ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Pannes-Welter, Susanne

Article — Digitized Version

Ordnungspolitische Leitlinien für ein funktionsfähiges Finanzsystem

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Pannes-Welter, Susanne (1998) : Ordnungspolitische Leitlinien für ein funktionsfähiges Finanzsystem, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Springer, Heidelberg, Vol. 78, Iss. 7, pp. 412-417

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/40132

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.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Susanne Pannes-Welter

Ordnungspolitische Leitlinien für ein funktionsfähiges Finanzsystem

In Deutschland erfolgt die Finanzierung des Unternehmenssektors traditionell über die Banken. Im Vergleich zu den USA und Großbritannien ist die Organisation von Finanzdienstleistungen über Märkte hier deutlich weniger weit entwickelt. Die Ausgestaltung des Finanzsystems hat aber weitreichende Folgen für den Wettbewerb und das Wachstum. Mit den ordnungspolitischen Maßnahmen für ein funktionsfähiges Finanzsystem hat sich die Monopolkommission in einem Sondergutachten beschäftigt. Welche Empfehlungen gibt sie?

Das Finanzsystem stellt für eine entwickelte Volkswirtschaft eine zentrale institutionelle Infrastruktur dar. Zu seinen Funktionen zählen die Abwicklung des Zahlungsverkehrs, die Liquiditätssteuerung und die Koordinierung von Spar- und Investitionsentscheidungen. Aus der Investitionsfinanzierung leiten sich zudem Aufgaben bei der Unternehmenskontrolle ab. Das Finanzsystem beeinflußt damit den Wettbewerb, den Strukturwandel und das Wachstum einer Volkswirtschaft.

Nationale Finanzsysteme haben sich in den vergangenen Jahrzehnten weitgehend unabhängig voneinander entwickelt. Traditionen haben zu erheblichen Unterschieden in den Systemen geführt. In Ländern wie den USA oder Großbritannien ist die Organisation von Finanzdienstleistungen über Märkte deutlich weiter entwickelt als in Deutschland oder Japan. In den beiden letztgenannten Staaten dominiert die Intermediation durch Banken und Versicherungen.

Die gewachsenen Strukturen weisen ein erhebliches Beharrungsvermögen auf. Es bestimmt in dem immer schneller verlaufenden Prozeß der globalen Integration der Märkte das Tempo der Anpassung und damit, wer in der Entwicklung eine Vorreiter- oder Nachfolgerposition einnimmt. Marktorientierte Finanzsysteme erweisen sich eindeutig als innovationsfreudiger, denn der technische Fortschritt und die Marktausweitung favorisieren die Verbriefung von Finanzprodukten und ihre Handelbarkeit. Hierauf sind Finanzsysteme mit einer bereits relativ weit entwickelten Marktinfrastruktur besser vorbereitet.

Susanne Pannes-Welter, 32, Dipl.-Volkswirtin, ist wissenschaftliche Mitarbeiterin der Monopolkommission.

Eine der wesentlichen Anforderungen an ein Finanzsystem ist eine ausreichende Flexibilität, die die Anpassung an die vielschichtigen Bedürfnisse der Haushalte und Unternehmen gewährleistet. Dazu ist eine Ordnung notwendig, die wettbewerblichen Entwicklungen möglichst viel Raum läßt. Eine Selbststeuerung ist dabei gegenüber einer politischen Lenkung vorzuziehen. Wettbewerb bedeutet nicht nur die Konkurrenz zwischen Anbietern herkömmlicher Produkte, sondern auch Innovationswettbewerb, den Wettbewerb zwischen verschiedenen Formen der Organisation des Angebots und der Bereitstellung von Finanzdienstleistungen sowie auf internationaler Ebene schließlich auch den Wettbewerb zwischen Regulierungssystemen.

