

DEUTSCHES AKTIENINSTITUT

Die Ökonomie der Aktie

Dokumentation des Symposiums vom 27. Oktober 2008



Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 44
Herausgegeben von Prof. Dr. Rüdiger von Rosen
Frankfurt am Main, Mai 2009

Herausgeber:	Prof. Dr. Rüdiger von Rosen Deutsches Aktieninstitut e.V. Niederuau 13-19 60325 Frankfurt a. M.	Tel. 0 69/9 29 15-0 Fax 0 69/9 29 15-12 Internet http://www.dai.de
Redaktion:	Dr. Uta-Bettina von Altenbockum Dr. Franz-Josef Leven	Tel. 0 69/9 29 15-47 E-Mail altenbockum@dai.de Tel. 069/9 29 15-24 E-Mail leven@dai.de

1. Auflage, Mai 2009

Alle Rechte vorbehalten

ISBN 978-3-934579-55-2

Die Ökonomie der Aktie

Inhaltsverzeichnis

1.	Vorwort der Herausgeber	6
2.	Erwartungen an die Aktienfinanzierung aus der Sicht der Praxis	
	Prof. Dr. Michael Hüther	9
3.	Struktur und Höhe der Vorstandsvergütung in börsenorientierten Unternehmen	
	Prof. Dr. Ingolf Dittmann	36
4.	Die Zukunft der Aktie aus rechtlicher Sicht	
	Prof. Dr. Ulrich Noack	53
5.	Liquidität am deutschen Aktienmarkt	
	Prof. Dr. Alexander Kempf	74
6.	30 Jahre empirische Kapitalmarktforschung	
	Prof. Richard Stehle, Ph.D.	80
7.	Referenten	104

1. Vorwort der Herausgeber

**Prof. Dr. Rüdiger von Rosen,
Geschäftsführendes Vorstandsmitglied des Deutschen Aktieninstituts**

**Prof. Dr. Bernd Rudolph,
Institut für Kapitalmarktforschung und Finanzierung, Ludwig-Maximilians-
Universität München**

Als das Thema dieses Symposiums festgelegt wurde, konnten wir noch nicht ahnen, welche Auswirkungen die Finanzkrise auf die Finanzmärkte und besonders auch auf die Börsen haben würde. Die Aktie als Anlage- und Finanzierungsinstrument ist davon stark betroffen. Es stellt sich daher die Frage, wie in dem in den nächsten Monaten und Jahren zu findenden neuen regulatorischen Rahmen auf internationaler Ebene die grundlegenden gesamtwirtschaftlichen Funktionen des Kapitalmarktes erfüllt werden können.

Auf der einen Seite brauchen die Unternehmen Eigenkapital, das sie nicht allein durch Thesaurierung oder im Rahmen von Private Equity-Beteiligungen einwerben können. Die Aktie hat seit ihrer weiten Verbreitung ab Mitte des 19. Jahrhunderts ganz wesentlich dazu beigetragen, die Unternehmen mit Kapital aus zahlreichen Quellen zu versorgen. In den letzten Jahren ist die direkte Unternehmensfinanzierung durch private Aktionäre jedoch zugunsten der indirekten Finanzierung über institutionelle Investoren und Kapitalsammelstellen – Investment- und Pensionsfonds, Versicherungen etc. – in den Hintergrund getreten.

Dies wird auch in Zukunft so bleiben. Die Aktie ist eine sehr ökonomische Form der Kapitalaufbringung, ermöglicht sie doch die Entkoppelung der Finanzierung des Unternehmens von seiner Leitung, die Generierung hinreichend großer Kapitalströme, eine Größen- und Fristentransformation im Eigenkapitalbereich sowie ein trotz aller Kritik effizientes Führungs- und Kontrollsystem.

Auch auf der Anlegerseite hat die Aktie unbestreitbare Vorteile. Keine andere Rechtsform ermöglicht es in ökonomisch gleich effizienter Weise einer Vielzahl von Anlegern, sich mit vertretbarem, weil diversifizierbarem Risiko direkt oder indirekt am Eigenkapital zu beteiligen und damit auch an der höheren Rendite des risikotragenden Produktivkapitals teilzuhaben. Dass die Aktie von der Bevölkerung gerade in Deutschland trotzdem nicht in der wünschenswerten Weise akzeptiert und genutzt wird, wie die Infratest-Umfragen des Deutschen Aktieninstituts immer wieder zeigen, widerspricht dem nicht. Es zeigt vielmehr, dass die An-

leger in Deutschland trotz aller vermögenspolitischen Anstrengungen immer noch große Vorbehalte gegenüber dem Kapitalmarkt haben. Mangelnde ökonomische Bildung ist hier ebenso als Ursache zu nennen wie das Fehlen einer ausreichend dimensionierten kapitalgedeckten Altersvorsorge.

Alle diese positiven Eigenschaften der Aktie lassen sich aufzählen, weil es neben der fachlichen Diskussion am aktuellen Rand der Forschung und der politischen Diskussion um gegebenenfalls zu verändernde Rahmenbedingungen immer wieder notwendig ist, sich auf die Grundlagen zu besinnen. Sonst besteht die Gefahr, dass aktuelle Ereignisse prinzipielle Sachverhalte verdrängen oder überdecken. Gerade in dieser Zeit lässt die Börse als Indikator enormer einzelwirtschaftlicher Schwierigkeiten von Finanzunternehmen und schwerwiegender gesamtwirtschaftlicher Konsequenzen die Kurse der einzelnen Aktien schwanken wie kaum jemals zuvor. Viele ehemals führende Unternehmen der Finanzwirtschaft haben oder hatten erhebliche Schwierigkeiten, sich überhaupt zu refinanzieren. In dieser Situation sind – richtigerweise – Regierungen und Notenbanken eingesprungen, um eine weitere Verschlimmerung der Lage zu verhindern.

Nicht jedem Politiker ist jedoch bewusst, dass in der Krise zwar der Staat den Unternehmen helfen muss, dass dies aber nicht gleichzeitig bedeutet, dass die Krise allein durch Unternehmen verursacht wurde. Staatsversagen durch mangelnde oder falsche Regulierung insbesondere der US-Immobilienfinanzierung war – ausgehend von den USA – Auslöser der Finanzkrise. Ein Marktversagen, welches der Wirtschaft vorgeworfen wird, ist darin zu sehen, dass einige Marktteilnehmer den gesetzten Rahmen übermäßig genutzt und teilweise überdehnt haben. Es besteht jedoch die große Gefahr, dass bei den anstehenden und sicher auch notwendigen Neuregulierungen überzogen wird, weil die Ursache für die Krise oftmals einseitig bei Unternehmen gesucht wird, die an der Entstehung der Krise gar nicht beteiligt, von ihren Folgen jedoch in extremer Weise betroffen waren.

In dieser Situation ist es immer wieder wichtig, sich die grundlegenden ökonomischen Funktionen des Kapitalmarktes im Allgemeinen und der börsennotierten Aktie im Besonderen vor Augen zu führen. Es wäre in höchstem Maße bedrohlich für die gesamte Wirtschaft – und das bedeutet: für die gesamte Bevölkerung –, wenn der Kapitalmarkt in Zukunft noch stärker überreguliert würde. Zwar wird derzeit eher ein Zuwenig als ein Zuviel an Regulierung beklagt, was angesichts der Dimension der Ereignisse und der notwendigen Rettungspakete auch verständlich ist. Es

muss jedoch davor gewarnt werden, die Krise zum – für manchen sicherlich willkommenen – Anlass zu nehmen, jetzt seit langem gehegte Wünsche nach mehr Staat und mehr Regulierung durchzusetzen. Notwendige Änderungen der Rahmenbedingungen dürfen nicht überstürzt und aus populistischen statt sachlichen Erwägungen erfolgen.

Der größte Schaden, der uns aus der Finanzkrise droht, liegt mittel- bis langfristig in einer Abkehr von marktwirtschaftlichen Ordnungsprinzipien zurück zu einer interventionistischen Einflussnahme des Staates auf die Wirtschaft. Aufgabe des Staates ist die Herstellung eines angemessenen Ordnungsrahmens, innerhalb dessen private Akteure eigenverantwortlich handeln können und müssen. Dieser Aufgabe sind nicht alle Staaten nachgekommen. Der optimale Ordnungsrahmen wird nach der Krise anders, vor allem international stärker abgestimmt, aussehen als vorher. Hierzu sind Organisationen wie der Internationale Währungsfonds, die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich und auch die Europäische Union gefordert. Es soll aber vor der Erwartung gewarnt werden, mit einer besseren Regulierung ließen sich Finanzkrisen in Zukunft zuverlässig vermeiden. Dies wird, wie die Börsengeschichte uns lehrt, niemals der Fall sein.

Gleichermaßen gefordert wie die Politik ist aber auch die Wissenschaft, der Politik und den Unternehmen fundierte Erklärungen für die Finanzkrise und Reformvorschläge zu liefern. Fragen der Unternehmensfinanzierung durch Aktien und der Corporate Governance börsennotierter Unternehmen werden uns in den nächsten Jahren intensiv beschäftigen.

In unserem Symposium „Ökonomie der Aktie“, das das Deutsche Aktieninstitut in Zusammenarbeit mit der Wissenschaftlichen Kommission für Bankbetriebslehre und Finanzierung im Verband der Hochschullehrer für Betriebswirtschaft und unter der Leitung von Prof. Dr. Bernd Rudolph veranstaltet hat, konnten wir diese Fragen aufgreifen und intensiv diskutieren. Die hier vorliegende Dokumentation des Seminars soll zu den anstehenden Reformdiskussionen einen konstruktiven Beitrag leisten.



Prof. Dr. Rüdiger von Rosen



Prof. Dr. Bernd Rudolph

2. Erwartungen an die Aktienfinanzierung aus der Sicht der Praxis

Prof. Dr. Michael Hüther

**Direktor und Mitglied des Präsidiums
Institut der deutschen Wirtschaft Köln**

Meine Damen und Herrn, lieber Herr von Rosen, lieber Kollege Rudolph, herzlichen Dank für die Einladung und für die Gelegenheit, hier und heute zum Thema Aktienfinanzierung sprechen zu können. Eine Vorbemerkung: das Institut der deutschen Wirtschaft verorten Sie gewöhnlich eher bei realwirtschaftlichen Analysen. Wir haben allerdings vor drei Jahren ein Kompetenzfeld Finanzmarktökonomik eingerichtet und behandeln ergänzend dazu auch das Thema Immobilienökonomik. Das ist eine besondere Asset-Klasse, und mittlerweile sind wir insofern auch in die aktuelle Diskussion einbezogen. Im Spätsommer haben wir vom Bundesfinanzministerium den Auftrag für das Gutachten bekommen, das der Bundestags-Finanzausschuss über die Arbeit der Finanzaufsicht während der Krise bestellt hat. Sie können sich vorstellen, dass uns das im Augenblick in höchstem Maße beschäftigt, die Politisierung des Themas ist nachvollziehbar. Wir werden Ende Januar dieses Gutachten vorzulegen haben. Das steht letztlich auch im Kontext der heutigen Tagung.

Erwartungen an die Aktienfinanzierung aus Sicht der Praxis!

Praxis, so nehmen Sie vermutlich an, steht hier für die Sicht der Unternehmen und der Unternehmensfinanzierung, und das ist auch der Weg, den ich durch diesen Vortrag gehen möchte. Die Frage lautet: Was ist die Bedeutung der Aktienfinanzierung im Rahmen der Unternehmensfinanzierung? Welche Veränderung der Kapitalstruktur beobachten wir in der heutigen Marktsituation? Eine Kernthese lautet, dass Unternehmensfinanzierung nicht allgemeinen Mustern folgt, sondern sich je nach Branchensituation, je nach Alter und auch Innovationsorientierung eines Unternehmens, an der Position im Lebenszyklus dieses Unternehmen zu orientieren hat. Zugleich gilt, dass wir an der Aktienfinanzierung erkennen, wie zwei Prozesse ineinander greifen: Nämlich einmal der realwirtschaftliche Strukturwandel, den wir gewöhnlicher mit Tertiarisierung und De-Industrialisierung beschreiben, und auf der anderen Seite der Strukturwandel der Finanzwirtschaft, der durch Miteinander von bankbasierter und marktbasierter Intermediation gekennzeichnet ist.

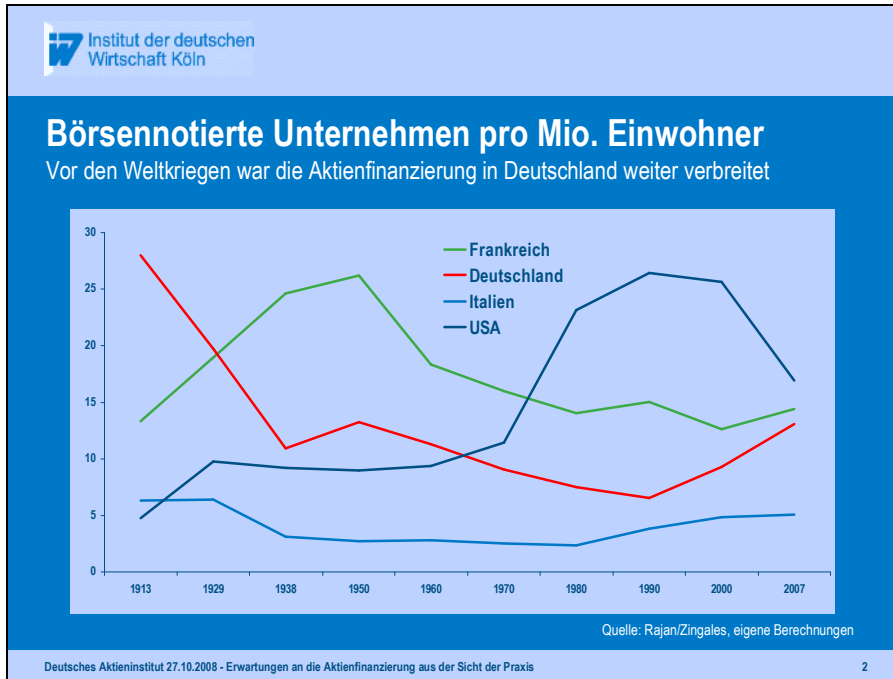
Wir haben es als besondere Aufgabe des Instituts der deutschen Wirtschaft angesehen, die Verknüpfung dieser beiden Themen herzustellen. Wir hatten dazu im Oktober 2006, fast genau vor zwei Jahren, eine entsprechende Tagung, und es ist in der Tat auch der Mühe wert, genau an dieser Stelle etwas tiefer zu bohren. Ich glaube, dass wir zu sehr in den Einzelbereichen diskutieren. Was die Finanzwirtschaft in ihrem Strukturwandel bewegt, hat hohe Konsequenzen für das, was in der Realwirtschaft im Strukturwandel läuft und umgekehrt. Wenn wir feststellen, wie viele unserer empirischen Untersuchungen zeigen, dass die Erfolgsmuster im Strukturwandel der Industrie Internationalisierung und Innovationskraft sind, dann ist die Frage der Innovationsfinanzierung und der Expansionsfinanzierung eine zentrale. Das gilt ebenso für die Frage der Unternehmensgründung und der dafür notwendigen Finanzierungslösungen.

Herr von Rosen hat eingangs angedeutet, es könnte so sein, dass die Aktie jetzt etwas an Charme verliert: Ja und Nein! Was wir im Augenblick erleben, meine Damen und Herren, ist, dass alle Asset-Klassen geprügelt werden. Es ist keine Ausflucht möglich, außer in Liquidität. Wir lernen derzeit, dass jede Asset-Klasse, jeder Vermögenswert nichts anderes ist, als ein Erwartungswert zur gegebenen Zeit. Das gilt für das Häuschen, das gilt für die Aktie, es gilt für die Anleihe, es gilt für Gold, es gilt für alles. Es ist zu akzeptieren, dass in einer solchen Phase, in der überall die Erwartungswerte neu definiert werden, sich entsprechende Konsequenzen ergeben. Dies muss aber nicht zwingend bedeuten, dass das in der Struktur durchwirken muss.

Ich möchte das an drei Punkten näher beleuchten. Ganz kurz am Anfang will ich diskutieren, und dies passt vielleicht gut an den Anfang dieser Tagung, was die langfristige Bedeutung der Aktienfinanzierung mit Blick auf die Unternehmen und ihre Verankerung ist. Dann werde ich verschiedene Finanzierungsarten und am Schluss die Rolle der Banken behandeln, weil ich glaube, dass die Veränderung in der Finanzintermediation, die wir bis vor kurzem als einen Prozess weg von den Intermediären hin zu den Märkten beschrieben haben, in dieser Schlichtheit nicht mehr fortzuschreiben ist. Ich glaube auch, dass diese Krise, die wir erleben, im Sinne einer Reinigungskrise die Chance bietet, zu einem etwas nüchterneren Urteil zu kommen, über das was zusammenpasst und es vielleicht nicht als Gegensatz zu sehen. Die These, dass die finanzmarktbezogene Unternehmensfinanzierung die bankbezogene, bankbasierte ablöst, ist bis vor kurzem durchaus eine gängige gewesen, getragen von der These der Supereffizienz der Märkte. Diese These, die ich persönlich

so nie geteilt habe, wird jetzt in besonderer Weise auf den Prüfstand gestellt. Deswegen ist es unter dem Gesichtspunkt der 'Rolle der Banken' wichtig, das heute zu diskutieren.

Nun ganz kurz der Rückblick. Dazu empfiehlt es sich, die lange Frist zu betrachten und über die historischen Krisen hinweg im Jahrhundert-Kontext zu analysieren. Mit der Weltwirtschaftskrise nach 1929 einbezogen haben wir sozusagen die letzten 100 Jahre in den Blick genommen.

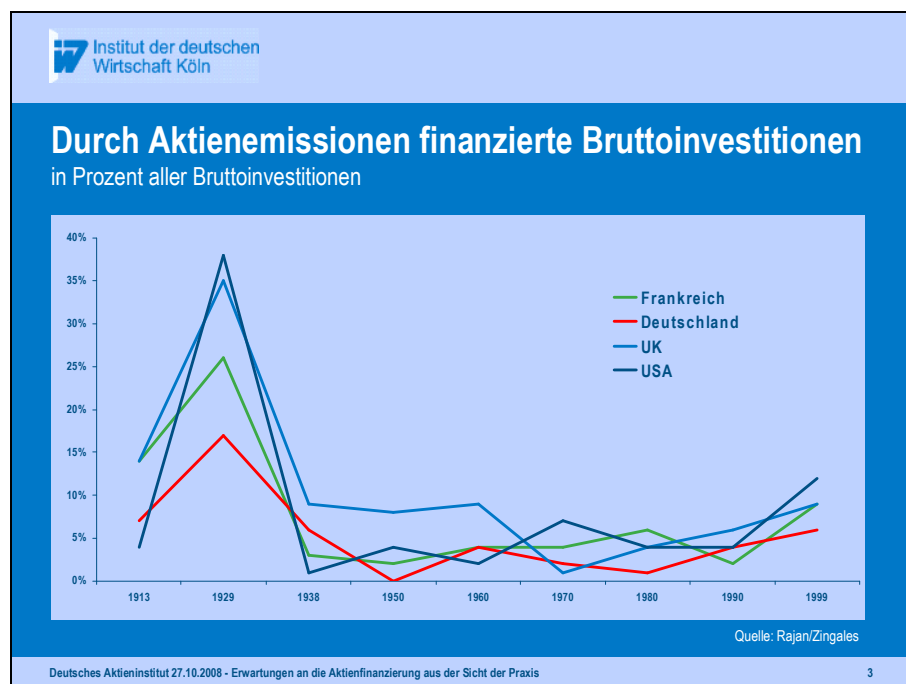


Sie sehen hier die Aktien der börsennotierten Unternehmen pro Mio. Einwohner. Wenn man die Anzahl auf die Einwohner bezieht, sind wir im längerfristigen Vergleich gar nicht so schlecht positioniert. Deutschland ist in den dreißiger Jahren einen Weg in die Autarkie gegangen, d.h. man zog andere Formen der Aktienfinanzierung vor. Deutlich werden die unterschiedlichen Wellen, die wir gehabt haben, und zugleich, dass es kein eindeutiges Muster in den verschiedenen Volkswirtschaften gab.

Wenn wir eine andere Größe betrachten, nämlich durch Aktienemissionen finanzierte Bruttoinvestitionen, dann stellen wir auch hier fest, dass sich die in Prozent aller Bruttoinvestitionen gemessene Aktienfinanzierung nicht sehr stark zwischen den betrachteten Volkswirtschaften unterscheidet.

