

## 4 Kumulative Betrachtung der Einflusspotenziale

Es ist umstritten, ob eine kumulative Betrachtung der Einflusspotenziale dem gesamten Einfluss der Banken gerecht werden kann. Unter Kumulation ist in diesem Fall, das Zusammenwirken der Einflusspotenziale auf die Unternehmen zu verstehen. Die Vertreter der Kreditinstitute betonen, dass sich einzelne Potenziale auf verschiedene Personen bzw. Geschäftszweige bezögen, zwischen denen „Chinesische Mauern“ ständen.<sup>1</sup> Eine konsequente Trennung der Geschäftsbereiche würde aber bedeuten, gerade auf die Stärken des Universalbankensystems zu verzichten.<sup>2</sup> Daher kann man zumindest von einer begrenzten Kumulation der Einflusspotenziale ausgehen. Dafür gibt es auch einige Hinweise in den vorgestellten Untersuchungen zum Ausmass der Einflusspotenziale. Viele Indizien sprechen sogar für eine enge Interdependenz zwischen den umstrittenen Einflusspotenzialen: Beteiligungsbesitz, Depotstimmrechten und Aufsichtsratsmandaten. Es fällt auf, dass es nur fünf Großbanken gibt, die mehrere Beteiligungen an den 100 größten Unternehmen halten. Dieselben Banken spielen auch eine gewichtige Rolle bei den Depotstimmrechten und in den Aufsichtsratsgremien dieser Großunternehmen. Kleinere Banken haben weder das Personal noch die Produktpalette, um auf ähnlich breiter Basis enge Beziehungen zu den Großunternehmen aufrechtzuerhalten. Die bestehenden Beziehungen der Großbanken bedeuten jedoch eine Markteintrittsbarriere für andere

---

<sup>1</sup>*Krupp* (1995), S. 29ff., S. 33, *Ramm* (1995), S. 19ff., S. 22.

<sup>2</sup>*Segger* (1997), S. 114.

Banken. Die Datenlage weist darauf hin, dass der Einfluss der Hausbanken ausreicht, um Geschäftsbeziehungen abzusichern und „erste unter gleichen“ zu sein. Beteiligungen alleine reichen dagegen nicht aus, um einen Einfluss auf die Geschäftspolitik zu unterstellen, da kaum Hauptversammlungspräsenzen von über 25% erreicht werden. Zieht man aber Depotstimmrechte und Aufsichtsratsmandate der Großbanken hinzu, so liegt der kumulierte Stimmenanteil bei Aktiengesellschaften, die sich im Streubesitz befinden, weit über 25% und oft über 50%. Dies sollte ausreichen, um auf die Unternehmensleitung einwirken zu können.

Kritiker der Banken sehen den Tatbestand der „Macht“ schon dadurch belegt, dass die Banken Einflussmöglichkeiten auf andere Wirtschaftssubjekte haben,<sup>3</sup> während Bankenvertreter erst von Bankenmacht sprechen, wenn eine tatsächliche, missbräuchliche Einflussnahme nachweisbar ist.<sup>4</sup> Geht man von der allgemein anerkannten sozialwissenschaftlichen Definition aus, so ist Macht „die Chance, innerhalb einer sozialen Bindung den eigenen Willen ... auch gegen den Widerstand anderer durchzusetzen, gleichwohl worauf diese Chance beruht“.<sup>5</sup> Bei dieser begrifflichen Fassung ist nicht die tatsächliche Ausübung, sondern schon das Potenzial diese auszuüben hinreichend, um Macht zu konstituieren.<sup>6</sup> Diese Definition ist überzeugend, weil oft allein die Androhung von Einflussnahme ausreicht, um Wirtschaftssubjekte zu Verhaltensänderungen zu bewegen.<sup>7</sup> Die Gefahr eines Machtbegriffes, für den bereits Einflusspotenziale Macht bilden, besteht aber darin, die Macht des Machthabers zu über- und die des Beeinflussten zu unterschätzen.<sup>8</sup> Um der Ambiguität des Begriffes „Macht“ gerecht zu werden, wird in dieser Arbeit zwischen Macht in der Form der Machtausübung und Macht in Form von Einflusspotenzialen unterschieden

---

<sup>3</sup> *Seger* (1997), S. 8; *Hein/Floeter* (1975), S. 342ff., S. 348.

<sup>4</sup> *Herrhausen* (1987), S. 299ff.

<sup>5</sup> *Weber* (1964), S.678.

<sup>6</sup> *Seger* (1997), S. 8/9.

<sup>7</sup> *Hein/Floeter* (1975), S. 342ff., S. 352.

<sup>8</sup> *Vogelsang* (1995), S. 9.

werden. Eine ähnliche Trennung findet sich auch in der einschlägigen Literatur wieder.<sup>9</sup>

Es bleibt nun zu prüfen, ob sich über den Einfluss hinaus auch ein Machtmissbrauch der Großbanken mit empirisch belegen lässt.