Der prägende Einfluß des Finanzsystems auf Finanzierungs- und Anlageentscheidungen war für die Monopolkommission Anlaß, das deutsche System auf Defizite bei der Erfüllung der Bedürfnisse von Unternehmen, Haushalten und Intermediären zu untersuchen. Das Ergebnis dieser Untersuchung hat sie der Bundesregierung in Form eines Sondergutachtens vorgelegt[1]. In ihrer Stellungnahme hat sie die ordnungs- und wettbewerbspolitischen Aspekte der Problematik in den Vordergrund gestellt. Die wettbewerbspolitische Bedeutung des Finanzsystems zeigt sich insbesondere in der Bereitstellung von Kapital für den Markteintritt neuer Unternehmen und für die Erschließung innovativer Geschäftsfelder durch junge Unternehmen. Das Gutachten behandelt sowohl die Finanzmärkte selbst als auch die Intermediäre als Marktteilnehmer. Es setzt sich mit der Konkurrenzbeziehung zwischen diesen alternativen Formen der

[1] Monopolkommission: Ordnungspolitische Leitlinien für ein funktionsfähiges Finanzsystem, Sondergutachten 26, Baden-Baden 1998.

Bereitstellung von Finanzdienstleistungen auseinander und geht der Frage nach, welcher Reformbedarf sich aus der Dominanz des Bankensektors im deutschen Finanzsystem ergibt. Mit der Vorherrschaft der Kreditinstitute bei der Unternehmensfinanzierung ist das Problem der Unternehmenskontrolle eng verbunden.

Die Stellung des Marktes in einem Finanzsystem bestimmt sich aus den Funktionen, die er zu erfüllen hat. In Deutschland ergänzt der Aktienmarkt die Finanzierung durch die Kreditwirtschaft. Seine Finanzierungsfunktion ist daher begrenzt. Aufgrund seiner geringen Bedeutung gilt dies auch für seine Relevanz als Informationsinstrument.

Die Güte eines Finanzsystems bemißt sich danach, ob Unternehmensfinanzierung und Kapitalanlage frei von Verzerrungen durch den institutionellen Rahmen erfolgen können. Gibt es hier Defizite im deutschen – bankdominierten – System?

Geringe Attraktivität von Aktien

Das Anleger-Interesse an der Aktie ist in Deutschland wenig ausgeprägt. Nur 5,5% der Bevölkerung besaßen Anfang der neunziger Jahre Aktien. Seit der Börseneinführung der Deutschen Telekom AG ist allerdings eine steigende Tendenz zu beobachten. Wesentliche Gründe für die Vernachlässigung der Aktienanlage sind Informationsdefizite, das bestehende Rentensystem und steuerliche Ungleichbehandlungen von Anlagealternativen.

Die privaten Anleger informieren sich hauptsächlich im Rahmen der Bankberatung. Kreditinstitute halten sich mit Empfehlungen riskanter Anlagen bislang stark zurück, da bei Verletzung der Beratungspflicht die Bank haftet. Die Verjährungsfrist betrug 30 Jahre, wurde im Rahmen des Dritten Finanzmarktförderungsgesetzes inzwischen jedoch auf drei Jahre verkürzt. Die Monopolkommission erwartet hieraus eine Stärkung der Bereitschaft, Aktien zu empfehlen.

Auch das bestehende Rentensystem behindert das Aktiensparen. Die staatliche Rentenversicherung gewährleistet eine am Lohn orientierte Grundversorgung, so daß der privaten und betrieblichen Altersvorsorge nur eine ergänzende Funktion zukommt. Mit dem absehbaren Sinken des gesetzlichen Rentenniveaus wird sich die Relevanz dieser bislang komplementären Elemente ändern. Da Aktien ebenso wie Immobilien Substanzwerte sind, gelten sie als gegen Inflation besser geschützt als festverzinsliche Wertpapiere und Bankeinlagen und somit als für die Vorsorge besonders geeignet. Bezogen auf die langfristige Anlage haben Aktien in den vergangenen Jahrzehnten außerdem eine höhere durchschnittliche Rendite erzielt als Rentenwerte. Zugleich sind sie auch mit einem höheren Risiko, gemessen durch die Standardabweichungen, behaftet.

