

**Verbesserung der Risikokapitalversorgung/
Stärkung des Finanzplatzes Deutschland**

**Stellungnahme für den Wirtschaftsausschuß
des Deutschen Bundestages**

Theodor Baums

Arbeitspapier 6/97

Fragenkatalog zur öffentlichen Anhörung des Wirtschaftsausschusses des Deutschen Bundestages zum Antrag "Stärkung des Kapitalmarktes Deutschland, Förderung des Aktiensparens und Verbesserung der Risikokapitalversorgung" (Bundestags-Drucksache 1313784) am 4. Juni 1997, 14.00 - 18.00 Uhr, Wasserwerk

I. Zugang kleiner und mittlerer Unternehmen zum Kapitalmarkt

1. Wie ist der Zustand des deutschen Kapitalmarktes zu bewerten? Welche Maßnahmen sind zur Verbesserung der im internationalen Vergleich unterentwickelten Aktienkultur notwendig?
2. Wie ist die derzeitige Struktur der deutschen Börsen zu bewerten? Wie sind Vorschläge nach einer stärkeren Unabhängigkeit der Börsenträger von den Banken zu bewerten?
3. Welche Gründe sind für die geringe Zahl an Börsenemissionen in Deutschland verantwortlich? Wie ist hierbei die Rolle der Banken zu bewerten? Wie ist hierbei die Rolle der Unternehmen zu bewerten? Welche Maßnahmen sind für eine verstärkte Emissionstätigkeit in Deutschland notwendig? Welche Impulse sind von der Einführung bankunabhängiger "Betreuer" (Wertpapierhandelshäuser) zu erwarten?
4. Welche Maßnahmen im Gesellschafts- und Börsenrecht sind für einen erleichterten Börsenzugang kleiner und mittlerer Unternehmen notwendig? Wie sind die derzeitigen Börsenzulassungsbedingungen zu bewerten? Wie hat sich die "Kleine Aktiengesellschaft" in der Praxis bewährt und welche Verbesserungen dieser Gesellschaftsform sind notwendig?
5. Inwieweit stehen steuerliche Gründe der Umwandlung in eine Aktiengesellschaft und einem anschließenden Börsengang im Wege? Welche Gründe sind bei mittelständischen Unternehmen für eine Umwandlung der Rechtsform bzw. einen Börsengang ausschlaggebend?
6. Wie ist die Entwicklung zu bewerten, daß mittelständische High-Tech-Unternehmen aus Deutschland eine Notierung an der amerikanischen Computerbörse NASDAQ dem Gang an die deutsche Börse vorziehen?
7. Wie ist die derzeitige Segmentierung des deutschen Aktienmarktes zu bewerten? Welche Maßnahmen sind zur Belebung der Marktsegmente Geregelter Markt und Freiverkehr notwendig?
8. Wie ist die Schaffung des "Neuen Marktes" zu bewerten? Welche Folgerungen ergeben sich aus den ersten Erfahrungen mit dem "Neuen Markt"?
9. Welche Ursachen sind für die geringen Eigenkapitalquoten mittelständischer und technologieorientierter Unternehmen in Deutschland ausschlaggebend? Welche Branchen sind besonders betroffen? Wie sind die Finanzierungsprobleme kleiner und mittlerer Unternehmen vor dem Hintergrund der Struktur- und Innovationsprobleme der deutschen Wirtschaft zu bewerten?

10. Welche Rolle können die Regionalbörsen bei der Eigenkapitalversorgung mittelständischer Unternehmen übernehmen? Wie sind die Einrichtung separater Handelsssegmente an Regionalbörsen wie der "Mittelstandsmarkt Bremen" oder der "Prädikatsmarkt München" zu bewerten?

11. Wie ist die Schaffung der computergestützten europäischen Börse EASDAQ zu bewerten? Welche Folgen ergeben sich aus der Einrichtung der EASDAQ für deutsche Unternehmen und den deutschen Börsenmarkt?

12. Wie sind im Hinblick auf die Schaffung eines funktionsfähigen privaten Beteiligungsmarktes die u.a. von der Deutschen Börse gemachten Vorschläge für eine überregionale Informationsbörse zu beurteilen, an der unterhalb der Handelsschwelle Informationen verfügbar gemacht und potentielle Beteiligungsgeber und -nehmer zusammengeführt werden?

II. Mobilisierung von privatem und institutionellem Risikokapital für mittelständische und technologieorientierte Unternehmen durch

- **Venture capital, Aktien, Beteiligungen**
- **Anlagemöglichkeiten institutioneller Anleger**
- **Beteiligung am Produktivkapital**

1. Welche Ursachen sind für den Mangel an Risikokapital in Deutschland verantwortlich? Welche steuerliche Benachteiligung erfährt die Anlage in Risikokapital im Vergleich zu anderen Anlageformen? Welche Maßnahmen sind für eine verstärkte Mobilisierung von Risikokapital notwendig?

2. Wie ist die Verteilung des Geldvermögens der privaten Haushalte in Deutschland zu bewerten? Welche Maßnahmen sind zu einer Popularisierung der Aktie als Kapitalanlage notwendig? Wie sind Vorschläge zur direkten Förderung der Aktie zu bewerten, wie sie beispielsweise das Deutsche Aktieninstitut mit dem "Persönlichen Aktien-Sparplan" (PAS) vorgeschlagen hat?

3. Welche steuerliche Benachteiligung erfährt die Aktie heute im Bereich der privaten und betrieblichen Altersvorsorge?

4. Welche Maßnahmen sind zu einer verstärkten Nutzung der Aktie bei der betrieblichen Altersvorsorge notwendig?

5. Wie sind Vorschläge für eine steuerliche Gleichbehandlung aller Anlageformen im Bereich der privaten Altersvorsorge zu bewerten? Wie ist der Vorschlag zu bewerten, das bisherige Steuerprivileg der Kapitallebensversicherung durch einen freien Wettbewerb der Anlageformen im Rahmen eines steuerlich begünstigten "Vorsorge-Sparens" zu ersetzen?

6. Wie ist der Zustand des deutschen Beteiligungskapitalmarktes zu bewerten? Welche Gründe sind für die im Vergleich zu den USA und Großbritannien geringe Bedeutung von Wagniskapital- und Unternehmensbeteiligungsgesellschaften ausschlaggebend? Welche Marktteilnehmer stellen in welcher Höhe in den USA und

Großbritannien Venture capital zur Verfügung? Welche Maßnahmen sind für eine Belebung des Beteiligungskapitalmarktes in Deutschland notwendig?

7. Welche Vorstellungen gibt es zur Beseitigung des sog. Exit-Problems mit Blick auf die direkte Unternehmensbeteiligung und das Engagement über die Börse?

8. Welche Auswirkungen hat das traditionell fremdfinanzierungsorientierte System der Mittelstandsförderung auf die Finanzierung der Unternehmen mit Risiko- bzw. Beteiligungskapital? Wie wirkt sich dies auf die Entstehungsbedingungen für einen funktionsfähigen privaten Risikokapitalmarkt in der Bundesrepublik aus? Welche Auswirkungen hat die deutsche GmbH-Struktur auf den deutschen Beteiligungsmarkt? Welche Auswirkungen hat die staatliche Förderpolitik auf den Beteiligungsmarkt und welche Reformmaßnahmen sind hier erforderlich? Wie ist vor diesem Hintergrund das Eigenkapitalhilfeprogramm zu beurteilen?

9. Wie werden die bisherigen Erfahrungen mit dem Beteiligungsfonds Ost eingeschätzt? Sollte der Beteiligungsfonds Ost über 1998 hinaus weitergeführt werden? Welche Konditionen sollten geändert werden?

10. Wie hat das zum 1. September 1996 neu aufgelegte Garantieprogramm für Beteiligungen der Kreditanstalt für Wiederaufbau die Übernahme von Beteiligungen an kleinen und mittleren Unternehmen stimuliert? Sind hier Änderungen oder Ergänzungen notwendig?

11. Wie können die Garantiemöglichkeiten für private Risikokapitalanleger und -anlagegesellschaften ausgeweitet und verbessert werden? (z.B. Optionsrechtskapital der Bank für KMU in Berlin, Garantie für Arbeitnehmerbeteiligungen der Bürgschaftsbank Berlin/Brandenburg)

12. Wie bewerten Sie die Anlagepolitik institutioneller Anleger im Hinblick auf die Risikokapitalversorgung kleiner und mittlerer Unternehmen? Stellt die derzeitige deutsche Börsenstruktur sicher, daß institutionellen Anlegern eine ausreichende Markttiefe und -breite geboten wird? Welche Maßnahmen sind notwendig, um eine verstärkte Bereitstellung von Risikokapital durch Kapitalanlagegesellschaften, Versicherungen und Banken zu initiieren?

13. Welche Impulse für die Risikokapitalversorgung können durch die Einführung von Pensionsfonds und Tariffonds erzielt werden?

14. Welche Impulse für die Risikokapitalversorgung können durch die Einführung von Pensions-Sondervermögen und aktiengestützten Versicherungsprodukten (Arbeitnehmerbeteiligungs-Police, Euro-Pensionskasse) erzielt werden?

15. Wie ist der Grad der Beteiligung der Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer am Produktivkapital zu bewerten? Welche Maßnahmen sind für eine verstärkte **Beteiligung** der Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer am Produktivkapital notwendig?

Anmerkung:

Die Stellungnahme folgt der vom Wirtschaftsausschuß vorgegebenen Gliederung. Einzelne Fragen sind aus fachlichen Gründen und der Kürze der zur Verfügung stehenden Zeit nicht beantwortet worden.

Stärkung des Kapitalmarktes Deutschland, Förderung des Aktiensparens und Verbesserung der Risikokapitalversorgung

- Stellungnahme für den Wirtschaftsausschuß des Deutschen Bundestages
zur Anhörung am 04.06.1997 -

Professor Dr. Theodor Baums,
Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück

Übersicht

1. Zugang kleinerer und mittlerer Unternehmen zum Kapitalmarkt

11. Mobilisierung von privatem und institutionellem Risikokapital für mittelständische und technologieorientierte Unternehmen

- III. Weitere Maßnahmen zur Stärkung des Kapitalmarktes Deutschland
 1. Allgemeines
 2. Takeover-Code und Anlegerschutz im Konzern
 3. Corporate Governance und Finanzierungsinstrumente

1. Zugang kleinerer und mittlerer Unternehmen zum Kapitalmarkt

1. *Wie ist der Zustand des deutschen Kapitalmarktes zu bewerten? Welche Maßnahmen sind zur Verbesserung der im internationalen Vergleich unterentwickelten Aktienkultur notwendig?*

Es besteht Einigkeit darüber, daß der Finanzplatz Deutschland weiterentwickelt und gefordert werden muß. Wichtige Etappenziele sind zwar bereits - insbesondere seit Erlaß der beiden Finanzmarktförderungsgesetze - erreicht. Es ist aber noch eine Reihe weiterer Bedingungen zu erfüllen, um sicherzustellen, daß die hiesigen Kapitalmärkte imstande sind, die Bedürfnisse der Marktteilnehmer - Nachfrager und Anbieter von Kapital- und Finanzdienstleistungen - in gleicher Weise in vollem Umfang zu befriedigen und sich im internationalen Wettbewerb in dem Umfang zu behaupten, der der Größe und Bedeutung der Volkswirtschaft im übrigen entspricht.