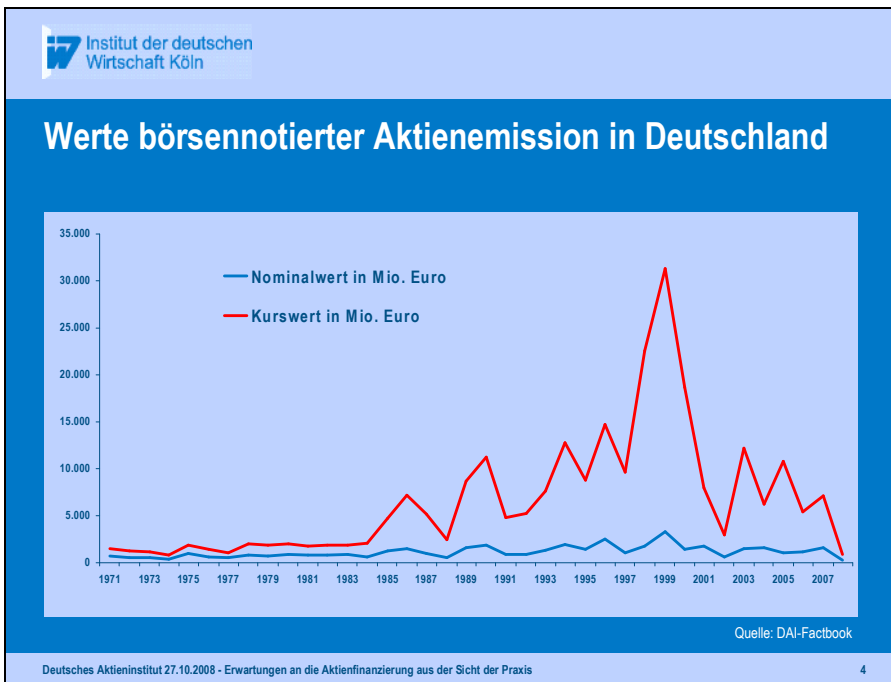
Wir haben diesen sehr ausgeprägten Peak der Aktienemissionen in den 20er Jahren bis zur Weltwirtschaftskrise des letzten Jahrhunderts gehabt, und danach tendiert mehr oder weniger die Mehrzahl der Jahre bei einem Anteil der Aktienemissionen an allen Bruttoinvestitionen zwischen

5 Prozent und manchmal bei null. Das war auf die Sondersituation in Deutschland nach dem Krieg zurückzuführen. Inzwischen liegt der Anteil um die fünf bis 10 Prozent und wir haben seit 1990 in allen hier betrachteten Volkswirtschaften – Frankreich, Deutschland, Vereinigtes Königreich und den USA – einen leichten Aufwärtstrend, aber ohne dass dieser das nachvollzieht, was wir in den 20er Jahren gehabt hatten. Bezogen auf die Bruttoinvestitionen, was aus volkswirtschaftlicher Sicht in besonderer Weise interessiert, gelang es, das Finanzierungspotenzial über Aktienemissionen zu mobilisieren und damit den Wachstumspfad einer Volkswirtschaft auf ein höheres Niveau zu treiben.



Wir haben uns dann den Wert börsennotierter Aktienemissionen angeschaut. Auch hier erkennen wir einen etwas längeren Trend.

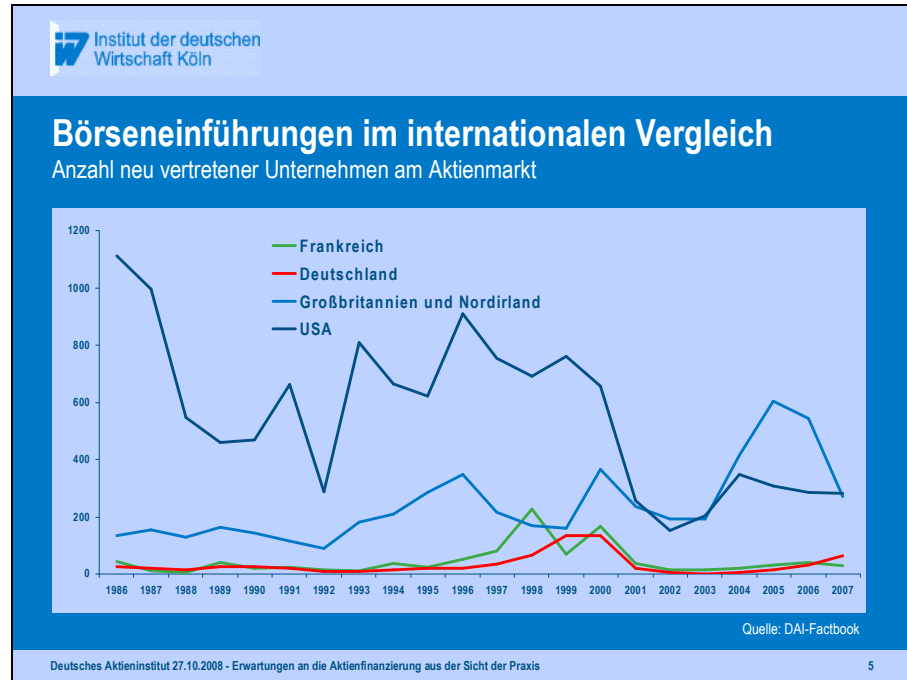
Dass er am aktuellen Rand stark gedrückt ist, bedarf nicht der Erklärung. Ebenso wenig die Übertreibung um die Jahrhundertwende. Etwas anders sind die Ergebnisse, wenn wir die Börseneinführungen im Ländervergleich betrachten. Hier zeigt sich in besondere Weise, in welcher Form die Aktienfinanzierung den Strukturwandel unterstützt hat.



Die Anzahl der neu vertretenen Unternehmen am Aktienmarkt in Deutschland und Frankreich ist vergleichsweise niedrig im Niveau, aber recht stabil, während wir bei den angelsächsischen Volkswirtschaften erstens eine größere Volatilität erkennen und zweitens über den gesamten Zeitraum hinweg ein deutlich höheres Niveau. Hier wirkt sich aus, dass wir in unserer Struktur, auch in der Altersstruktur unserer Unternehmen, eine andere Voraussetzung haben. Unser Institut sitzt in Nordrhein-Westfalen. Dort können wir mit einer gewissen Intensität erleben, dass Industrieunternehmen oft 200 und mehr Jahre alt und bis zum heutigen Tage hoch erfolgreich sind. Dies belegt die Bedeutung der Familienunternehmen in besonderer Weise. Wir haben mittelständisch geprägte Unternehmen mit besonderer Qualität und hohem Erfolg. Auch über all die historischen Brüche ist es offenkundig möglich gewesen, Unternehmen mit tradiertem Geschäftsmodell in einer solch langen Phase erfolgreich zu halten. Das ist in Württemberg nicht anders, dort treffen wir ebenso auf eine Vielzahl von Unternehmen mit einer solchen Historie.

Dies ist insbesondere in den angelsächsischen Volkswirtschaften in der Breite dessen, wie wir es in der deutschen Industrie erkennen, so nicht vorhanden. Ich glaube, es ist ganz wichtig, dass wir das mit im Auge haben, wenn wir über die Perspektiven der Aktienfinanzierung reden. Die Bedeutung dieser Ausprägung des industriegetriebenen Strukturwandels erleben wir an vielen Stellen, unter anderem in den entsprechenden Äußerungen aus den Unternehmen. Damit ist eine Haltung manifestiert:

Man ist doch lieber der eigene Herr im Hause, und das gilt auch bei den Finanzierungen.



Das ist ein Muster, das nicht marginal ist, sondern von höchster Bedeutung. Ich glaube, es muss der vergleichsweise hohe Industrieanteil, den wir in Deutschland haben, eingehender betrachtet werden. Wir haben einen Anteil der Industrie (ohne Bau) an der gesamten Wertschöpfung von knapp 26 Prozent. Im Vereinigten Königreich liegt der entsprechende Anteil bei etwa 17,5 Prozent und in Frankreich bei etwa 14,5 Prozent. Trotz fortschreitender Globalisierung der Arbeits- und Wissensteilung haben wir in vergleichbar entwickelten Volkswirtschaften ein ganz unterschiedliches Gewicht der Industrie. D.h. unser Strukturwandel, unser volkswirtschaftlicher Entwicklungsprozess ist unverändert industriegetrieben, und das im höchsten Maße. Dieser Aufschwung, der jetzt zu Ende geht, ist ein Aufschwung der Industrie. Das ist etwas anderes, als wenn Sie, wie in Großbritannien, eine ganz anders orientierte Dienstleistungsökonomie haben, bei der die Tertiarisierung nicht aus der Industrie heraus angestoßen wird, sondern wo die Tertiarisierung ein durchaus autonomer Prozess im Bereich beispielsweise der Finanzwirtschaft und der beratenden Dienstleistungssektoren ist. Auch das hat natürlich weitreichende Konsequenzen für die Bedingungen des Finanzierens. Eine klassische Industrieökonomie oder eine stärker industrieorientierte Ökonomie hat möglicherweise andere Bedingungen und andere Notwendigkeiten.

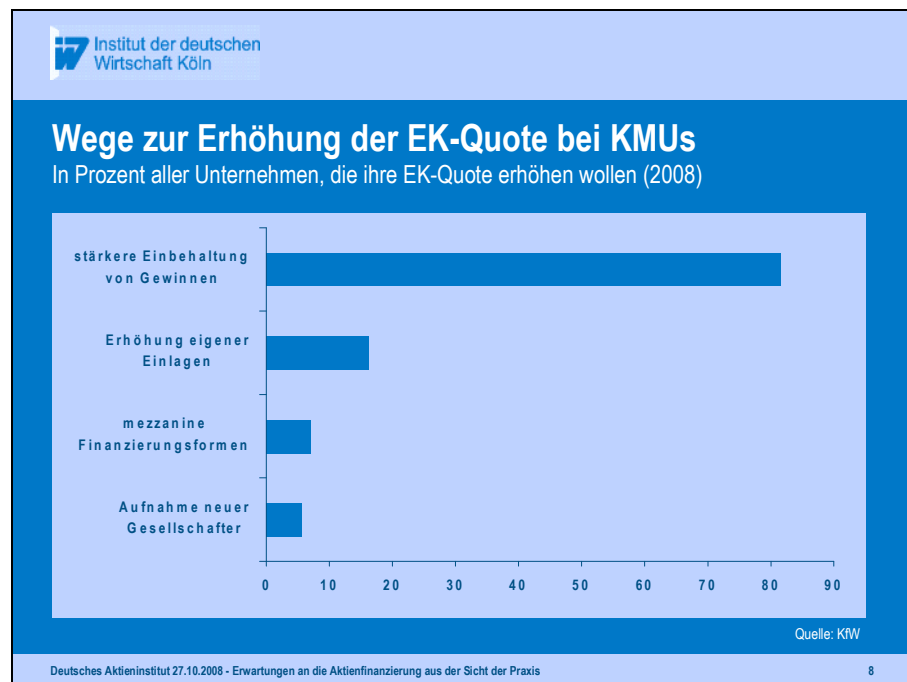
Wir haben auf der Tagung vor zwei Jahren mit Herrn Kollegen Krahen (Universität Frankfurt) auch darüber diskutiert. Herr Krahen hat sehr stark die These vertreten, dass der Strukturwandel in Deutschland nachteilig verlief, und zwar nachteilig deshalb, weil wir in so geringem Maße Unternehmen als Neugründungen hätten, die international beachtlich seien. Das letzte neu gegründete Großunternehmen war SAP, zugleich als großes aktienorientiertes Unternehmen. Das ist mit Sicherheit so. Aber die Frage, ob die Wertung stimmte, die der Kollege Krahen vornahm, ist doch sehr stark in Zweifel zu ziehen. Die Entwicklung seitdem zeigt eigentlich, dass wir in Deutschland mit unserem Produktionsstrukturwandel so schlecht nicht fahren.

Wenn wir den Vergleich verschiedener Finanzierungsarten anschauen, stellt sich die Frage: Was ist denn der Druck? Was passiert denn in den Unternehmen? Wir haben die Sonderauswertung des DSGV über die Veränderung der Eigenmittelquoten analysiert und erkennen zunächst über alle Rechtsformen hinweg einen deutlichen Anstieg der Eigenkapitalquoten um mindestens 2,3 Prozentpunkte; so bei Einzelunternehmen, aber auch bei GmbH & Co. KGs und KGs von 2,5 Prozentpunkten, OHGs 3 Prozentpunkte, GmbHs 4,6 Prozentpunkte, bei den AGs etwas geringer, Genossenschaften ähnlich. Über alle Rechtsformen hinweg beträgt die Zunahme 3,6 Prozentpunkte.

Wir haben uns das dann noch nach Größenklassen differenziert angesehen. Anhand des Umsatzes kann eine Größenklassifizierung wie folgt festgestellt werden: Bis 50 Millionen Euro etwa mittelständisch orientierte Unternehmen. Auch bei kleineren und mittleren Unternehmen ist ein deutlicher Anstieg in der Eigenkapitalquote zu verzeichnen, und dahinter steht natürlich in ganz besonderem Maße das, was mit Basel II ausgelöst wurde. Wenn die klassische Kreditfinanzierung ein Rating voraussetzt, dann ist natürlich die Eigenkapitalquote eine wichtige Ratingkennzahl, die Bedeutung erlangt. Unternehmen haben deshalb gut daran getan, ihren eigenen Mittelbedarf entsprechend zu forcieren und das umzusetzen, was eigentlich sehr positiv zu werten ist, wenn man sich das genauer nach großen und kleinen Unternehmen anschaut. So haben wir einen deutlichen Eigenkapitalanstieg bei den kleinen und mittleren Unternehmen, die früher in besonderer Weise – das ist sozusagen das lange deutsche Strukturthema – immer als eigenkapitalschwach bewertet worden sind und dies auch tatsächlich angesichts der früheren Bilanzierungsregeln waren, wonach man manches in den Pensionsrückstellungen oder wie auch immer verpackt hat. Aber es zeigt sich heute durch alle Größenklassen eine deutliche Besserung der Eigenmittelausstattung. Dies gilt

mittlerweile auch für die Nettoumsatzrenditen, die ebenfalls in diesem Kontext relevant sind. So lagen sie dort bei 2,8 Prozent, bei den großen bei 2,3 Prozent. So gilt am Ende dieses Aufschwungs, dass dieser sich über alle Unternehmenstypen, Rechtsformen und alle Unternehmensgrößenklassen in einem Anstieg des Eigenkapitals manifestiert hat, und zwar in ganz erheblichem Maße.

Der Weg dazu ist freilich unterschiedlich gewesen. Dies ist anhand der Zahlen der Kreditanstalt für Wiederaufbau aus dem Jahre 2008 sichtbar. Ich sollte hierzu vorab sagen: Diese Zahlen gehen bis zum Jahr 2005, es gibt nur einzelne für 2006. Wir können aber davon ausgehen, dass dieser Prozess bis zum aktuellen Rand angehalten hat. Das heißt, dass wir bis 2007 und nach 2008 einen weiteren Anstieg der Eigenkapitalquoten realisiert haben dürften. Denn in diesen Jahren hat der Aufschwung seine besondere Stärke und Dynamik fortgesetzt und mitunter noch zulegen können. Zum Beginn der Krise, deren Ausgang wir derzeit noch nicht absehen, ist immerhin positiv zu vermerken, dass die Unternehmen auf der Finanzierungsseite insgesamt nicht so schlecht aufgestellt sind.

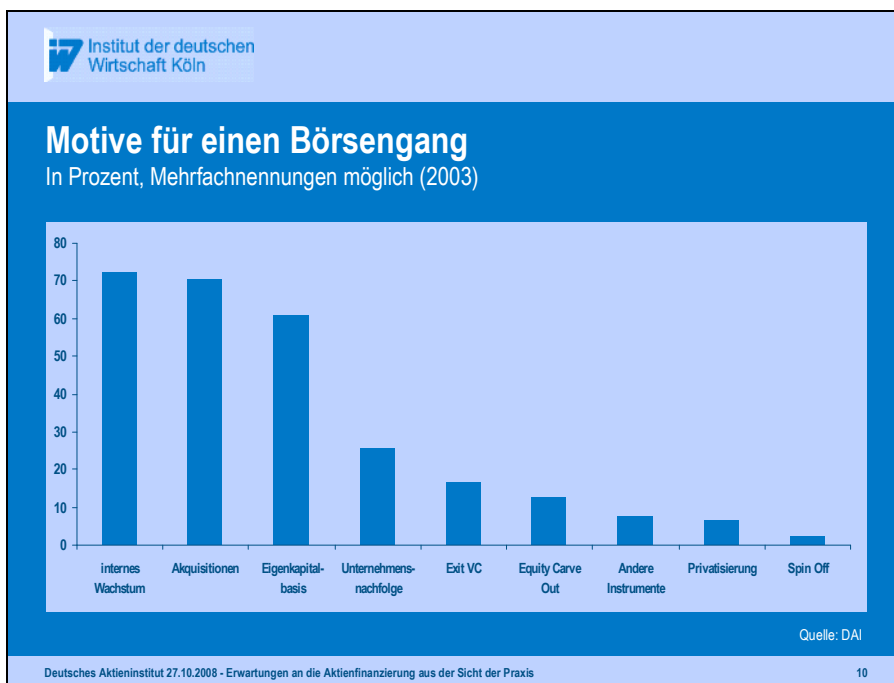


Wie ist es gemacht worden? Im Wesentlichen durch eine stärkere Einbehaltung von Gewinnen, Erhöhung eigener Einlagen, mezzanine Finanzierungsformen und Aufnahme neuer Gesellschafter. Es ist – auch hieran wird es sichtbar – ganz klar der Aufschwung genutzt worden. 80 Prozent aller Unternehmen haben ihre Eigenkapitalquote erhöht oder über eine

stärkere Einbehaltung von Gewinnen versucht, sie zu erhöhen. Das passt in dieses Umfeld, das hat der Aufschwung möglich gemacht. Wenn er denn so genutzt worden ist, ist das auch für die weiteren Überlegungen nicht unbedeutend.

Ein Blick soll noch einmal auf die Finanzierungsquellen der kleinen und mittleren Unternehmen gerichtet werden: Diese sind stark, wie schon angedeutet, dem Herr-im-Haus-Prinzip verpflichtet. Entsprechend erfährt man bei mittelständischen Unternehmern: „Wir nutzen alles an Finanzierungsmöglichkeiten, was es gibt, aber eines ist klar: Wir haben nicht gerne einen ‚an der Hacke‘, der uns ständig reinreden will. Wir wissen eigentlich, was wir unternehmerisch zu tun haben.“ Das heißt, diese Unternehmer gehen einen Finanzierungsweg, der unternehmerische Entscheidungsspielräume offen lässt und nicht einschränkt. Auch das muss man sehen, und deswegen ist es nicht untypisch für die deutsche Situation, dass zusätzlich zu Bankkrediten die natürlich eine hohe Bedeutung haben, die Innenfinanzierung prioritär ist.

Das Deutsche Aktieninstitut hat gefragt, was Unternehmen zum Börsengang treibt. Die Befragung bezieht sich auf das Jahr 2003, allerdings sollten die Ergebnisse über die Zeit hinweg robust sein, da sich an der Motivlage in der Gewichtung nicht kurzfristig etwas ändert.



Das interne Wachstum, Akquisition, die Eigenkapitalbasis: Diese drei Argumente – hier konnten Mehrfachnennungen getätigt werden – liegen

eindeutig vorne. Unternehmensnachfolge, Venture Capital, Exit und vergleichbare Aspekte sind ebenso eindeutig nachrangig. Es besteht offenkundig ein klarer Zusammenhang. Wenn eine Unternehmensperspektive da ist für eine stärkere Expansion über neue Produkte, über neue Märkte, über Internationalisierung und Innovationskraft, beispielsweise über internes Wachstum oder über Akquisition, dann ist auch der Börsengang von hoher Bedeutung. Dies gilt ebenso, wenn die Steigerung der Eigenkapitalbasis höchst bedeutsam ist.

Für unseren Kontext ebenfalls wichtig ist die Frage der Finanzierungsziele. Hier wurden Familienunternehmen gefragt, welche Ziele von besonderer Wichtigkeit sind.

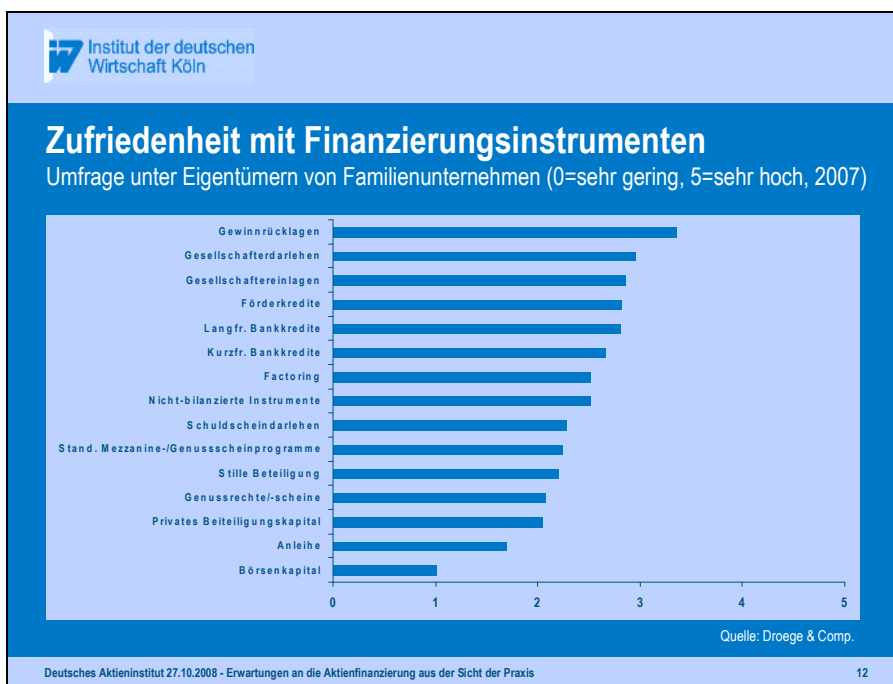


Flexibilität und Liquidität sind danach von höchster Bedeutung. Das passt spiegelbildlich zu dem Befund, dass man am meisten über die Innenfinanzierung geht, denn dann ist die Flexibilität natürlich hoch und entsprechend kann des Einflusses externer Kapitalgeber vermieden werden. Wenn wir die hohe Bedeutung der Familienunternehmen in Deutschland sehen, führt an diesem Tatbestand kein Weg vorbei, denn diese sind zu einem ganz erheblichen Maße das Rückgrat der deutschen Wirtschaft. Die nächst wichtigsten Kriterien für die Finanzierungswahl sind Zuverlässigkeit, Langfristigkeit, Unabhängigkeit. Dann erst kommen andere Themen wie Steueroptimierung, Verbesserung von Finanzkennzahlen und geringe Sicherheiten. Es passt sozusagen schlüssig in das,

was wir insgesamt in der Unternehmensfinanzierung erkennen. Vor allen Dingen die Verhinderung des Einflusses externer Kapitalgeber und die Unabhängigkeit bleiben unverändert über alle Rahmenbedingungen, die sich im Strukturwandel gewandelt haben mögen, bedeutsam. Das heißt natürlich auch, dass die Ausgabe von Stammaktien nicht die erste Wahl ist, wenn man über Aktienfinanzierung geht, sondern man eher über Vorzugsaktien redet.