Portfoliodiversifizierungen erlauben eine Begrenzung der Risiken. Anleger sind sich dessen bewußt und erwerben zunehmend Investmentanteile. Die Fondsgesellschaften wiederum investieren einen Teil der Mittel über den Aktienmarkt. 1996 hatten sie 177 Mrd. DM in Aktien angelegt. Mit der Reform des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften im Rahmen des Dritten Finanzmarktförderungsgesetzes erweiterte der Gesetzgeber das Spektrum der privaten und betrieblichen Altersvorsorge durch Einführung von Pensions- oder Altersvorsorge-Sondervermögen. Sie sind auf langfristiges Sparen ausgerichtet und müssen daher zu mindestens 51% aus Substanzwerten bestehen.

Anlageentscheidungen werden auch von steuerlichen Überlegungen beeinflußt. Dividenden werden auf der Ebene des Anlegers letztlich steuerlich ebenso behandelt wie Erträge aus anderen Finanzanlagen. Kursgewinne sind nach Ablauf der Spekulationsfrist von sechs Monaten dagegen steuerfrei. Eine Diskriminierung erfährt die Aktie als Instrument der Altersvorsorge allerdings gegenüber Kapitallebensversicherungen. Vereinfacht dargestellt sind Zinserträge, die aus einer Lebensversicherung fließen, dann von der Einkommensteuer ausgenommen, wenn die Laufzeit der Versicherung mindestens zwölf Jahre beträgt. Aufgrund dieser Bestimmungen genießen die Versicherungsunternehmen einen ungerechtfertigten Wettbewerbsschutz. Da es volkswirtschaftlich sinnvoll ist, das Sparen zum Zweck der privaten Alterssicherung zu fördern, sollte das Steuerprivileg auf andere Sparformen ausgedehnt werden. Unter Einhaltung der Bindungsfrist von zwölf Jahren könnten beispielsweise auch Wertpapierdepots steuerfrei gestellt werden.

Ebenso wie die privaten Anleger zeigen auch Banken und Versicherungen nur ein geringes Interesse an der Aktienanlage. Sie schöpfen die Spielräume, die das Kreditwesengesetz und das Versicherungsaufsichtsgesetz ihnen für Aktienanlagen einräumen, bei weitem nicht aus. Eine wesentliche Ursache liegt in der mangelnden Tiefe und Breite des deutschen Aktienmarktes. Die geringe Liquidität verursacht relativ hohe Marktbeeinflussungskosten[2] bei für institutionelle Anleger nicht selten hohen Transaktionsvolumina. Hier zeigt sich, daß die Unterentwicklung des Aktienmarktes selbst ein Hindernis für die stärkere Nutzung

[2] Marktbeeinflussungskosten resultieren aus Preisveränderungen am Markt, die auf das Auftreten von Blockorders zurückzuführen sind.

der Aktie als Anlageform darstellt. Zu beachten ist aber auch, daß die Aktienanlage auf eigene Rechnung nicht zu den Kernaktivitäten von Banken und Versicherungen zählt.

Aktie als Finanzierungsinstrument

Die nachrangige Rolle der Aktie für die Vermögensanlage spiegelt sich in ihrer geringen Bedeutung als Finanzierungsinstrument wider. Ende 1996 bestanden nur etwa 3900 Aktiengesellschaften (AG). Diese Zahl ist vor allem im Verhältnis zur Gesamtzahl der (umsatzsteuerpflichtigen) Unternehmen, die zu diesem Zeitpunkt bei 3 Millionen lag, gering. Die wirtschaftliche Relevanz der Aktiengesellschaften ist allerdings groß: Am Umsatz aller Unternehmen hatten sie einen Anteil von 20%. Die der AG am ehesten vergleichbare Rechtsform ist die Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH), die sich einer bedeutend größeren Akzeptanz erfreut. Im direkten Vergleich unterliegen Aktiengesellschaften, und hier vor allem die börsennotierten, weitergehenden Rechnungslegungs- und Publizitätsanforderungen als Gesellschaften mit beschränkter Haftung. Nachteilig ist aus Sicht mancher Unternehmer auch die Pflicht zur Bildung eines Aufsichtsrats. Bei einer GmbH greift die unternehmerische Mitbestimmung erst bei mehr als 500 Beschäftigten. Entscheidend ist, daß es in einem bankdominierten System nicht notwendig ist, eine Unternehmensform zu wählen, die den Gang an die Börse erlaubt. Rechtsformentscheidungen werden daher in erster Linie von anderen, beispielsweise steuerlichen Erwägungen bestimmt.