Die in der nachfolgenden Stellungnahme angesprochenen Punkte können keine erschöpfende Aufzählung aller hierzu erforderlichen Maßnahmen bieten, sondern sind nur als Anregung zu verstehen, in welche Richtung weitere Reformschritte unternommen werden könnten. Abschließende Reformkonzepte können schon deshalb nicht erwartet werden, weil künftig der zunehmende internationale Wettbewerb, der technologische Fortschritt und die Veränderung der Bevölkerungsstruktur einen fortschreitenden Wandel der staatlichen Rahmenbedingungen insbesondere auch für die Kapitalmärkte erzwingen werden.

Die deutsche Wirtschaft besteht ganz überwiegend aus mittelständischen Unternehmen. Von den etwa 3 Mio Unternehmen gehören 99,8 % der Gruppe der kleinen und mittleren Unternehmen (mit bis zu 500 Arbeitnehmern oder 100 Mio Jahresumsatz) an. Es bestehen zwar zahlreiche Programme zur Förderung des Aufbaus und zur Bereitstellung von Eigenkapital für solche Unternehmen, z. B. das Eigenkapitalhilfeprogramm und das ERP-Beteiligungsprogramm, mit denen kleinen und mittleren Unternehmen risikotragende Mittel günstig zur Verfügung gestellt werden. Speziell für Technologieunternehmen steht - nach dem Ende 1994 ausgelaufenen Modellversuch "Beteiligungskapital für junge Technologieunternehmen" - seit Frühjahr 1995 das neue Programm "Beteiligungskapital für kleine Technologieunternehmen" bereit. Außerdem wird Eigenfinanzierung über die deutsche Rechnungslegung handels- und steuerrechtlich gefordert.

Dennoch bleiben ganz empfindliche Lücken, die möglichst geschlossen werden sollten. Zum einen begegnen nicht selten mittelständische Unternehmen, die sich in einer Phase geringer Erträge bei gleichzeitig erkennbar großem Entwicklungspotential befinden, der Schwierigkeit, Beteiligungskapital aufzunehmen. Die *Börse* steht wegen ihrer Beschränkung auf den Aktienhandel, wegen des notwendigen Emissionsvolumens und wegen der Anforderung an die Unternehmenskennziffern nur in Ausnahmefällen zur Verfügung. So sind Unternehmen bei ihrer **Börseneinführung** in Großbritannien durchschnittlich acht Jahre alt, in New York (New York Stock Exchange; NASDAQ) etwa 14 (13) Jahre, an den deutschen Börsen aber rund 55 Jahre (OECD-Wirtschaftsberichte Deutschland 1995 S. 13 6). Auch die Eigenkapitalzufuhr über spezielle Finanzintermediäre stößt auf Schwierigkeiten. Das Modell der *Unternehmensbeteiligungsgesellschaft* (im Sinne des Gesetzes über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften vom 17.12.1986) hat sich nicht durchsetzen können: Nach einem Höchststand im Jahr 1992 mit 16 Gesellschaften hat deren Zahl kontinuierlich abgenommen, so daß Anfang 1997 nur noch neun Unternehmensbeteiligungsgesellschaften bestanden. Zu einem völligen Fehlschlag ist die **Einführung** der sog. *Beteiligungs-Sondervermögen* nach dem Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (§§ 25 a ff. KAGG) geraten: bisher wurde nach den veröffentlichten Informationen hierzu kein einziges Beteiligungs-Sondervermögen mit Beteiligungen an nichtbörsennotierten Unternehmen aufgelegt. Von größerer Bedeutung sind dagegen *Kapitalbeteiligungs-* und *Venture Capital-Gesellschaften*, die eine Unternehmensfinanzierung durch eine auf Zeit übernommene Beteiligung vorsehen. Anfang 1997 bestanden 8 1 solcher Kapitalbeteiligungsgesellschaften. Ihr Vorteil besteht in der im Vergleich zu den restriktiven Vorschriften des UBGG gegebenen Flexibilität; ihr Nachteil im Vergleich zu ähnlichen ausländischen Rechtsformen in der steuerlichen Behandlung und in den Schwierigkeiten der Beteiligungsveräußerung (exit). Die Beteiligungsveräußerung auf dem organisierten Kapitalmarkt (Börse) wird bislang durch mehrere Umstände behindert (steuerliche, gesellschaftsrechtliche, börsenrechtliche Hindernisse), die im einzelnen in der folgenden Stellungnahme noch angesprochen werden.

Auf **seiten** der *Anleger* steht diesen Verhältnissen auf der Seite der Kapitalnachfrager gegenüber, daß in Deutschland ein im internationalen Vergleich auffallend geringer Prozentsatz der privaten Ersparnisbildung unmittelbar in Unternehmensbeteiligungen gelenkt wird (Anteil des Aktienbesitzes am Geldvermögen der Privathaushalte [4,32 Bill. DM 1994] in 1994: 5,5%; Dt. Bundesbank, Monatsbericht Mai 1995, S. 490). Auch die Gründe hierfür werden im folgenden noch angesprochen werden.

2. *Wie ist die derzeitige Struktur der deutschen Börsen zu bewerten? Wie sind Vorschläge nach einer stärkeren Unabhängigkeit der Börsenträger von den Banken zu bewerten?*

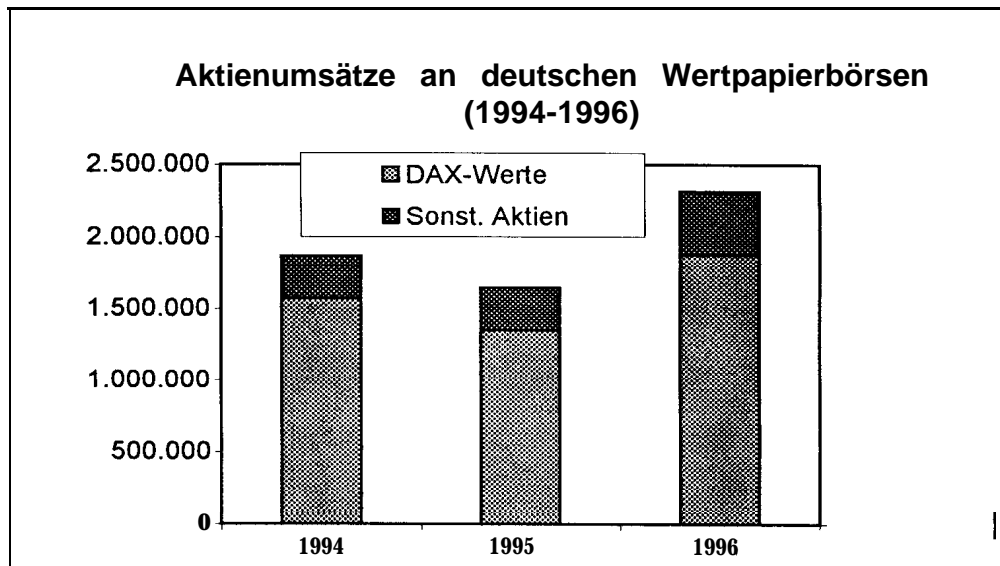
a) Der deutsche organisierte Kapitalmarkt ist im internationalen Vergleich unterentwickelt. Dies zeigt sich an der Anzahl börsennotierter inländischer Aktiengesellschaften ebenso wie an der Gesamtbörsenkapitalisierung in Prozent des Bruttosozialprodukts. Bei weitem die meisten Aktienumsätze an den deutschen Wertpapierbörsen betreffen die 30 DAK-Werte.

Tabelle 1: Der deutsche Kapitalmarkt im internationalen Vergleich

	Anzahl börsennotierter inländischer Aktiengesellschaften	Gesamtbörsenkapitalisierung (Stand Ende 1993)	
		in Mrd. DM	in % vom BSP bzw. BIP
Großbritannien	1.865	2.056,4	128,4
Schweiz	236	473,2	116,2
USA	7.313	9.009,4	81,8
Japan (Tokio)	1.667	5.019,4	69,2
Niederlande	239	315,8	61,6
Kanada (Toronto)	1.124	558,5	60,8
Schweden	197	174,0	57,8
Frankreich	726	791,3	37,9
Spanien	374	253,5	34,3
Deutschland	664	800,1	28,3
Italien	242	234,7	14,6

Quelle: Rasch, Der Aktienmarkt für kleine und mittelgroße Unternehmen (1996), S. 51.

Schaubild 1



Inwiefern zu der geringen Bedeutung der organisierten Kapitalmärkte für die Eigenkapitalbeschaffung insbesondere junger wachstumsstarker Unternehmen - neben steuerlichen, gesellschaftsrechtlichen und börsenrechtlichen Gegebenheiten - auch die derzeitige Struktur der deutschen Börsen beiträgt, ist schwierig zu beurteilen. Bekanntlich befindet sich die deutsche Börsenlandschaft derzeit in einem Umbruch, der wesentlich von den Börsen selbst gestaltet wird. Dazu tragen insbesondere der zunehmende Wettbewerb und die Möglichkeiten bei, die sich durch die Nutzung neuer Technologien und Systeme ergeben.

b) In der Tat besitzen die deutschen Kreditinstitute, insbesondere die Großbanken, maßgeblichen Einfluß insbesondere auf die Deutsche Börse AG. Dieser Einfluß zeigt sich vor allem in ihrer maßgeblichen Kapitalbeteiligung und Aufsichtsratspositionen. Dadurch wird jedenfalls sichergestellt, daß die Entwicklung der Börsenstruktur und des Börsenwesens konform mit den Interessen der Kreditwirtschaft verläuft. Eine größere Unabhängigkeit der organisierten Kapitalmärkte von den Kreditinstituten, insbesondere den Großbanken, wäre m. E. z-u befürworten. Im Ausland werden Börsen z. T. als non-profit-Organisationen betrieben; jedenfalls auf den hochentwickelten angelsächsischen Kapitalmärkten sind die Börsen bankunabhängig. Soweit eine non-profit-Organisation nicht gewünscht wird, könnte eine breite Streuung der Aktien im Publikum mit entsprechenden Vorkehrungen dafür, daß es bei dieser breiten Streuung bleibt, für eine entsprechende Unabhängigkeit der Börsen sorgen. Vielleicht führt in Zukunft auch die

technische Entwicklung dazu, daß Betrieb und Zurverfügungstellung von Handelssystemen einerseits und die Teilnahme am und die Abwicklung des Wertpapierhandels andererseits weiter voneinander getrennt werden.