Wie zufrieden sind die Unternehmen mit dem Finanzierungsinstrument?

Hier sehen wir eine besonders ausgeprägte Zufriedenheit bei den Finanzierungsinstrumenten Gewinnrücklage, Gesellschafterdarlehen, Gesellschaftereinlagen – also all dem, was sozusagen aus der Innenkraft sich ableitet. Danach folgen die langfristigen Bankkredite, kurzfristige Förderkredite, dann Factoring und nicht-bilanzierte Instrumente. Schließlich folgt aus dieser Umfrage der Unternehmensberatung Droege für das Jahr 2007, dass Börsenkapital in der Zufriedenheit weit hinten liegt. Hier zeigt sich ein qualitativer Unterschied, während die klassische Fremdfinanzierung in der Bewertung weitgehend gleich gesetzt wird, mit dem was sonst als Gesellschafter intern gemacht werden kann.



Wenn wir nach den Finanzierungsnotwendigkeiten fragen, dann möchte ich auf die eingangs formulierte These zurückkommen. Es gibt eine Phasenabhängigkeit der adäquaten Finanzierung. Die Phase des Lebenszyklus, in der sich das Unternehmen befindet, bestimmt die adäquate Form

der Finanzierung. Deswegen treten auch die Finanzierungsformen in Wellen und in Branchenclustern auf. Es ist an dieser Stelle meine These, dass es keinen zwingenden Weg von der bankbasierten hin zur markt-basierten Unternehmensfinanzierung gibt. Vielmehr muss konkret gefragt werden, in welchen Situationen das Unternehmen ist, wie dieses Unternehmen seine Perspektiven einschätzt, wie der Expansionsbedarf ist und wie die Erfahrungen insgesamt sind.

Das spricht weder für das eine noch für das andere. Es spricht nur für eine gewisse Nüchternheit in der Bewertung des Miteinanders der verschiedenen Finanzierungsformen. Ihre relative Bedeutung ergibt sich aus der Stärke des Problems der asymmetrischen Information, wie es jede Finanzintermediation prägt. Die Stärke einer beziehungs-basierten Finanzierung erweist sich genau dann, wenn das Problem der asymmetrischen Information besonders groß ist. Dies gilt beispielsweise für ein internes Wachstum, für eine Akquisition, für eine bestimmte Innovationsstrategie, dann ist bankbasierte Finanzierung prioritär und von besonderer Bedeutung. Denn die Kernaufgabe der Banken ist es, das Problem der asymmetrischen Information zu überwinden, und zwar aus dem Kenntnis der Geschäftsstrategie, aus dem Kenntnis der Geschäftshistorie, kurz im Rahmen der Hausbankbeziehung.

Dieses Hausbanksystem ist nicht als antiquiert zu beschreiben, sondern als adäquate Antwort, wenn das Argument der asymmetrischen Information in besonderer Weise drückt. Was wir dazu auch prüfen müssen ist, ob wir wirklich alle Instrumente, alle Formen der phasengerechten Finanzierung gewährleisten können. So diskutieren wir seit etwa 30 Jahren – ich glaube es ist 1977 gewesen, dass über die KfW erste Existenzgründer- und Risikokapital-Programme aufgelegt wurden – im Grunde andauernd über Private-Equity, das in Deutschland immer noch vergleichsweise gering ist, und durch eine diffamierende öffentliche Diskussion nicht gerade Auftrieb bekommt.

Wenn wir dazu fragen, was im Strukturwandel besonders bedeutsam ist – nämlich die Finanzierung und Ermöglichung von Innovationen –, dann heißt das nicht nur, die gute Idee zu haben, sondern auch diese zu finanzieren. Wir haben in unserem, dreimal im Jahr durchgeführten Zukunftspanel, rund 5.000 Unternehmen befragt und sie gebeten zu nennen, was für sie problematisch ist, wenn es um die Finanzierung von Innovationen geht. Da ist Platz eins die Verfügbarkeit von Risikokapital. Als nächstes folgt die Verfügbarkeit externer Forschungspartner. Das ist ein wichtiges Thema für viele deutsche Unternehmen, die ihre F&E-Aktivitäten vielfach vereinzelt durchführen und damit natürlich nicht die

Kraft und das Potenzial bekommen, attraktiv für eine externe Finanzierung zu sein.

Interessant ist, dass die Förderung nicht ganz hinten in der Problemskala auftaucht. Eigentlich müsste die Förderung das geringste Problem sein. Aber die Befragung zeigt, dass gerade die kleinen und mittleren Unternehmen in Deutschland vermuten, dass es für sie gar keine F&E-Förderprogramme gibt und sich deswegen gar nicht darum bemühen. Diese Programme sind oft so komplex und undurchsichtig, dass stattdessen die Innenfinanzierung versucht wird, um sich nicht in den Förderdschungel hineinbegeben zu müssen. Das ist letztlich ein Rahmenthema unserer Erörterung hier und heute. Eine branchenübergreifende, nicht-diskriminierende, unabhängig von konkreten Projektinvestitionen getätigte steuerliche F&E-Förderung könnte das Finanzierungspotenzial insgesamt heben und stärken und von daher möglicherweise auch den Zugang zu anderen Fördermitteln erhöhen. In Großbritannien können sie beispielsweise 150 Prozent der Personalausgaben im F&E-Bereich als Betriebsausgaben absetzen. Deshalb sollte man bei der Innovationsfinanzierung auch ein Augenmerk auf die Frage haben: wie organisieren wir und wie fördern wir F&E-Aktivitäten in diesem Lande.

Nicht unbedeutend ist die Frage des Beteiligungskapitals und der mezzaninen Finanzierung; daher ein paar Anmerkungen zum privaten Beteiligungskapital. Nehmen Sie die verschiedenen Phasen des Unternehmens: Seed, Start-up, Expansion, Turnaround, Replacement, Venture Capital und Buy-Outs. Wenn man die Anzahl der Unternehmen und die Milliarden Euro an Investitionen betrachtet, die nach dem Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften im ersten Halbjahr 2008 getätigt wurden, dann stellt man unterschiedliche Zeitmuster fest. Bis Mitte der neunziger Jahre war der deutsche Markt geprägt von Expansionsfinanzierungen mittelständischer Unternehmen. Ab 1997 stiegen die Investitionen interessanter Weise jährlich besonders durch Zuwächse im Early-Stage, aber auch in den Expansionsfinanzierung. 2000 überstiegen diese Early-Stage-Investitionen im Zuge der New Economy-Blase dann die Expansionsfinanzierungen. Das hat sich jetzt wieder gedreht, d.h. am Ende dieses 10-Jahres-Zeitraumes wird das Thema Expansion wieder mit besonderer Bedeutung gewichtet.

Beteiligungskapital und der Aktienmarkt stehen in einem Wettbewerb miteinander. Private Equity bietet Privatanlegern sowie institutionellen Anlegern die Möglichkeit, das Anlageportfolio zu diversifizieren. Wir haben mittlerweile eine Reihe von Erfahrungen in Deutschland jenseits aller polemischen Debatten. Die Studie von Daniel Schäfer, im FAZ-Ver-

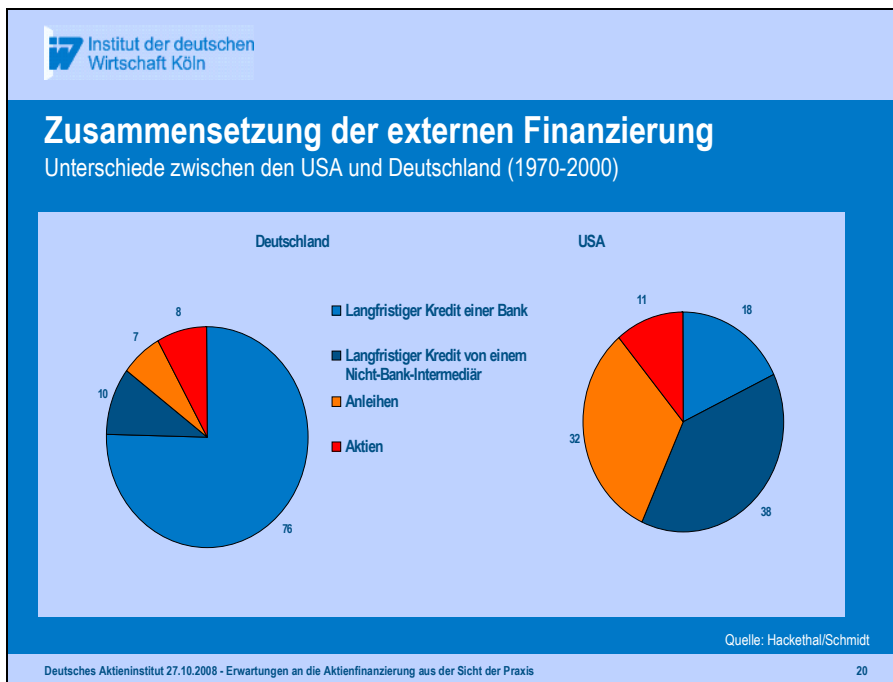
lag erschienen, ist einschlägig zu dem Thema. Die Private-Equity-Kapitalbeteiligungen zeigen, dass ein solcher Markt aus sich heraus Lernprozesse und Bereinigungsprozesse über mehrere Jahrzehnte organisieren sowie zu einer Qualitätsorientierung finden kann und letztlich natürlich die Entscheidung der Anleger in einer bestimmten Weise reflektiert. Das, was wir bei uns in Deutschland immer nur vorgeführt bekommen, hat sich mittlerweile gewendet. Wenn Sie beispielsweise den Fall GROHE nehmen, so wird deutlich, dass man nicht darauf setzen sollte, dass die Diffamierung einer bestimmten Finanzierungsform der anderen hilft. Ich glaube, dass das keine gute Strategie ist. Was wir vermehrt sehen ist, dass Unternehmen im Dual-Track-Verfahren prüfen, ob sowohl Finanzierungen über die Börse als auch über Beteiligungskapitalgeber möglich sind. Das war sowohl bei ATU als auch bei GROHE Water Technologie so und hier sind wir in einer Entwicklungsphase, wo die Dinge noch nicht sehr stark ineinander greifen, sondern eher nebeneinander stehen. Jedoch könnte eine Perspektive für beide Finanzierungsformen eher in der Kombination gesehen werden – auch hier in der Frage, was zum bestimmten Lebenszyklus eines Unternehmens angemessen ist.

Wir haben allerdings in den Jahren seit 1995 einen beachtlichen Anstieg in den Nettoinvestitionen und Abgängen. Da ist etwas in Bewegung gekommen und der Markt hat insgesamt an Bedeutung gewonnen, im Vergleich zu angelsächsischen Volkswirtschaften jedoch eher im geringeren Maße. Klar ist, dass Private Equity auf Zeit angelegt ist, da ist eine Exit-Überlegung in der Finanzierungsstrategie von Anfang an dabei. Wenn das Ziel mittelfristiger Wertzuwachs ist, ist das wie ein Durchlauferhitzer zu sehen. Es gelingt nicht in jedem Fall, aber bei WincorNixdorf oder GROHE, wie eben genannt, ist das sicherlich gelungen. In jedem Fall ist es eine sehr aktive Beteiligung. Was bei GROHE damals diskutiert worden ist, hat sich im Grunde im Nachhinein als die Aufdeckung eines Restrukturierungsstaus erwiesen. Wir können die These gut begründen, dass ohne dieses Reorganisationsprogramm das Unternehmen heute so nicht mehr bzw. überhaupt nicht mehr auf dem Markt wäre. Dass es dadurch zu Veränderungen von Arbeitsplätzen kommt, ist oftmals schmerzlich, aber unvermeidbar.

Ein letzter Punkt hierzu, die Mezzanine Finanzierung. Etwas was in den letzten Jahren ebenfalls an Bedeutung gewonnen hat. Die Stärkung der mezzaninen Finanzierung als Mischung aus Fremd- und Eigenkapital. Heute wird ein ganz anderes Set an Instrumenten kombiniert. Je nach Ausgestaltung mit durchaus attraktiven Charakteristiken: längere Laufzeit, minimale Kündigungsrechte und differenzierte Gewinn- und Ver-

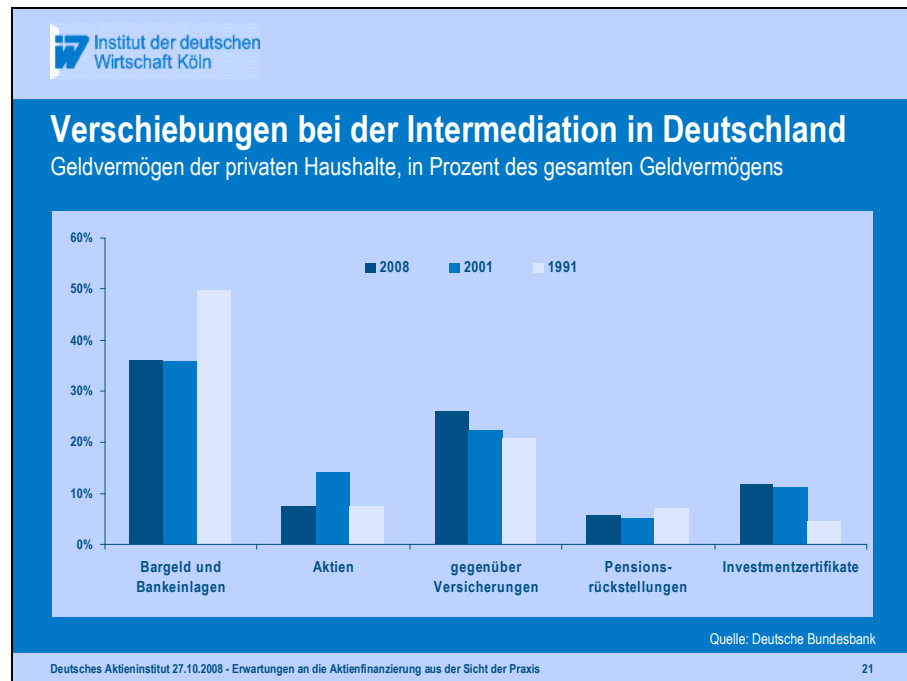
lustpartizipation. An dieser Stelle ist festzuhalten, dass wir einen Strukturwandel in der Finanzierung beobachten können, der nicht schwarz-weiß läuft, und dass wir auf sehr viele Rahmenbedingungen zu achten haben. Wir haben zu achten auf den Strukturwandel der Industrie, wir haben zu achten auf die Frage, wie F&E finanziert wird, wir haben auf die Eigentümerstruktur, die Historie unserer Unternehmen in besonderem Maße zu achten und wir haben gelegentlich einfach Traditionen zur Kenntnis zu nehmen, die nicht wegzubuchen sind.

Kommen wir nun zur Rolle der Banken in diesem Kontext. Der Vergleich zwischen Deutschland und den USA macht das sehr deutlich: bei uns wird 76 Prozent über langfristige Kredite einer Bank finanziert; in den USA 18 Prozent. Es zeigt sich eine völlig andere Mischung aus bankbasierter und marktbasierter Finanzierung.



Eine der Thesen der letzten Jahre ist gewesen, dass diese deutsche Struktur weniger zukunftsfähig ist, und dass das, was die Amerikaner erleben und tun und erfahren, letztlich das Muster ist, auf das unser finanzwirtschaftlicher Strukturwandel hinausläuft. Ich glaube, dass wir hinter dieser These nach den Ereignissen der letzten Wochen ein stärkeres Fragezeichen setzen können und setzen sollten, wenngleich es strukturell in den Geschäftsmodellen der Banken natürlich einen Druck hin zu anderen Modellen gibt, zum Provisionsertrag oder provisionsträchtigen Tätigkeiten. Das hat mit Veränderungen im Zinsumfeld infolge erfolgreicher Dis-

inflation sowie mit Verschiebungen in der Geldvermögensstruktur der privaten Haushalte zu tun.



Wir haben von 1991 bis 2001 einen Sprung erlebt, weniger in Bargeld und Bankeinlagen zu halten, dafür mehr in anderen Formen wie Versicherungen, Investmentzertifikaten und Aktien. Nach 2001 bis 2008 ist in der groben Bewegung nichts mehr passiert, also zwischen Geldvermögensanteilen in Bargeld und Bankeinlagen zu den anderen Formen. Aber dort hat es sich gemischt und das ist der Effekt, den wir nach 2001 als Veränderungen an der Börse gesehen haben. Aktien haben wieder etwas an Bedeutung für das private Geldvermögen verloren, Versicherungen haben etwas gewonnen und bei Investmentzertifikaten war nahezu keine Veränderung zu beobachten. Wir haben von 1990 bis 2000 eine grundlegende Veränderung erlebt, weg von den klassischen Bankeinlagen hin zu anderen Formen, aber seitdem hat sich nicht mehr sehr viel getan.

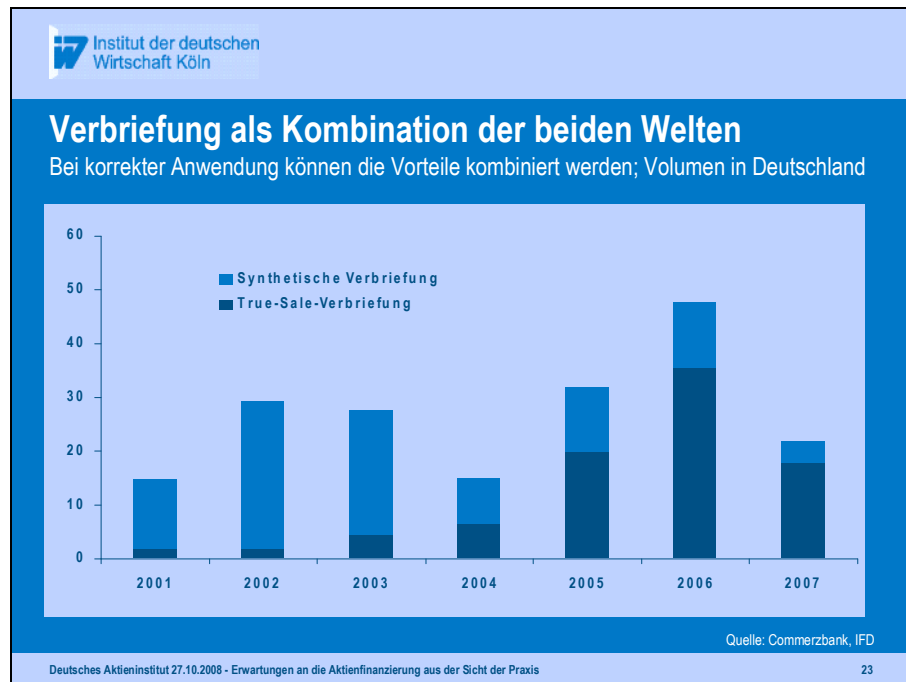
Das ist die eine Seite der Bankbilanz. Auf der anderen Seite, d.h. ‚arm’s lengths‘ versus beziehungsbasiert, will ich noch einmal die bereits bemühte These aufnehmen. Es ist im Besonderen das Problem der asymmetrischen Information, das hier im Mittelpunkt steht und das ist, glaube ich, sehr genau zu betrachten.

Arm's length vs. beziehungsbasiert

- **Kredit ist das klassische Instrument zur beziehungsbasierten Finanzierung.**
 - Beziehungsbasierte Finanzierungen – z. B. durch eine Hausbank – erlauben die Überwindung von Problemen der asymmetrischen Informationen.
 - Bei einer beziehungsbasierten Finanzierung produziert die Bank Informationen über das Unternehmen und kann dadurch das Problem der asymmetrischen Information lindern.
- **Als Gegenstück existiert das Arm's length lending**
 - Eine Arm's length Finanzierung kommt in Frage, wenn die Käufer der Wertpapiere keinen übermäßigen Informationsnachteil verglichen mit dem Finanzierten hat.
 - Wenn eine solche Informationsasymmetrie doch existiert, kann das Wertpapier nur mit einem Abschlag verkauft werden. Begründung: Moralisches Risiko und/oder adverse Selektion.

Je größer das Problem der asymmetrischen Information ist, desto größere Vorteile hat eine beziehungsbasierte Finanzierung. Wenn es hingegen keine großen Informationsunterschiede gibt, sind die geringeren Transaktionskosten der arm's length Finanzierung ausschlaggebend. Wenn man aber die Qualität des asymmetrischen Informationsproblems außen vor lässt und meint, Finanzierungsformen könnten unabhängig davon eine passende Antwort sein, dann läuft man in ein Problem hinein. Genau das ist, was wir bei den Verbriefungsmärkten gesehen haben. Wenn wir das verkennen, dann ist in der Finanzierung über Märkte das Potenzial begrenzt und es wird zu einer gewissen Ernüchterung kommen.

Wir sehen hier die Verbriefung auf dem deutschen Markt aufgeteilt in True-Sale- und synthetische Verbriefung. Wir haben nach 2003 durch die True-Sale-Initiative, einen deutlichen Anstieg dieser Verbriefungen erfahren.



2008 ist der Markt natürlich eingebrochen, dennoch erweist sich an diesem Instrument sehr schön, wie bankbasierte und finanzmarktbasierende Finanzierung ineinander greifen können. Das ist eigentlich die Grundidee der Verbriefung. Was schief gelaufen ist, was wir aktuell erleben und was letztlich die Nutzung von Märkten in Zweifel zieht, ist die Tatsache, dass bei den Verbriefungen die Equity-Tranche, sozusagen die Zerlegung in zwei Risikoklassen, nämlich das endogene Risiko und das allgemeine Marktrisiko ignoriert wurde und dort alles verbrieft worden ist. Wenn der gesamte Kredit verbrieft wird, unterstellen sie, dass es kein endogenes Risiko in dem Kreditvertrag gibt. Wenn es aber in dem Kreditvertrag zwischen Bank und Kreditnehmer Möglichkeiten der Einflussnahme gibt, auch der Nachjustierung im Rahmen der Hausbankbeziehung, dann ist dieser Teil des Risikos eigentlich nicht verbrieft. Das sagt die Theorie der Verbriefung.