#### 4.1 Bankeneinfluss und Unternehmensergebnis

Der Einfluss von deutschen Banken auf die Ertragskraft von Nichtbank-Unternehmen ist hauptsächlich empirisch untersucht wurden. Der qualitative Zusammenhang zwischen Unternehmenserfolg und Bankeneinfluss ist, wie sich in Abschnitt 5.1 gezeigt hat, nur schwer theoretisch modellierbar. Bevor aber ein empirisch messbarer Einfluss der Banken auf das Unternehmensergebnis festgestellt werden kann, muss zunächst definiert werden, welche Eigenschaften ein bankenbeeinflusstes Unternehmen auszeichnen. Hierbei tritt das Problem auf, dass Banken über verschiedene Einflusspotenziale in die Unternehmenspolitik eingreifen können. Die Untersuchungen unterscheiden sich daher nicht nur durch den Untersuchungszeitraum, die Stichprobenwahl usw., sondern auch durch ihre Definitionen, welche Unternehmen bankenbeeinflusst sind und durch welche Einflusspotenziale. Es ist daher nicht sehr überraschend, dass die Arbeiten<sup>10</sup> zu zum Teil sehr unterschiedlichen Ergebnissen kommen.

---

<sup>9</sup> *Witte* (1981), S. 733ff., S. 733; *Seger* (1997), S.9.; *Böhm* (1992), S.1ff., der zwischen Einflusspotenzialen und "Machtmissbrauch" unterscheidet; für eine ausführlichere Diskussion der sozialwissenschaftlichen Machtdefinition vgl. *Vogelsang* (1995), S. 9ff.

<sup>10</sup> *Cable* (1985), S. 118ff.; *Perlitz/Seeger* (1994), S. 49ff.; *Gorton/Schmid* (1996); *Seeger* (1997); *Franks/Mayer* (1998), S. 1385ff..

### 4.1.1 Die Studie von Cable

Die erste Studie zum Einfluss der Banken auf die Unternehmensrendite wurde 1985 von John Cable durchgeführt.<sup>11</sup> Cable wählte aus den im Jahre 1970 100 umsatzstärksten Unternehmen 48 aus. Der Bankeneinfluss wird gemessen an den von den Banken ausgeübten Stimmrechten, der Zahl der Bankenvertreter im Aufsichtsrat und der Höhe der Bankschulden zu den übrigen Verbindlichkeiten. Ein Problem der Studie besteht darin, dass die Zahlen zu den Stimmrechten aus den Jahren 1978 und 1980 stammen, während der Untersuchungszeitraum ansonsten die Jahre 1968 bis 1972 sind.<sup>12</sup> Die Kennziffer für das Unternehmensergebnis ist das Verhältnis von Jahresüberschuss zu Bilanzsumme, berechnet aus dem jeweiligen Durchschnitt der Jahre 1968 bis 1972. Cable kann einen signifikanten, positiven Zusammenhang zwischen der genannten Kennzahl und dem Ausmaß des Bankenengagements feststellen. Der Einfluss der Stimmrechtsanteile erscheint jedoch schwach, der der Aufsichtsratsvertretung etwas stärker.<sup>13</sup> Aus seinen Zahlen geht ebenfalls hervor, dass die Profitabilität der Unternehmen am deutlichsten mit der Konzentration des Anteilbesitzes von Nichtbanken korreliert ist.<sup>14</sup> Insgesamt zeigt die Methodik von Cable Schwächen bezüglich der Datenbasis, des verwendeten Erfolgsmaßes, der Kontrollvariablen sowie der Eingrenzung der Einflusspotenziale auf.<sup>15</sup>

### 4.1.2 Die Studie von Perlitz und Seger

Perlitz und Seger untersuchten die Jahresabschlussdaten der Jahre 1990 bis 1992 von 110 börsennotierten Industrieunternehmen.<sup>16</sup> Diese Gesellschaften

---

<sup>11</sup> Cable (1985), S. 118ff.

<sup>12</sup> Baums (1996), S. 11ff., S. 24.

<sup>13</sup> Seger (1997), S. 143.

<sup>14</sup> Baums (1996), S. 11ff., S. 24.

<sup>15</sup> Seger (1997), S. 145.

<sup>16</sup> Perlitz/Seger (1994), S. 49ff.

wurden in zwei Gruppen aufgeteilt, in 58 „stark bankenbeeinflusste“ und 52 „schwach bankenbeeinflusste“. Ein Unternehmen galt als stark bankenbeeinflusst, wenn es mindestens eines der folgenden Kriterien erfüllte:

- Der Stimmrechtsanteil aller Banken in der Hauptversammlung lag im Jahr 1990 über 50%;
- der Aufsichtsratsvorsitzende war ein Bankenvertreter;
- die Bankschulden betragen mehr als 25% der Bilanzsumme.

Für beide Gruppen wurden dann verschiedene Unternehmenskennzahlen miteinander verglichen. Dabei stellte sich heraus, dass die bankenbeeinflussten Unternehmen deutlich geringere Gewinne erzielten, höhere Schulden aufwiesen und höhere Zinsen zahlten, bei einem niedrigeren Innenfinanzierungsgrad. Ausserdem war ihr Umsatzwachstum etwa halb so groß.

