indirekten Finanzierung über konventionelle Bankkredite kann Kapital direkt von den Investoren an kleine Unternehmen fließen.

Abnehmende Transaktionskosten machen es für Abnehmer von Finanzprodukten auch billiger, mit mehreren Unternehmen Geschäftsbeziehungen zu unterhalten, anstatt eine breite Palette von Finanzprodukten bei einem Anbieter zu kaufen. Gleichzeitig wird es für die Anbieter möglich, sich auf eine engere Produktpalette zu konzentrieren, wodurch sich Kostenvorteile ergeben können. Beispiele sind spezialisierte Finanzunternehmen wie Direktbanken und Discountbroker. Dieser Prozess schwächt vor allem die Konkurrenzfähigkeit von Universalbanken mit ihrem breiten und diversifizierten Produktangebot.<sup>7</sup>

Der Erfolg von Finanzunternehmen mit einem spezialisierten Direktvertrieb, wie Discountbrokern, Direktbanken, Bausparkassen und Versicherungen, im Vergleich zu Banken mit einem eigenen Filialnetz deutet auch daraufhin, dass spezialisierte Vertriebswege vorteilhafter werden. Die Finanzprodukte des Privatkundengeschäft scheinen sich bezüglich des Beratungsbedarfs relativ stark zu unterscheiden, so dass Verbundvorteile im Vertrieb nur von untergeordneter Bedeutung sind. Mit weiter abnehmenden Transaktionskosten könnte sich so die Entwicklung hin zu spezialisierten Finanzinstituten weiter fortsetzen.

Ein weiterer Vorteil von Universalbanken, die Möglichkeit der Risikodiversifikation innerhalb eines Unternehmens, verliert mit der Tendenz zur größeren Handelbarkeit von Finanzprodukten an Bedeutung. Verschiedene Entwicklungen unterstützen diese Tendenz. So werden etwa im angelsächsischen Finanzsektor Forderungen vielfach verbrieft (Securitization) und damit handelbar gemacht. Beispiele sind Immobilienkredite, Autokredite und sogenannte Student loans (Kredite zur Finanzierung eines Studiums), die von Banken zusammengefasst, verbrieft und verkauft werden.

Auch die wachsende Bedeutung der Eigenkapitalfinanzierung verdeutlicht die Tendenz zu direkten Kapitaltransaktionen (Disintermediation).<sup>8</sup> Anstatt sich Kapital

---

<sup>6</sup> Vgl. *Coase* (1937).

<sup>7</sup> Vgl. Abschnitt I.

<sup>8</sup> Vgl. *Deutsche Bundesbank* (1999).

im Rahmen von Bankkrediten zu beschaffen, finanzieren sich Unternehmen in wachsenden Maße direkt durch die Emission von Aktien. Eine besondere Form ist dabei die Finanzierung über Beteiligungsgesellschaften (Venture Capital), die vor allem für Unternehmensgründer zunehmend eine Alternative zu Bankkrediten wird. Spezialisierte Wagniskapitalgesellschaften können aufgrund ihrer Eigenkapitalfinanzierung besser die besonderen Risiken neuer Unternehmen tragen. Außerdem sind sie eher in der Lage, die bei Unternehmensgründungen aufgrund von Informationsasymmetrien besonders wichtigen Moral hazard- und Adverse selection-Probleme zu mindern. So streben Wagniskapitalgesellschaften als Kapitalgeber eine maßgebliche Rolle in der Leitung des zu finanzierenden Unternehmens an.<sup>9</sup>

Sinkende Informations- und Transaktionskosten erleichtern es auch, neue Finanzprodukte zu entwickeln. Ein wesentlicher Ansatzpunkt ist es, die einzelnen Risikomerkmale von Finanzprodukten zu isolieren. Die Zins-, Währungs- und Insolvenzrisiken eines Finanztitels werden getrennt, um die Risiko-Ertrags-Struktur von Portfolios genauer kontrollieren zu können. So sind Nullkupon-Anleihen ein Instrument, das Zinsänderungsrisiko bei der Wiederanlage laufender Zinszahlungen auszuschalten, während Zins- sowie Währungsderivate eine genauere Steuerung spezifischer Zins- und Währungsrisiken von Finanztiteln erlauben. Schließlich ermöglichen die sich derzeit entwickelnden Märkte für Kreditderivate, das Ausfallrisiko von Krediten zu verringern.