Deutsche Unternehmen gelten allgemein als eigenkapitalschwach. So wiesen deutsche Kapitalgesellschaften nach einer Untersuchung der Deutschen Bundesbank im Vergleich mit US-amerikanischen Gesellschaften eine deutlich geringere Eigenkapitalquote auf. Sie lag bei durchschnittlich 30%, während die US-amerikanischen Unternehmen über 38% Eigenmittelanteil verfügten. Der Unterschied zwischen den beiden Quoten wird allerdings durch die Möglichkeit deutscher Unternehmen, in sehr viel höherem Maße als US-amerikanische Unternehmen stille Reserven zu bilden, vermindert. Stille Reserven zählen zum Eigenkapital, sind aber aus der Bilanz nicht abzulesen und führen deshalb zu einem zu geringen Eigenkapitalausweis.

Beeinflußt wird die Finanzierung großer deutscher Aktiengesellschaften auch durch die Institution der betrieblichen Altersvorsorge in Form von Pensionsrückstellungen. Ihre Langfristigkeit erlaubt die Substitution von Eigenkapital und externem Fremdkapital mit vergleichbarer Fristigkeit. Die Unternehmen werden sich jedoch zunehmend auch der Nachteile dieser Finanzierungsquelle bewußt. Durch die steigende Lebenserwartung wird die Kostenrechnung der Unternehmen immer stärker belastet. Die Monopolkommission empfiehlt, die für die betriebliche Altersvorsorge vorgesehenen Mittel über den Markt anzulegen. Hierdurch kann die Aktie als Vermögensanlage wie auch als Finanzierungsinstrument profitieren. In diesem Zusammenhang erscheint es sinnvoll und für die Unternehmen entlastend, wenn bei der betrieblichen Altersvorsorge das Prinzip fester Auszahlungszusagen zugunsten eines Systems mit festen Beitragsleistungen aufgegeben würde.

Die Finanzierungsstrukturen deutscher Unternehmen sind nicht Ausdruck einer vergleichsweise ungünstigeren Unternehmensentwicklung, sondern vielmehr Ergebnis der Unterschiede in der Kapitalmarktstruktur. Deutsche Unternehmen können bei der Finanzierung auf die Vorteile des Hausbankensystems zurückgreifen, das insbesondere die Kreditaufnahme erleichtert, während britische und US-amerikanische Unternehmen in sehr viel stärkerem Maße auf die externe Eigenkapitalbeschaffung angewiesen sind.

Hinzu kommt, daß die Aufnahme von Fremdkapital gegenüber der Beteiligungsfinanzierung steuerlich bevorzugt wird. Als Gewinnbestandteil unterliegen Dividenden bei der ausschüttenden Gesellschaft der Gewerbeertragsteuer. Fremdkapitalzinsen können dagegen mindestens zur Hälfte, die Zinsen auf kurzfristige Verbindlichkeiten sogar in vollem Umfang von der Steuerbemessungsgrundlage abgezogen werden. Diese Ungleichbehandlungen sollten aufgehoben werden, denn sie verzerren die Unternehmensfinanzierung. Das gilt auch für rechtsformspezifische Differenzierungen. Vor allem sollten Umwandlungen steuerneutral erfolgen können.

Defizite der Marktorganisation

Die Vernachlässigung des Aktienmarktes als Finanzierungsquelle zeigt sich auch in der geringen Anzahl der Börsengänge. Während in den USA zwischen 1991 und 1996 über 3000 Unternehmen an die Börse traten, verzeichneten die deutschen Börsen nur 77 Erstemissionen. Inzwischen ist eine Belebung des Aktienmarktes zu beobachten, die wesentlich von dem Börsengang der Deutschen Telekom und der Eröffnung des Neuen Marktes[3] als Segment für junge, technologieorientierte Unternehmen getragen wird.

[3] Der Neue Markt wurde im März 1997 als viertes Börsensegment in Frankfurt eröffnet. Zielgruppe dieses Marktes sind kleinere wachstumsstarke Gesellschaften.