Auch diese Studie weist mehrere methodische Schwächen auf. So ist die Feststellung, dass bankenbeeinflusste Unternehmen eine höhere Verschuldungsquote als die nicht bankendominierten Unternehmen aufweisen, nicht verwunderlich, sondern durch die gewählte Definition des Bankeneinflusses geradezu vorgegeben.<sup>17</sup> Weiterhin enthält die Untersuchung kein Risikomaß, so dass nicht feststellbar ist, ob die niedrigere Unternehmensrendite auf Ineffizienzen oder auf eine niedrigere Risikoklasse zurückzuführen ist. Weiterhin ist zu kritisieren, dass bereits eine Stimmrechtsvertretung von 50% aller Banken als hinreichend angesehen wird, Bankeneinfluss festzustellen. Hier hätte man zwischen Großbanken und sonstigen Banken unterscheiden müssen. Problematisch ist ferner, zwischen Beteiligungsbesitz und Depotstimmrecht der Banken nicht zu differenzieren.

---

<sup>17</sup> *Baums* (1996), S. 11ff., S. 25, FN 7.

### 4.1.3 Die Untersuchung von Gorton und Schmid

Gorton und Schmid haben das Verhältnis von Banken und Industrieunternehmen für die Jahre 1974 und 1985 empirisch analysiert.<sup>18</sup> Sie untersuchen die Gesamtkapitalrentabilität und die Eigenkapitalrentabilität als Erfolgsmaß mit dem Ziel, lineare oder nicht-lineare Zusammenhänge zwischen den Erfolgsgrößen und den Einflusspotenzialen zu finden. Bei den Einflusspotenzialen differenzieren sie zwischen Beteiligungsbesitz und Depotstimmrechten. Für das Jahr 1974 ergibt sich ein positiver linearer Zusammenhang zwischen Anteilsbesitz der Kreditinstitute und Rentabilität des Unternehmens. Depotstimmrechte haben keinen signifikanten Einfluss, ebensowenig Beteiligungen von Großaktionären. Für das Jahr 1985 ergibt sich ein anderes Bild. Weder Anteilsbesitz der Banken noch Depotstimmrechte haben einen signifikanten Einfluss auf die Rentabilität der Unternehmen. Dagegen ist die Rentabilität signifikant höher bei Unternehmen mit Großaktionären.

Auch an dieser Studie wird methodische Kritik geübt. Die Stichproben für die Jahre 1974 und 1985 seien signifikant anders zusammengesetzt, so dass man eigentlich von zwei verschiedenen Untersuchungen sprechen müsse.<sup>19</sup> Für das Jahr 1974 werden 88 Industrie- und Handelsunternehmen betrachtet, für das Jahr 1985 nur 57 Aktiengesellschaften. Die Kennzahlen von Industrie- und Handelsunternehmen sind aber nur begrenzt vergleichbar. Es wird keine Analyse der Börsenperformance vorgenommen, daher fehlt es wiederum an einem Risikomaß. Schließlich wird das Einflusspotenzial Aufsichtsrat vernachlässigt.

---

<sup>18</sup> *Gorton/Schmid* (1996)

<sup>19</sup> *Seger* (1997), S. 152.

#### 4.1.4 Die Untersuchung von Seger

Seger untersucht 144 deutsche Industrie–Aktiengesellschaften, die keine Tochterunternehmen innerhalb eines Konzerns waren.<sup>20</sup> Die Untersuchung differenziert zwischen Anteilsbesitz, Depotstimmrechten, Aufsichtsratsmandaten und Bankverbindlichkeiten. Dabei konnten nur für 65 der 144 Unternehmen Hauptversammlungspräsenzlisten beschafft werden. Die Erhebung des Anteilsbesitzes wurde dadurch erschwert, dass im Jahr 1990 für Kapitalanteile unter 20% keine Offenlegungspflicht bestand.<sup>21</sup> Bei 18 der 65 Unternehmen (27.7%), für die Präsenzlisten zur Verfügung standen, ergaben sich Unterschiede zwischen dem vorher ermittelbaren Anteilsbesitz und den auf der Hauptversammlung tatsächlich vertretenen Anteilen der Banken. Bei den Bankverbindlichkeiten war schließlich nicht ermittelbar, welche Bank welchen Anteil an der Kreditfinanzierung des betroffenen Unternehmens hatte. Trotz dieser Schwierigkeiten ist diese Untersuchung wohl die umfassendste, die bisher veröffentlicht wurde.

Seger kommt zu folgenden Ergebnissen:<sup>22</sup>

- Es besteht ein nicht–linearer Zusammenhang zwischen Bankbeteiligungen und Unternehmenserfolg. Bankbeteiligungen tragen bis zu einem „optimalen Wert“ zum Unternehmensergebnis bei. Danach ist der Beitrag positiv aber abnehmend, ab einem „kritischen Wert“ wird sogar ein negativer Beitrag zum Unternehmenserfolg verzeichnet.
- Der Streubesitz als Platzhalter für die Depotstimmrechte weist durchgängig keinen signifikanten Erklärungsbeitrag auf. Auch die Existenz von Großaktionären übt im Gegensatz zu den Ergebnissen der Studien von Cable bzw. Gorton und Schmid keinen signifikanten Erfolgsbeitrag aus.