Alle diese Entwicklungen verlaufen nicht isoliert, sondern sind durch vielfältige Wechselbeziehungen gekennzeichnet. So dürfte das Wachstum des Venture Capital-Bereichs wesentlich von der Einführung neuer Aktienbörsen wie dem Neuen Markt profitieren, da die Wagniskapitalgesellschaften ihre Geschäftsanteile an neu gegründeten Unternehmen einfacher verkaufen können. In ähnlicher Weise besteht eine positive Wechselbeziehung zwischen der Tendenz zur Verbriefung von Finanztiteln und dem Ausbau kostengünstiger Wertpapierbörsen.

## II. Deregulierung des Finanzsektors

Die Produktionsbedingungen im Finanzsektor werden vergleichsweise stark durch staatliche Regulierungen geprägt, vor allem im Bankbereich. Regulierungen sind damit ein wesentlicher Standortfaktor in der Finanzindustrie. Dabei stehen regulierungsbedingten Belastungen, wie Berichtspflichten, Begrenzung der erlaubten Tätigkeitsfelder, Eigenkapital- und Mindestreservepflichten, auch besondere Vorteile gegenüber, etwa die Einräumung wettbewerbspolitischer Ausnahmeregeln oder die Refinanzierung über die Notenbank.

Für die Finanzmarktregulierung ist im laufenden Strukturwandel von besonderer Bedeutung, dass die traditionellen Trennlinien zwischen Finanzprodukten, Finanzinstitutionen sowie nationalen und internationalen Finanzmärkten weiter aufge-

---

<sup>9</sup> Vgl. *Weber* (in diesem Band).

weicht werden: Es werden neue spezifischere Produkte entwickelt, die Produktpalette bestehender Finanzunternehmen ändert sich, neue Finanzinstitute entstehen, im Prozess der Disintermediation nimmt die Bedeutung der Finanzmärkte zu Lasten der Banken zu.<sup>10</sup>

Die Wirtschaftspolitik und die Regulierungsbehörden reagieren auf diese Entwicklungen in einigen Bereichen gestaltend aktiv, teilweise aber auch konstatierend passiv. Die Länder der Europäischen Union haben aktiv im Zusammenhang mit den vier Grundfreiheiten einen Binnenmarkt für Kapital und Finanzdienstleistungen in der EU geschaffen. Kapitalverkehrskontrollen wurden abgeschafft und mit dem sogenannten Europapass für Finanzdienstleister das Ursprungsland-Prinzip für Finanzdienstleistungen eingeführt. Ein Unternehmen, das in einem Land der Europäischen Union als Finanzdienstleister zugelassen wird, kann in allen anderen EU-Ländern tätig sein.

Neben dieser aktiven wirtschaftspolitischen Deregulierung ist zusätzlich auch ein Prozess der marktbestimmten Deregulierung zu beobachten, bei dem die Aufsichtsbehörden Marktentwicklungen konstatierend hinnehmen. In dem Maße wie Finanzprodukte nicht mehr von Banken produziert, sondern direkt an Börsen gehandelt werden, wird nicht nur die Information über Finanztransaktion, sondern vor allem die aufsichtsrechtliche Beeinflussung von Finanztransaktionen schwieriger. Ein Beispiel ist das sogenannte „order routing“, bei dem Aufträge für Wertpapiertransaktionen von einem Broker direkt in das elektronische Handelssystem von Börsen weitergeleitet werden. Brokerkunden werden dadurch faktisch zu Brokern, ohne entsprechenden Regulierungen zu unterliegen.

Doch auch bei Produkten, die durch die Aufsichtsbehörden noch reguliert werden könnten, nimmt der Deregulierungsdruck zu. Die sinkenden Informations- und Transaktionskosten führen direkt zu einem stärkeren Wettbewerb zwischen den Finanzdienstleistern und damit indirekt auch zu mehr Wettbewerb zwischen den Finanzmarktregulierern. Es wird kostengünstiger, teure Regulierungen zu umgehen und auf weniger regulierte Standorte mit günstigeren Produktionsbedingungen auszuweichen. Die Rolle der Finanzaufsicht wird in jedem Fall abnehmen. Entweder reduzieren die Aufsichtsbehörden die Intensität der Regulierung von sich aus oder sie behalten ihre Standards bei, müssen dann aber mit einer Abwanderung der regulierten Geschäfte rechnen.