Die Organisation der Börsen entspricht vielfach nicht den Anforderungen der Marktteilnehmer. Reformen sollten sich vor allem auf die präferenzgerechte Ausgestaltung von Marktsegmenten richten und die Bedürfnisse der Handelsteilnehmer hinsichtlich der Plattformen und Handelsverfahren berücksichtigen. Ergänzend sind liquiditätssteigernde Maßnahmen erforderlich, und die Informationsbereitstellung durch den Markt und die Unternehmen ist zu verbessern. Als Defizite sind darüber hinaus die dezentrale staatliche Aufsicht, die Kompetenzüberschneidungen bei Bund und Ländern verursacht, und das Fehlen einer verbindlichen Übernahmeregelung zu nennen.

Zusätzlich zu einer Beseitigung dieser Nachteile sollte eine Reihe weiterer Neuerungen erfolgen. Dazu zählt die einheitliche Anwendung international vergleichbarer Rechnungslegungsstandards, die die Informationsbeschaffung für Investoren erleichtern und die Mehrfach-Bilanzierung für Unternehmen überflüssig machen würde. Der Gesetzgeber hat mit dem Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz den ersten Schritt in diese Richtung getan. Das Gesetz befreit deutsche Konzernobergesellschaften von der Konzernrechnungslegung nach dem Handelsgesetzbuch, wenn der Konzernabschluß statt dessen nach Methoden aufgestellt wird, die an einem ausländischen Kapitalmarkt vorgeschrieben oder anerkannt sind. Ein Mangel des Gesetzes besteht darin, daß die Befreiung auf die an internationalen Kapitalmärkten auftretenden Unternehmen beschränkt ist. Unternehmen, die im Ausland auf anderem Wege Kapital aufnehmen, können diesen Vorteil nicht nutzen.

Eine präferenzgerechte Bereitstellung von Börsenleistungen für Unternehmen kann durch Wettbewerb um Emittenten zwischen den Börsensegmenten gefördert werden. Voraussetzung ist eine Trennung der Trägerschaft für die Segmente sowie ein institutioneller Rahmen, der auch die Errichtung neuer Segmente erlaubt.

Wettbewerb um Kundenaufträge senkt tendenziell die Transaktionskosten und führt zur Entwicklung innovativer Handelsplattformen und -techniken. In den USA stehen für den Wertpapierhandel neben den Börsen und dem National Association of Securities Dealers Automated Quotation System (NASDAQ)[4] proprietäre Transaktionssysteme (PTS) zur Verfügung, über die Wertpapierhändler und institutionelle Investoren untereinander einen erheblichen Teil der Transaktionen abwickeln. Es handelt sich dabei um maßgeschneiderte Sekundärmärkte für an den Börsen oder im NASDAQ-System gehandelte Aktien und Anleihen. Die Entwicklung von PTS wäre auch in Deutschland wünschenswert. Schließlich wird auch der Konkurrenzdruck auf die Marktzugangsintermediäre positive Wirkung entfalten. Beratung und Orderausführung werden stärker als bisher auf die Anforderungen der Kunden ausgerichtet sein. Vor allem lassen sich beispielsweise durch den Verzicht auf Beratung die Kommissionskosten senken.

Risikokapital

Die Qualität eines Finanzsystems bemißt sich vor allem auch danach, ob es die Bereitstellung von Risikokapital für junge und mittelständische Unternehmen in einem ausreichenden Maße leistet. Die Risikokapitalbeschaffung stellt jedes Finanzsystem vor besondere Probleme. Dies gilt insbesondere für innovative Unternehmen, die relativ klein und/oder jung sind. Sie sind in einem höheren Maße auf die externe Finanzierung angewiesen als große und eingesessene Unternehmen, deren Innenfinanzierungsspielräume größer sind. Die externe Beschaffung von Risikokapital leidet weitaus stärker als die Finanzierung von Investitionen in etablierten Industrien und Geschäftsfeldern unter dem Problem der ungleichen Informationsverteilung zwischen Kapitalgeber und -nehmer. Der Informationsvorsprung junger, innovativer Unternehmen ist größer, die Erwartungen über Marktentwicklungen sind unsicherer und in der Regel auch heterogener. Da solche Unternehmen im allgemeinen wenig dingliche Sicherheiten bieten können, kommt der Eigenkapitalbeschaffung eine besondere Bedeutung zu. Hier sind junge und kleine Unternehmen nun aber ebenfalls strukturell benachteiligt. Ihnen fehlt im allgemeinen die Möglichkeit, Verluste aus riskanten Projekten durch Erträge aus anderen Geschäftsfeldern auszugleichen, wodurch sich das Risiko einer Unternehmensbeteiligung erhöht.