---

<sup>20</sup> *Seger* (1997), S. 171ff.

<sup>21</sup> Inzwischen ist die Offenlegungsgrenze auf 5% gesenkt worden.

<sup>22</sup> *Seger* (1997), S. 205/6.

- Bei den Aufsichtsratsmandaten muss man zwischen einfacher Mitgliedschaft und Aufsichtsratsvorsitz differenzieren. Während die einfache Mitgliedschaft von Bankenvertretern keinen signifikanten Einfluss ausübt, gibt es einen signifikanten negativen Einfluss, wenn der Aufsichtsratsvorsitzende ein Bankier ist.
- Die Bankenverbindlichkeitsquote ist eindeutig negativ mit dem Unternehmenserfolg verbunden. Seger gibt zu bedenken, dass dies darauf zurückzuführen sein kann, dass unrentable Gesellschaften in besonderem Maße auf Kreditfinanzierung durch Banken angewiesen sind.

Insgesamt ergibt sich erneut ein unklares Bild, was den Gesamteffekt des Bankeneinflusses angeht.

#### 4.1.5 Die Untersuchung von Franks und Mayer

Franks und Mayer untersuchen den Zusammenhang zwischen Eigentümerstruktur, schlechten Performancekennzahlen<sup>23</sup> und Auswechslung der Unternehmensleitung.<sup>24</sup> Untersucht werden die 171 größten deutschen börsennotierten Industrie- und Handelsunternehmen des Jahres 1990. Die Autoren unterscheiden zwischen Unternehmen mit konzentrierter Anteilseignerstruktur und Unternehmen im Streubesitz, deren Hauptversammlungen von Depotbanken bestimmt werden. Wie Gorton und Schmid aber im Gegensatz zu Cable und Perlitz/Seger unterscheiden die Autoren dabei zwischen Eigenbesitz und Depotstimmrechten. Aktiengesellschaften, die sich zu mehr als 25% im Beteiligungsbesitz der Banken befinden, werden aus dem Kreis der Publikumsgesellschaften ausgesondert. Die Studie kommt zu folgendem Ergebnis: Bei Unternehmen mit konzentrierter Eigentümerstruktur reagiert der Aufsichtsrat signifikant häufi-

---

<sup>23</sup>Gemessen in Dividenden, Aktienkursentwicklung und Jahresüberschüssen der Jahre 1986 bis 1988.

<sup>24</sup>*Franks/Mayer* (1998), S. 1385ff.



ger auf schlechte Unternehmensperformance als in Unternehmen im Streubesitz. Diese Hinweise unterstützen die These von Baums,<sup>25</sup> dass Kreditinstitute keine oder nur sehr schwache Anreize besitzen, ihre Depotkunden aktiv zu vertreten.

#### 4.1.6 Überblick über die Ergebnisse

Sowohl ein leicht positiver Einfluss<sup>26</sup> als auch ein leicht negativer Einfluss<sup>27</sup> der Banken wurde festgestellt. Gorton und Schmid können mit zwei unterschiedlichen Stichproben einmal keinen Einfluss und einmal einen leicht positiven Einfluss auf das Unternehmensergebnis feststellen.<sup>28</sup> Die sehr ausführliche Analyse von Seger greift allerdings die methodischen Schwächen der anderen Studien auf und kommt zu dem Schluss, dass es einen nicht-linearen Zusammenhang zwischen Bankeneinfluss und Unternehmensergebnis zu geben scheint.<sup>29</sup> Dies würde vielleicht auch die unterschiedlichen Ergebnisse der anderen Studien erklären können. Allerdings ist anzumerken, dass Gorton und Schmid bei ihren Stichproben keinen nicht-linearen Zusammenhang zwischen Bankeneinfluss und Unternehmensergebnis feststellen konnten. Insgesamt lässt sich also keine klare Aussage treffen. Es besteht hier noch Forschungsbedarf.

Dabei sollte man noch zusammenfassend auf die methodischen Schwächen der bisherigen Studien hinweisen:

1. In einer Reihe von Studien werden Unternehmensrenditekennzahlen beobachtet, ohne das inhärente Unternehmensrisiko zu beachten. Wie in Abschnitt 5.2.2 argumentiert wurde, besitzen Banken als Fremdkapitalgeber ein Interesse, das Unternehmensrisiko zu senken. Nach der Port-

---

<sup>25</sup>Vgl. Abschnitt 3.1.3.5

<sup>26</sup>*Cable* (1985), S. 118ff.

<sup>27</sup>*Perlitz/Seger* (1994), S. 49ff.

<sup>28</sup>*Gorton/Schmid* (1996).