Verbrieft können sie den anderen Teil, den Teil, der das Marktrisiko, das systemische Risiko, das volkswirtschaftliche Risiko, das Makro-Risiko beschreibt. Das kann man sehr gut über die Märkte verteilen, da ist die Verbriefung hocheffizient, weil sie das Kreditvergabepotenzial der Volkswirtschaft erhöht. Aber wenn Sie diesen Strukturzusammenhang zwischen dem endogenen und dem allgemeinen Risiko ignorieren, dann haben Sie ein Problem, und wenn Sie zusätzlich am Anfang der Kette keine Banken haben, die ein Monitoring des Kredits vornehmen können, sondern irgendwelche Makler und Drückerkolonnen, die Hypotheken an

wen auch immer vergeben, aber gar nicht in der Lage sind, den Kreditprozess zu gestalten, dann kann die Industrialisierung des Kreditprozesses nicht erfolgreich sein. Das ist das, was wir erleben mussten.

Ich führe das hier deshalb an, weil im Grunde das geniale an der Verbriefung ist, dass sie beide Welten zusammen führt, d.h. die bankbasierte und die marktbasierende Welt, und damit einen enormen Effizienzpotenzial für die Finanzierung schafft. Dieses mündet wiederum in eine sehr nüchterne Betrachtung, die eine der Rahmenbedingungen ist, die wir für die Aktienfinanzierung zu sehen haben. Die Banken haben für Beteiligungen insgesamt einen stärkeren Blick. Das erkennen wir auch an der Bilanzstruktur der zehn größten Banken Europas und den USA bis 2006. Wir haben in Deutschland über die letzten 20 Jahre einen Rückgang des Nettozinseszinses bei der Bankbilanz auf etwa 1,5 Prozent. Das heißt also, der Nettozinseszins, der die Attraktivität, die Profitabilität des Kreditgeschäftes manifestiert, ist deutlich zurückgegangen. Das ist natürlich eine Erklärung dafür, dass aus Sicht der Banken die marktbasierende Finanzierungsform so wichtig ist, denn sie gibt die Basis für provisionsträchtiges Geschäft. Eigentlich hätten Banken oder haben Banken ein nachhaltiges Interesse – bis vor kurzem zumindest – diesen Strukturwandel mit zu unterstützen.

Zum Schluss: Was heißt das unter den aktuellen Bedingungen? Ich glaube, dass das wiederum für die Aktie sprechen kann. Eine Reaktion auf die jetzige Krise wird sein, höhere Transparenz und Einfachheit einzufordern. Das muss keiner verordnen, da muss keiner regulieren, weil der Markt eine gewisse Selbstheilung organisieren wird. Komplizierte Verbriefungsstrukturen als Extremform solcher Pakete werden sich nach meinem Dafürhalten nicht mehr verkaufen lassen. Es wird auf das zurückgeführt, was im Kern 'Verbriefung' ist, nämlich auf ein standardisiertes Produkt. Es ist dann besonders standardisiert, wenn die Risiken klar definiert sind. Das heißt, über diesen Aspekt hier gibt es einen Druck hin zu mehr Qualität.

Gleichzeitig werden wir stärkere Regulierungen haben. Heute geht das Paket durch die Presse, das offensichtlich die Regierungspartei SPD vorschlägt und diskutiert. Im Wesentlichen, so weit ich es im Radio gehört habe, wird es sich an den acht Punkten entlang arbeiten, die Minister Steinbrück zum G8-Treffen vor ein paar Wochen mitgenommen hat. Die Frage der Bilanzierungspflichten für Finanzinnovationen ist sicherlich begrüßenswert. Die Finanzaufsicht in Spanien hatte das ihren Banken bereits auferlegt. Unsere hat den regulatorischen Freiraum hierzu nicht genutzt – das wird man auch mit zu analysieren haben.

Ein weiterer Punkt: Die Koordination der Finanzaufsichtsbehörden international. Wir haben keine Koordinierungsregel. Wir müssen nicht immer gleich eine Weltfinanzaufsichtsbehörde gründen, aber wir könnten effektiver mit einer Koordinierungsregel beginnen, so wie in der Wettbewerbspolitik oder wie im Bereich der Besteuerung zur Verhinderung der Doppelbesteuerung. Dass wir die in Europa noch nicht haben, ist in der Tat ein starkes Thema. Insgesamt können wir davon ausgehen, dass neue Regulierungen die Transaktionskosten der Banken erhöhen und deswegen auch der Druck auf die Profitabilität sich verändern wird. Offen ist nur, wie stark dies durch eine sich insgesamt normalisierende Renditeerwartung aufgefangen wird. Das ist eine Frage, die wir aus der Krise heraus ableiten können. Normalisieren sich die Renditeerwartungen? Wenn eine Volkswirtschaft einen Produktivitätspfad von 2,5 Prozent hat, dann ist das eine auf die gesamte Volkswirtschaft bezogene Möglichkeit der Verzinsung. Anders kann es nicht sein. Dass es in Branchen differiert, ist klar, aber insgesamt wird es zu einer Normalisierung von Renditeerwartungen kommen müssen.

Ich habe schon mehr Nüchternheit bei der Frage der adäquaten Finanzierung der Unternehmen eingefordert. Wir können im Augenblick nur spekulieren, ob die Risikoneigung der Privatanleger wirklich geringer ist. Der Deutsche an sich ist nur risikogeneigt bei der Auswahl von Handytarifen, aber nicht wirklich, wenn es um die Frage der Vermögensverwaltung geht. Hier kann eine Risikobeimischung durchaus das Gesamtrisiko positiv verändern. Das können wir erst in zwei, drei oder vier Jahren durch Befragung der Anleger herausbekommen. Wenn man am Wochenende liest, dass derzeit etwa nur 25 Prozent der Bundesbürger einen Vermögensschaden erlitten haben, mag man aus diesen jetzigen Bewegungen die These wagen, dass das die anderen gar nicht interessiert. Aber wir können wohl davon ausgehen, dass die allgemeine Verunsicherung eine Rolle spielt.

Zu guter Letzt zur Renaissance des Bankkredits. Ich glaube, es gibt durch die Krise wieder eine etwas bessere Sicht auf das, was Bankkredit eigentlich meint, und damit ist vielleicht auch das Justieren der verschiedenen Finanzierungsformen einfacher. Ich finde es immer hilfreich, wenn man aus Überhöhungen herauskommt und nach einer sehr einfach sachbezogenen Argumentation fragt: Was hilft zur gegebenen Phase einem Unternehmen? Ist dann die Aktienfinanzierung gefragt, muss man sie auch positionieren. Aber ich glaube, wir sollten raus aus dem Gegeneinander dieser Finanzierungsformen. Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit.

Prof. Dr. Bernd Rudolph

Herzlichen Dank, Herr Hüther, für Ihren Vortrag. Wir haben etwas aus Ihrer Perspektive über die Erwartungen an die Aktienfinanzierung gehört, auch mit einer Perspektive bezüglich der derzeitigen Finanzmarktkrise.

Im ersten Teil haben Sie quasi einen Langfristvergleich gemacht, auch zu anderen Ländern um das in Perspektive zu setzen. Dann sind Sie auf verschiedene Finanzierungsarten und die Bedeutung der Aktienfinanzierung eingegangen und schließlich auf die Rolle der Banken. Wir haben 10 Minuten, eine Viertelstunde Zeit, das zu diskutieren.

Vielleicht zu dem zweiten Punkt, über die Unterschiedlichkeit der Finanzierungsarten. Da sind Sie ja sehr stark auf Befragungen, die Sie selber im mittelständischen Bereich durchgeführt haben, eingegangen und haben auf der anderen Seite die Phasenabhängigkeit der adäquaten Finanzierung betont. Wenn ich mir das vor Augen führe, dann habe ich in der Tat da die Probleme der Größe, der asymmetrischen Informationsverteilung, usw. Das was Sie aber als Hintergrund gebracht haben, zeigt das nicht eher ein statisches Bild der Motive und der Ziele der Unternehmen bei der Finanzierung? Wir glauben, dass das phasenabhängig sein sollte, weil wir bestimmte Informationsverteilungen sehen und sagen, die müssen wir unterschiedlich regeln, im Zeitablauf. Aber das Bild der Ziele und Motive, das schien mir eher statisch zu sein. Ich will Herr im Hause bleiben, egal wie die asymmetrische Informationsverteilung ist und was sozusagen phasenabhängig mir eigentlich gut bekommt. Die zweite Frage: Wie könnte man denn da vielleicht rauskommen?

Prof. Dr. Michael Hüther

Es ist völlig berechtigt, was Sie anmerken. Das Bild oder die Sicht der Unternehmen in Deutschland ist relativ stabil über die Zeit hinweg. Das zeigen auch vergleichbare Umfragen der KfW, die das immer wieder mitbehandeln. Wie ist die Unternehmensfinanzierung? Wie ist die Gewichtung der einzelnen Instrumente? Was sind die Motive usw.? Das waren auch zum Teil KfW-Daten und andere von Droege. Ich will das mal so sagen, es sind eigentlich zwei recht stabile Muster, die nicht kompatibel sind, die aufeinander treffen. Das eine ist, dass die Unternehmen klassischer Weise diesen Standpunkt haben und deswegen die Innenfinanzierung mit besonderer Bedeutung sehen. Auf der anderen Seite haben wir ebenso stabil und unverändert bis zum aktuellen Rand diskutiert 'ihr müsst es eigentlich anders machen'. Ich glaube nur, dass diese Aussage 'ihr müsst es eigentlich anders machen' ebenso extrem war, wie die Be-

wertung der Unternehmen, die ihren Vorteil mit dem Stichwort 'Innenfinanzierung' verbunden haben. Viele haben gesagt, dass das angelsächsische Modell der Unternehmensfinanzierung überlegen ist und an Bedeutung gewinnen wird, dass dieser Prozess mit einer gewissen Dynamik und in einer Eindeutigkeit laufen wird. Es sollte in Zukunft zu einem Großteil über Märkte laufen, ob das Aktien- oder Anleihemärkte sind, sei dahingestellt. Das ist ebenso eine sehr stabile Sicht, die wir aus bestimmten Diskussionen heraus abgeleitet haben. Ich glaube, das wichtige Stichwort heißt in dem Zusammenhang Phasenabhängigkeit. Unternehmer haben schon einen Lernprozess mit Basel II machen müssen. Zu lernen, dass der klassische Bankkredit differenziert bepreist wird nach den Rating-Klassen, dass also eine Konnexität besteht. Man kann über Basel II viel diskutieren, aber diesen erzieherischen Effekt hat es gehabt. Er hat auf Seiten der Unternehmen dazu geführt, ihre Eigenkapitalsituation deutlich zu verbessern; gerade auch in dem bei uns an dieser Stelle immer kritisch zu bewertenden Bereich der kleinen und mittelgroßen Unternehmen. Insofern will ich einfach sagen, dass solche Regulierungsänderungen dazu führen, diese Dinge zu überprüfen und bei den Unternehmen zu Anpassungen führen. Ich glaube einfach, dass die jetzige Situation letztlich heilsam ist, weil sie eröffnet, in der Not alle Formen der Unternehmensfinanzierung zu nutzen. Denn so einfach wird das mit dem Bankkredit vermutlich auf kurze Sicht nicht gehen. Wir haben zwar bisher keine Erkenntnisse über eine Kreditklemme. Die jüngste Umfrage des DIHK sagt, dass etwa zwei bis drei Prozent der Kredite nicht verlängert werden. Das war Ende September. 25 Prozent der Unternehmer melden ansteigende Konditionen. Das ist aber zunächst nicht unüblich. In einem Konjunkturabschwung ist es so, dass die Konditionen sich verschärfen und von den Banken entsprechend fixiert werden. Es gibt jüngst ein paar Hinweise, dass diese Finanzierung so nicht mehr läuft. Das heißt also, wir müssen zunächst einmal abwarten, wie diese Abschirmungs- und Rettungspakete der Regierungen wirklich den Liquiditätskreislauf wieder in Gang setzen. Was wir beobachten ist, dass die Banken nicht nur die Liquidität deshalb halten, weil sie ihrem Gegenüber, also die eine Bank der anderen Bank, nicht mehr traut, sondern weil sie es auch im Sinne einer Vorsichtskasse halten, weil sie nicht sicher sind, ob doch noch mal ganz viele Menschen kommen und als Privatanleger ihre Liquidität zurück haben wollen. Auch das ist momentan ein Motiv, das zu einem Liquiditätsstau in den Banken führt. Wann und wie dieser Liquiditätsstau sich auflöst, werden wir noch zu sehen haben. Vor dem Hintergrund wird sich einfach der Druck erhöhen, die ganze Pa-

lette der Instrumente der Unternehmensfinanzierung zu nutzen. Insofern ist eine Krise vielleicht auch heilsam.

Prof. Dr. Bernd Rudolph

Vielen Dank! Fragen an Herrn Professor Hüther? Bitte schön!

Gast

Nüchternheit bei der Frage der adäquaten Finanzierung: Ist das nun ein Ergebnis der Neuzeit, dass zum Beispiel der Bahnchef Mehdorn, nachdem er festgestellt hat, dass eine Finanzierung über die Aktienausgabe an der Börse ungünstiger ist, sich nun, wie man hört, um asiatische Investoren bemüht, um dort seine Aktien unterzubringen: Ist das mit ein Zeichen dieser Entwicklung: Nüchternheit zur adäquaten Finanzierung?

Prof. Dr. Michael Hüther

Ich glaube einfach, dass das eher die Erwartung nach der Krise betrifft, aber das, was wir unter der Krise erleben, in der Tat alles Mögliche beinhaltet. Wenn ein Unternehmen wie die Deutsche Bahn als Staatsunternehmen nun einen Teilprivatisierungsweg gehen soll und will und einfach feststellt, dass es unter den Bedingungen dieser Krise an den Aktienmärkten so einfach nicht ist, dann ist eigentlich die Frage, stellt man das zurück oder muss man nicht über Anderes nachdenken? Gleichzeitig glaube ich sehr wohl, dass wir ein Interesse daran haben sollten, die Staatsfonds, die es in den Schwellenländern gibt, die es in den erdölexportierenden Ländern gibt, also dort wo entweder eine spezifische Ressource vorrätig ist oder wo es eine bestimmte Währungssituation gab, dass wir diese Staatsfonds für uns mobilisieren sollten. Das, was Sarkozy vorträgt, ist von vorne bis hinten nicht schlüssig. In der Zeit, in der wir Kapital brauchen, machen wir die Grenzen dicht. Wen interessiert denn, wo das Kapital letztendlich herkommt? Es wird immer die These unterstellt, dass diese Staatsfonds offenkundig keine Renditeabsichten haben, sondern strategische Absichten. Dafür haben wir bisher keine Indikation.

Ich finde es auch politisch sehr interessant: Den Staatsfonds wird vorgeworfen, dass sie keine Rendite erzielen wollen, den Hedge-Fonds wird vorgeworfen, dass sie Rendite erzielen wollen. Man muss sich einmal einigen, was denn eigentlich das Problem ist. Bisher haben wir keine Indikation dafür, dass die Staatsfonds irgendwelche Strategien verfolgen und ich weiß auch nicht, wovor wir da wirklich Angst haben. Interessant ist, dass bei der vorletzten Novelle des Außenwirtschaftsgesetzes, als die militärtechnischen Bereiche benannt worden sind, Beteiligungen von ausländischen Investoren durch den Staat genehmigt werden sollten. Zwi-

schen Bundestag und Bundesrat, also auf dem Weg zwischen den beiden Häusern, ist aus der Genehmigungspflicht dann ein Kontrollrecht des Ministeriums geworden und zwar unter Einfluss der Branche, die betroffen war. Weil die Unternehmen genau wissen, auch in der Kryptologie, also in sicherheitsrelevanten Bereichen, dass sie das notwendige Kapital nicht kriegen. Also, relativiert sich das sehr schnell und insofern möchte ich nur anfügen, dass diese Staatsfonds – wir haben das übrigens im ersten Halbjahr 2008 und auch 2007 schon gesehen – in erheblichem Maße ihr Geld bei uns auf die Bank gebracht haben. Das ist sicherlich stabilisierend gewesen.

Gast

Sie haben meiner Ansicht nach zu Recht auf die Relevanz von Private Equity hingewiesen, speziell darauf, dass es keine inländische Private-Equity-Branche in Deutschland gebe. Es gibt sie fast nicht. Die Frage für mich ist auch gerade, wo sie sagten, dass es egal ist, wo das Kapital herkommt, ist denn eine inländische Private Equity-Branche notwendig oder können das nicht Gesellschaften aus England oder USA mit übernehmen?

Prof. Dr. Michael Hüther

Dass wir gar keine haben, ist natürlich überspitzt, da sind wir uns einig. Aber sie ist relativ klein. Es ist zwar ein deutlicher Anstieg der Volumina vorhanden, aber es ist immer noch überschaubar. Das merken Sie dann, wenn so eine Branche sich überhaupt mal selbst organisiert, dass sie noch in der Anfangsphase ist. Tatsächlich ist es so, dass wir beim Beteiligungskapital im internationalen Rahmen vergleichsweise unbedeutend erscheinen. Für mich ist nicht entscheidend, wo die Unternehmen sitzen, wenn sie ihre Dienstleistungsfunktion erfüllen, wenn wir international offene Kapitalmärkte haben, wenn die Kapitalmobilität unbegrenzt ist und wenn wir das nicht durch institutionelle Regeln behindern, wüsste ich nicht warum. Es ist genauso wie die Aktieninhaber, Herr von Rosen hat darauf hingewiesen, die im Ausland sitzen dürfen. Warum dürfen Private Equity-Gesellschaften nicht auch Ausländer sein?

Es ist selbstverständlich für den kleinen und den mittelständischen Bereich der Unternehmen einfacher mit Inländern, auch kulturell. Das ist schon ein Thema: Den Zugang zum Beteiligungskapital bei Private Equity-Unternehmen zu finden, die im Grunde verstehen, was die Logik des Strukturwandels, das inländische Muster ist, kann schon hilfreich sein. Das ist eine Frage des Kulturellen, sonst kann man auch auf die Nase fallen. Also, wenn dann vermögende ausländische Firmen kommen, mag

das bei großen, bei international orientierten Unternehmen funktionieren, aber viele hängen bei uns in der Wertschöpfungskette an den größeren Unternehmen dran und sind nicht selbst internationalisiert, sind aber sehr wohl F&E-orientiert. Wir haben viele Bereiche im Local-Lowtech-Bereich, die hoch erfolgreich sind. Das sind aber Muster, die kennen andere Volkswirtschaften gar nicht, insofern kann es schwierig sein, gerade für den Mittelstand, dass internationale Private Equity-Firmen dann ein besonderes Informationsproblem haben. Wenn die das für sich nicht lösen, werden sie die Funktion nicht erfüllen.

Prof. Dr. Rüdiger von Rosen

Zum Thema geringere Risikoneigung der Privatanleger: Wir haben in Deutschland überwiegend risikoaverse Anleger, aber gleichzeitig einen Zockermarkt ohne Ende erlebt. Es gibt kein Land mit einer solchen Vielzahl von z.T. sehr riskanten Zertifikaten wie Deutschland. Auch in den aus Kapitalmarktsicht viel intensiver entwickelten Volkswirtschaften USA, England, Schweden hat es überhaupt nichts Vergleichbares gegeben. Ich weiß nicht genau, aber die Zahlen belaufen sich auf 300.000 oder mehr unterschiedliche Zertifikatsprodukte.

Die geringe Risikoneigung der Anleger müsste doch eigentlich jetzt dazu führen, dass die Anleger noch mehr in Schuldverschreibungen hineingehen, oder dass wir eine Renaissance von klassischen Unternehmensanleihen sehen könnten, wenn der Anleger nicht in die Aktie geht. In der aktuellen Lage Aktien zu empfehlen, ist schwierig. Insofern tun wir uns schwer, in irgendeiner Weise zu aktuellen Fragen Stellung zu nehmen, weil man keinerlei Empfehlung ausgeben will, außer dass man sagt, das muss der Anleger selbst wissen. Das erfordert aber eine ausreichende ökonomische Bildung. Wir müssen deshalb weiter mit Angeboten zur ökonomischen Bildung in die Schulen gehen, denn wenn es um die konkrete Anlageentscheidung geht, ist der Anleger letztlich auf sich allein gestellt und braucht solide Grundkenntnisse, weil ihm letztlich niemand die Entscheidung und damit das Risiko abnehmen kann.