3. *Welche Gründe sind für die geringe Zahl an Börsenemissionen in Deutschland verantwortlich? Wie ist hierbei die Rolle der Banken zu bewerten? Wie ist hierbei die Rolle der Unternehmen zu bewerten? Welche Maßnahmen sind für eine verstärkte Emissionstätigkeit in Deutschland notwendig? Welche Impulse sind von der Einführung bankunabhängiger "Betreuer" (Wertpapierhandelshäuser) zu erwarten?*

Für die bisher geringe Anzahl von Börsenemissionen gibt es eine Reihe verschiedener Gründe. Ein wesentliches institutionelles Hindernis für die Inanspruchnahme des organisierten Kapitalmarkts auch durch kleinere Unternehmen ist nach wie vor im *Gesellschaftsrecht* zu sehen. An der Börse können nur in Wertpapieren verbriefte Unternehmensbeteiligungen (Aktien), nicht dagegen GmbH- oder KG-Anteile zugelassen und gehandelt werden (§§ 38, 71, 78 **BörsG**). Frühere Vorschläge, auch GmbH- und KG-Anteile handelbar zu machen, hat der Gesetzgeber (zu Recht) nicht aufgegriffen. In die Aktiengesellschaft mögen aber viele Unternehmen nicht wechseln: wegen ihrer Satzungsstrenge (§ 23 Abs. 5 **AktG**), der Unabhängigkeit des Vorstands (§ 76 **AktG**), des mit dieser Gesellschaftsform verbundenen Rechtsformaufwandes und - bis zum Gesetz über die Kleine AG - der weiterreichenden Mitbestimmung der Arbeitnehmer. Das Gesetz über die Kleine AG hat hier zwar einige Erleichterungen gebracht, die freilich gerade für die börsennotierte AG z. T. entweder praktisch keine Rolle spielen oder ausdrücklich für sie nicht gelten.

Steuerliche Nachteile beim Going Public treten hinzu. Der Gang an die Börse führt für die ursprünglichen Anteilseigner u. U. zu einer deutlichen Erhöhung der Erbschaftsteuer, da nunmehr der Börsenkurs als Bemessungsgrundlage herangezogen wird.

Ein wesentliches Hindernis für den Zutritt zum organisierten Kapitalmarkt dürfte sodann in der *Zurückhaltung der Emissionsbanken* liegen, junge und kleinere Unternehmen an die Börse zu bringen. In der Regel werden als Gründe hierfür das Risiko des "Sitzenbleibens" auf der Emission, das Reputationsrisiko für das Emissionshaus und das Prospekthaftungsrisiko genannt. Das Prospekthaftungsrisiko wird durch das Dritte Finanzmarktforderungsgesetz abgemildert werden. Im übrigen können die genannten Risiken in ähnlicher Weise auch Emissionshäuser auf

den anglo-amerikanischen Kapitalmärkten, die durch wesentlich lebhaftere Primärmärkte und Emissionen auch von kleineren Unternehmen geprägt sind, treffen. Für die bisherigen Verhältnisse in Deutschland muß in Rechnung gestellt werden, daß die im Emissionsgeschäft tätigen Institute als Universalbanken naturgemäß geringere Anreize zu einem Ausbau des Emissionsgeschäfts haben als auf das Wertpapiergeschäft beschränkte Spezialinstitute. Die zur Belebung des Wettbewerbs 1987 eingefügte Vorschrift des Börsengesetzes (§ 71 Abs. 2 S. 3 BörsG), daß im Geregelten Markt neben Kreditinstituten auch andere Unternehmen (z. B. Versicherungen, Wirtschaftsprüfer, Wertpapierhandelshäuser) als Emissionsbegleiter aufbeten dürfen, hat keine praktische Bedeutung erlangen können. Bisher sind die Marktzutrittsschranken für Wertpapierhandelshäuser, die für ihr Effektengeschäft nach deutschem Bankaufsichtsrecht einer Erlaubnis als Kreditinstitut bedürfen, außerordentlich hoch. Diese Verhältnisse auf dem Emissionsmarkt dürften auch die von den meisten Emissionsbanken an emissionswillige Unternehmen angelegten restriktiven Kriterien der Börsenreife erklären.

Im Hinblick hierauf sind die geplanten Erleichterungen für Nichtkreditinstitute als Emissionsbegleiter (Wertpapierhandelshäuser) zu begrüßen. Der derzeit beratene Entwurf der 6. KWG-Novelle bahnt einem stärkeren Engagement solcher Wertpapierhandelshäuser den Weg.

4. *Welche Maßnahmen im Gesellschafts- und Börsenrecht sind für einen erleichterten Börsenzugang kleiner und mittlerer Unternehmen notwendig? Wie sind die derzeitigen Börsenzulassungsbedingungen zu bewerten? Wie hat sich die "Kleine Aktiengesellschaft" in der Praxis bewährt und welche Verbesserungen dieser Gesellschaftsform sind notwendig?*

a) Unternehmen, die nicht in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft oder der Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) organisiert sind, ist der Zugang zum organisierten Kapitalmarkt versperrt. Nur in Wertpapieren verbriefte Unternehmensbeteiligungen (Aktien) können an der Börse gehandelt werden. Weder KG- noch GmbH-Anteile sind zum Handel zugelassen. Mittelständische Unternehmen, die den Zugang zum organisierten Kapitalmarkt suchen und etwa noch in der Rechtsform einer KG oder GmbH organisiert sind, müssen sich in eine Aktiengesellschaft umwandeln. In Deutschland sind etwa 4 000 Unternehmen als Aktiengesellschaft, dagegen etwa 660 000 Unternehmen in der Rechtsform der GmbH organisiert. Viele kleine und mittlere Unternehmen schrecken jedoch vor der Umwandlung in eine Aktiengesellschaft zurück. Die Satzungsstrenge des Aktienrechts (§ 23 Abs. 5 AktG) steht einer flexiblen Ausge-

staltung der Unternehmensverfassung, wie sie im Recht der KG oder GmbH anzutreffen ist, grundsätzlich entgegen. Dabei führt der Wechsel in die Rechtsform der Aktiengesellschaft infolge der anderen Unternehmensstruktur zu grundlegenden Veränderungen der Einflußmöglichkeiten der alten Anteilsinhaber. Der Vorstand leitet die Aktiengesellschaft nach deutschem Recht unter eigener Verantwortung, d. h. weisungsfrei (§ 76 Abs. 1 AktG), und die mit einem Wechsel in eine Kapitalgesellschaft u. U. verbundene unternehmerische Mitbestimmung der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat schwächt die Position der Altinhaber zusätzlich. Unter diesen Umständen sind die Inhaber kleinerer oder mittlerer Unternehmen oft nicht bereit, die für die Kapitalaufnahme an der Börse notwendigen Schritte zu tun, es sei denn, sie wollten selbst völlig aus dem Unternehmen ausscheiden. In letzter Zeit hat sich hier allerdings eine Bewegung in die richtige Richtung ergeben. Das Gesetz über die Kleine AG und das 2. Finanzmarktforderungsgesetz haben einige Verbesserungen gebracht. Zu berücksichtigen ist auch, daß der Bundesgerichtshof mit seinem Beschluß vom 24. Febr. 1997 die Zulässigkeit der Rechtsform der GmbH KGaA bzw. GmbH & Co KGaA außer Streit gestellt hat. Namentlich für Familienunternehmen eröffnet sich damit die Möglichkeit, durch die Ausgabe von Aktien am Kapitalmarkt zusätzliches Eigenkapital zu beschaffen, zugleich jedoch den bisherigen Unternehmensinhabern, die als Gesellschafter der Komplementär-GmbH die Person des Geschäftsführers bestimmen können, die Leitungsmacht in der Gesellschaft zu erhalten. Auf der anderen Seite erscheint es als notwendig, den Anlegerschutz im deutschen Aktienrecht deutlich zu verbessern und internationalen Standards, hinter denen das deutsche Aktienrecht in verschiedener Hinsicht zurückbleibt, stärker anzunähern. Hierzu gehören als kurzfristige Maßnahmen die Einführung einer Rahmengesetzgebung für öffentliche Unternehmensübernahmen und ein verbesserter **Anlegerschutz** bei Kontrollwechsel in ihrer Gesellschaft (vgl. dazu noch unten 111.2.) sowie - langfristig - die Verbesserung der Unternehmensrechnungslegung (dazu unten 111.1.). Hierher gehören ferner eine Reihe von Einzelmaßnahmen im Bereich der "Corporate Governance" und neuer Finanzierungsinstrumente. Auch dazu wird unten (111.3.) noch gesondert Stellung genommen. Die von der Bundesregierung bisher erwogenen Maßnahmen (vgl. Ref-Entwurf des BJM zu einem Gesetz zur Verbesserung der Transparenz und Kontrolle im Unternehmensbereich KonTraG) sind hier deutlich zu zurückhaltend.

Daneben bleibt die Aufgabe, auch weiterhin über eine Deregulierung und "Entrümpelung" des weitgehend zwingenden Aktienrechts nachzudenken. Hierzu sind in der wissenschaftlichen Literatur verschiedene Vorstellungen entwickelt worden. Ein alternativer Weg, über den gleichfalls nachgedacht werden sollte, wäre folgender: Der Gesetzgeber führt nicht selbst, wo aus Anlegerschutzgründen erforderlich, zwingendes Aktienrecht ein, sondern setzt nur **Mindest-**

Standards und überläßt den Anlegerschutz im übrigen weitgehend den Märkten selbst. So könnten die Börsen als organisierte Märkte für den Handel mit Publikumstiteln ermächtigt werden, ihrerseits Anlegerschutzstandards zu entwickeln und im Rahmen der Börsenzulassung von den börsennotierten Gesellschaften einzufordern. Diese Standards könnten dann flexibel angepaßt werden. Der Börse stände es außerdem frei, je nach Marktsegment unterschiedliche Standards festzulegen.