<sup>29</sup>*Seger* (1997), S. 201/2.

foliotheorie sollte aber ein niedrigeres Risiko immer mit einer niedrigeren Rendite einhergehen. Eine niedrigere Performance muss also nicht auf eine schlechtere Kontrolle der Unternehmensleitung hindeuten. Der Einfluss des Unternehmensrisikos auf die Rendite muss herausgerechnet werden, wenn man diesen Zusammenhang untersuchen will.

2. Die Studien differenzieren nicht zwischen den Großbanken und anderen Banken, obwohl es Hinweise gibt, dass die Großbanken ganz andere Anreize und Möglichkeiten haben, ihre Aktionäre zu vertreten.
3. Eine Reihe der Studien differenziert nicht zwischen den verschiedenen Einflusspotenzialen, insbesondere zwischen Eigen- und Depotbesitz.<sup>30</sup> Weiterhin ist das Einflusspotenzial Bankkredit ungeeignet für Studien, die den Zusammenhang zwischen Bankeneinfluss und Unternehmensergebnis untersuchen wollen.

Die Studien, die zwischen Beteiligungsbesitz und Depotstimmrechten differenzieren,<sup>31</sup> kommen übereinstimmend zu dem Ergebnis, dass sich die Unternehmensrenditekennzahlen bei konzentrierter Eigentümerstruktur verbessern,<sup>32</sup> bei hohem Depotbesitz von Kreditinstituten dagegen verschlechtern. Diese Ergebnisse scheinen die Hypothese von Baums zu bestätigen, dass Depotinstitute keine oder nur sehr schwache Anreize besitzen, sich aktiv für die Interessen der Anteilseigner zu engagieren.<sup>33</sup>

## 4.2 Die Stellung der Großbanken am Kapitalmarkt

Im Gegensatz zu dem eher unklaren Einfluss der Banken auf den Unternehmenswert lässt sich eine Monopolstellung der Großbanken im Rahmen der

<sup>30</sup> *Cable* (1985), S. 118ff.; *Perlitz/Seeger* (1994), S. 49ff.; *Chirinko/Elston* (1995).

<sup>31</sup> *Gorton/Schmid* (1996); *Franks/Mayer* (1998), S. 1385ff.

<sup>32</sup> Dieses Teilergebnis erhalten auch *Cable* (1985), S. 118ff. und *Seeger* (1997).

<sup>33</sup> *Baums* (1996), S. 11ff., S. 26.

Emissionstätigkeit<sup>34</sup> und der Depotstimmrechte<sup>35</sup> relativ deutlich feststellen. Monopolrenten in diesem Geschäftsbereich wären also prinzipiell möglich. Weiterhin haben zwei der Großbanken, die Deutsche Bank und die Dresdner Bank, auch gemäß der neuesten Zahlen eine Vormachtstellung bei Aktienemissionen in Deutschland.

Tabelle 4.1: Bookrunner bei Aktienplatzierungen in Deutschland 1998

Position	Bank	Volumen US-Dollar (Mio.)	Anzahl
1	Deutsche Bank	7.837,37	38
2	Dresdner Bank	3.370,95	35
3	Goldman Sachs	1.452,88	9
4	Merrill Lynch	838,39	7
5	WestLB	629,30	13
6	Lehman Brothers	597,97	13
7	DG Bank	597,27	27
8	HSBC	551,50	6
9	Sal. Oppenheim	465,91	4
10	CSFB	336,14	6
	Summe	19.773,05	267

Datenquelle: *Dresdner Kleinwort Benson* (1999), S. 15.

Ihre Stellung ist allerdings schwächer als in früheren Jahren. So stellte die Gessler-Kommission für 1974/75 fest, dass drei Großbanken<sup>36</sup> an 98.6% aller Emissionen beteiligt waren und in 81.7% die Konsortialführerschaft der Fälle innehatten.<sup>37</sup> An den 125 Neuemissionen am Deutschen Aktienmarkt zwischen

<sup>34</sup> *Edwards/Fischer* (1994), S. 116ff.; *Böhm* (1992), S. 79; *Monopolkommission* (1976), S. 294.

<sup>35</sup> *Baums/Fraune* (1995), S. 97ff., S. 111; *Seger* (1997), S. 97/98.

<sup>36</sup> Deutsche Bank, Dresdner Bank und die Commerzbank

<sup>37</sup> *Gessler-Kommission* (1979), Tabelle 27, RZ 482.

1983 und 1989 hatten die drei nur noch in 63.2% der Konsortien die Führerschaft inne.<sup>38</sup> Mit der Einführung des Neuen Marktes 1997 hat sich die Situation grundlegend geändert. Die Zahl der Neuemissionen hat drastisch zugenommen. Mit der DG Bank ist zum ersten Mal eine Großbank, die nicht größere Beteiligungen an Nichtbanken hält, zumindest im Segment Neuer Markt unter den Marktführern. Im Bereich der Aktienplatzierungen insgesamt halten die Deutsche Bank und die Dresdner Bank 1998 nur noch einen Anteil von 56.7%.<sup>39</sup> Die Commerzbank hat in den letzten Jahren im Emissionsgeschäft an Bedeutung verloren.