Prof. Dr. Michael Hüther

Ja, das kann man sicherlich so sehen, und es ist ein Teil der Realität. Ich glaube, eines wirkt auch hier, dass die Neigung zu solchen eher intransparenten Produkten abnehmen wird. Zertifikate sind keine ganz einfachen Produkte – welche Absicherungsgarantien bestehen, woran sind sie gekoppelt etc. Die Erfahrungen damit sind, dass die Sicherungsversprechen in einer solchen Situation wie jetzt nichts wert sind. Das mag dazu führen, dass man diesen komplizierten Weg von Produkten, die man oh-

nehin nur begrenzt verstanden hat, nicht weiter geht. Ich glaube, das ist das erste Stichwort: mehr Transparenz, mehr Offenheit zwischen den Professionellen, was die Verbriefungsstrukturen angeht. Die Standards, die wir mit der TSI in Deutschland entwickelt haben, werden umgesetzt. Der Markt ist qualitativ ansprechend. Hier haben wir ein Qualitätsmuster, das sich in der Frage der Beratung durch die Banken widerspiegeln muss. Eines wissen wir doch auch. Viele Produkte sind an Privatkunden verkauft worden, weil der Investmentbankingteil der Bank diese Produkte gestrickt hat und sie verkauft werden mussten. Dieser Druck wird allein deshalb schwinden, weil das Investmentbanking als Geschäftsmodell an Bedeutung verlieren wird. Das sehen wir jetzt schon. Sie können reihenweise sehen, wo die Verträge zum Jahresende auslaufen und nicht verlängert werden. Das heißt, ganz nüchtern gesagt, hier wird eine Reinigungskrise das Investmentbanking in einem anderen Licht erscheinen lassen. Es wird sich auf die Kernfunktionen M&A, Mergers and Acquisition konzentrieren. Es wird die dominante Rolle verlieren, weil es ein Teil dieser Unübersichtlichkeit ist, die die Krise mit erklärt. Damit entstehen mit Blick auf die Frage, was am Counter gegenüber dem Privatkunden Thema ist, andere Orientierungen. Man sollte das nicht gering schätzen, insofern kann man immer für die Aktie werben. Sie ist von ihrem Produkt her sozusagen relativ überschaubar, da steht ein Geschäftsmodell dahinter, oder ich habe einen Fond, dann kann ich mir ein Thema oder einen Trend oder Ähnliches sortieren, aber das kann durchaus auch ein Stück zurücklaufen.

Gast

Ich habe eine Frage, was die Nachhaltigkeit der Finanzierung bezüglich Private Equity angeht. Private Equity leveraged sich ja, das ist ja ein ganz wesentlicher Teil sozusagen des zusätzlichen Renditepotenzials. Wie nachhaltig wird in Zukunft Private Equity sein, insbesondere in der ja möglicherweise etwas länger anhaltenden Credit-Crunch-Situation?

Prof. Dr. Michael Hüther

Das ist sicherlich eine bedeutsame, aber in ihrem Prognosegrad besonders anspruchsvolle Frage. Die Erfahrung, die wir bisher haben, ist, dass das Private Equity-Geschäft noch ein Schattendasein führt. Es ist nicht so, dass wir über diesen Weg einen großen Teil der Unternehmensfinanzierungen sehen. Wir haben einzelne Fälle, die in der Öffentlichkeit das Ganze sozusagen publik bzw. populär gemacht haben und die politische Diskussion um Heuschrecken hat das entsprechend weitergeführt. Ich denke, es wird auch hier der Einzelfall zeigen, ob es den Private Equity-

Firmen gelingt, sich für die Frage, wie der Strukturwandel in Deutschland läuft, zu positionieren. Ich meine, wenn Sie das Geschäftsmodell nehmen, was sind das für Unternehmen, welche Marktperspektiven, welche Innovationskraft, welche Internationalisierungsgrade haben die und wo können sie hin. Wenn das sehr sachorientiert diskutiert und davon abgeleitet wird, dann glaube ich, kann das weiterhin und wird es auch eine hohe Bedeutung haben. Ich glaube nur, dass wir mit allen Finanzierungsformen durch eine Delle gehen werden. Da wird sich keine einfach herausziehen können, wenn sich die aktuelle Frage der Finanzmarktstabilität überführt in eine Frage der realwirtschaftlichen Dynamik. Dann ist jede Finanzierung zu überprüfen. Wir erleben es auch schon bei Projektfinanzierungen, im Immobilienbereich, bei Großprojekten, wo einfach die Verträge schon unterschrieben waren und alles on-hold ist.

Unter der Krise vermag ich hier keine Prognose zu geben. Nach der Krise, glaube ich, dass die Notwendigkeit besteht, die ganze Palette von Unternehmensfinanzierungsinstrumenten zu nutzen.

Prof. Dr. Bernd Rudolph

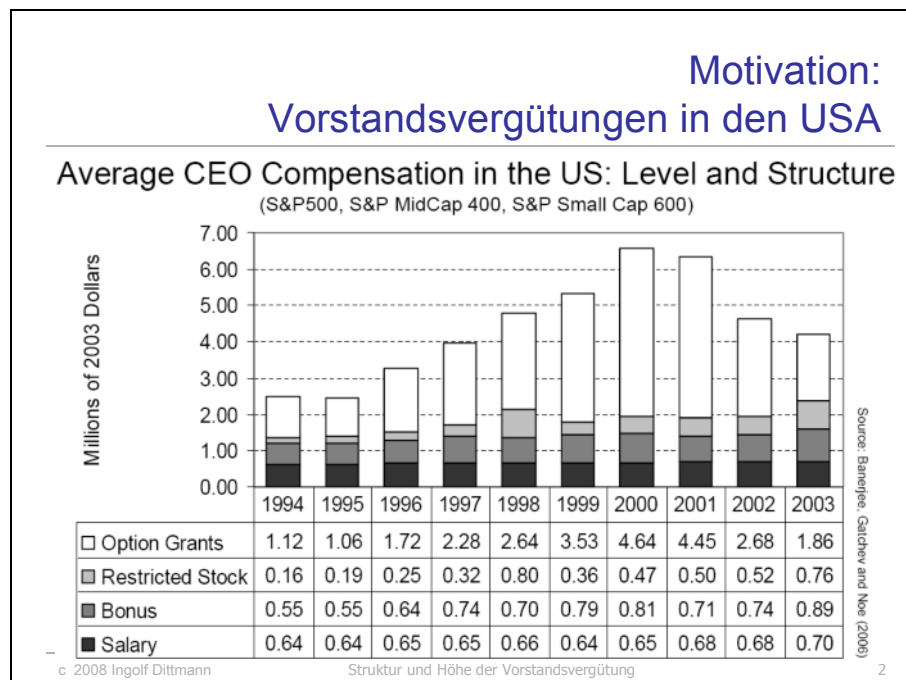
Herr Hüther, herzlichen Dank für Ihr Referat und die Diskussion. Ich glaube, es gibt etliche Punkte, die wir eher aus praktischer Sicht, wie aus wissenschaftlicher Sicht weiter diskutieren können. Ich fand auch ihre klare Positionierung in unserem Streit, ob nun also die Realwirtschaft die Finanzierungsbedingungen oder die Finanzierungsbedingungen die Realwirtschaft auf die lange Zeit determiniert, sehr instruktiv. Und eine Herausforderung: Wir aus dem Finance Bereich haben in der Regel die Neigung zu sagen, dass langfristig die rechtlichen Rahmenbedingungen des Finance die Realwirtschaft bestimmen werden. Sie haben gesagt, dass es in Deutschland genau umgekehrt sein könnte, der autonome Prozess, der eigentlich aus der Realwirtschaft kommt und die Finanzwirtschaft, die hat sich da anzupassen. Schwierige Fragen, die wir weiter diskutieren sollten.

3. Struktur und Höhe der Vorstandsvergütung in börsenorientierten Unternehmen Prof. Dr. Ingolf Dittmann

Department of Finance, Erasmus Universiteit Rotterdam

Herzlichen Dank für die Einleitung. Zunächst möchte ich den Kollegen von Rosen und Rudolph für die hervorragende Organisation dieser Tagung danken. Es ist ein sehr interessantes Programm und ich freue mich, Teil dieses Programms sein zu dürfen.

Mein Vorredner Herr Hüther hat eine sehr breite volkswirtschaftliche Perspektive aufgezeigt. Mit meinem Vortrag zur Frage der "Struktur und Höhe der Vorstandsvergütungen in Aktiengesellschaften" werde ich mich hingegen einem betriebswirtschaftlichen Problem der Aktiengesellschaften widmen und Ihnen einen Überblick über die neuesten Forschungsergebnisse geben, die meines Erachtens nicht nur theoretisch reizvoll sind, sondern auch einen hohen praxisrelevanten und politischen Bezug aufweisen.



Als Einstieg in das Thema möchte ich den Blick auf die USA richten, für die wesentlich genauere und detailliertere Daten zur Entwicklung der Vorstandsvergütungen vorliegen. Statistisch erfasst sind in der obigen Abbildung die größten 1.500 Aktiengesellschaften der USA.

Der untere dunkle Balken gibt das Festgehalt der Vorstandsvorsitzenden wieder, das im Zeitraum von 1994 bis 2003 einen relativ konstanten Wert mit kleineren Schwankungen zwischen 500.000 und 600.000 US-Dollar aufweist. Der Bonus ist ungefähr noch einmal genau so hoch und variiert ebenfalls nicht sonderlich stark über die Zeit. Dieser Befund stimmt mit anderen Forschungsarbeiten überein. Demnach sind Bonuszahlungen, die doch eigentlich vom Firmenergebnis abhängen sollten, nicht sonderlich „variabel“. Als Ursache hierfür werden steuerliche Gründe oder „Rechtfertigungsgründe“ genannt. Die Vorstandsvergütung enthält weiter eine Aktienkomponente, so genannte Restricted Stocks, also Aktien mit einer Haltefrist von typischerweise drei Jahren. Dieser Vergütungsbestandteil hat über die Zeit zugenommen und steigt seit 2003 – das lässt sich der Abbildung nicht mehr entnehmen – weiter an. Noch stärker haben Optionen auf Aktien des eigenen Unternehmens mit einer Haltefrist von ein bis drei Jahren zugelegt, die zudem den größten Teil der Vorstandsvergütungen ausmachen. Der Spitzenwert um die Jahrtausendwende ist auf die New-Economy-Blase zurückzuführen.

Aus einer Reihe von weiteren Beobachtungen lassen sich einige stilisierte Fakten ableiten. In den letzten 25 Jahren sind die Vergütungen der Vorstandsvorsitzenden stark gestiegen, was in der Politik und der Öffentlichkeit eine große Debatte ausgelöst hat. Diese Entwicklung darf allerdings nicht auf alle Unternehmen pauschalisiert werden. Denn die Höhe der Vergütungen ist stark von der Firmengröße und auch von der Branche abhängig. Zudem variiert sie sehr stark über die verschiedenen Länder hinweg, obwohl hier mittlerweile ein gewisser Konvergenzprozess zu konstatieren ist. Dieser gilt auch für variable Bestandteile wie Optionen, Boni und auch Abfindungen, die international gleichermaßen stark zugenommen haben. Allerdings ist mit diesen Vergütungsbestandteilen auch die Möglichkeit von Zufallsgewinnen – auf Englisch würde man von „windfall-profits“ sprechen – verbunden. Alles in allem sind aber nicht nur die Vergütungen, sondern auch die Entlassungswahrscheinlichkeiten der Topmanager – zumindest moderat – gestiegen.

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob es sich bei diesem empirischen Befund um das Ergebnis effizienter Vergütungsverträge oder um Selbstbedienung der Manager handelt. Bei der Antwort auf diese Frage ist sich die Forschung uneins. Ein theoretischer Zweig der Forschung beschäftigt sich mit der Effizienz von Verträgen und versucht, in der Unternehmenspraxis vorzufindende Verträge mit so genannten Prinzipal-Agent-Modellen zu beschreiben und zu verstehen. Hieraus werden Emp-

fehlungen abgeleitet, wie anreizkompatible Vergütungsverträge mit dem Topmanagement ausgestaltet sein sollten.

Auf der anderen Seite findet sich die Literatur zur Selbstbedienung – oder „rent-extraction“ – die sich mit der Evidenz offensichtlich nicht effizienter Verträge beschäftigt. Auf diese Weise wurde beispielsweise der aktuelle Skandal in den USA aufgedeckt, in dem Aktienoptionen rückdatiert wurden.

Die Realität ist aber alles andere als schwarz oder weiß. Weder vertragskonformes Verhalten noch Vertragsbruch ist die Regel. Deswegen können auch beide Forschungsrichtungen jeweils für sich genommen nicht alles erklären. Die Vertragseffizienz kann z.B. nicht den oben erwähnten Skandal erklären; umgekehrt kann auch nicht alles Selbstbedienung sein, denn warum sollten die Manager bei drei oder vier Millionen aufhören, könnten sie sich doch auch zehn oder 20 Millionen zuschustern.

Daher ist in der Praxis mit beidem zu rechnen. Dies ist verständlich, handeln doch Topmanager rational und wollen auf diese Weise das Beste für sich herausholen. Umso wichtiger ist es, durch effiziente Rahmenbedingungen das Verhalten der Manager in die richtigen Bahnen zu lenken, die sie dazu anhalten sollen, Werte zu schöpfen und nicht Regeln zu umgehen. Vergütung und Corporate Governance sind untrennbar miteinander verbunden. Die Literatur bestätigt, dass Selbstbedienung negativ mit guter Corporate Governance korreliert. Beispielsweise kommen meine Kollegen Bertrand und Mullainathan zu dem Ergebnis, dass in Unternehmen mit guter Corporate Governance wesentlich weniger Zufallsgewinne zu finden sind als in Unternehmen mit einer weniger guten Corporate Governance. Gute Corporate Governance führt demnach eher zu Vertragseffizienz, während weniger effiziente Corporate-Governance-Mechanismen Spielräume eröffnen, Regeln und Verträge – möglicherweise zu Lasten der Aktionäre – zu brechen.

In meinem Vortrag möchte ich nicht über Beispiele der Selbstbedienung sprechen; die kennen Sie aus den Zeitungen zur Genüge. Ich möchte vielmehr aufzeigen, wie optimale Verträge mit dem Topmanagement aussehen. Denn nur so kann man die entsprechenden Anreizmechanismen verstehen und nur auf dieser Basis sind Handlungsempfehlungen bezüglich der Vertragsgestaltung abzugeben. Lassen Sie mich hierzu einige erkenntnisleitende Fragestellungen skizzieren.

Vor dem Hintergrund der Empirie stellt sich zunächst die berechtigte Frage, warum die Vorstandsvergütungen in den letzten Jahren so stark gestiegen sind. Was erklärt die Unterschiede zwischen einzelnen Unter-

nehmen und Ländern? Warum sind gerade in der Entlohnung von Vorstandsvorsitzenden die Unterschiede sehr groß, viel größer als zwischen den anderen Vorstandsmitgliedern?

Wie hoch sind Vorstandsgehälter tatsächlich bzw. mit welchem Konzept sollte die Höhe gemessen werden? Machen Optionen Manager risikofreudig? Sind Optionen oder Aktien besser, um entsprechende Anreize, etwa hinsichtlich des Arbeitseinsatzes oder der Risikobereitschaft, zu schaffen? Welche Ziele verfolgen Firmen mit der Vergütung und mit welcher Vergütungsstruktur können diese Ziele erreicht werden? Last but not least: Soll die Politik in die Managervergütungen eingreifen und, wenn ja, wie?

Auf diese Fragen möchte ich Antworten finden und mit der Diskussion über die Höhe der Entlohnung beginnen. Ein wichtiger Erklärungsansatz, warum die Vergütungen in der vergangenen Zeit so stark gestiegen sind, findet sich in einer Arbeit von Gabaix and Landier, die dieses Jahr erschienen ist. Die erklärenden Variablen für die Höhe der Vergütung sind darin das Talent der Manager und die Größe der Unternehmen.

Gabaix und Landier unterstellen in ihrem Modell, dass talentierte Manager für größere Unternehmen potenziell wertvoller sind als für kleinere. Mit seinem Talent kann ein Vorstandsvorsitzender einen festen Betrag zusätzlich erwirtschaften, der zum Firmenwert hinzu addiert wird. Talent wirkt in dem Modell außerdem „multiplikativ“, indem es die Rendite der Firma erhöhen kann. Gerade für große Firmen mit einer höheren Kapitalbasis ist der „Multiplikator“ Talent und der damit zusätzlich erzielbare Gewinn daher von großer Bedeutung.

In dem Modell konkurrieren die Unternehmen um die knappe Ressource „Talent“. Am Ende dieses Konkurrenzprozesses ergibt sich ein Gleichgewicht, in dem der talentierteste Manager von dem größten Unternehmen angestellt wird, der zweittalentierteste von dem zweitgrößten usw. Das ist natürlich nur ein sehr vereinfachtes Abbild der Realität. Das Besondere ist deswegen auch nicht unbedingt die Argumentation, die intuitiv einleuchtend ist. Das Besondere ist hingegen, dass die Autoren dieses Modell empirisch testen und damit zeigen, warum die Vergütungen in der jüngsten Vergangenheit so stark gestiegen sind: Unternehmen sind größer und gleichzeitig ist auch Talent wichtiger geworden. Deswegen sind die Firmen bereit, für ein Top-Talent mehr zu zahlen, und zwar aus dem einfachen Grund, weil es die Rendite steigert. Da Unternehmen auf dem Arbeitsmarkt konkurrieren, müssen sie für den besten Manager et-

was mehr zahlen, als die nächstgrößte Firma zu zahlen bereit wäre. Dieser Aufwand lohnt sich, weil dieses Talent so wertvoll ist.

Gleichzeitig kann das Modell auch die Unterschiede der Vergütungshöhe in verschiedenen Ländern und Unternehmen erklären. Beispielsweise sind Gehälter in den USA höher, da die Unternehmen dort größer sind. Mit dem Wachstum der Unternehmen in Deutschland oder in Europa steigen auch dementsprechend die Gehälter.

Interessant ist auch, dass in diesem Modell nur äußerst geringe Unterschiede in der Höhe des Talents benötigt werden, um sehr große Unterschiede in der Bezahlung zu erklären. Denn in absoluten Zahlen macht ein lediglich geringer Renditeunterschied, der sich aus dem Talentvorsprung des Managers ergibt, gerade für große Unternehmen einen enormen zusätzlichen Gewinn aus. So erklärt sich auch die Bereitschaft, für zusätzliches Talent, auch wenn es relativ zum nächst Besten nur sehr gering ist, sehr viel mehr zu zahlen. Persönlich finde ich das Modell sehr überzeugend, erklärt es doch sehr nachvollziehbar, warum es in der jüngsten Vergangenheit zu einem so ungewöhnlichen Anstieg der Vergütungen gekommen ist.

Damit möchte ich zur zweiten Frage überleiten: Wie hoch sind die Vorstandsgehälter wirklich? Die in den Medien häufig genannten Beträge, beispielsweise ex-post-Auszahlungen, die nach einer Übernahme anfallen, sind oftmals viel zu hoch, weil diese sich nicht – wie häufig suggeriert – auf ein Jahr, sondern letztlich auf viele vergangene Jahre bezieht. Zudem wird die Höhe dieser ex-post-Auszahlungen durch das freiwillige Halten von Aktien und Optionen beeinflusst, die dann mit dem Ausscheiden verkauft oder ausgeübt werden.

Eine weitere Herangehensweise zur Bestimmung der Vergütungshöhe ist das Heranziehen von Marktwerten, d.h. wie hoch ist der aktuelle Kurs der Aktien und wie hoch ist der Black-Scholes-Wert der Optionen. Allerdings ist die Bewertung mit Marktpreisen nur dann gerechtfertigt, wenn risikoneutrales Verhalten unterstellt werden kann, das nur das systematische, aber nicht das firmenspezifische Risiko berücksichtigt. Das Vermögen eines Managers hingegen ist sehr schlecht diversifiziert. Beispielsweise sind US-Manager typischerweise zu ungefähr 50 Prozent ihres gesamten Vermögens in der eigenen Firma investiert, hinzu kommt das eigene Humankapital, das auch sehr stark von der Firma abhängig ist. Eine risikoneutrale Bewertung der Höhe der Vergütung scheidet aus diesem Grund aus. Marktwerte sind eigentlich zu hoch gegriffen. Die Frage sollte vielmehr sein, was es dem Vorstandsvorsitzenden wert ist, Aktien und

Optionen seines Unternehmens zu halten. Eine Maßzahl hierfür ist das so genannte Sicherheitsäquivalent. Für den „typischen“ Vorstandsvorsitzenden, der sich realistischerweise risikoavers verhält, ergibt sich ein subjektiver Wert der Aktien von 40 bis 60 Prozent des Marktwertes. Ein Vorstandsvorsitzender, der 100.000 Euro in Aktien erhält, schreibt diesem Aktienpaket lediglich einen Wert von 60.000 Euro in bar zu. Bei Optionen ist dieses Phänomen noch viel stärker ausgeprägt, da der subjektive Wert hier nur 20 bis 40 Prozent des eigentlichen Marktwertes ist. Unter diesen Annahmen beträgt die Summe aus Aktien und Optionen, die den jeweiligen US-Vorstandsvorsitzenden im Jahr 2000 ausgezahlt wurden, nicht mehr rd. fünf Millionen US-Dollar, sondern nur noch rd. 2,5 Millionen US-Dollar. Für die allermeisten Menschen ist dies zwar immer noch viel Geld, aber es ist nicht mehr so extrem, wie es auf den ersten Blick erscheint. Dies alles gilt es zu beachten, wenn über die Höhe der Managementvergütungen debattiert wird.

Damit möchte ich zu der Frage übergehen, wie die Anreize für die Vergütung gemessen werden können. Was wird überhaupt unter Anreizen verstanden? Lassen Sie mich auf zwei Arten von Anreizen eingehen, die mir besonders wichtig erscheinen, auf Arbeitsanreize und Risikoanreize.

Bei den Arbeitsanreizen geht es darum, hart im Sinne des Unternehmens zu arbeiten. Das bedeutet nicht nur, viele Stunden zu arbeiten, sondern auch das Unternehmensinteresse vor die eigenen Interessen zu stellen. Bei der Bestimmung der Arbeitsanreize geht es um die Frage, wie sich der Nutzen des Managers verändert, wenn sich der Aktienkurs erhöht. Formal ist dies nichts anderes als die Ableitung des Nutzens nach dem Aktienkurs. Diese nutzenadjustierte „pay-for-performance“-Sensitivität gibt an, wie sich der Nutzen in Abhängigkeit von der Performance, sprich dem Aktienkurs, verändert.