Auch die Wirtschaftsverbände könnten, wie im westlichen Ausland (Großbritannien, Frankreich, Niederlande) geschehen, "Codes of best practice" entwickeln und so den Anlegerschutz im Wege der Selbstregulierung verbessern. Es muß durchaus nicht immer alles zwingender gesetzlicher Regulierung überlassen werden.

b) Weitere Maßnahmen für einen erleichterten Börsenzugang kleiner und mittlerer Unternehmen erscheinen auch im *Börsen- und Kapitalmarktrecht* erforderlich. Insoweit enthalten die 6. KWG-Novelle und der Referenten-Entwurf eines 3. Finanzmarktforderungsgesetzes wichtige, z. T. längst überfällige und europarechtlich notwendige Reformen, die auch das Börsen- und Wertpapierhandelsrecht, das KAGG und das UBGG betreffen. Die Absenkung der Marktzutrittsschranken für Wertpapierhandelshäuser und Emissionsbegleiter wurde bereits erwähnt. Wesentliche Erleichterungen stellen aus dem Bereich des 3. Finanzmarktforderungsgesetzes die Verkürzung der Verjährungsfristen für Prospekthaftung und fehlerhafte Anlageberatung dar; die Modernisierung des Investmentrechts und der Versuch einer Deregulierung des bisher zu starren UBGG sind im Grundsatz zu begrüßen, Auch die Vorschriften des Börsengesetzes über den Geregelteten Markt, dem ursprünglich insbesondere für mittelständische Unternehmen vorgesehenen Marktsegment, werden angepaßt.

Allerdings sind nicht sämtliche Vorschläge, die ihm Referenten-Entwurf des 3. Finanzmarktforderungsgesetzes enthalten sind, uneingeschränkt zu befürworten:

Zum UBGG:

Im Prinzip erscheint es als richtig, daß das UBGG attraktiver ausgestaltet werden soll. So sollen künftig Veräußerungsgewinne aus einer Beteiligung bereits nach einem Jahr steuerfrei vereinnahmt werden können. Ferner wird auf den Zwang zum öffentlichen Angebot von 70 % der UBG-Aktien nach spätestens zehn Jahren verzichtet. Hier entsteht freilich die Gefahr, daß insbesondere Banken künftig ihre Beteiligungen an nichtbörsennotierten "Problemunternehmen" steuerbegünstigt über UBGs erwerben

und veräußern. Um dem zu wehren, sieht der Entwurf vor, daß kontrollierende Beteiligungen (über 40 %) an UBGs nach einer Anlaufphase von fünf Jahren nicht mehr gehalten werden dürfen. Diese Vorkehrung ist ungeeignet, weil sie eine Aufteilung einer UBG auf z. B. drei miteinander kooperierende Finanzintermediäre (z. B. jeweils drei rechtlich selbständige Sparkassen) nicht ausschaltet. Dieser Anreiz wird außerordentlich dadurch verstärkt, daß die Regeln über kapitalersetzende Kredite während der ersten fünf Jahre nach Gründung einer Unternehmensbeteiligungsgesellschaft durch Banken und Versicherungen (wieso eigentlich nur für diese ?) nicht gelten (§20 UBGG n.F.).

Zum KAGG:

Beteiligungs-Sondervermögen nach dem KAGG sollen Investmentfonds ermöglichen, auch Beteiligungen an mittelständischen Unternehmen, die nicht börsennotiert sind, zu erwerben und so zu einer verbesserten Eigenkapitalversorgung solcher Unternehmen beizutragen. Die Vorschriften der §§ 25 a ff. KAGG haben sich aber in der Praxis offenbar als ungeeignet erwiesen. Daß bislang, soweit bekannt, kein **Beteiligungs-Sondervermögen** aufgelegt wurde, bestätigt diese Einschätzung. Um sicherzustellen, daß sich beim Erwerb einer stillen Beteiligung die aus dem Sondervermögen erbrachte Leistung und die Gegenleistung entsprechen, sieht § 25 Abs. 1 KAGG eine sog. Angemessenheitsprüfung vor. Diese ist von einem Wirtschaftsprüfer vorzunehmen, der nicht zugleich Abschlußprüfer der Kapitalanlagegesellschaft ist. Die Wertermittlung hat nach dem in der KAGG-Bewertungsverordnung beschriebenen Verfahren zu erfolgen, das eine Addition der Barwerte der zukünftigen Erträge sowie des Rückzahlungsbetrages vorsieht. Um die Höhe der Erträge sowie den **Diskontierungszinsfuß** ermitteln zu können, hat sich die Prüfung zunächst auf die letzten Jahresabschlüsse zu erstrecken. Zumindest der Jahresabschluß des letzten Geschäftsjahres muß dabei entsprechend den für große Kapitalgesellschaften geltenden Vorschriften des § 267 Abs. 3 HGB erstellt worden sein. Darüber hinaus ist der Beteiligungsvertrag in die Prüfung einzubeziehen. Die Veräußerbarkeit sowie das Risiko der stillen Beteiligung finden schließlich über eine Risikoprämie Berücksichtigung. Diese hohen Sicherheitsanforderungen führen letztlich dazu, daß nur solche stillen Beteiligungen erworben werden können, die mit einer hohen laufenden Gewinnbeteiligung ausgestattet sind. Gerade diese Unternehmen aber werden sich regelmäßig auch über weniger reglementierte und damit flexiblere Finanzierungsformen versorgen können. Jedenfalls eig-

nen sich Beteiligungssondervermögen nicht zur Finanzierung junger innovativer Unternehmen. Der Entwurf des 3. Finanzmarktförderungsgesetzes wird hieran nichts ändern. Es sollte erwogen werden, die Vorschriften der §§ 25 a ff. KAGG in einer brauchbaren Weise umzugestalten oder aber völlig zu streichen.

5. *Inwieweit stehen steuerliche Gründe der Umwandlung in eine Aktiengesellschaft und einem anschließenden Börsengang im Wege?*

Das seit 1996 geltende neue Umwandlungssteuergesetz hat zahlreiche steuerliche Hemmnisse, die u. a. auch der Umwandlung in eine andere Rechtsform entgegenstanden, inzwischen beseitigt. Der Aufbau neuer Hindernisse der Umwandlung einer Personengesellschaft in eine Aktiengesellschaft ist allerdings derzeit im Gespräch (Absenkung der Schwelle einer wesentlichen Beteiligung und demzufolge erhöhte steuerliche Belastung des Veräußerungsgewinns). Vorteilhaft erscheint, daß die vermögensteuerliche Doppelbelastung seit Anfang 1997 entfallen ist.

Nach wie vor ergeben sich bei einem Börsengang steuerlich nachteilige Auswirkungen für die Erbschaftsteuer, da bei börsennotierten Unternehmen die Unternehmensbewertung für Zwecke der Erbschaftsteuer nicht nach dem Stuttgarter Verfahren, sondern nach dem Börsenkurs vorzunehmen ist. Dies führt regelmäßig zur Aufdeckung stiller Reserven.

6. *Wie ist die Entwicklung zu bewerten, daß mittelständische High-Tech-Unternehmen aus Deutschland eine Notierung an der amerikanischen Computerbörse NASDAQ dem Gang an die deutsche Börse vorziehen?*

Der Gang an eine amerikanische Börse kann für deutsche Unternehmen aus verschiedenen Gründen in Frage kommen. Dabei spielt die Tiefe und Liquidität des amerikanischen Kapitalmarkts eher für Großunternehmen als für mittelständische deutsche Unternehmen eine Rolle. Der Gang an einer amerikanischen oder ausländischen Börse kann aber eine Marketing-Maßnahme für Unternehmen darstellen, deren Absatzmärkte in dem betreffenden Kapitalmarkt liegen. Davon abgesehen liegen auch die Zulassungsschwellen für emissionswillige deutsche Unternehmen im Geregelteten Markt relativ hoch. Aus diesen Gründen mögen einzelne wenige High-Tech-Unternehmen den Weg an die NASDAQ gewählt haben.

7. *Wie ist die derzeitige **Segmentierung** des deutschen Aktienmarktes zu bewerten? Welche Maßnahmen sind zur Belebung der Marktsegmente Geregelter Markt und Freiverkehr notwendig?*

a) Die derzeitige Marktsegmentierung des organisierten Kapitalmarkts ergibt sich aus den Vorgaben des Börsengesetzes, das zwischen dem Handel in Wertpapieren mit amtlicher Notierung (§§ 36 ff. BörsG), dem Handel in Wertpapieren im sog. Geregelten Markt (§§ 71 ff. BörsG) sowie dem Handel in Wertpapieren, die weder zum amtlichen Handel noch zum Geregelten Markt zugelassen sind (§ 78 BörsG, sog. Freiverkehr) unterscheidet. Diese Segmentierung kann, wie sich bei der Schaffung des Neuen Marktes an der Frankfurter Wertpapierbörse gezeigt hat, Schwierigkeiten aufwerfen, weil der Freiverkehr zwar von den Börsen flexibel geregelt und ausgestaltet werden kann. Der Freiverkehr ist aber kein organisierter Markt im Sinne der EU-Wertpapierdienstleistungsrichtlinie und genießt damit nicht die mit einem solchen Markt verbundenen europarechtlichen Vorteile. Daher mußte der Ausweg gewählt werden, die im Neuen Markt zu handelnden Aktien zunächst zum Geregelten Markt zuzulassen, um sie dann anschließend in den Freiverkehr einzuführen. Dieser Umweg und die dadurch aufgeworfenen rechtlichen Probleme könnten vermieden werden, wenn auch der Freiverkehr wieder, wie nach dem alten Börsengesetz, zwischen einem geregelten und ungeregelten Freiverkehr unterscheiden wurde. Der geregelte Freiverkehr könnte dann als Geregelter Markt im Sinne der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie ausgestaltet werden.

b) Der Geregelte Markt des Börsengesetzes hat die in ihn gestellten Erwartungen bisher nicht erfüllen können. Positive Erfahrungen ausländischer Börsen führten dazu, auch in Deutschland zum 1. Mai 1987 als neues Segment den "Geregelten Markt" einzurichten, der damals an die Stelle des "Geregelten Freiverkehrs" trat. Anders als im amtlichen Handel sind die Zulassungsvoraussetzungen für den Geregelten Markt nicht im Börsengesetz enthalten, sondern werden in der Börsenordnung der jeweiligen Börse geregelt (§ 72 Abs. 1 BörsG). Dadurch sollte eine größtmögliche Flexibilität bei der Ausgestaltung der Zulassungsbedingungen erreicht und mittleren und kleineren Unternehmen der Zugang an die Börse erleichtert werden.