Internationale Vergleiche erwecken den Eindruck, daß im deutschen Finanzsystem die Risikokapitalbeschaffung besonderen Behinderungen unterliegt. So stand in den USA 1995 20mal soviel Venture Capital zur Verfügung wie in Deutschland. Der besondere Erfolg des Venture-Capital-Marktes in den USA resultiert sicherlich teilweise auch aus der vergleichsweise hohen Rentabilität amerikanischer Unternehmen. Hinsichtlich des investierten Portfolios schneidet Deutschland auch im europäischen Vergleich schlecht ab und rangierte 1995 auf Rang drei hinter Großbritannien und Frankreich. Legt man das europäische Gesamtportfolio zugrunde, so entfiel auf

[4] Formal zählt die NASDAQ zum Over-the-Counter-Handel (Freiverkehr).

Großbritannien ein Anteil von 38,9%, auf Frankreich von 18,9% und auf Deutschland von 15,9%.

Bei der Suche nach einer Erklärung muß man sich von der einfachen Dichotomie zwischen Marktorganisation und Intermediation lösen und eine differenziertere Betrachtungsweise wählen. Risikokapitaltransaktionen erfordern gemischte Formen der Organisation. Intermediation spielt eine wichtige Rolle. Sie deckt sich allerdings nicht mit dem üblichen Bankgeschäft, sondern erfordert neben hochspezialisierten Markt- und Technologiekenntnissen auch besondere Formen der Akquisition. Letztere wird durch die Option, in einer späteren Phase eine Beteiligung am Markt zu plazieren und sich so im Erfolgsfall rasch entlohnen zu lassen, wesentlich erleichtert.

Vorbehalte der Unternehmer

Als Kapitalanbieter stehen vorrangig Kapitalbeteiligungsgesellschaften zur Verfügung. Ihr Anlagevolumen betrug Ende 1997 knapp 7 Mrd. DM und verteilte sich auf 3463 Beteiligungen[5]. Etwa 60% der Mittel werden von Kreditinstituten aufgebracht. Dies läßt eine eher konservative Anlagepolitik vermuten, die durch die aufwendige Vorgehensweise bei Investitionsentscheidungen bestätigt wird. In Frage kommen nur Unternehmen mit einem überzeugenden Konzept und hohem Wachstumspotential. Zum Ausgleich des hohen Investitionsrisikos streben die Kapitalbeteiligungsgesellschaften Renditen von 30% an.

Viele Unternehmer haben Vorbehalte gegen die Aufnahme externen Eigenkapitals, die mit der Gewährung von Mitspracherechten bei unternehmerischen Entscheidungen einhergeht. Diese Bedenken resultieren aus dem deutschen Finanzsystem, das der Innenfinanzierung und der Kreditaufnahme stets den Vorzug gegenüber der Beteiligungsfinanzierung gab. In den USA ist die Vergabe von Beteiligungen für Unternehmen eine Selbstverständlichkeit. Auch besteht dort im allgemeinen von vornherein die Absicht, das Beteiligungsunternehmen mittelfristig an die Börse zu bringen. In Deutschland ist es dagegen üblich, die Beteiligung an den Unternehmer zurückzugeben. Diese Vorgehensweise behindert die Aufnahme einer Kapitalbeteiligungsgesellschaft in den Gesellschafterkreis, weil nach Ablauf des Engagements Liquiditätsengpässe durch Rücknahme der Beteiligung entstehen können. Auch den Venture-Capital-Anbietern wird der Ausstieg dadurch erschwert.

Im Ergebnis behindert das Fehlen von Märkten für Anteile an kleineren Unternehmen die Bereitstellung von Risikokapital. Vor diesem Hintergrund ist die Errichtung von Marktsegmenten für mittelständische Unternehmen an den deutschen Börsen zu begrüßen. Der Neue Markt in Frankfurt, dessen Zielgruppe wachstumsstarke Unternehmen sind, ist zur Zeit sehr erfolgreich.