Im Vergleich dazu bestimmt sich der Risikoanreiz des Managers aus dem Nutzen, der sich aus einer Erhöhung der Volatilität ergibt. Formal handelt es sich hierbei um die Ableitung der Nutzenfunktion nach der Volatilität. Wir sprechen von einem nutzenadjustiertem „vega“ des Portfolios. Vor dem Hintergrund eines schlecht diversifizierten Vermögens des Managements sind adäquate Risikoanreize notwendig. Der Manager, der 50 Prozent seines Vermögens und sein gesamtes Humankapital in sein Unternehmen investiert hat, trifft seine Geschäftsentscheidungen nicht unabhängig von dem spezifischen Risiko des Unternehmens. Deswegen ist er sehr zurückhaltend, zusätzliche Risiken einzugehen, selbst wenn sie den Firmenwert erhöhen würden. Riskante Projekte mit einem positiven

Netto-Barwert würden aus diesem Grund nicht realisiert werden. Um dies zu vermeiden, sind adäquate Risikoanreize sinnvoll.

Wenn von Risikoanreizen die Rede ist, fällt schnell das Schlagwort Optionen. Allerdings stellt sich die Frage, ob Optionen Manager tatsächlich risikofreudig machen. Dies würde unter der Annahme stimmen, dass der subjektive Wert von Optionen mit der Volatilität steigt. Diese Annahme stimmt zwar für Optionen, die sehr weit aus dem Geld sind, aber für Optionen, die am oder im Geld begeben werden, trifft sie meist nicht zu. In der Literatur wurde von Carpenter, Ross und Lewellen gezeigt, dass Optionen Manager weniger risikofreudig machen können.

Auch hierfür gilt der einfache Grund: Manager sind sehr schlecht diversifiziert. Sicherlich steigt der Wert von Optionen mit der Volatilität bei risikoneutraler Marktbewertung. Aber das ist nicht die Sicht des risikoaversen Managers. Zwar ist er auch daran interessiert, dass sich der Erwartungswert der Auszahlung erhöht. Allerdings will er nicht nur eine steigende Volatilität vermeiden, sondern ganz im Gegenteil unter Umständen sogar absenken. Aus der Perspektive des Managers fällt also der Wert einer Option – meist – mit der Volatilität. Die Idee, dass Optionen zu rücksichtslosem Risikoverhalten führen, ist aus dieser Sicht nicht gerechtfertigt. Sie gilt allerhöchstens für den Ausnahmefall, dass die Option weit aus dem Geld ist. Dann nimmt der Manager ein hohes Risiko in Kauf, hat er doch ohnehin kaum noch etwas zu verlieren.

Damit kommen wir zu der Frage: Sind Optionen oder Aktien besser, um Anreize zu schaffen hier? In einer Veröffentlichung mit dem Kollegen Maug zeige ich, dass es in Bezug auf die Arbeitsanreize am besten ist, keinerlei Optionen, sondern nur Aktien und ein minimales Festgehalt zu gewähren. Demzufolge wären die in der Praxis weit verbreiteten Verträge äußerst ineffizient, denn in den USA finden wir sehr hohe Optionsanteile sowie sehr hohe Festgehälter. Wir rechnen in unserem Beitrag aus, dass durch die alleinige Verwendung von Aktien als variabler Teil der Vergütung bis zu 50 Prozent der Kosten für die Entlohnung eingespart werden könnten.

Berücksichtigen wir allerdings nicht nur Arbeitsanreize, sondern auch Risikoanreize, damit der Manager auch Projekte realisiert, die zwar risikant sind, aber auch einen positiven Barwert aufweisen, dann ergibt sich ein optimaler Vertrag aus einem hohen Festgehalt und Optionen, die im Geld sind. Aktien wären nicht Bestandteil der Vergütung. Dies leuchtet intuitiv ein. Mit den Optionen wird einerseits das Down-Side-Risiko reduziert, was wiederum den Manager zu einer höheren Risikobereitschaft

motiviert. Andererseits sorgt die Aussicht auf entsprechende Gewinne – die Erhöhung des Erwartungswerts der Rendite – für die notwendigen Arbeitsanreize.

Wird dieser Maßstab an „reale“ Verträge angelegt, so sind diese nur noch wenig ineffizient. Die Kostenersparnis würde sich um rund fünf Prozent bewegen. Der zu beobachtende Mix aus Aktien und Optionen kommt sehr weit an diese Optionen im Geld heran. Zudem können wir aus diesem Befund schließen, dass Risikoanreize und nicht nur Arbeitsanreize in der Praxis relevant sind.

Lassen Sie mich das Gesagte an einem konkreten numerischen Beispiel verdeutlichen.

Numerisches Beispiel: Vier alternative Verträge für einen CEO

- Alle 4 Verträge schaffen dieselben Arbeitsanreize und denselben erwarteten Nutzen für den Manager.
- Typische Parameterwerte

	Aktien	Optionen	Gehalt	AÜP	Kosten	RA
nur Aktien	0.3%	0.0%	\$0.5m	100%	\$5.3m	-146
nur Optionen a.G.	0.0%	0.7%	\$4.0m	100%	\$9.4m	-27
Aktien & Optionen	0.2%	0.2%	\$1.5m	100%	\$8.1m	-105
nur Optionen i.G.	0.0%	0.4%	\$3.2m	55%	\$8.0m	-103

AÜP: Ausübungspreis
RA: Risikoanreize

c. 2008 Ingolf Dittmann Struktur und Höhe der Vorstandsvergütung 12

Betrachten wir einen Vergütungsausschuss, der sich unter vier alternativen Verträgen für einen Vorstandsvorsitzenden entscheiden muss. Die vier Verträge sind mit identischen Arbeitsanreizen verbunden, die alle dazu führen, dass der Vorstandsvorsitzende gleich gut an dem Erwartungswert der Firma arbeitet. Darüber hinaus ist der Manager indifferent gegenüber diesen Verträgen, da er durch jeden denselben Nutzen erhält. Aber wie sieht es aus mit den entsprechenden Risikoanreizen?

In der ersten Version enthält der Vergütungsvertrag nur Aktien. Der Vorstandsvorsitzende würde zu Beginn seines Beschäftigungsverhältnisses ein Aktienpaket von 0,3 Prozent des gesamten Grundkapitals erhalten. Darüber hinaus bekommt er ein Gehalt von 500.000 US-Dollar. Optionen

sieht der Vertrag keine vor. Eine solche Anstellung würde das Unternehmen insgesamt 5,3 Millionen US-Dollar kosten.

Bei der zweiten Variante wird hingegen auf eine Aktienvergütung verzichtet. Der Vorstandsvorsitzende erhält als variablen Bestandteil nur Optionen am Geld mit einem Ausübungspreis, der 100 Prozent des aktuellen Kurses beträgt. Damit müsste das Unternehmen Optionen auf 0,7 Prozent des Grundkapitals ausgeben. Der Vergleich zwischen Vertrag eins und zwei zeigt, dass für den gleichen Arbeitsanreiz eine wesentlich größere Zahl an Optionen notwendig sind. Allerdings ist hierbei noch nicht berücksichtigt, dass im Vergleich zu Aktien deutlich risikoreichere Optionen subjektiv sehr viel weniger wert sind. Um dies auszugleichen, muss das Fixgehalt entsprechend erhöht werden, was dazu führt, dass der Vorstandsvorsitzende in diesem numerischen Beispiel nur dann indifferent zwischen beiden Verträgen ist, wenn das Fixgehalt auf 4 Millionen US-Dollar erhöht wird. Damit erhalten wir Gesamtkosten von 9,4 Millionen US-Dollar.

Der dritte Vertrag kombiniert Aktien und Optionen zu gleichen Anteilen von jeweils 0,2 Prozent des Grundkapitals. Bei dieser Konstellation würde das Fixgehalt 1,5 Millionen US-Dollar betragen, die Gesamtkosten addieren sich auf 8,1 Millionen US-Dollar.

Beachten Sie, dass diese drei Verträge hinsichtlich der Arbeitsanreize bei konstantem Nutzen gleich sind. Die kostengünstigste Variante ist also die Version mit Aktien. Berücksichtigen wir allerdings neben den Arbeitsanreizen auch Risikoanreize, ergibt sich ein anderes Bild. Ein Risikoanreiz von Null beschreibt die Situation, in der der Manager die Strategie unabhängig von dem damit verbundenen Risiko wählt. Er würde also nur auf den Erwartungswert und nicht auf das firmenspezifische Risiko schauen. Ist der Wert des Risikoanreizes hingegen negativ, dann wird der Manager das Risiko weiter verringern. Je negativer diese Zahl ist, desto mehr wird er das Risiko scheuen und riskante Projekte meiden. Ist es hingegen positiv, dann ist der Manager risikofreudig und wird möglicherweise auch Risiken übernehmen, die der Firma schaden.

Vor diesem Hintergrund schauen wir uns nun den Vertrag mit Optionen an. Obwohl der Anteil der Optionen an der Vergütung sehr hoch ist, sind die Risikoanreize negativ. Hier tritt ein, was ich vorhin erläutert habe: Optionen erzeugen eben nicht notwendigerweise Risikofreude. Ganz im Gegenteil drosseln sie die Risikobereitschaft eines Managers, da dessen Vermögen nur gering diversifiziert ist. Für eine optimale Risikobereitschaft von Null müssten wir sowohl auf Aktien als auch auf Optionen

verzichten. Ein Vertrag, der lediglich auf einem fixen Einkommen beruht, erzeugt aber keinerlei Arbeitsanreize. Deswegen sind Aktien und Optionen unverzichtbare Vergütungsbestandteile.

Schauen wir uns vor diesem Hintergrund noch einmal den letzten Vertrag an, der wahrscheinlich, abgesehen von der Höhe des Gehalts, von der Zusammensetzung her der realistischste ist. Der Anteil der Aktien und Optionen beträgt jeweils 50 Prozent; der Risikoanreiz ist negativ. Verträge, die nur Aktien enthalten, sind zwar kostengünstig, aber unter Berücksichtigung der Risikoanreize, die deutlich negativ sind, keine wirkliche Alternative. Anders verhält es sich beim vierten Vertrag, der Optionen im Geld enthält, d.h. der Ausübungspreis dieser Option ist gleich 55 Prozent des Wertes des Aktienkurses ist. Davon würden 0,4 Prozent des Grundkapitals zusammen mit einem Gehalt von 3,2 Millionen gebraucht. Bezüglich der Kosten ist dieser Vertrag ebenfalls relativ günstig. Zugleich laufen die Risikoanreize in Richtung Null. Alles in allem sind also nur Optionen im Geld eine Alternative zu der Kombination aus Optionen und Aktien, wenn Arbeitsanreize und Risikoanreize berücksichtigt werden. Allerdings ist der Kostenunterschied und die damit verbundenen Ersparnisse relativ gering. Diesbezüglich unterscheiden sich die beiden letzten Verträge in der Tabelle daher nicht wesentlich.

Ich hoffe, dass Ihnen anhand der Beispiele meine Argumentation etwas klarer wurde. Die Ergebnisse werden auch weitgehend empirisch von unseren Forschungsarbeiten bestätigt, die auf einer umfassenden Stichprobe von 600 bis 700 Verträgen von Vorstandsvorsitzenden beruhen.

Was folgt aus diesem Modell? Wie sollte die Entlohnung der Vorstandsvorsitzenden nun aussehen? Werden lediglich Arbeitsanreize gewünscht, dann sollte die variable Vergütung nur durch Aktien erfolgen. Sollen allerdings adäquate Arbeits- und Risikoanreize gesetzt werden, dann sollten wir Aktien und Optionen am Geld nehmen oder aber, etwas besser, Optionen im Geld. Sind hingegen nur Risikoanreize von Interesse, dann sollten weder Aktien noch Optionen verwendet werden.

Abfindungen, deren Höhe in letzter Zeit auch in der Politik und Öffentlichkeit kontrovers diskutiert wird, sind natürlich auch eine Möglichkeit, die entsprechenden Risikoanreize zu setzen, da sie den negativen Effekt einer Entlassung bis zu einem gewissen Grad kompensieren. Deswegen können Abfindungen dazu führen, dass der Vorstandsvorsitzende bereit ist, höhere Risiken in Kauf zu nehmen.

Abfindungen sind darüber hinaus von großer Bedeutung bei einer Unternehmensübernahme, die erwiesenermaßen für den Aktionär der Ziel-

gesellschaft äußerst lohnenswert sein kann. Allerdings sträuben sich die Vorstandsvorsitzenden oftmals dagegen, Ziel einer Übernahme zu sein, kommt dies doch in gewissem Maße auch einem Eingeständnis eigener Fehler gleich. Mit entsprechenden Abfindungen erhalten Vorstandsvorsitzende die notwendigen Anreize, auf ein Übernahmeangebot einzugehen.

Abfindungen sind natürlich nicht nur mit positiven Anreizen verbunden, verringern sie doch sicherlich den Arbeitsanreiz. Auch wenn es schlecht läuft, wird der Vorstandsvorsitzende mit einer hohen Abfindung „belohnt“. Deswegen sollten, um diesen Effekt zu kompensieren, Optionen oder Aktien in Verbindung mit einer Abfindung gewährt werden. Beide Vergütungskomponenten hängen also miteinander zusammen.

Abschließend möchte ich noch auf die Frage eingehen, ob die Politik in die Vergütungspolitik der Unternehmen eingreifen sollte. Meine Meinung: Ja, aber nicht in den Bereichen, worüber zur Zeit öffentlich diskutiert wird. Aktionäre brauchen genügend Transparenz, um effiziente Verträge auszuhandeln. Aktionäre müssen – vertreten durch den Aufsichtsrat – mit den Vorstandsvorsitzenden einen Vertrag aushandeln. Die Vorstandsvorsitzenden erklären sich dann bereit, zu diesen Konditionen für das Unternehmen zu arbeiten. Für mich stellt sich die Frage, ob die Aktionäre in Deutschland in der Summe genügend Macht besitzen, um effiziente Verträge auszuhandeln und um auch an einem gewissen Punkt, wenn es beispielsweise um eine weitere Erhöhung des Gehalts geht, auch nein sagen zu können.

Um Aktionären gegenüber dem Vorstand mehr Macht zu geben, sollte die Offenlegung von Vorstandsgehältern verbessert werden. Hier hat sich der Gesetzgeber in die richtige Richtung bewegt. Aber immer noch ist gerade der Vergleich zwischen den Unternehmen doch sehr schwer, da bislang keine normierte Offenlegungspflicht existiert. Darüber hinaus sollte es Eingriffsmöglichkeiten der Aktionäre geben, beispielsweise eine HV-Abstimmung. Das ist meines Erachtens ein äußerst relevanter Punkt.

Transparenz ist das eine. Darüber hinausgehende Maßnahmen, etwa gesetzliche Beschränkungen der Höhe oder der Bestandteile der Vergütungen, sind hingegen potenziell schädlich, da sie gravierende Eingriffe in das Marktgeschehen bedeuten. Angenommen, Optionen oder Abfindungen würden einfach aus politisch motivierten Gründen gedeckelt, dann wären damit sicherlich Effekte auf die Anreize und auf die gesamte Gehaltsstruktur verbunden. Ein Höchstgehalt bei den Managervergütungen führt mit Sicherheit zum Abfluss von Talenten. Vorstandsvorsitzende

haben nicht nur die Möglichkeit, zu einem anderen börsennotierten Unternehmen zu wechseln, sie haben darüber hinaus die Möglichkeit in anderen Bereichen der Privatwirtschaft eine Anstellung zu finden. Der Sorge, mit dem Anstieg der Managergehälter würde auch die soziale Ungleichheit steigen, sollte die Politik mit anderen, besser bewährten Instrumenten begegnen. Warum sollten wir Manager anders behandeln als andere Menschen, die viel Geld verdienen? Wenn die soziale Ungleichheit wirklich das Problem ist, dann sollte sie mit einer höheren Besteuerung hoher Einkommen gelöst werden. Aber auch hier ist Vorsicht angebracht, führt dies doch möglicherweise nur dazu, dass Firmen unter Umständen auch höhere Bruttogehälter zahlen werden. Auf jeden Fall bedeutet es, dass damit der Staat und letztlich der Steuerzahler von diesen Verträgen profitiert.

Damit möchte ich meinen Vortrag beenden und Ihnen für die Aufmerksamkeit danken.

Prof. Dr. Bernd Rudolph

Herzlichen Dank, Herr Dittmann, für Ihre Ausführungen über ein brisantes Thema, dem Sie aus der Literatur und Ihrem Modell heraus einen klaren Kern gegeben haben. Zum Einstieg in die Diskussion: Ein populärer Einwand gegen die Vergütung der Manager ist, dass diese an Aktien oder Optionen anknüpfen und ein oder zwei Jahre später festgestellt wird, dass der Wertzuwachs, der gemessen wurde, gar nicht mehr existiert. Die Werte sind gewissermaßen in sich zusammengefallen. In diesem Zusammenhang wird der Vorschlag einer Bonusbank diskutiert, sowohl bezüglich der Langfristigkeit als auch der Messmethodik. Diese Frage variiert im Hinblick auf Arbeitanreize und Risikoanreize. Hier müsste die Argumentation etwas gedreht werden. In Ihrem Modell unterstellen Sie, das ex ante definitiv klar ist, was von dem Manager geleistet wurde. Was ist aber, wenn der Wertzuwachs nach einem halben Jahr oder zwei Jahren in Frage gestellt werden muss oder wenn sich herausstellt, dass manipuliert wurde?

Zweite Frage: Es gibt ein systematisches und ein unsystematisches Risiko, d.h. der Aktienkurs ist von dem Management beeinflussbar. Mir ist nicht ganz klar geworden, inwiefern Sie diese Unterscheidung in Ihrem Modell berücksichtigen. Was ich damit sagen will: Der Aktienkurs geht manchmal auch – gewissermaßen – gegen den Willen des Vorstandsvorsitzenden hoch.

Prof. Dr. Ingolf Dittmann

Zu Ihrer ersten Frage hinsichtlich potenzieller Manipulationsmöglichkeiten und dem Setzen von langfristigen Anreizen: Ausschlaggebend ist sicherlich, in welchem Umfang Manipulationen stattfinden können. Sie haben Recht, dass die Höhe der Aktienkurse zumindest kurzfristig mit verschiedenen unlauteren Methoden beeinflussbar sind. Deswegen sollten langfristige Anreize gesetzt werden, die es meines Erachtens auch gibt, beispielsweise durch das Festlegen von Haltefristen von drei oder vier Jahren. Somit ist klar, dass ein kurzfristiger Gewinn im ersten Jahr für den Wert dieses Gehaltsbestandteils keine Relevanz hat. Wenn Sie natürlich davon ausgehen, dass man auch über drei Jahre hinweg den Aktienkurs noch manipulieren kann, dann haben wir generell ein Problem mit der Aktienfinanzierung und den Signalen, die der Markt für die Investoren gibt.

Zu Ihrer zweiten Frage: Von den Zufallsgewinnen habe ich zu Beginn meines Vortrags gesprochen. Viele sehen darin auch ein opportunistisches Element, da damit eine Belohnung für etwas einhergeht, was der Manager nicht selbst geleistet hat. Hier muss mit den passenden Methoden entgegengesteuert werden. Beispielsweise gilt es, den Wertzuwachs der Aktien und Optionen in Relation zu einer Vergleichsfirma oder einem Branchen-Index zu betrachten. Diese Instrumente gibt es, sie werden allerdings nur sehr wenig genutzt, was unter anderem darauf zurückzuführen ist, dass der damit verbundene Einkommensverlust anderweitig kompensiert werden müsste, z.B. durch ein höheres Festgehalt. Vor diesem Hintergrund sind die Ersparnisse durch eine Indexierung relativ gering. Höhere Festgehälter sind darüber hinaus problematisch, da sie natürlich auch in konjunkturell schlechten Zeiten gezahlt werden müssen. Eine „bedingungslose“ Partizipation an steigenden Aktienkursen in guten Zeiten ist, glaube ich, für den Aktionär erträglicher als ein hohes Festgehalt, das immer gezahlt werden muss.

Gast

Herzlichen Dank! Zunächst möchte ich auf den einfachsten Vorschlag zur Vorstandsvergütung aller Zeiten hinweisen, den, glaube ich, der DGB in den achtziger Jahren gemacht hat. Als Beispiel für eine faire Vergütung des Vorstands sollte das Gehalt auf das 20fache eines durchschnittlichen Facharbeiters begrenzt werden. Wahrscheinlich wäre die einzige Anreizwirkung für das Management, die von einem solchen Vorschlag ausginge, dass die Tarifverhandlungen in Zukunft etwas großzügiger

ausfielen. Deshalb sehen wir solche Ideen eher mit einem gewissen Humor, zumindest im Bezug auf börsennotierte Aktiengesellschaften.

Zurück zur Ernsthaftigkeit des Themas. Ich fand es interessant, Herr Professor Dittmann, wie Sie die ökonomische Theorie mit Ergebnissen empirischer Untersuchungen kombiniert haben. In allen Punkten kann ich Ihnen nur beipflichten. Allerdings haben Sie mir hier und da ein Stichwort gegeben, bei dem ich gerne noch einmal nachfragen würde. An einer Stelle haben Sie mit Fug und Recht das Stichwort „Prinzipal-Agent-Theorie“ genannt. Diese Theorie in ihrer feinsten Ausgliederung, wie wir sie in der Literatur erleben, bietet uns interessante Ansatzmöglichkeiten, wie ein Verhandlungsprozess zwischen den Eigentümern und einem angestellten Management ausfallen könnte. Das ist die ideale, theoretische Welt, in der es zwischen den Eigentümern und dem angestellten Management im Rahmen eines Verhandlungsprozess zu einer (hoffentlich) effizienten Vergütungsstruktur kommt. In der Realität einer börsennotierten Gesellschaft haben wir es aber mit einem Aufsichtsrat als zusätzlichem Organ und einem verkleinerten Remuneration-Committee zu tun, das die Verhandlungen um die Vergütung führt.