Tabelle 4.2: Betreuermandate im Neuen Markt

Position	Bank	Anzahl
1	Dresdner Bank	31
2	DG Bank	22
3	HypoVereinsbank	21
4	WestLB	12
5	Commerzbank	11
6	BHF-BANK	10
6	Deutsche Bank	10
8	Sal. Oppenheim	9
9	M.M. Warburg	8
10	Paribas	7

Datenquelle: *Dresdner Kleinwort Benson* (1999), S. 15, Stand 10. März 1999.

Dennoch bleibt auch bei den Betreuermandaten im Neuen Markt die starke Stellung der Großbanken, die an Nichtbanken beteiligt sind,<sup>40</sup> bestehen, obwohl die Unternehmen, die an den Neuen Markt gehen, in der Regel noch sehr jung

<sup>38</sup> *Edwards/Fischer* (1994), S. 121.

<sup>39</sup> Vgl. Tabelle 4.1.

<sup>40</sup> Deutsche Bank, Dresdner Bank, Commerzbank, WestLB und HypoVereinsbank.

sind und daher keine klassischen langfristigen Hausbankenbeziehungen unterhalten. Mit der DG Bank und der BHF-BANK haben sich allerdings zwei Banken platziert, die nicht zu den klassischen Hausbanken gehören. Weiterhin lässt sich konstatieren, dass die amerikanischen Investmentbanken im Bereich der Aktienemissionen inzwischen am deutschen Markt präsent sind, was vor einigen Jahren noch nicht der Fall war.

### 4.3 Entwicklungsstand des Aktienmarktes

Den deutschen Banken wurde unter anderem vorgeworfen, die Entwicklung des deutschen Aktienmarktes über Jahre hinweg behindert zu haben. Immerhin weisen verschiedene Kennzahlen darauf hin, dass der Entwicklungsstand des deutschen Aktienmarktes im Vergleich zur Wirtschaftsleistung relativ gering ist. Im Jahr 1996 betrug die Bruttobörsenkapitalisierung (Kurswert der börsennotierten inländischen Aktien) 27% des nominalen Bruttoinlandproduktes. In den USA betrug dieser Wert zur selben Zeit 122%, in Großbritannien 152% und in Japan 63%.<sup>41</sup> Im Jahr 1994 waren nur knapp 6% der deutschen Bevölkerung Aktionäre, in den USA lag der Anteil bei 35%.<sup>42</sup> Lange Zeit wurde der deutsche Aktienmarkt im internationalen Vergleich sowohl von den Unternehmen als auch von den Anlegern weitgehend gemieden. Während in den USA zwischen 1991 und 1996 über 3.000 Unternehmen an die Börse gingen, waren es in Deutschland im gleichen Zeitraum nur 77. Bezeichnend sind auch die Unterschiede des durchschnittlichen Alters von Unternehmen zum Zeitpunkt der Börseneinführung: In Großbritannien beträgt es 8 Jahre, an der NYSE 14 Jahre und in Deutschland 55 Jahre.<sup>43</sup> Der Anteil der Aktien in den Portfolios der Privatanleger ging zwischen 1970 und 1995 sogar von 10.2% auf 5.3% zurück.

---

<sup>41</sup> *Monopolkommission* (1998). S. 18.

<sup>42</sup> *Segger* (1997), S. 52.

<sup>43</sup> *OECD* (1995), S. 101; *Segger* (1997), S. 53.

Auch die deutschen Finanzintermediäre legen nur einen geringen Prozentsatz der von ihnen verwalteten Vermögen in Aktien an. Die Kreditinstitute verwalteten Ende 1996 6.8 Billionen DM. Auf die Aktienanlage entfielen etwa 3.2%. Die Versicherungen legten von den ihnen anvertrauten 1.5 Billionen DM 15.8% in Aktien an, Kapitalanlagegesellschaften hatten von ihren 640 Mrd. DM auch nur 27.6% in Aktien angelegt.<sup>44</sup> Die gesamte Situation hat sich allerdings in den letzten Jahren stark verbessert. Der Zahl der Aktionäre in der Bevölkerung ist von 3.7 Mio. in 1996 auf 6.2 Mio. in 2000 gestiegen oder 9.8% der über 14-Jährigen.<sup>45</sup> Trotzdem liegt der deutsche Aktienmarkt immer noch in der Entwicklung hinter den der anderen führenden Industrienationen zurück.

Natürlich steht der Aktienmarkt in Konkurrenz zu anderen Finanzierungsmöglichkeiten. Seine Stärken und Schwächen sind daher immer auch ein Spiegelbild der Schwächen und Stärken alternativer Formen der Unternehmensfinanzierung und Vermögensanlage. So entspricht der Unterentwicklung des Aktienmarktes die starke Stellung der Finanzintermediäre insbesondere der Banken.<sup>46</sup> Bezüglich der relativen Bedeutung von Börsen und Kreditinstituten werden die USA und Deutschland als Extrema angesehen.<sup>47</sup> Wie oben geschildert, ist der amerikanische Aktienmarkt sowohl nach der Zahl der Aktionäre, der Marktkapitalisierung und der Anzahl der börsennotierten Aktiengesellschaften Deutschland voraus. Bedeutet das nun, dass das deutsche Bankenwesen ausgeprägter sein muss, um die Unternehmen anstelle des Marktes mit Kapital zu versorgen? Internationale Vergleiche von Branchen sind aufgrund unterschiedlicher Rechnungslegungspraktiken oft nicht sehr aussagekräftig. Eine bilanzierungsrechtlich unabhängige Kennzahl ist aber z.B. der Anteil der Beschäftigten im Kreditgewerbe an allen Erwerbstätigen. Demnach ist der Bankensektor in Deutschland mit 2.52% doppelt so groß wie in den USA, wo Bankbeschäftig-

---

<sup>44</sup> *Monopolkommission* (1998), S. 18/19.