Es gibt darüber hinaus verschiedene Beispiele für einen organisierten Handel mit Anteilen an Nichtaktiengesellschaften. Derartige Initiativen sind durchaus positiv zu bewerten, vermögen das Problem der Risikokapitalbeschaffung aber nicht zu lösen. Geringe Fungibilität der Anteile, ein eingeschränkter Investorenkreis und mangelnde Markttransparenz sind einige der Gründe hierfür.

Unternehmenskontrolle

In Aktiengesellschaften fallen Unternehmensführung und Kapitalbereitstellung häufig auseinander. Aus Sicht der Kapitalgeber folgt daraus ein erheblicher Kontrollbedarf. Erschwert wird eine wirksame Kontrolle vor allem durch Informationsvorsprünge des Unternehmensmanagements. Dadurch entstehende Freiräume können die Manager auch für Ziele nutzen, die den – heterogenen – Interessen der Anteilseigner nicht angemessen entsprechen. Eine funktionierende Unternehmenskontrolle, die die Unternehmensführungen zwingt, im Interesse der Anteilseigner zu handeln, dient nicht nur den Anlegern, sondern steigert auch die Effizienz des Marktes und damit die Qualität der Kapitalallokation.

In Deutschland erfolgt die Unternehmenskontrolle hauptsächlich unternehmensintern durch den Aufsichtsrat. Die Leistungsfähigkeit des bestehenden Aufsichtsratssystems wird allerdings zunehmend in Frage gestellt. Im März diesen Jahres wurde das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) verabschiedet, das unter anderem dem Ziel dienen soll, die Effizienz der Aufsichtsratsarbeit zu steigern. Nach Auffassung der Monopolkommission gehen die Maßnahmen nicht weit genug. Sie schlägt unter anderem vor, die Anzahl der zulässigen Mandate pro Person auf fünf zu begrenzen. Nach dem KonTraG dürfen weiterhin zehn Mandate ausgeübt werden, wobei der Vorsitz doppelt zählt. Beide Lösungen sehen zusätzlich fünf konzerninterne Mandate vor. Die Monopolkommission empfiehlt darüber hinaus, die Aufsichtsratstätigkeit einer Person oder mehrerer Vertreter einer Institution oder eines Unternehmens in miteinander konkurrierenden

[5] Die Angaben beziehen sich auf die Mitglieder des Bundesverbandes deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften. Ihr Marktanteil liegt bei etwa 90%.

Unternehmen zu untersagen, um Interessenkonflikte zu vermeiden. Letztlich vermögen geeignete Maßnahmen zwar die Effizienz der Kontrolle durch den Aufsichtsrat zu verbessern, doch entzieht sich der Aufsichtsrat selbst durch die Intransparenz seiner Tätigkeit weiterhin der Überprüfung durch die Anteilseigner.

In kapitalmarktorientierten Finanzsystemen unterstützt der Aktienhandel die effiziente Allokation von Kontrollrechten an Unternehmen. Eine im Vergleich zu anderen Unternehmen derselben Branche besonders schlechte Unternehmensentwicklung führt zu sinkenden Kursen und macht die Gesellschaft als Übernahmekandidatin interessant. In Deutschland wird dieser Mechanismus vor allem durch die umfangreichen Verflechtungen der börsennotierten Unternehmen untereinander gestört. Eine Vorstellung von dem Ausmaß der Verflechtungen erhält man, wenn die Brutto-Börsenkapitalisierung um die Marktwerte der Beteiligungen, die sich in den Händen anderer börsennotierter Unternehmen befinden, bereinigt wird. Für 1994 ergibt sich ein Wert, der bei 72,9% des Bruttobetrages liegt[6]. Eine besondere Gefahr für den Wettbewerb wohnt Überkreuz- und Ringverflechtungen inne, denn sie schaffen gegenseitige Abhängigkeiten und schotten die Vorstände der verflochtenen Unternehmen gegen Kontrolle von außen ab. Öffentliche Übernahmen werden darüber hinaus durch die Dominanz der Banken bei der Unternehmensfinanzierung behindert.