Gerade in Deutschland wird uns immer wieder vorgeworfen, dass wir jetzt aus der guten alten „Deutschland AG“ im Prinzip etwas anderes gemacht hätten, was aber doch immer noch wie dieses „Old-Boys-Network“ von früher funktionieren würde. Zwar haben wir nicht mehr diese starken Kapitalverpflichtungen, aber ganz offensichtlich immer noch starke personelle Verflechtungen. Die Frage ist, wie wir das „Problem“ der Managervergütungen lösen können, ohne politische Eingriffe zu riskieren. Zwar sind wir weit weg von der Sozialneiddebatte der achtziger und neunziger Jahre, die von der politischen Linken geschürt wurde. Jetzt haben wir hingegen das Problem, dass diese Argumente angesichts der aktuellen Krisensituation Rückenwind erhalten. Daher stellt sich für mich die Frage, wie wir die funktionale Rolle des Aufsichtsrates noch optimieren können, damit dieses deutsche Corporate-Governance-Modell, das ich insgesamt nach wie vor für sehr positiv halte, nicht in dem Tsunami der Finanzkrise weggespült wird.

Lassen Sie es mich auf den Punkt bringen. Den Vorschlag, den Sie zum Schluss gebracht haben, der Hauptversammlung in Vergütungsfragen eine stärkere Rolle zu geben, möchte ich mit einigen Fragezeichen versehen: Macht das Sinn? Ist das praktisch möglich? Ich denke, nein! Aber sehen Sie eine Chance? Sehen Sie eine Chance, wie wir aus dieser politischen Klemme und in gewisser Weise auch aus dieser Dysfunktionalität des deutschen Corporate-Governance-Systems, die immer wieder auf-

kommt, herauskommen, ohne dass ganze System in Frage stellen zu müssen? Vielen Dank.

Prof. Dr. Ingolf Dittmann

Sie werfen die sehr wichtige Frage auf, wie das Prinzip dieser Verhandlungen ausgestaltet sein sollte. Zwar sollten die Rechte der Aktionäre durchaus gestärkt werden. Aber auch ich würde nicht so weit gehen, dass die Hauptversammlung über Details der Vergütungen beschließen sollte, sie sollte vielmehr nur „Ja“ oder „Nein“ sagen. Verschiedene Vertragsinhalte, insbesondere wenn es um Zielvereinbarungen im Rahmen von Bonus-Zahlungen geht, sind auch aus wettbewerblicher Sicht sehr relevant, so dass man diese mit Fug und Recht geheim halten möchte. Deswegen sollte beispielsweise gegenüber den Aktionären transparent sein, wie hoch der Bonus ausfällt, aber nicht unbedingt, welche Zielzahlen für dessen Berechnung zugrunde gelegt werden.

Ich denke, die Unternehmen sollten offen darüber reden, was und für welche Leistungen sie ihre Manager zahlen. Sie müssen nicht nur gegenüber ihren Aktionären, sondern auch gegenüber der Öffentlichkeit sagen können, warum es Optionspakete gibt. Auch sollte kommuniziert werden, warum es diese oder jene Veränderung über die Zeit gibt und warum es für dieses Unternehmen wichtig ist, ein solches Paket zu haben. Es ist doch paradox, dass wir in einem Land leben, in dem es anscheinend problematisch ist, wenn man zwei oder drei Millionen im Jahr verdient, aber es als nicht problematisch angesehen wird, wenn man mit drei Milliarden auf die Welt gekommen ist. Es stellt sich also die Frage, warum es in Ordnung ist, vererbten Reichtum zu akzeptieren, aber nicht, wenn dieser erarbeitet wurde. Hier sollte man die Debatte umkehren und sagen, wir brauchen dieses Talent, weil es eben dazu beiträgt – das wäre das Gewerkschaftsargument – die Führung eines Unternehmens zu verbessern und damit Beschäftigung zu sichern.

Gast

Diese Anreizverträge, die Sie vorgeschlagen haben, funktionieren vor allem deshalb, weil wir davon ausgehen, dass die Leute sich rational verhalten und Anreize so erkennen, wie sie denn auch ursprünglich einmal intendiert waren. Wir wissen aus verschiedenen amerikanischen Untersuchungen, dass gerade Vorstandsvorsitzende zum Teil sehr stark „overconfident“ sind, d.h. sie glauben, besser zu sein, als sie tatsächlich sind. Empirisch lässt sich feststellen, dass die Ausprägung dieses Phänomens zum Teil von der jeweiligen Vorbildung abhängt. Vorstände mit einem

ingenieurwissenschaftlichen Hintergrund sind besonders stark hiervon betroffen, Betriebswirtschaftler hingegen nicht ganz so stark.

Daran schließt sich meine Frage, ob sich in der Vertragswahl Unterschiede in Abhängigkeit von der Vorbildung der Leute beobachten lassen. Anders ausgedrückt: Verstehen die Manager konkret die Anreizwirkung der Verträge, die für sie optimal wäre? Gleiches wäre auch für die Mitglieder des Remuneration-Committees zu fragen: Verstehen diese Leute die Anreizwirkung der Verträge, die sie aushandeln und haben sie eine Optimierung der Gehälter im Sinne des Ergebnisses des gesamten Unternehmens wirklich im Blick?

Prof. Dr. Ingolf Dittmann

Zusammengefasst bedeutet Ihre Frage, ob ein Manager auf die Anreize, so wie sie intendiert sind, reagiert oder nicht. Im Grundsatz geht es aber nicht darum, dass sie die Intention verstehen müssen. Vielmehr sollten sie verstehen, wie diese Instrumente funktionieren, was sie bedeuten und sich dementsprechend verhalten. Falls sie sich nicht gemäß den typischen Annahmen der rationalen Entscheidungstheorie verhalten, muss man anders ansetzen. Mit der Frage, ob sich Manager nach dem herkömmlichen Nutzenmodell oder davon abweichend verhalten, ist Gegenstand aktueller Forschung. Dabei wird auch gefragt, welche Einflüsse das Verhalten auf eine optimale Vertragsgestaltung hat. Bislang hat man hierauf allerdings noch keine zufriedenstellende Antwort gefunden. Aber unter Umständen muss man die Tatsache, dass Manager overconfident sein können, also ein zu hohes Selbstvertrauen haben, natürlich in die Vertragsgestaltung mit einbeziehen und damit im Prinzip „spielen“. Im Ergebnis führt „Overconfidence“ dazu, dass der Manager sehr glücklich wäre, Aktien zu halten. Dies würde auch dem Unternehmen zugute kommen, weil der Manager bei der Bewertung der Aktie nämlich nicht einen so hohen Abschlag macht.

Gast

Sie haben mehrfach betont, dass die zentralen Ergebnisse, die sie uns vorgestellt haben, entscheidend von den zugrunde liegenden Annahmen abhängen. Dabei handelt es sich um die Annahme, dass die Investoren oder Aktionäre risikoneutral und gut diversifiziert sind, während der Manager gewissermaßen in seiner eigenen Welt alles im individualistischen Sinne bewertet, also im Sinne der Entscheidungstheorie. Lässt man diese Annahme fallen, kommen ganz andere Ergebnisse heraus. Deswegen ist natürlich die entscheidende Frage, ob die Annahme gerechtfertigt ist.

Ich persönlich habe große Probleme mit dieser Annahme, weil ich glaube, dass die Manager doch relativ gut diversifiziert sind. Selbst wenn sie ihren Arbeitsplatz verlieren, werden sie doch relativ schnell eine andere Stelle bekommen. Beispielsweise habe ich kürzlich wahrgenommen, dass der Chef von Siemens für vier Millionen Euro Siemens-Aktien gekauft hat. Ich kann mir gut vorstellen, dass sein gesamtes Vermögen in einem Bereich ist, in dem die Risikoprämie selbst bei individualistischer Bewertung eigentlich Null sein müsste. Denn, so lehren wir das unseren Studenten und alle theoretischen Untersuchungen auch in Ihrem Bereich gehen in diese Richtung, sowohl die Marktbewertung als auch diese Individualbewertung gleichen sich an, wenn das Vermögen eben hoch genug ist. Mit anderen Worten: Wenn Sie diese zentrale These in Frage stellen, fallen Ihre theoretischen Ergebnisse in sich zusammen.

Prof. Dr. Ingolf Dittmann

Danke für diesen Punkt, der sehr wichtig ist. Sind Aktionäre risikoneutral im Sinne vom fremdspezifischen Risiko? Die Argumentation, die ich Ihnen vorgestellt habe, funktioniert, so lange der Manager schlechter diversifiziert ist als der typische Aktionär. Natürlich gibt es beispielsweise Großaktionäre, bei denen das nicht zutrifft. Aber bei einer Aktiengesellschaft mit einem großen Streubesitz ist es sicherlich so, dass das Vermögen des „typischen“ Aktionärs wesentlich breiter gestreut ist als das des „typischen“ Vorstandsvorsitzenden. Bezüglich des Vermögens sagen Sie sicherlich zu Recht: Je reicher man ist, desto satter ist man. Aber in den Berechnungen, die ich Ihnen hier gezeigt habe, waren die Annahmen entsprechend gewählt, also beispielsweise, dass der Vorstandsvorsitzende ein Vermögen von elf Millionen US-Dollar hat, das nicht in die Firma investiert ist, zusätzlich zu den Aktien, die er erhält. Das heißt, er ist sehr reich und trotzdem beobachten wir diese Phänomene.

Gast

Aber bei einem hohem Risikoaversions-Koeffizient.

Prof. Dr. Ingolf Dittmann

Jetzt können wir darüber diskutieren, was „hoch“ bedeutet. Ich meine, das ein „constant-relative-risk-aversion-Parameter“ von drei – davon geht auch ein Großteil der Literatur aus – einem nicht sehr hohen Wert entspricht. Wir beobachten das auch bei deutlich niedrigeren Werten, bis zu eins oder sogar bei 0,5. Ich meine, diese Zahlen werden den meisten hier nicht viel sagen, aber das Phänomen tritt eigentlich auf, sobald eine merkbare Risikoaversion da ist.

4. Die Zukunft der Aktie aus rechtlicher Sicht Prof. Dr. Ulrich Noack

Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Handels- und Wirtschaftsrecht, Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf

Der Begriff „Aktie“ wird im Aktiengesetz nicht einheitlich gebraucht, sondern umschreibt drei Sachverhalte.

- Zum ersten bezieht sich „Aktie“ auf einem Anteil am Grundkapital und drückt somit die Beteiligungsquote aus (§ 1 Abs. 2 AktG).
- Zum zweiten bedeutet „Aktie“ die (mit Verwaltungs- und Vermögensrechten verbundene) Mitgliedschaft in dem privatrechtlichen Kapitalverein.
- Zum dritten kann „Aktie“ das urkundliche Wertpapier bezeichnen, welches von der Gesellschaft über diese Mitgliedschaft ausgestellt wurde.

Ich will den gegenwärtigen Stand der Aktie unter diesen drei Aspekten skizzieren und (mit subjektiven Schwerpunkten) einige Entwicklungslinien aus unternehmensrechtlicher Sicht zeichnen. Aussparen muss ich mangels Kompetenz das Steuerrecht der Aktie, das für die Zukunft mit dem Stichwort Pauschalbesteuerung auch der Langfristanlage nichts Gutes erwarten lässt.

Das Thema „Zukunft der Aktie“ nehme ich sowohl wörtlich als auch nicht ganz ernst. Nicht ganz ernst: wer kann schon in die Zukunft schauen? „Vor der Schippe ist es dunkel“ lässt der Volksmund an Rhein und Ruhr den Bergmann sagen. Namentlich als Wissenschaftler sollte man sich mit der Futurologie seines Gegenstands sehr zurückhalten. Als ich der freundlichen und durchaus auch dringlichen Bitte des Vorsitzenden unseres wissenschaftlichen Beirats beim DAI – Herrn *Rudolph* – entsprach, hier über die Zukunft der Aktie vorzutragen, war es helles Frühjahr 2008. Ein halbes Jahr später, in diesem grauen Herbst, geht es um Staatsbeteiligungen an Banken, um gesetzliche Kapitalerhöhungen durch Vorstände ganz ohne Beschluss der Aktionäre, um eine Einberufung der HV auf den nächsten Tag und um einen interministeriellen „Lenkungsausschuss“ für die Geschäftspolitik der Unternehmen des Finanzsektors. Diese nahe Zukunft, dieses staatlich induzierte Krisen-Aktienrecht, war vor ein paar Monaten gewiss nicht vorherzusagen.

Ich nehme das Thema wörtlich insofern, dass in der Tat die Aktie im Zentrum steht und nicht die aus den Aktionären gebildete Gesellschaft,

nicht deren Unternehmensverfassung, nicht die Haftung und Vergütung der Organmitglieder – dies alles große Themen, manche auch aus juristischer Sicht, aber nicht heute.

Daher jetzt zur **Aktie im klassischen Dreiakt: Wertpapier – Kapitalanteil – Mitgliedschaft**. Ich sage bewusst klassisch, denn in der Postklassik der Gegenwart (und Zukunft ...) stellt sich manches anders dar. Meine Hypothese ist, dass sich eine **Dekonstruktion der Aktie** abzeichnet, eine Änderung aller mit ihr verbundenen Eigenschaften: Wertpapier zu sein, das Kapital zu repräsentieren und das mitgliedschaftliche Recht des Einzelnen auszudrücken.

Aktie als Wertpapier

Beginnen wir mit dem Befund, dass die **Aktie als Wertpapier fast nicht mehr existiert** (bei Börsengesellschaften). Ich nehme an, hier im Saal sind alle mehr oder weniger Aktionäre. Doch keiner von uns kann – vielleicht von der Krise verängstigt – zu seiner Depotbank gehen und sich die Aktien von Deutscher Bank, Allianz, Telekom, Daimler etc. aushändigen lassen, um sie nach Hause zu schaffen. Es **gibt keine effektiven Stücke mehr**. Die letzte mir bekannte Gesellschaft, die solche anlässlich des Börsengangs ausgegeben hat, war die Beate Uhse AG, eher ein Werbegag mit – sagen wir – attraktivem Cover.

Dematerialisierung

Was sagt das Aktienrecht dazu, wie ist – knapp skizziert – die Rechtsentwicklung verlaufen?

Die **Aktie kann als Wertpapier verbrieft** werden: als Inhaberpapier oder als Orderpapier bei der Namensaktie (darauf komme ich zurück). **Notwendig ist eine Verbriefung allerdings nicht**. Die Begebung eines Aktien-Wertpapiers ist nur ein deklaratorischer Akt. Seit jeher ist anerkannt, dass eine AG auch ohne verkörperte Mitgliedschaften, d.h. ohne darüber ausgestellte Wertpapiere, bestehen kann.

Das **Wertpapierhandelsgesetz (§ 2 Abs. 1 WpHG)** definiert leichthin die Notwendigkeit einer Urkunde hinweg: „Wertpapiere ... sind, auch wenn keine Urkunden über sie ausgestellt sind, alle ... übertragbaren Wertpapieren, insbesondere Aktien“. Kurz: ein Wertpapier i.S.d. Gesetzes ist auch kein Papier.

1994 wurde durch das Gesetz für kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrechts die **Verbrieftung der Mitgliedschaft in einer Einzelurkunde zur Disposition der Satzung** gestellt. Danach wäre

es aber immer noch möglich gewesen, die Verbriefung sämtlicher Anteile eines Aktionärs in einer Urkunde zu verlangen.

Der zweite Schritt folgte vier Jahre später. Mit dem Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) von 1998 erhielt §10 Abs. 5 AktG folgenden (bis heute gültigen) Wortlaut: „In der Satzung kann der Anspruch des Aktionärs auf Verbriefung seines Anteils ausgeschlossen oder eingeschränkt werden“. Insbesondere börsennotierte Aktiengesellschaften haben daraufhin Satzungsänderungen vorgenommen, wonach Aktionäre **keine Verbriefung ihrer Anteile, weder einzeln noch gesamt**, beanspruchen können.

Man streitet darüber, ob auch ein völliger Verbriefungsausschluss beschlossen werden kann. Für börsennotierte Gesellschaften, um die es hier in erster Linie geht, ist das eher kein Thema. Denn nach § 30 BörsG können nur „Wertpapiere“ zum Handel zugelassen werden, und dies nimmt die Praxis wörtlich: wenigstens eine **Globalurkunde über den gesamten Aktienbestand** soll es geben müssen (anders freilich das vorhin zitierte WpHG).

Über die „**Zurückdrängung des Verkörperungselements bei den Wertpapieren**“ schrieb mein akademischer Lehrer *Wolfgang Zöllner* schon im Jahr 1974 einen vielbeachteten Beitrag. Zur selben Zeit hat *Klaus Hopt* die **depotrechtlich** eingeführte Sammelurkunde treffend als eine kunstvolle Übergangsform zum rein stückelosen Effektenverkehr bezeichnet. Nach der gesetzlichen Klärung der **aktienrechtlichen Zulässigkeit** (1994/1998) ist diese Urkunde zur gebräuchlichen Form der Verbriefung geworden. Sie wird in der Regel bei der einzigen deutschen Wertpapier-sammelbank, der Clearstream Banking, hinterlegt (§ 5 DepotG), einem Tochterunternehmen der Deutschen Börse AG.

Was bedeutet diese im letzten Drittel des vorigen Jahrhunderts begonnene und heute weithin zu Ende geführte **Dematerialisierung**? In der Rechtswissenschaft wurde und wird sehr deutlich auf den **Funktionsverlust des Aktien-Wertpapiers** hingewiesen und verlangt, konsequent auf das System eines **Aktien-Wertrechts** überzugehen.

Der **Gesetzgeber** hat sich dafür bislang nicht erwärmen mögen. Solange in der Praxis keine nennenswerten Probleme auftauchen, vielmehr die Gesellschaften den Weg der Dematerialisierung still und ohne großes Aufheben gehen, dürfte ein gesetzlich verordneter Systemwechsel nicht zu den vordringlichen Aufgaben gehören, heißt es aus dem BMJ. Die im Jahr 2001 berichtende **Regierungskommission Corporate Governance** –

Modernisierung des Aktienrechts konnte sich zu einer Empfehlung der Änderung hin zu Wertrechten nicht entschließen.

Ob der Gesetzgeber nun eingreift oder nicht: Die **Dematerialisierung** ist nun einmal da. Sie hat aus rechtlicher Sicht vor allem drei **Konsequenzen**. Wie steht es um den Verkehrsschutz, wie erfolgt die Aktionärslegitimation und welche Rolle spielen die Intermediäre?

Verkehrsschutz

Niemand kann mehr Rechte übertragen, als er hat. Das ist der Grundsatz, und davon gibt es die wichtige **Ausnahme des sogenannten Gutgläubenserwerbs**. Wenn der Erwerber darauf vertrauen darf, sein Gegenüber sei der Rechtsinhaber (er ist es nicht!), geht das Geschäft zu Lasten des wahren Berechtigten. Das Interesse des Verkehrs wird höher bewertet als das Bestandsinteresse.

Das deutsche Recht kennt bislang drei Gestaltungen, in denen eine solche – aus der Sicht des Betroffenen – „privatrechtliche Enteignung“ möglich ist. Fall 1: Der Nichtberechtigte ist durch das Grundbuch ausgewiesen; Fall 2: Der Nichtberechtigte ist durch den Besitz ausgewiesen; Fall 3: Der Nichtberechtigte ist durch ein bestimmtes Wertpapier ausgewiesen.

Fall 1 kommt offenbar nicht in Betracht, wenn es um den Aktienerwerb geht (aber der Grundansatz soll als Merkposten behalten werden). Es sind also die anderen beiden Fallgestaltungen, die sich unter den Bedingungen der Dematerialisierung bewähren müssen.

Inhaberaktien können **durch Besitzverschaffung** übertragen werden (Fall 2). Man sagt: Das Recht aus dem Papier folgt dem Recht am Papier. Es gelten für die bewegliche Sache „Aktienurkunde“ die §§ 929 ff BGB. So hat man die im vergangenen Jahrhundert lange Zeit übliche Streifbandverwahrung in den Griff bekommen: Die Übergabe kann ohne Bewegung der Papiere dadurch erfolgen, dass die Bank fortan für den Erwerber besitzt (§ 929 S. 1 BGB). Übrigens: gutgläubiger Erwerb ist selbst an gestohlenen Papieren möglich (§ 935 Abs. 2 BGB), der Verkehrsschutz wird also absolut gesetzt.

Bei der heutigen Globalurkunde kann man freilich nicht mehr ernsthaft von einer **besitzrechtlichen Position des Aktionärs** sprechen. Er kann die Auslieferung effektiver Stücke nicht verlangen, weil die Gesellschaft – s. die Satzungsklauseln – nicht zur Auslieferung einzelner Papiere verpflichtet ist (vgl. auch § 9a Abs. 3 Satz 2 DepotG). Deshalb kommt m.E. eine **Übertragung auf sachenrechtlicher Grundlage nicht (mehr) in Be-**

tracht; die §§ 929 ff BGB, die einen Besitzübergang oder ein Surrogat zwingend fordern, sind nicht anwendbar. Es bleibt nur die **Abtretung gem. §§ 398, 413 BGB**. Doch ein Erwerb vom Nichtberechtigten ist bei der Abtretung nicht vorgesehen.

Der Vollständigkeit halber sei eingeräumt, dass es in der Rechtswissenschaft auch ein großes Lager gibt, das an der sachenrechtlichen Konstruktion festhält, trotz des nur noch „virtuellen“ Besitzes. Die Gerichte haben dazu nur in Randfragen entschieden. Der eigentliche Test steht also noch aus.

Namensaktien können **durch Indossament** übertragen werden (§ 68 I 1 AktG), was gutgläubigen Erwerb nach Maßgabe des sinngemäß geltenden Art. 16 WG ermöglicht (Fall 3). Doch Namensaktien sind heute elektronische Bytes im digitalen Aktienregister. Denen kann man nicht „in dosso“, auf den Rücken, schreiben. Daher ist kein Gutgläubenserwerb möglich.