Diese Entwicklung wird dadurch begünstigt, dass sich die Finanzstandorte gerade in den OECD-Ländern in ihren makroökonomischen und technischen Bedingungen ähnlicher werden. Im Vergleich etwa zu den 70er Jahren scheinen die Zins- und Preisentwicklungen in den Industrieländern ähnlicher zu verlaufen. Dies wird dadurch begünstigt, dass international relativ große Übereinstimmung über die makroökonomische Ziele Geldwertstabilität und Budgetkonsolidierung besteht. Die mo-

---

<sup>10</sup> Für einen Überblick vgl. *Meister* (2000).

netäre Konvergenz wird international auch dadurch gefördert, dass nationale Währungen in den Euro übergeführt wurden und werden, faktisch Länder ihre Geldpolitik im Rahmen einer Dollarisierung oder Euroisierung aufgeben oder ihre Währungen im Rahmen eines Currency Boards einseitig an eine ausländische Währung binden.

Auch von der technisch-institutionellen Seite nähern sich die Kapitalmärkte einander an, so dass die Rolle nationaler Besonderheiten eine immer geringere Bedeutung hat. Beispiele sind die Zusammenführung der Schweizerischen Terminbörse Soffix und der Deutschen Terminbörse zur EUREX und die geplante Fusion der Londoner und Frankfurter Wertpapierbörse zu einer gemeinsamen Börse auf Basis eines einheitlichen Handelssystems. Ähnlich wirken elektronische Banken, deren Absatzgebiet regional nicht begrenzt ist.

Ob der zunehmende Wettbewerb der Aufsichtsbehörden zur viel zitierten „competition of laxity“ führen oder nur ein zu hohes Maß an Regulierungen auf ein angemessenes Maß verringern wird, ist derzeit offen. In dem Maße wie Regulierungen die Qualität der beteiligten Unternehmen und Finanzplätze verbessern und Mindeststandards als Qualitätsmerkmale gelten, können angemessene Regeln für Finanzdienstleister und Finanzmärkte ein Standortvorteil sein.<sup>11</sup>

### C. Ausblick

Die sinkenden Informations- und Transaktionskosten im Finanzsektor erweitern die Möglichkeiten, neue Produkte zu entwickeln, verändern die optimale Produktpalette von Unternehmen und deren effiziente Größe. Grundsätzlich wird die Tendenz zu einer größeren Spezialisierung im Finanzsektor gefördert. Das gilt sowohl für die Entwicklung neuer Produkte als auch die Produktion konventioneller Finanzprodukte. Für das deutsche Bankensystem könnte sich eine Entwicklung weg von den traditionellen Universalbanken hin zu spezialisierteren Finanzunternehmen ergeben. Im Rahmen einer Neuausrichtung könnten sich die Finanzunternehmen auf weniger Produkte beschränken. Ein Beispiel wären „fokussierte Direktbanken“,<sup>12</sup> die sich auf wenige standardisierte, wenig erklärungsbedürftige Produkte wie das Einlagengeschäft und Konsumentenkredite konzentrieren. Eine weitere Möglichkeit könnte die Neugruppierung von Finanzprodukten und Kundengruppen sein. Beispiele wären die Entwicklung einer Bank nur für Privatkunden oder die Kombination des Massengeschäfts im Bank- und Versicherungsbereich, Ziele, wie sie im Zusammenhang mit der gescheiterten Fusion von Deutscher Bank und Dresdner

---

<sup>11</sup> Die Entwicklung des Finanzsektors wird offensichtlich auch von (De)Regulierungen in anderen Sektoren betroffen. So ist der Erfolg von Direktbanken auch im Zusammenhang mit staatlich und tarifpolitisch bedingt kurzen Öffnungszeiten von Banken zu sehen. Entsprechend hängt der große Markt für Student loans in den USA offensichtlich eng mit der besonderen Form der staatlichen Förderung des Hochschulstudiums zusammen.

<sup>12</sup> Vgl. *Hafner* (in diesem Band).

Bank angestrebt wurden. Es könnten im Finanzsektor neue, bisher branchenfremde Unternehmen auftreten. So versuchen derzeit Unternehmensberatungen, sich im Bereich der Mergers & Acquisitions zu etablieren.