Ende 1996 waren an den deutschen Wertpapierbörsen 162 Wertpapiere inländischer Aktiengesellschaften am Geregelten Markt notiert. Damit werden derzeit etwas über 1/5 aller börsennotierten deutschen Aktiengesellschaften im Geregelten Markt gehandelt. Gemessen an der gesamten Börsenkapitalisierung entspricht dies jedoch nur rd. 2,5% des gesamten Aktienmarkts; der Anteil ist gegenüber den Vorjahren sogar rückläufig. Auf einen ähnlichen großen Anteil

kommt eine Reihe der im amtlichen Handel notierten großen DAX-Gesellschaften allein. Als *Primärmarkt* hat sich der Geregelte Markt im Vergleich zum amtlichen Handel zwar relativ bewähren können: Seit 1987 sind bis Ende 1994 insgesamt 77 Gesellschaften als Börsenneulinge am Geregelten Markt eingeführt worden, im amtlichen Handel 50, freilich mit einem größeren Emissionsvolumen. Als *Sekundärmarkt* leidet der Geregelte Markt dagegen an der Konzentration des Handels auf die umsatzstarken Standardwerte und der damit verbundenen "Austrocknung" der Märkte für Neben- und Spezialwerte. Die Umsatztätigkeit und Liquidität ist bei vielen Werten stark eingeschränkt: Nahezu 100 % des durchschnittlichen täglichen Umsatzvolumens von rd. DM 4,9 Milliarden werden im amtlichen Handel erzielt; an einzelnen Börsentagen kommen bei fast der Hälfte aller am Geregelten Markt gehandelten Werte keine Umsätze zustande.

Der Umstand, daß der Geregelte Markt eine größere Bedeutung und ein eigenständiges Profil als Börsensegment für die Kapitalbeschaffung und den Handel mit Anteilen an Wachstums- und Innovationsunternehmen nicht hat gewinnen können, hat sicher eine Reihe von Gründen. Sie hängen mit gesellschaftsrechtlichen und steuerlichen Gründen, die bereits erwähnt wurden, zusammen. Daneben gibt es aber auch Gründe, die speziell auf die besonderen Marktgegebenheiten für solche Werte, die geringe Anzahl ausstehender Aktien und den hohen Festbesitzanteil, zurückzuführen sind. Diese Marktgegebenheiten haben - im Vergleich zu Standardwerten - höhere Informations- und Transaktionskosten zur Folge, was von den Investoren selbstverständlich antezipiert und ihren Entscheidungen zugrunde gelegt wird. Eine Reform, die die Schaffung eines funktionsfähigen, effizienteren und breiteren organisierten Markts für Beteiligungskapital für mittelständische Unternehmen zum Ziel hat, muß vor allem auf eine Senkung dieser Informations- und Transaktionsrisiken und -kosten bedacht sein. Dies ist weithin nicht Aufgabe des Gesetzgebers, sondern der jeweiligen Börse, die die Zulassungsvoraussetzungen in der Börsenordnung festlegen kann. Insoweit sollten die Zulassungsschwellen überprüft werden. Tendenziell könnten, was die Anforderungen an das Kapital des Emittenten, das Mindestvolumen der Emission und das Alter des Unternehmens anbetrifft, großzügigere Maßstäbe angelegt werden, erheblich strengere Maßstäbe dagegen, was die Anforderungen an die Publizität und die Versorgung des Marktes mit fortlaufenden Informationen angeht. Zu begrüßen ist in diesem Zusammenhang, daß künftig der Marktzutritt für Nichtkreditinstitute als Emissionsbegleiter im Geregelten Markt durch die Vorkehrungen der 6. KWG-Novelle erleichtert wird. Dies dürfte dann zu einer Belebung des Wettbewerbs auf dem Markt für diese Dienstleistungen führen. Begrüßenswert ist weiter, daß der Neue Markt eine fortlaufende Betreuung der Emittenten und eine Verbesserung des Handels in den dort notierten Werten vorsieht.

8. *Wie ist die Schaffung des "Neuen Marktes" zu bewerten? Welche Folgerungen ergeben sich aus den ersten Erfahrungen mit dem "Neuen Markt"?*

a) Der Neue Markt, ein an der Frankfurter Wertpapierbörse seit dem Frühjahr 1997 eingerichtetes Handelssegment, richtet sich an kleine und mittlere innovative Gesellschaften in zukunftsweisenden Branchen aus dem In- und Ausland, die neue Absatzmärkte erschließen, neue Verfahren der Beschaffung, Produktion oder beim Absatz verwenden, neue Produkte oder Dienstleistungen anbieten und ein überdurchschnittliches Umsatz- und Gewinnwachstum erwarten lassen. Unternehmen, deren Aktien zum Neuen Markt zugelassen werden sollen, müssen grundsätzlich mindestens ein Jahr und sollen drei Jahre bestanden haben; Ausnahmen sind jedoch möglich. Die Emission muß einen voraussichtlichen Kurswert von mindestens 10 Mio DM und einen Gesamtnennwert von mindestens 500 000 Mark haben, wobei mindestens 100 000 Aktien emittiert werden müssen. Bei der erstmaligen Zulassung von Aktien werden nur Stammaktien zugelassen. Zur Gewährleistung eines ausreichenden Handelsvolumens müssen mindestens 15 % und sollen mindestens 25 % des Grundkapitals gestreut sein. Kernstück des Zulassungsverfahrens, das der Emittent entsprechend der "Öffnungsklausel" im Recht des Geregelteten Marktes auch zusammen mit einem dafür geeigneten Nichtkreditinstitut betreiben kann, ist der Emissionsprospekt, der in deutscher und englischer Sprache abzufassen ist und internationalen Standards entsprechen muß. Die entscheidenden Unterschiede zum Geregelteten Markt liegen einmal in den Folgepflichten, denen der Emittent zur Gewährleistung einer ausreichenden Liquidität der Anteile unterworfen ist, und darüber hinaus in der Nachemissionsbetreuung. So hat der Emittent seine Jahresabschlüsse nach International Accounting Standards (IAS) oder nach den amerikanischen Generally Accepted Accounting Principles (US-GAAP) zu erstellen. Die Verpflichtung auf international anerkannte Rechnungslegungsstandards könnte dazu beitragen, das Interesse ausländischer Investoren zu erhöhen. Darüber hinaus hat der Emittent - und hier liegt ein signifikanter Unterschied zu den Publizitätspflichten des Geregelteten Marktes - Quartalsberichte zu veröffentlichen, die Angaben zum **Geschäftsverlauf** enthalten müssen. Darüber hinaus obliegt ihm die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG. Ergänzt wird das Informationsangebot durch eine mindestens einmal jährlich **durchzuführende** Informationsveranstaltung für Analysten sowie durch einen jährlich zu erstellenden Unternehmenskalender (corporate action time table), der die wichtigsten Termine des Unternehmens (Hauptversammlung, Bilanzpressekonferenz, Analystenveranstaltungen) enthält. Bei der Emission hat der Emittent zudem einen Betreuer zu benennen. Betreuer kann nur ein an der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassenes Unternehmen sein. Die Hauptaufgabe des **Be-**

treuers besteht darin, für zusätzliche Liquidität sorgen, indem er auf Anfrage Preise für den Ankauf und Verkauf der Aktien stellt. Zusätzlich soll er das betreute Unternehmen regelmäßig analysieren, Research-Berichte veröffentlichen und mindestens einmal jährlich eine ausführliche Studie über das Unternehmen erstellen. Gegen ein frei vereinbartes Entgelt kann der Betreuer zudem alle mit dem Going Public zusammenhängenden Dienstleistungen erbringen. Namentlich bei den mit einer Emission zusammenhängenden Folgepflichten (Quartalsberichte, Ad-hoc-Publizität usw.) und den Investor Relations-Maßnahmen kann er dem Emittenten beratend zur Seite stehen.

b) Die Einführung des Neuen Marktes ist uneingeschränkt zu begrüßen. Derzeit ist es für eine Bewertung sicherlich noch zu früh. Bereits oben unter 7. ist erwähnt worden, daß die derzeitige gesetzliche Regelung vermeidbare rechtliche Schwierigkeiten aufstellt, die beseitigt werden sollten.

9. *Welche Ursachen sind für die geringen Eigenkapitalquoten mittelständischer und technologieorientierter Unternehmen in Deutschland ausschlaggebend? Welche Branchen sind besonders betroffen? Wie sind die Finanzierungsprobleme kleiner und mittlerer Unternehmen vor dem Hintergrund der Struktur- und Innovationsprobleme der deutschen Wirtschaft zu bewerten?*

Berechnungen der Deutschen Bundesbank zeigen, daß seit Ende der siebziger Jahre - von konjunkturbedingten Schwankungen abgesehen - keine Verschlechterung der Eigenkapitalquote nachgewiesen werden kann. Sie lag im Durchschnitt bei 25 %. Diese generelle Aussage verdeckt jedoch sehr unterschiedliche Entwicklungen in der Eigenkapitalquote der verschiedenen Unternehmensgrößen. Bei Großunternehmen stieg die Eigenkapitalquote seit Mitte der 80er Jahre von fast 24 % auf über 27 % in 1994 an, während sie für kleine und mittlere Unternehmen seit Ende der 70er Jahre von über 21 % auf deutlich unter 18 % in 1989 fiel. Neuere Zahlen der Deutschen Bundesbank bestätigen diesen Trend. Untersuchungen der Bundesbank zur Insolvenzforschung zeigen, daß insbesondere bei jungen, innovativen Unternehmen die Eigenkapitalausstattung eine herausragende Bedeutung hat. Diese Unternehmen können oft kaum Sicherheiten für eine Fremdkapitalfinanzierung stellen, erwirtschaften in der Anlaufphase kaum Innenfinanzierungsmittel und müssen häufig in dieser Zeit hohe Verluste tragen. Gerade junge,

innovative Unternehmen sind jedoch für den Strukturwandel, die Schaffung neuer Arbeitsplätze und für das langfristige Wachstum der Volkswirtschaft von Bedeutung.