<sup>45</sup> *Hoppenstedt* (2000), S. V 1

<sup>46</sup> *Monopolkommission* (1998), S. 20.

<sup>47</sup> *Allen/Gale* (1995), S. 179ff.; *Edwards/Fischer* (1994), S. 1ff.

te nur einen Anteil von 1.24% an den Erwerbstätigen haben.<sup>48</sup> Die Bedeutung der Banken als Finanzierungsquelle der Unternehmen wurde schon in Abschnitt 3.5 angesprochen. Die Untersuchungen von Edwards und Fischer bzw. Mayer zeigten, dass Kreditfinanzierung nur eine sekundäre Finanzierungsquelle deutscher Unternehmen ist, allerdings im Rahmen der Außenfinanzierung die bedeutendste. Die OECD hat die Finanzierungsquellen von Unternehmen ebenfalls verglichen und kommt zu gegensätzlichen Ergebnissen wie Mayer bzw. Edwards und Fischer. Demnach sind deutsche Firmen in relativ starken Maße auf Fremd- und Kreditfinanzierung angewiesen.<sup>49</sup> Dies illustriert, wie schwierig internationale Vergleiche sind. Trotzdem ist die Vermutung berechtigt, dass die Unterentwicklung des Deutschen Aktienmarktes zumindest zum Teil durch die stärkere Rolle der Banken ausgeglichen wird, und dass diese dadurch einen Anreiz haben, diese Situation aufrechtzuerhalten.

Natürlich sind die Banken nicht allein für die Unterentwicklung des deutschen Aktienmarktes verantwortlich, obwohl ihnen im Rahmen der Emissionstätigkeit und des Marktes für Unternehmenskontrollrechte zumindest eine Teilschuld anlastbar ist. Eine weitaus wichtigere Rolle spielen die rechtlichen, insbesondere die steuerlichen Rahmenbedingungen.<sup>50</sup> Ein bedeutender Aspekt ist zum Beispiel die staatliche Rentenversicherung, die nach dem Umlageverfahren ausgestaltet ist und deshalb keine Nachfrage nach Aktien generiert. Der betrieblichen und der privaten Vorsorge kommt nur eine ergänzende Wirkung zu. In den USA befanden sich Ende 1995 gut 31% der inländischen Aktien in den Händen von Versicherungen und Pensionsfonds, in Deutschland sind es nur 12,4%.<sup>51</sup> Mit dem dritten Finanzmarktförderungsgesetz wurde jetzt auch in Deutschland das sogenannte Pensions-Sondervermögen eingeführt. Die Konzeption dieser Fonds ist an das in den USA vorherrschende System fester

---

<sup>48</sup> *Seger* (1997), S. 53

<sup>49</sup> *OECD* (1995), S. 102f.

<sup>50</sup> *Monopolkommission* (1998), S. 19; *Haas* (1994), S. 55.

<sup>51</sup> *Monopolkommission* (1998), S. 21.

Beitragszahlungen angelehnt, das die ertragsmaximierende Anlage der Mittel erlaubt. Man erwartet dadurch auf indirektem Weg eine deutliche Belebung der Aktienanlage.<sup>52</sup> Hausbanken haben wenig Anreize, Aktien als Direktanlage zu empfehlen. Ein Grund dafür ist in den Haftungsregeln zu sehen, die im Rahmen des Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) 1994 erlassen wurden. Verstößt ein Anlageberater gegen seine Beratungspflichten, so haftet die Bank für den daraus entstehenden Schaden. Banken bieten daher bevorzugt Produkte an, bei denen das Haftungsrisiko gering ist.<sup>53</sup> Auf steuerlicher Seite besteht noch<sup>54</sup> eine Benachteiligung gegenüber der Kapitallebensversicherung: Zinserträge aus einer mindestens zwölf Jahre laufenden Lebensversicherung sind unter bestimmten Bedingungen steuerfrei. Nachholbedarf gibt es auch bezüglich der Publizitätspflichten der Aktiengesellschaften. Das Handelssegment Neuer Markt ist unter anderem so erfolgreich gestartet, weil die teilnehmenden Aktiengesellschaften sich zusätzlichen Publizitätsrichtlinien unterwerfen müssen, um zugelassen zu werden: Die Unternehmen unterliegen den Regeln zur Ad-Hoc-Publizität nach § 15 WpHG; weiterhin müssen vier Monate nach Ende des Geschäftsjahres die Jahresabschlüsse auf Deutsch und Englisch vorliegen; ebenso werden Quartalsberichte verlangt; einmal jährlich muss der Emittent eine Analystenkonferenz abhalten. Mit dem zweiten Finanzmarktförderungsgesetz, in dessen Rahmen auch die Ad-Hoc-Publizität eingeführt wurde, wurden außerdem das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe) errichtet und der Insiderhandel unter Strafe gestellt. Das Gesetz hatte das erklärte Ziel, den deutschen Aktienmarkt transparenter zu machen. Die Kombination von Eigenbesitz, Pakethandel, Informationsvorsprüngen, Depotstimmrechten und Dominanz bei der Anlageberatung der deutschen Banken hatte zu einer