Eine stärkere Spezialisierung von Finanzunternehmen muss dabei nicht mit abnehmenden Unternehmensgrößen einhergehen. Noch immer sind Finanzunternehmen relativ national ausgerichtet. Je spezialisierter Finanzunternehmen sind, um so einfacher dürften internationale Unternehmenszusammenschlüsse sein. Entsprechend sind internationale Fusionen spezialisierterer Finanzunternehmen, etwa im Bereich der Investmentbanken oder der Discountbroker, eher zu beobachten als Zusammenschlüsse von Universalbanken.

Die sinkenden Informations- und Kontrollkosten verringern die komparativen Vorteile von Banken. Die Folge ist eine zunehmende Disintermediation. Es wird für Kreditnehmer einfacher und billiger, sich Eigen- und Fremdkapital über Wertpapierbörsen direkt bei den Investoren zu beschaffen. Für die Gläubiger hat die direkte Finanzierung den Vorteil, dass sie das Risiko-Ertrags-Profil ihres Vermögens genauer steuern können als im Fall von Einlagen bei den Banken.

Wird das Geschäft der Finanzaufsicht durch die laufenden Entwicklungen schwieriger? Einerseits bringt das Zusammenwachsen von Finanzmärkten die Gefahr, dass Probleme in einer Region oder einer Branche schneller auf andere Bereiche übergreifen. Andererseits entstehen im Innovationsprozess neue Produkte zur Absicherung und Steuerung von Risiken, so dass die Gefahren für die Stabilität des Finanzsektors besser kontrolliert werden können.

Die wichtigsten Veränderungen werden sich für die Aufsichtsbehörden auf der institutionellen Ebene ergeben. So wird etwa die bisherige Trennung der Finanzaufsicht nach Branchen, wie Banken und Versicherungen, hinfällig, wenn Finanzunternehmen über die bisherigen Branchengrenzen hinweg Finanzprodukte anbieten. Für die verschiedenen Aufsichtsbehörden bedeutet dies einen Zwang zur stärkeren Kooperation oder zur Fusion.

Sollte die Bankaufsicht bei der Notenbank angesiedelt sein? Die neuen Entwicklungen auf den Finanzmärkten liefern keine neuen Gründe für eine Zusammenführung von Geldpolitik und Finanzaufsicht in einer Behörde.

Die abnehmende Bedeutung nationaler Grenzen für Finanzgeschäfte, etwa im Rahmen des elektronischen Bankgeschäfts oder des direkten Zugangs zu elektronischen Handelssystemen von Wertpapierbörsen, erschwert zunehmend die traditionelle Bank- und Finanzmarktaufsicht. Im Bereich der Europäischen Union wird für die Zulassung von Finanzunternehmen das Ursprungslandprinzip angewandt. Dagegen wird die Geschäftstätigkeit der Unternehmen von nationalen Aufsichtsbehörden nach nationalem Recht kontrolliert. Da Aufsichtsbehörden nur national tätig sein können, werden nationale und internationale Akteure faktisch unterschiedlich reguliert. Traditionell kann die Finanzaufsicht in dieser Situation versuchen, entweder

im Rahmen von Rechtshilfeabkommen die nationalen Aufsichtsentscheidungen im Ausland durchzusetzen oder die Aufsichtsregelungen international zu harmonisieren.<sup>13</sup> In beiden Fällen wird der mit dem Ursprungslandprinzip angestrebte Wettbewerb der Regulierungssysteme und die dezentrale Harmonisierung von Aufsichtsregelungen ersetzt durch die faktische Einführung des Bestimmungslandprinzips und die zentrale Harmonisierung.

## Literaturverzeichnis

- Coase, Ronald* (1937): The Nature of the Firm, in: *Economica*, Bd. 4, S. 386–405.
- Deutsche Bundesbank* (1999): Zur Entwicklung der privaten Vermögenssituation seit Beginn der Neunziger Jahre, Monatsbericht Januar, S. 33–50.
- Herz, Bernhard* (1988): Geldpolitik bei finanziellen Innovationen, Frankfurt a. M.
- Jaffee, Dwight M.* (1989): Money, Banking, and Credit, New York, N. Y.
- Meister, Edgar* (2000): Globale Geschäfte, nationale Aufsicht – passt das zusammen?, in: *Zeitschrift für das Gesamte Kreditwesen*, 53. Jhg., S. 20–23.

---

<sup>13</sup> So wird die Solvabilitätsrichtlinie der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich von nationalen Aufsichtsbehörden umgesetzt.