10. *Welche Rolle können die Regionalbörsen bei der Eigenkapitalversorgung mittelständischer Unternehmen übernehmen? Wie sind die Einrichtungen separater Handelssegmente an Regionalbörsen wie der "Mittelstandsmarkt Bremen" oder der "Prädikatsmarkt München" zu bewerten?*

a) Den Regionalbörsen kommt in Deutschland neben der Frankfurter Börse keine wesentliche Bedeutung mehr zu. 1995 entfielen ca. 75 % des Handels auf die Frankfurter Börse, etwa 10 % auf die Düsseldorfer Börse, die restlichen 15 % verteilten sich auf die sechs anderen Börsenplätze. Entwicklungen im Ausland zeigen die Tendenz einer zunehmenden Konzentration auf eine einzige nationale Börse. Andererseits ist dies ein Prozeß, der keiner Regulierung bedarf, sondern dem Wettbewerb überlassen bleiben sollte. Die kleineren Regionalbörsen in Deutschland könnten in diesem Wettbewerb durchaus ihre Stellung behaupten oder sogar ausbauen, wenn es ihnen gelingt, für Anbieter oder Nachfrager von Kapital interessante Zusatzprodukte oder Zusatzdienstleistungen anzubieten. Ohnedies wird der Standplatz der Börse angesichts der zunehmenden Technisierung und Computerisierung zunehmend bedeutungslos. Der Wettbewerb verschiedener Börsenstandorte wird abgelöst durch einen Wettbewerb verschiedener Börsensysteme.

b) Der Mittelstandsmarkt Bremen (MMB) ist ein von der Bremer Wertpapierbörse 1994 im Bereich des Freiverkehrs angesiedelter Sondermarkt, der für den Zugang kleiner und mittlerer Unternehmen zum Kapitalmarkt eigenständige, im Vergleich zum Amtlichen und Geregelt Markt weniger strenge Voraussetzungen aufstellt. Abweichend von den übrigen Märkten wird vom Unternehmen kein Zulassungsprospekt oder Unternehmensbericht, sondern ein testierter Jahresabschluß verlangt. Der MMB fordert anders als der Neue Markt auch keine bestimmte Unternehmensdauer. Das Unternehmen soll mindestens 100 000 Aktien plazieren und wenigstens 20 Mio DM Umsatzerlöse aufweisen. Vom Nominalkapital in Höhe von 1 Mio DM sollen wenigstens 25 % breit gestreut sein. Antragsberechtigt sind gemeinsam mit dem Emittenten auch Freimaklergesellschaften. Zur Deckung des Informationsbedarfs der Investoren sind vom Emittenten nach Einbeziehung in den MMB regelmäßig Investor Relations-Maßnahmen durchzuführen. Er hat quartalsweise Unternehmensberichte mit Bilanz- und GuV-Eckdaten zu veröf-

fentlichen, die wenigstens den Anforderungen eines Zwischenberichtes entsprechen müssen. Ergänzt wird die Einrichtung des MMB durch eine umfassende Begleitung der Unternehmen vor, während und nach der Emission. Die von der Bremer Wertpapierbörse gegründete BWB Wertpapieremissionsberatung GmbH bereitet die Börseneinführung vollständig vor, führt sie mit dem Emittenten durch und erbringt im Anschluß daran laufende Beratungsleistungen hinsichtlich der Publizitätspflichten, der Insider-Regeln, der Investor Relations sowie der Organisation von Hauptversammlungen. Der Emittent hat auch die Möglichkeit, Kurspflegevereinbarungen zu treffen.

c) Der Prädikatsmarkt an der Bayerischen Börse in München richtet sich ebenso wie der MMB vornehmlich an mittelständische Unternehmen jeder Branche. Seine Besonderheit besteht darin, daß im Freiverkehr notierten Unternehmen auf Antrag eines Mitglieds der Bayerischen Börse im Einvernehmen mit dem Emittenten nach Anhörung des Freiverkehrsausschusses ein Prädikat für Publizität verliehen werden kann. Dieses Prädikat wird im amtlichen Kursblatt mit dem Zusatz "P" veröffentlicht. Voraussetzung für die Aufnahme in den Prädikatsmarkt ist ein Grundkapital von mindestens 2 Mio DM. Bei Neuemissionen darf der Börsengang nur im Rahmen einer Barkapitalerhöhung erfolgen, wobei mindestens 25 % des gezeichneten Kapitals und mindestens 100 000 Aktien im Nennwert von 5 DM plaziert werden müssen. Venture-Capital-Gesellschaften wird dadurch die Abgabe eines Teils ihrer Anteile über die Börse ermöglicht. Das relativ niedrige, den Anforderungen des Geregelteten Marktes entsprechende Emissionsvolumen erfordert eine verbesserte Information der Anleger. Deshalb müssen sich die in den Prädikatsmarkt einbezogenen Unternehmen verpflichten, einen Verkaufsprospekt zu veröffentlichen, der dem Unternehmensbericht im Geregelteten Markt entspricht. Zusätzlich haben sie 1/4jährlich einen Aktionärsbrief mit Informationen über die Marktlage, die Umsatz- und Ertragsentwicklung, den Investitionsaufwand, die Zahl der Mitarbeiter, besondere Vorkommnisse sowie einen Ausblick zu erstellen, der unverzüglich der Börse übermittelt wird und bei dem Emittenten sowie bei dem emissionsbegleitenden Institut angefordert werden kann. Auch hat der Emittent unverzüglich solche Tatsachen zu veröffentlichen, die aus seiner Sicht geeignet sind, den Börsenpreis erheblich zu beeinflussen. Der Jahresabschluß ist in einer Bilanz-Pressekonferenz vorzustellen. Anders als der Mittelstandsmarkt Bremen erbringt die Bayerische Börse keine Dienstleistungen im Zusammenhang mit dem Going Public.

d) über den Erfolg der neueren Marktsegmente lassen sich derzeit noch keine abschließenden Aussagen treffen. Bis Mitte Mai 1997 war noch kein Unternehmen am Prädikatsmarkt Mün-

chen mit dem Prädikat für Publizität versehen. Am Mittelstandsmarkt Bremen ist bisher ein Unternehmen mit Stamm- und Vorzugsaktien notiert. Am Neuen Markt sind bisher zwei Unternehmen notiert (Bertrandt AG, MobilCom AG). Die Utimaco Safeware AG hat den Börsengang für das letzte Quartal dieses Jahres angekündigt.

11. *Wie ist die Schaffung der computergestützten europäischen Börse EASDAQ zu bewerten? Welche Folgen ergeben sich aus der Einrichtung der EASDAQ für deutsche Unternehmen und den deutschen Börsenmarkt?*

Die EASDAQ bietet wachstumsstarken Unternehmen einen Zugang zum europäischen Kapitalmarkt. Die Struktur der EASDAQ lehnt sich an das amerikanische Vorbild der NASDAQ an. Derzeit ist es für eine Beurteilung der EASDAQ, an der nach den vorliegenden Informationen bisher acht Unternehmen gehandelt werden, zu früh. Generell ist die EASDAQ als Hinzu tritt eines weiteren Wettbewerbers zu begrüßen. Das bessere Angebot für Kapitalanbieter und -nachfrager wird letzten Endes über den Erfolg der im Wettbewerb stehenden Börsen entscheiden.

12. *Wie sind im Hinblick auf die Schaffung eines funktionsfähigen privaten Beteiligungsmarktes die u. a. von der Deutschen Börse gemachten Vorschläge für eine überregionale Informationsbörse zu beurteilen, an der unterhalb der Handelsschwelle Informationen verfügbar gemacht und potentielle Beteiligungsgeber und -nehmer zusammengeführt werden?*

Kleinere börsennotierte Unternehmen haben mit spezifischen Problemen zu kämpfen, die sich aus der geringen Anzahl ausstehender Aktien und den hohen Festbesitzanteilen ergeben. Dies führt zu - im Vergleich zu Standardwerten - höheren Informations- und Transaktionskosten. Informationskosten entstehen dabei für den Markt durch den Arbeits- und Zeitaufwand für die Informationsbeschaffung. Die Rechnungslegungswerke der vor dem Börsengang stehenden Unternehmen oder der bereits eingeführten kleineren Unternehmen sind in der Regel wenig aussagekräftig. Bei bereits an der Börse eingeführten kleineren Unternehmen läßt die niedrige Umsatzaktivität das Angebot an detaillierten Unternehmensanalysen zurückgehen, da Banken und Investmenthäuser die Kosten einer ständigen Informationsbeschaffung und -Verarbeitung

in diesen Titeln ("Research") mit abnehmender Nachfrage zunehmend weniger decken können. Dies schränkt nach Art eines Rückkopplungseffektes wiederum die Liquidität des Marktes ein. Jede Reform, die die Schaffung eines funktionsfähigen, effizienteren und breiteren organisierten Marktes für Beteiligungskapital für mittelständische Unternehmen zum Ziel hat, muß daher vor allem auf eine Senkung dieser Informationskosten und -probleme bedacht sein. Eine Informationsbörse, die die Aufgabe hat, den Markt laufend mit bestimmten standardisierten Daten über das gehandelte oder vor dem Going Public stehende Unternehmen zu versorgen und so die Information des Marktes zu verbessern, ist uneingeschränkt zu begrüßen. Einer Regulierung bedarf es hierfür nicht, solange eine solche "Informationsbörse" keine weiteren Aufgaben (Wertpapierhandel im eigentlichen Sinne) übernimmt.

II. Mobilisierung von privatem und institutionellem Risikokapital für mittelständische und technologieorientierte Unternehmen durch

- Venture Capital, Aktien, Beteiligungen

Anlagemöglichkeiten institutioneller Anleger

Beteiligung am Produktivkapital

1. *Welche Ursachen sind für den Mangel an Risikokapital in Deutschland verantwortlich? Welche steuerliche Benachteiligung erfährt die Anlage in Risikokapital im Vergleich zu anderen Anlageformen? Welche Maßnahmen sind für eine stärkere Mobilisierung von Risikokapital notwendig?*

Die Fragestellung zielt auf Defizite der Zurverfügungstellung von Risikokapital auf der Kapitalgeberseite ab. Hier sind Privatanleger und institutionelle Anleger zu unterscheiden.

a) Die Bereitschaft der *Privatanleger*, ihr Vermögen in Aktien zu investieren, ist in Deutschland schwach ausgeprägt. Nach Angaben der Deutschen Bundesbank hielten die Privatanleger Ende 1995 Aktien im Wert von 245,6 Mil. DM. Der Anteil der Aktien am gesamten privaten Geldvermögen ohne indirekten Aktienbesitz über Anteile an Investmentfonds betrug rd. 5,3%, was bedeutet, daß nur jede zwanzigste Mark in Produktivkapital investiert wurde. Gegenüber

der Aktie werden festverzinsliche Wertpapiere, Geldanlagen in Versicherungen sowie Spareinlagen nach wie vor bevorzugt. Der Anteil der privaten Haushalte am Aktienbesitz hat sich seit 1960 von damals 30,3 % auf 14,6 % im Jahr 1996 halbiert. Allerdings steigt die absolute Zahl der Aktionäre in Deutschland seit langem an. Nach einer im Auftrage des Deutschen Aktieninstituts durchgeführten Umfrage gab es im Jahr 1981 3,2 Mio Aktionäre, im Jahr 1996 (vor der Telekom-Emission) dagegen 4,5 Mio Aktionäre. Allein durch die erste Tranche der Telekom-Emission sollen nach Bankschätzungen 380 000 Anleger und 156 000 Belegschaftsaktionäre hinzugewonnen worden sein. Doch selbst wenn man nach dem Going Public der Telekom von 5 Mio Aktionären ausgeht, bedeutet dies lediglich eine Quote von 6,2 % der Gesamtbevölkerung. Damit bleibt Deutschland deutlich hinter dem Durchschnitt anderer Industrienationen zurück.