---

<sup>52</sup> *Monopolkommission* (1998), S. 21.

<sup>53</sup> *Monopolkommission* (1998), S. 23.

<sup>54</sup> Gesetzesvorhaben, auch diese Lebensversicherungen zu besteuern, sind bis dato gescheitert.



Verengung und Intransparenz des Aktienmarktes geführt.<sup>55</sup> Dies ließ vor allem ausländische Anleger zögern, in deutsche Aktien zu investieren. Als weitere Hindernisse gelten die weitreichenden Mitbestimmungsrechte der Arbeitnehmer in Deutschland, insbesondere im Aufsichtsrat, und die Tatsache, dass es für börsennotierte Gesellschaften zwar seit Oktober 1995 einen Übernahmekodex gibt, seine Anerkennung aber nur auf freiwilliger Basis erfolgt.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass es in den letzten Jahren eine Reihe von Verbesserungen der rechtlichen und strukturellen Rahmenbedingungen gegeben hat. Diese Änderungen könnten zur Neubelebung des deutschen Aktienmarktes beigetragen haben, allerdings hat sich gleichzeitig auch die Position der Banken geändert. Durch ihre Abkehr vom Kreditgeschäft hin zum Investment-Banking ist die Aktienkultur auch in die deutschen Bankhäuser eingezogen. Dies ist nicht zuletzt auf eine Zunahme der Konkurrenz auf dem Markt für Finanzdienstleistungen zurückzuführen. Die stärkere Position der amerikanischen Wertpapierhäuser am deutschen Investment-Banking-Markt und die zunehmende innereuropäische Konkurrenz durch die fortschreitende Vereinheitlichung der finanztechnischen Rahmenbedingungen haben dafür gesorgt, dass sich auch die deutschen Banken anpassen mussten. Es ist vorhersehbar, dass das durchschnittliche Alter der Unternehmen bei Neuemissionen künftig nicht mehr bei 55 Jahren liegen wird. Den deutschen Kreditinstituten ist heute eine restriktive Auswahlpolitik für Börsenkandidaten versperrt. Davor bestand der Verdacht, dass die Banken verhindern wollten, dass Unternehmen Zugang zum Aktienmarkt als Finanzierungsquelle erhielten, um ihrem Kreditgeschäft nicht zu schaden.<sup>56</sup> Dies ist nicht mehr möglich, da es nun genügend andere Banken gibt, die betroffenen Unternehmen diesen Schritt ermöglichen, falls die Hausbank es nicht tut.

---

<sup>55</sup> *Böhm* (1992), S. 12; *Seger* (1997), S. 57.

<sup>56</sup> *Monopolkommission* (1998), S. 60.

#### 4.4 Schlussfolgerungen für den Gesetzgeber

Es hat sich gezeigt, dass die Marktkräfte einen erheblichen Einfluss auf die Diskussion um die Macht der Banken ausüben. Wer die Macht der Banken einschränken will, sollte daher vorrangig den Wettbewerb fördern und steuerliche und andere rechtliche Hindernisse beseitigen.

Soweit die Großbanken einen wettbewerbsbeschränkenden Einfluss besitzen, muss die kumulative Wirkung der Einflusspotenziale berücksichtigt werden. Aber welches Einflusspotenzial eignet sich für einen regulativen Eingriff? Bei den Aufsichtsratsmandaten ließ sich eine beherrschende Stellung der Großbanken nicht nachweisen. Auch eignet sich dieses Einflusspotenzial am wenigsten für regulative Eingriffe, da sich die Loyalität von Einzelpersonen nicht objektiv bestimmen läßt. Beim Depotstimmrecht fehlt es an Alternativen zur Stimmrechtsvertretung durch Kreditinstitute.

Damit verbleibt als einziges Einflusspotenzial, welches sich für eine staatliche Regulierung des Bankeneinflusses eignet, der Beteiligungsbesitz der Banken. Die Bundesregierung hat die Möglichkeit geschaffen, ab 2002 Beteiligungen steuerfrei zu veräußern, die mindestens ein Jahr im Betriebsvermögen gehalten wurden. Dies ist ein wichtiger Schritt in die richtige Richtung. Fraglich bleibt, inwieweit die Großbanken diese Möglichkeit auch tatsächlich nutzen werden.