Der Aktienmarkt ist auch in Deutschland ein notwendiges Kontrollinstrument, denn die Defizite, die der unternehmensinternen Kontrolle anhaften, können allenfalls reduziert, nicht jedoch beseitigt werden. Die Verflechtungen und die Bankendominanz, die eine effektive marktliche Unternehmenskontrolle derzeit verhindern, würden durch eine Belebung des Aktienmarktes an Bedeutung verlieren.

Die Stellung der Finanzintermediäre

Die starke Stellung der Finanzintermediäre innerhalb des deutschen Finanzsystems spiegelt sich in der Struktur des Finanzvermögens und im Finanzierungsverhalten der Unternehmen wider. Als Vermögensberater, Emissionsbegleiter, Mutterunternehmen von Kapitalanlagegesellschaften und durch Beteiligungen an Kapitalbeteiligungsgesellschaften haben sie wesentlichen Einfluß auf die Entwicklung von Vermögensanlage- und Finanzierungsformen über ihr traditionelles und eigentliches Einlagen- und Kreditgeschäft hinaus. Als Kreditgeber, durch direkte Beteiligungen, Aufsichtsratsmandate und Stimmrechtsvollmachten prägen sie die Unternehmenskontrolle in Deutschland.

Die Verbindungen zwischen Banken und Unternehmen anderer Wirtschaftsbereiche sind oftmals nicht transparent und eröffnen somit Potentiale für Einflußmißbrauch. Die Vielzahl der Funktionen, die Banken im Verhältnis zu Anlegern und Unternehmen erfüllen, kann zu Interessenkonflikten führen. So kommt es vor, daß die Interessen der Bank mit denjenigen von Kunden oder Geschäftspartnern unvereinbar sind.

Um hier die Durchsetzung der bankeigenen Interessen zu verhindern, hält es die Monopolkommission für erforderlich, eine größtmögliche Transparenz bezüglich der Einflußmöglichkeiten von Banken auf andere Unternehmen zu schaffen. Gedacht ist hier beispielsweise an Offenlegungspflichten für Beteiligungen, Stimmrechtsvertretungen und die Wahrnehmung von Aufsichtsratsmandaten. Eine darüber hinausgehende Maßnahme ist die Begrenzung der Beteiligungen von Kreditinstituten an Nichtbanken auf 5% des Kapitals. Zum einen werden dadurch Konflikte, die für eine Bank entstehen können, die gleichzeitig als Anteilseigner und Stimmrechtsvertreter auftritt, reduziert. Zum anderem hätte eine Verringerung der Beteiligungen eine belebende Wirkung auf den Wettbewerb innerhalb des Bankensektors, denn Beteiligungen an Nichtbanken sind geeignet, Geschäftsbeziehungen zu eröffnen und zu sichern und verschaffen damit denjenigen Instituten, die über Beteiligungen verfügen, einen Wettbewerbsvorteil gegenüber ihren Konkurrenten.

Fazit

In Deutschland dominiert die Intermediation durch Banken die Unternehmensfinanzierung und beeinflußt damit indirekt auch die Unternehmenskontrolle. Die Defizite des Systems wurden in diesem Beitrag angerissen. Mindern ließen sie sich durch eine stärkere Inanspruchnahme des organisierten Marktes für die Kapitalbeschaffung. Vor dem Hintergrund der fortschreitenden weltweiten Integration der Finanzmärkte steht die Entwicklung des Aktienmarktes auch in Deutschland inzwischen im Vordergrund der öffentlichen Diskussion und von gesetzgeberischen Maßnahmen. Mit den Finanzmarktförderungsgesetzen hat der Gesetzgeber bereits wesentliche Rahmenbedingungen für eine bedarfsgerechte Entwicklung des Systems geschaffen.

[6] Bei der Erfassung von Beteiligungen existieren zahlreiche Probleme, so daß dieser Wert als Untergrenze zu betrachten ist; vgl. Monopolkommission: Wettbewerbspolitik in Zeiten des Umbruchs, Hauptgutachten 1994/1995, Baden-Baden 1996, Tz. 516.