Tabelle 2:

	Anzahl der Aktionäre (in Mio.)	Anteil der Aktionäre an der Gesamtbevölkerung (in %)	Anteil von Aktien am privaten Geldvermögen (in %)
USA	51	21	16,6
Großbritannien	12	21	15,1
Japan	11	9	8,9
Frankreich	9	16	41,4
Deutschland	4,2	5	5,5

Quelle: Rasch, aaO, S. 56.

Die Gründe hierfür sind vielschichtig. In diesem Zusammenhang wird häufig auf die geringe Risikobereitschaft privater Anleger in Deutschland verwiesen und festgestellt, daß damit die Aktien kleinerer Gesellschaften, deren Tätigkeit sich auf ein enges Geschäftsfeld beschränkt und die daher mit einem größeren Risiko behaftet sind, als Anlagealternativen grundsätzlich ausscheiden. Das Argument größerer Risikoscheu deutscher Anleger ist freilich zweifelhaft. Hierzu kann auf die Entwicklung des Marktes für Optionsscheine und auch auf den verstärkten Mittelfluß in kollektive Sparformen mit Aktienanteil (Aktienfonds) hingewiesen werden. Jedenfalls können daneben weitere negative Anreize und Gründe benannt werden. Zunächst einmal besteht gegenüber der Anlage in festverzinslichen Wertpapieren und Bankeinlagen bei Aktien der Nachteil einer höheren Quellenbesteuerung. Während Spar- und Anleihezinsen derzeit mit einer 30%igen Quellensteuer (Zinsabschlag) belastet werden, sind dies bei Aktiendividenden wegen der Kapitalertrag- und der Körperschaftsteuer zusammen 47,5%. Des weiteren wird

die Investition in Kapitallebensversicherungen und auch in Immobilienvermögen derzeit subventioniert, wodurch in diese Anlageformen erhebliches Anlagekapital fließt. Die Versicherungen geben dieses ihnen zur Verfügung gestellte Sparkapital nur in geringem Umfang als Beteiligungskapital an den Kapitalmarkt weiter. Hinzu kommt, daß Altersvorsorgebeiträge, die in anderen Volkswirtschaften dem Kapitalmarkt unmittelbar in Form von Aktienerwerb oder über Pensionsfonds zufließen, in Deutschland in Form von Rentenversicherungsbeiträgen oder anderen Altersvorsorgeformen dem Kapitalmarkt entzogen bleiben. Ein weiterer Grund mag sich auch daraus ergeben, daß das deutsche Aktienrecht in einigen wesentlichen Punkten durchaus anlegerunfreundlich ausgestaltet ist, wenn man es mit den Anlegerschutzbestimmungen beispielsweise des englischen oder US-amerikanischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts vergleicht. Hand in Hand mit diesem auf mehreren Gründen beruhenden Desinteresse privater Anleger an der Anlageform Aktie geht einher ein Defizit an entsprechenden anlegerorientierten Beratungs- und Dienstleistungen.

b) *Institutionelle Investoren* sind ebenfalls als Risikokapitalgeber in Deutschland im internationalen Vergleich unentwickelt oder stellen ihre Anlagemittel jedenfalls nicht in ähnlich vergleichbarem Umfang wie im westlichen Ausland dem Aktienmarkt zur Verfügung.

Auf den anglo-amerikanischen Kapitalmärkten werden Altersruhegelder über *Pensionsfonds* auf den Kapitalmarkt geleitet. Diese Pensionsfonds als institutionelle Kapitalgeber fehlen in Deutschland völlig.

Erhebliche Teile des privaten Geldvermögens werden in Deutschland steuerbegünstigt in Kapitallebensversicherungen angelegt. *Versicherungen* verfahren bei der Wiederanlage dieser Mittel am Kapitalmarkt aber außerordentlich zurückhaltend. Die restriktiven Anlagevorschriften des Versicherungsaufsichtsgesetzes führen dazu, daß die Mittel entweder in DAX-Werte oder aber in sonstige risikoarme Anlageformen investiert werden. Ein Investment in kleine und mittlere Unternehmen scheidet im wesentlichen aus.

Auch *Investmentfonds* zeigen eine eindeutige Präferenz für Standardwerte. Allerdings werden zunehmend Fonds aufgelegt, die auch in Nebenwerte (im M-DAX enthaltene Aktien) oder sogar in Aktien kleinerer und mittlerer Unternehmen investieren. Allerdings muß hier gesehen werden, daß im traditionellen Investmentfonds ein jederzeitiges Anteilsrückgaberecht der Anleger besteht. Daraus ergibt sich das spezifische Folgeproblem, daß ein erhöhter Mittelrückfluß eine Liquidierung eines Teils der im Sondervermögen befindlichen Aktien notwendig machen

kann. Verfügt der Markt in dieser Situation nun nicht über eine ausgleichende Liquidität, so wäre es denkbar, daß der Investmentfonds seiner gesetzlichen Verpflichtung zu einer jederzeitigen Rücknahme der Anteilscheine nicht nachkommen könnte. Dieses Problem der Illiquidität ließe sich nur vermeiden, wenn hohe Barreserven vorgehalten wurden. Dies würde aber u. U. eine Ertragsminderung zur Folge haben. Der Referentenentwurf zum Dritten Finanzmarktforderungsgesetz greift diese Problematik der drohenden Illiquidität auf. Er sieht die Bildung geschlossener Fonds ("closed-end-funds") in der Rechtsform der Aktiengesellschaft vor. Dieser Fondstyp ist dadurch gekennzeichnet, daß die Aktien(-Anteilscheine) nicht an die Kapitalanlagegesellschaft zurückgegeben werden können, sondern über die Börse abgegeben werden müssen. Damit tritt das beschriebene Problem jedenfalls bei dieser Gestaltung künftig nicht mehr auf.

2. *Wie ist die Verteilung des Geldvermögens der privaten Haushalte in Deutschland zu bewerten? Welche Maßnahmen sind zu einer Popularisierung der Aktie als Kapitalanlage notwendig? Wie sind Vorschläge zur direkten Förderung der Aktie zu bewerten, wie sie beispielsweise das Deutsche Aktieninstitut mit dem "Persönlichen Aktien-sparplan" (PAS) vorgeschlagen hat?*

a) Die privaten Haushalte verfügten 1996 über ein Geldvermögen von annähernd 5 Billionen DM. Wie bereits betont, macht allerdings der Aktienbesitz ca. 5 % des gesamten Geldvermögens der privaten Haushalte aus, ein im internationalen Vergleich auffallend niedriger Prozentsatz (vgl. Tabelle 2). Eine Popularisierung der Aktie als Kapitalanlage läßt sich nur durch eine Vielzahl verschiedener Maßnahmen erreichen, zu denen nicht nur der Staat, sondern auch die Kapitalnachfrager, die institutionellen Anleger und Finanzdienstleister sowie die Börsen und nicht zuletzt die Medien beitragen sollten. Einen deutlichen Schub wird die derzeit diskutierte Absenkung des Rentenniveaus bringen; ein weiterer Schub wäre von der -wünschenswerten- steuerlichen Gleichbehandlung des Altersvorsorgesparens in jeder von dem Anleger gewünschten und dem Kapitalmarkt hierfür zur Verfügung gestellten Anlageform zu erwarten.

b) Die bisherige Fixierung und steuerliche Privilegierung bestimmter Anlageformen für Zwecke der privaten Altersvorsorge (Kapitallebensversicherungen; Immobilienbesitz) sollte abgelöst werden durch ein System, in dem Anleger selbst entscheidet, auf welchem Wege er private

Altersvorsorge betreibt (vgl. dazu auch noch unten 5.). Vorschläge, die nur Investitionen in Aktien oder in Investmentfonds steuerlich begünstigen wollen, führen zu einer Beschränkung des Wettbewerbs der Anlageformen und sind deshalb nicht zu befürworten.

3. *Welche steuerliche Benachteiligung erfährt die Aktie heute im Bereich der privaten Altersvorsorge?*

Die private Altersvorsorge muß in Zukunft, wo möglich und erforderlich, die beiden anderen Säulen des Altersvorsorgesystems stärker als bisher entlasten und ergänzen. Dies wird zugleich zu einer effizienteren Allokation des in die Altersvorsorgesysteme fließenden und in ihnen gebundenen Kapitals führen.

Im internationalen Vergleich ist Deutschland eines der wenigen westlichen Länder, in denen die private Altersvorsorge durch entsprechende steuerliche Vorschriften gezielt in eng begrenzte Anlageformen gezwängt wird (Lebensversicherungen; Immobilien). Einzahlungen zu Altersvorsorgezwecken in alternative Vorsorgesysteme, z. B. Pensionsfonds/Investmentfonds, sind aus dem versteuerten Einkommen zu erbringen, während derartige Beiträge u. a. in den USA, Großbritannien, Japan, den Niederlanden, in der Schweiz und in Spanien steuerlich abzugsfähig und die Erträge des für Altersvorsorgezwecke angesammelten Vermögens überwiegend steuerfrei sind. Diese steuerliche Begrenzung der Anlageformen führt tendenziell zu einer Fehlallokation von Kapital. Ein durch steuerliche Vorschriften nicht verzerrter Wettbewerb der Anlageformen, der die Anlegergelder über die Kapitalmärkte ihrer Verwendung zuführen würde, wurde wesentlich zur Belebung der Kapitalmärkte, zur günstigeren Versorgung der Unternehmen mit Kapital und zu höheren Renditen für die Anleger führen.

4. *Welche Maßnahmen sind zu einer verstärkten Nutzung der Aktie bei der betrieblichen Altersvorsorge notwendig?*

Das geltende deutsche System der betrieblichen **Altersvorsorgung** stellt den Unternehmensleitungen vor allem der Großunternehmen Eigenmittel zur Verfügung, die sie nicht am Kapitalmarkt aufnehmen, und über die sie demzufolge dem Kapitalmarkt auch keine Rechenschaft ablegen müssen. Den Arbeitnehmern und Betriebsrentnern wird durch die Anlage dieses Kapitals

in einem einzigen Unternehmen die Chance genommen, mit ihrem Rentenskapital an der allgemeinen Marktentwicklung teilzuhaben. Außerdem führt dieses System dazu, daß alle Unternehmen über den Pensions-Sicherungsverein die Risiken für den Ausfall einzelner Unternehmen mittragen. Dieses System sollte ergänzt werden durch ein System, in dem die betrieblichen Ruhegelder mit den gleichen steuerlichen Effekten in Pensionsfonds angelegt werden können, die die investierten Gelder nach dem Prinzip der Risikodiversifizierung und der ertragsstärksten Anlage dem Kapitalmarkt zur Verfügung stellen. Pensions-Sondervermögen, wie im Entwurf des Dritten Finanzmarktförderungsgesetzes vorgesehen, aber auch Pensionfonds angelsächsischer Prägung könnten diese Aufgabe übernehmen.

5. *Wie sind Vorschläge für eine steuerliche Gleichbehandlung aller Anlageformen im Bereich der privaten Altersvorsorge zu bewerten? Wie ist der Vorschlag zu bewerten, das bisherige Steuerprivileg der Kapitallebensversicherungen durch einen freien Wettbewerb der Anlageformen im Rahmen eines steuerlich begünstigten "Vorsorge-Sparens" zu ersetzen?*

Wie bereits erwähnt, sollte die bisherige Fixierung und steuerliche Privilegierung bestimmter Anlageformen für Zwecke der privaten Altersvorsorge abgelöst werden durch ein System, in dem der Anleger selbst entscheidet, auf welchem Wege er private Altersvorsorge betreibt. Jeder Einkommensteuerpflichtige sollte daher pro Jahr einen bestimmten Betrag nach seiner Wahl in Versicherungen, Aktien, Fondsanteile, sonstige Wertpapiere oder zinstragende Forderungen oder eine Kombination dieser Anlageformen investieren können. Die Investitionen hierfür sollten bis zu einem bestimmten Betrag als Sonderausgaben abzugsfähig sein und die Einkünfte hieraus von der Einkommensbesteuerung befreit werden, sofern sie in diese Anlagen reinvestiert und nicht vor dem Ablauf einer Sperrfrist dem Konsum zugeführt werden.

6. *Welche Impulse für die Risikokapitalversorgung können durch die Einführung von Pensionsfonds und Tariffonds erzielt werden?*

a) Die im Entwurf eines Dritten Finanzmarktförderungsgesetzes vorgesehenen Pensions-Sondervermögen könnten im Rahmen einer längerfristig orientierten Anlagepolitik die von ihnen eingesammelten Kapitalien zumindest zu einem beträchtlichen Teil als Risikokapital in

kleine und mittlere Unternehmen investieren, wenn der Risikokapitalmarkt für diese Unternehmen in dem oben näher erörterten Umfang weiter entwickelt wird. Insofern bietet die Zulassung von Pensions-Sondervermögen eine weitere Chance. Soweit solche Pensions-Sondervermögen nicht unmittelbar in nichtbörsennotierten Unternehmen anlegen dürfen, kann Pensionskapital über ein Investment in Kapitalbeteiligungsgesellschaften, die ihrerseits börsennotiert sind, in mittelständische Unternehmen geleitet werden.

Aus Großbritannien etwa ist bekannt, daß alle pension funds zusammen durchschnittlich etwa 0,1 bis 0,2 % ihres Vermögens in Venture-Capital anlegen. Große Fonds legen sogar bis 1 oder 2 % in Venture-Capital an. In den USA ist die Situation vergleichbar. Ähnliche Auswirkungen auf die Finanzierung von Venture-Capital könnten daher auch von Pensions-Sondervermögen erwartet werden.

b) Vorschläge, die die Einrichtung von Pensionsfonds durch Tarifverträge befürworten und den Tarifvertragsparteien Einfluß auf die Anlage- und Investitionspolitik solcher Fonds einräumen wollen, sind mit Skepsis zu betrachten. Tariffonds sind keine geeigneten Instrumente, weil mit ihnen die Wahlfreiheit der Arbeitnehmer per Tarifvertrag ausgeschlossen werden wurde.

7. *Wie ist der Grad der Beteiligung der Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer am Produktivkapital zu werten? Welche Maßnahmen sind für eine verstärkte Beteiligung der Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer am Produktivkapital notwendig?*

Die Beteiligung von Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmern am Produktivkapital ist uneingeschränkt positiv zu bewerten und auch staatspolitisch, für die Akzeptanz des Wirtschaftssystems, von nicht zu unterschätzender Bedeutung. Dabei sollte angestrebt werden, daß nicht das für jeden Arbeitnehmer gegebene Arbeitsplatzrisiko noch durch Beteiligungsbesitz am selben Unternehmen verstärkt wird. Erstrebenswert ist vielmehr eine den Grundsätzen der modernen Portfolio-Theorie (Diversifizierung) entsprechende Beteiligung am Produktivkapital. Dabei sollten einerseits der Eigeninitiative und der individuellen Entscheidung genügender Spielraum gelassen werden; andererseits sind die Finanzintermediäre aufgerufen, durch ordnungsgemäße Beratung und Zurverfügungstellung entsprechender standardisierter Angebote die Informationsasymmetrien auf seiten kleiner Anleger auszugleichen.

Ergänzend sollte die Vermögensbildung im Rahmen der Vermögensbildungsgesetze ausgebaut werden.

Für Mitglieder des Managements junger Wachstumsunternehmen, die nur über begrenzte Geldmittel zur Vergütung hochqualifizierter Arbeitskräfte verfügen, gelten andere Grundsätze als für den durchschnittlichen Arbeitnehmer. Für sie ist eine Mitarbeiterbeteiligung im eigenen Unternehmen von größter Bedeutung. Sie kann durch Einräumung einer Beteiligung oder aber in der Gewährung von Aktienoptionen (stock Options) oder in anderen geeigneten Formen (phantom stocks; stock appreciation rights) erfolgen. Derzeit stehen der Einräumung von stock Options insbesondere für mittelgroße Unternehmen außerordentlich hindernde rechtliche Hemmnisse entgegen (Notwendigkeit der Emission einer Wandel- oder Optionsanleihe). Diese Hemmnisse sollten möglichst bald abgebaut werden.

III. Weitere Maßnahmen zur Stärkung des Kapitalmarkts in Deutschland

1. Allgemeines

Der Finanzplatz Deutschland kann durch weitere gesetzgeberische Maßnahmen in vielfacher Hinsicht entwickelt und gefordert werden, durch steuerliche Maßnahmen, den Abbau der Staatsquote, entschiedene Privatisierung öffentlichen Anteilsbesitzes u.a.m. Mit der Entwicklung der Kapitalmärkte für Eigen- und Fremdkapital wird sich jedenfalls auf längere Frist auch eine Reform des deutschen Rechnungslegungssystems nicht umgehen lassen. Die überkommenen Rechnungslegungsregeln bieten Eigentümern und Investoren keinen "true and fair view" über die Vermögens- und Ertragsverhältnisse der betreffenden Unternehmen. Dies stellt die davon betroffenen Unternehmen wie die Kapitalmärkte vor ganz erhebliche Probleme. Zuerst ist dies bekanntlich für die multinational tätigen Großunternehmen deutlich geworden, die bereits heute z. T. dazu übergegangen sind, ihre Konzernabschlüsse nach international anerkannten Rechnungslegungsstandards aufzustellen. Das Festhalten an einer Rechnungslegung, die in sich heterogene Ziele (Gläubigerschutz; Besteuerungsgrundlage; Information für Investoren) verfolgt und dem Kapitalmarkt nicht die erforderlichen Informationen bietet, stellt ein bedeutendes Hindernis für den Investorenschutz und damit die Entwicklung des Kapitalmarkts insgesamt dar. Im folgenden soll eingehender auf zwei Punkte eingegangen werden, in denen kurzfristig Verbesserungen im Interesse des Kapitalmarkts und Finanzplatzes Deutschland ergriffen werden könnten und ergriffen werden sollten.

2. Takeover-Code und Anlegerschutz im Konzernrecht

Erforderlich ist ein besserer Schutz der Anleger vor Übervorteilung bei Konzerneingliederung durch Erwerb einer kontrollierenden Beteiligung seitens eines anderen Unternehmens. Die Anlegerschutzbestimmungen des geltenden deutschen Konzernrechts sind unzulänglich, und zwar sowohl was den Anlegerschutz im Vertragskonzern als auch - und erst recht - den **Anlegerschutz** im faktischen Konzern betrifft. Außerdem müssen die Benachteiligungen der Anleger bei öffentlichen Übernahmen ausgeschaltet werden. Das geltende deutsche Aktienrecht stellt hierfür bislang keinen adäquaten Schutzmechanismus zur Verfügung. Die Börsensachverständigen-Kommission hat zwar im Juli 1995 einen neuen Übernahmekodex beschlossen, der am 1. Oktober 1995 in Kraft getreten ist. Der Kodex stellt zweifellos im Vergleich zu den früheren freiwilligen Übernahmerichtlinien einen Fortschritt dar, ist aber nach wie vor unzulänglich und wird weithin von den börsennotierten Unternehmen nicht akzeptiert. Der Kapitalmarkt bewertet derartige Regelungen zum Nachteil der Investoren mit Abschlägen. Dies **führt** zu Nachteilen für die kapitalnachfragenden Unternehmen selbst und dazu, daß Investoren sich anderen Anlageformen als der Aktie zuwenden.

3. Corporate Governance und Finanzierungsinstrumente

Zur Stärkung des Investorenschutzes, damit zu einer Belebung des Kapitalmarkts und zu einer Verbesserung der Finanzierungsbedingungen für deutsche Unternehmen gehören auch Reformen im Bereich der Unternehmenskontrolle (corporate governance). Dabei ist weniger an eine zunehmende Verdichtung zwingender Vorschriften als vielmehr an die **Schaffung** von mehr Transparenz, Verantwortlichkeit und an den Abbau wettbewerbsbeschränkender Praktiken gedacht. Es ist hier nicht der Ort, die zur Diskussion stehenden Vorschläge im einzelnen zu wiederholen und zu erörtern. Aus der Sicht der Belebung des Kapitalmarkts und des Investorenschutzes erscheinen folgende Punkte als besonders überprüfungsbedürftig:

die Beschränkungen des Stimmrechts durch Mehr- und Höchststimmrechte;

das Vollmachtstimmrecht der Kreditinstitute;

wechselseitige Verflechtungen, Ringbeteiligungen und Vorschaltgesellschaften bei börsennotierten Unternehmen;

die praktisch fehlende Möglichkeit in Publikumsgesellschaften, Aufsichtsräte und Vorstände auch krassen Fehlleistungen haftungsrechtlich zur Verantwortung zu ziehen.

Daneben sollten die Finanzierungsmöglichkeiten börsennotierter Unternehmen erleichtert werden (Eigenerwerb von Aktien; Aktienoptionen für das Führungspersonal). Zu diesen Punkten liegt dem Bundestag der Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung von Transparenz und Beschränkung von Machtkonzentration in der deutschen Wirtschaft (BT-Drucks. 13/367) vor; der Referentenentwurf des Bundesministeriums der Justiz "Entwurf eines Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich" vom 22. November 1996 ist bislang vom Kabinett nicht verabschiedet worden. Zu beiden Entwürfen hat der Unterzeichnete dem Rechtsausschuß des Deutschen Bundestages zur Vorbereitung einer Anhörung am 29. Januar 1997 eine schriftliche Stellungnahme eingereicht; hierauf wird verwiesen.