Aber könnte man nicht das Aktienregister als Basis für den Rechtsschein nehmen? Ein Seitenblick in das GmbH-Recht. Dort haben wir seit jeher den Zustand, der im (börslichen) Aktienwesen heute erreicht ist: es gibt keine Wertpapiere über den Geschäftsanteil, weshalb gutgläubiger Erwerb nicht möglich ist. Das ist von der MfA-Praxis als Ärgernis und Hemmschuh empfunden worden. Der Gesetzgeber hat reagiert. Morgen wird das MoMiG im BGBI verkündet, das einen gutgläubigen Erwerb vom Nichtinhaber ermöglicht, wenn er drei Jahre lang in der Gesellschafterliste geführt war. Diese Gesellschafterliste, welche beim Handelsregister einsehbar ist, bildet ab November 2008 die Grundlage für Transaktionen mit GmbH-Anteilen.

Sollte und muss man dasselbe nicht auch im Aktienrecht etablieren? Das ist in der Tat eine Zukunftsfrage der Aktie. Wenn das wertpapierrechtliche und das sachenrechtliche Modell nicht mehr greifen, dann wird ein verkehrssicherer (und das heißt auch: marktstabilisierender) Neuansatz gebraucht. Allein die Buchungen der Banken über Aktiendepots sind keine hinreichende Grundlage für die – ich sage es noch einmal so drastisch – mögliche privatrechtliche Enteignung.

Legitimation

Bankennachweis

Wie legitimiert sich der Aktionär? Klassisch durch **Vorlage der Aktienurkunde**. Wer diese – etwa für den Zutritt zur HV – vorlegen kann, gilt als berechtigte Person. Doch schon im vorvorigen Jahrhundert war es

mühsam und auch zu gefährlich, mit erheblichem Wertpapiervermögen übers Land zu reisen. Also wurde die Hinterlegung bei einer speziellen Bank oder bei einem Notar ersonnen; das Zertifikat über die Hinterlegung galt fortan als der Ausweis.

Die Aktienvorlage ist physisch unmöglich (geworden). Die Hinterlegung der „Stücke“ bei Bank oder Notar gibt es auch nicht mehr. Als Grund gab die Gesetzesbegründung zum UMAG (2005) an, man wolle Fehlvorstellungen vermeiden, die namentlich internationale Investoren mit der Hinterlegung verbanden: sie wäre auch mit einer Handelssperre (*share blocking*) verbunden.

Heute wird der Aktionär durch seine Depotbank legitimiert. Sie meldet seine Namensaktien zum Aktienregister (§ 67 IV AktG), sie stellt den „Nachweis des Anteilsbesitzes“ (§ 123 III 2 AktG) bei Inhaberaktien aus. Das depotführende Institut also ist die Schaltstelle für die Aktionärslegitimation.

Die Aktienbeteiligung ist heute eine von der Globalurkunde abgeleitete **Kontenbuchung**. Es verhält sich ähnlich wie beim Übergang vom Bargeld (das man präsentieren kann), zum Buchgeld (das nur kontenmäßig geführt wird).

Ausgangspunkt ist die zentrale Verwahrstelle (es könnte auch die Gesellschaft sein, aber hier spielt das Depotrecht noch nicht mit). Dort unterhalten die Banken Konten, auf denen deren Anteilsquote gebucht ist. Weitere Banken sind auf der zweiten Ebene mit ihren Konten beteiligt, dann die dritte Ebene usw. Wie ein auf der Spitze stehender Baum erstreckt sich das Kontensystem (oder wie man auch sagt: die Intermediärskette) über Deutschland, Europa und die ganze Welt. Theoretisch und hoffentlich auch praktisch müssten sich 100Prozent ergeben, wenn aus all den Zweiglein und Zweigen, Ästlein und Ästen hin zum Stamm sich die Kontenbuchungen aufaddieren.

Am Rande: Sachenrechtlich wird der Vorgang nach traditioneller Lehre so aufgefasst, dass die Institute einen ideellen Besitzanteil an der Sammelurkunde halten, der besitzrechtlich als mittelbarer Fremdbesitz erster Stufe eingeordnet wird, dann zweiter Stufe, dann dritter usw. bis man auf einen mittelbaren Eigenbesitzer trifft (dessen Qualifikation ganz unsicher ist, s.u.).

Wer ist der Aktionär?

Wenn die Aktie nur mehr eine **Kontenbuchung** ist, so stellt sich die entscheidende Frage: wer ist eigentlich gegenüber der Gesellschaft der Aktionär?

Bis vor kurzem war die Frage bei **Namensaktien** schnell beantwortet: schau` in das Aktienregister! Der Gesetzgeber hat freilich vor zwei Monaten das Aktiengesetz geändert. Bei Namensaktien ist nicht mehr allein das Register maßgebend (formelle Lösung), sondern die Gesellschaft kann erfragen, wem die Aktien „gehören“ (materielle Lösung), wer der sogenannte „wahre“ Aktionär ist. Wird unzureichend geantwortet, droht der Verlust des Stimmrechts.

Bei **Inhaberaktien** wäre es ersichtlich verfehlt, die *Clearstream Banking AG* auf Grund ihrer tatsächlichen Sachherrschaft über die Globalurkunde als dadurch legitimierte Aktionärin anzusehen. Zwar kommt es auf die Innehabung der Urkunde durchaus an, denn sie begründet eine Vermutung für die materielle Berechtigung. Aber der Mangel der Berechtigung liegt bei der bloßen Verwahrstelle auf der Hand, die Vermutung ist widerlegt. Wenn also **nicht der unmittelbare Besitzer der** – hier immerhin noch vorhandenen Urkunde – **als Aktionär nicht anzusehen** ist: wer denn dann?

Für die Suche nach dem „wahren Inhaber“ oder dem „eigentlichen Aktieinhaber“ (so die Regierungsbegründung zum RisikoBegrG mit schwankender Terminologie) könnte man nach der **Herkunft der investierten Mittel** bzw. nach dem **wirtschaftlichen Interesse** fragen. Doch diese Kriterien sind ganz und gar unbestimmt und würden eine erhebliche Rechtsunsicherheit zur Folge haben. In Betracht kommt ferner, denjenigen als den wahren Aktionär zu bestimmen, der letztlich über die **Veräußerung der Position** entscheidet. Doch auch dieses Kriterium ist unsicher, weil es u.U. tief in den Binnenbeziehungen der Beteiligten wurzelt.

Daher muss eine systematische Gesamtschau entscheiden. Für Inhaberaktien zieht das Gesetz aus dem Umstand, dass Aktien heute Kontenposten sind, die Konsequenz, dass der „Anteilsbesitz“ durch das „depotführende Institut“ nachzuweisen ist (§ 123 Abs. 3 S. 2 AktG). Diese Regelung wird zutreffend so verstanden, dass der letzte Finanzintermediär, der einer öffentlichen Bankaufsicht unterliegt, den Nachweis ausstellen kann. Die Grenze verläuft also (unausgesprochen) zwischen Teilnehmern an einem regulierten Finanzsystem und den außerhalb stehenden Dritten. Das ist eine formale, aber für die Legitimation gegenüber der Gesellschaft ausreichende Grenzziehung.

Der außerhalb des regulierten Finanzsystems stehende nächste Konteninhaber kann – wirtschaftlich betrachtet – für andere halten, etwa der Onkel für seine Neffen, ein Pensionsfonds für die Betriebsrentner. Er mag zu diesem Zwecke auch für sich selbst ein privates Vermögenskonto führen, das diese Fremdnützigkeit ausweist und Rechenschaft ermöglicht. Jedoch wäre es verfehlt, die mehr oder weniger wirtschaftlich Interessierten als Aktionäre anzusehen, da eine exakte Abgrenzung angesichts der Vielfalt vertraglicher Beziehungen nicht gelingen wird.

Der Schnitt liegt also zwischen Banken (deren Eigenbesitz außer Betracht gelassen) und Nichtbanken. Ob jemand gegenüber der Gesellschaft als Aktionär gilt, ergibt sich nicht aus der Rechtsbeziehung zu ihr, sondern aus der Rechtsbeziehungen zu einem Kreditinstitut. Das bankdepotrechtliche Verhältnis ist die Grundlage für die als „mitglied-schaftlich“ apostrophierte Beziehung zu der Gesellschaft.

Dieser Grundsatz für die Suche nach dem „wahren Aktionär“ gilt bei Namens- und Inhaberaktien gleichermaßen. Überhaupt sind beide Aktienarten im System der Kontenbuchungen weithin konvergent. Während die Banken bei Namensaktien kontinuierlich melden und daraus ein zentrales Aktienregister bei der Gesellschaft entsteht, wird bei Inhaberaktien anlassbezogen auf Wunsch des Aktionärs gemeldet, insbesondere wenn er an der Hauptversammlung teilzunehmen wünscht. Ob nun ein Gesellschafts-Zentralregister geführt wird oder ob es viele dezentrale Bankenregister (= Depots) gibt, begründet keinen Kardinalunterschied. Man könnte in Zukunft beide Aktienarten verschmelzen bis auf den eher technischen Unterschied der zentralen bzw. dezentralen Registrierung.

Fazit

Bei der **urkundslosen Aktie** ist der Verkehrsschutz fragil (deutlicher: er besteht nicht), man setzt auf die ordnungsgemäße Verbuchung im Bankensystem. Und nur aus dem Bankensystem heraus kann der Aktionär legitimiert werden. Das führt zu der Erkenntnis: Die klassische bipolare Beziehung Aktionär – Aktiengesellschaft ist jedenfalls bei börsennotierten Gesellschaften zwingend um die Rolle der Banken (des Finanzintermediärs) zu erweitern. Es besteht im heutigen Aktienwesen ein **Dreieck**, dessen Ecken lauten: Gesellschaft (Emittent) – Intermediär (depotführendes Kreditinstitut) – Anleger (Aktionär). Die **Depotbank** ist ein **integraler Teil des Aktiensystems** geworden. Evident ist dies bei der ausführlich behandelten Legitimation, aber es könnte genauso für die Aktionärsinformation (§ 128 AktG) oder das Vollmachtsstimmrecht (§ 135 AktG) gezeigt werden.

Die Dekonstruktion der Aktie als Wertpapier hat eine neue multipolare Beziehung ins Leben gerufen. Im Zwischenmenschlichen sind Dreierbeziehungen i.d.R. unerwünscht, jedenfalls sehr instabil. Das trifft für das moderne Aktienwesen nicht zu, im Gegenteil. Die Popularität der Aktie, ihre Internationalisierung, und damit auch die Selbstfinanzierungskräfte einer Volkswirtschaft sind ohne Finanzintermediäre nicht denkbar. Die Wissenschaft und die Gesetzgebung sollte das Dreieck zentral adressieren.

Aktie als Kapitalanteil

Ich komme zum zweiten Aspekt: der Aktie als Kapitalanteil.

Aktien mit Grundkapitalbezug

„Die Aktiengesellschaft hat ein in Aktien zerlegtes Grundkapital“ (§ 1 II AktG). Was heißt das genau? Kann man eigentlich Kapital „zerlegen“? Die Antwort lautet (entgegen dem unglücklichen Gesetzeswortlaut): nein, das kann man nicht. Dem Aktionär steht kein Bruchteil des Grundkapitals zu, das ja kein gegenständlicher Vermögenswert ist, sondern eine bilanzielle Rechengröße. Gemeint ist die Beteiligungsquote im Verhältnis zu den Mitaktionären. Danach bestimmt sich die Einlagepflicht, danach richten sich Stimmrecht und Gewinnbezugsrecht.

Diese Beteiligungsquote lässt sich verschieden ausdrücken: als Nennbetrag oder von der Aktienanzahl her. Das deutsche Aktienrecht kennt seit alters her die **Nennbetragsaktie**: die Quote ergibt sich aus dem Verhältnis von Nennbetrag und Grundkapital. Seit 10 Jahren gibt es in Deutschland auch die **Stückaktie**. Sie wurde vom Gesetzgeber eingeführt, um den Übergang auf den Euro zu erleichtern. Ferner wurde betont, die Zulassung von Aktien ohne Nennbetrag erhöhe das Verständnis für die Aktie als Beteiligungsrecht. Auch weil sich bestimmte Kapitalmaßnahmen unter dem Regime der Stückaktie leichter durchführen lassen, hat sich diese Aktienart inzwischen weitgehend durchgesetzt. In den deutschen (börsennotierten) AGen dominiert die Stückaktie.

Es ist freilich eine (wie man sagt) unechte Stückaktie, denn sie ist nach wie vor strikt auf das Grundkapital bezogen. Ihr fiktiver Nennbetrag lässt sich errechnen, wenn das Grundkapital durch die Zahl der Aktien dividiert wird.

Die Mindesthöhe des rechnerisch anteiligen Betrags am Grundkapital darf 1 Euro nicht unterschreiten (§ 8 III 3 AktG). **Penny- oder Cent-Stocks** darf es also nicht geben. Die 1-Euro-Marke ist gewiss keine quasi

naturrechtliche Grenze, doch eine vernünftige Festlegung des deutschen Gesetzgebers. Die Regierungskommission CG hat zwar im Jahr 2001 empfohlen, auch unter 1 Euro zu gehen. Dafür wurde freilich keine Begründung gegeben und die Kommission stand wohl unter dem Eindruck der hohen Kurse um die Jahrtausendwende, als in der Tat über immer weitere Aktiensplits nachgedacht wurde, um optisch gegenzusteuern.

Aktie ohne Bezug zum Grundkapital?

Da hier über die Zukunft auch spekuliert (Entschuldigung) werden soll: kommt künftig die **echte Stückaktie**? Das wäre zum einen denkbar, wenn es ein festes Grundkapital nicht mehr geben muss, aber auch dann, wenn zwar ein festes Grundkapital aus Gläubigerschutzgründen weiter bestehen bleibt, doch die hier genannte Regel, dass es in Aktien „zerlegt“ sei, aufgegeben wird. Die Ausgabe neuer Aktien würde nicht eine Kapitalerhöhung voraussetzen und neue Beteiligungen könnten dadurch flexibler gestaltet werden. So sehen dies Aktienrechte in etlichen US-Bundesstaaten vor.

Die Aufgabe des festen Kapitals steht für den **nationalen Gesetzgeber** nicht zu Gebote und ebenso nicht dessen Zerlegung in Aktien. Denn die zweite **gesellschaftsrechtliche EU-Richtlinie** aus dem Jahr 1976 schreibt für die AG ein gezeichnetes Kapital (mindestens 25 000 Euro) vor (Art. 2) und verwendet an verschiedenen Stellen den Begriff des rechnerischen Wertes, mit dem der auf die einzelne Aktie entfallende Teilbetrag des Grundkapitals gemeint ist.

Doch genau diese RL ist in die rechtspolitische und rechtsökonomische Kritik geraten. Namentlich mein englischer Kollege *Rickford* hat vor einigen Jahren die Abkehr vom traditionell kontinentaleuropäischen Kapitalsystem gefordert. Weder für den Gläubiger- noch für den Minderheitenschutz sei ein fixes Kapital wirklich notwendig. Die EU-Kommission ist hellhörig geworden und hat 2006 ein Gutachten über die Vor- und Nachteile des festen Kapitals in Auftrag gegeben. Die damit beauftragte KPMG stellte im internationalen Vergleich salomonisch fest, dass sich Fluch und Segen wohl ausgleichen. Da man mit einer großen Revision der Kapital-RL (im Sinne *Rickfords*) dem Gutachten zufolge keine „unnötigen Kosten“ erspart und die Systemumstellung wiederum kostet, hat sich der Sturm gelegt – und rückblickend ist zu sagen, es war einer im Wasserglas. Die Kommission hat im Februar 2008 erklärt, insoweit keine Änderungen an der Kapitalrichtlinie vorzuschlagen. Und ohne Revision der Richtlinie wird es auch keine Abkoppelung der Aktie, keine echte bzw. nennwertlose Stückaktie geben können.

Fazit

Der zweite Akt ist damit rasch zu Ende. Immer wieder erörtert, wird es die Abkoppelung der Aktie vom Kapital in der absehbaren Zukunft wohl nicht geben. Insoweit bleibt die aus kontinental-europäischer Sicht wesentliche Eigenschaft der Aktie konserviert.

Aktie als Mitgliedschaft

Die Aktie bezeichnet schließlich und gewiss nicht zuletzt die **Mitgliedschaft in einem privatrechtlichen Verband**. Mitgliedschaft ist ein **korporatives Rechtsverhältnis** und nach überwiegender Auffassung auch ein subjektives Recht. Ob es wirklich angemessen ist, die manchmal ja nur Minuten währende Aktionärserschaft mit diesem Begriff der Mitgliedschaft aufzuwerten, sei zunächst dahingestellt. Die Frage, ob es „Mitglieder“ erster und zweiter Klasse geben wird, steht freilich am Horizont; ich komme darauf zurück.

Die Mitgliedschaft des Aktionärs beinhaltet Verwaltungs- und Vermögensrechte. Zu den Verwaltungsrechten zählen das Stimmrecht-, das Informations- und das Anfechtungsrecht. Inwieweit diese Befugnisse mit jeder einzelnen Aktie verbunden sind, darüber gibt es eine überaus kontroverse rechtswissenschaftliche und rechtspolitische Diskussion.

Eine Aktie – eine Stimme?

§ 12 I 1 AktG sagt: „Jede Aktie gewährt das Stimmrecht“. Der Gesetzgeber hat in den neunziger Jahren die Möglichkeit für **Höchststimmrechte** bei börsennotierten Gesellschaften abgeschafft. Das geschah unter der rechtspolitischen Fahne, die „Deutschland AG“ zu schleifen und ein gleiches Spielfeld namentlich für internationale Investoren zu schaffen. **Mehrstimmrechte** waren sowieso ministerieller Genehmigung bedürftig, seit 1998 sind sie generell unzulässig. Damit haben wir in Deutschland nur noch die Unterscheidung in Stamm- und (jedenfalls in Dividendenjahren) stimmrechtsloser Vorzugsaktie.

Schon in der EU haben nicht alle mitgezogen, wie man bald darauf in der schwierigen Diskussion über die **Übernahmerichtlinie** erkannt hat. Das viel beschworene „level playing field“ gibt es in Europa nicht. Durch komplizierte Regeln (ein Unternehmen kann für erleichterte Übernahme optieren, wenn die andere Seite es auch tut) werden gleiche Bedingungen in Ansätzen simuliert.

In etlichen EU-Mitgliedstaaten existieren nach wie vor Mehr- und Höchststimmrechte und Aktiegattungen, die ganz unterschiedliche Berechtigungen vermitteln. Lediglich den **Golden Shares**, die als Staatsei-

gentum gehalten und vom Staat namentlich in Unternehmen der Infrastruktur als Vetoposition eingesetzt werden, hat der EuGH in etlichen Entscheidungen den Zahn gezogen, soll heißen: sie mit der **Kapitalverkehrsfreiheit** des EU-Vertrags für unvereinbar erklärt.

Noch vor wenigen Jahren war es ein Anliegen der EU-Kommission, die **Proportionalität zwischen Kapitalbeteiligung und Kontrollmacht** im Sinne eine „one share – one vote“ Ansatzes zu regulieren. Eine von ihr beauftragte Studie (Institutional Shareholder Services Europe, European Corporate Governance Institute, Shearman & Sterling LLP) kam 2007 zu dem Ergebnis, dass die Hälfte der Aktiengesellschaften in Europa sog. kontrollverstärkende Mechanismen haben (wozu freilich auch Vorzugsaktien und Aktionärsvereinbarungen gezählt wurden) und eine Mehrheit der Investoren dies negativ beurteilen und mit einem Preisabschlag belegen würden. Insgesamt blieben die Ergebnisse aber diffus und es ist nicht zu erwarten, dass die Kommission auf dieser Grundlage mit Richtlinienvorschlägen initiativ wird.

Im Gegenteil, der Trend scheint sich zu drehen. Nicht erst seit der offenen Finanzkrise sind wieder Stimmen zu hören, die das Nivellieren im Sinne der **one share-one vote-Doktrin** für **überschießend** halten. Mein Freiburger Kollege *Rolf Stürner* schrieb am 9.10. 2008 in der FAZ:

„Es war falsch, unter dem Motto der „Aktionärsdemokratie“ wirtschaftliche Verflechtungen der „Deutschland AG“ generell anzufeinden. Volatiles Kapital bedarf des Gegengewichts regional integrierter langfristiger Beteiligung, deren Vorteil man gerade unter dem Begriff des „Ankeraktionärs“ wieder neu zu entdecken beginnt. Stiftungsmodelle, zu denen in weiterem Sinne auch das rechtstechnisch nicht optimale VW-Gesetz gehört, verdienen dabei ebenso Förderung wie regional orientierte Familienunternehmen oder Arbeitnehmerbeteiligungsmodelle.“

Heute wird diskutiert, ob es – nach französischem Vorbild – ein **Doppelstimmrecht für Langfristanlagen** geben soll. Dafür plädiert das Mitglied des wissenschaftlichen Beirats des DAI, *U.H.Schneider*. Schon in den neunziger Jahren hat er den von ihm so genannten **Pensionskassenkorporatismus** aufs Korn genommen, also die Umkämpfung der aktiengesellschaftlichen Verhältnisse nach den Bedürfnissen und Wünschen institutioneller Finanzanleger. Einige davon versuchen – Zitat *Schneider* (Börsenzeitung) – „ die Geschäftspolitik aktiv mitzugestalten, den Konzern neu zu ordnen, Abspaltungen zu veranlassen, Sonderausschüttun-

gen vornehmen zu lassen“. Es bestehe ein ordnungspolitisches Interesse, und vor allem auch ein Interesse langfristig orientierter Aktionäre „und anderer Stakeholder“ an der Nachhaltigkeit unternehmerischer Entscheidungen. Ich habe ein Problem damit, einerseits den Aktionär zu aktivieren, andererseits ihm Aktivismus vorzuhalten, wenn seine Aktivität nicht konveniert. Es sind schließlich die „Eigentümer“, die da tätig werden. Sie dürfen das nur nicht zu Lasten der anderen „Miteigentümer“, aber das ist auch nicht anders in einer Wohnungseigentumsanlage. Eine staatliche Bestimmung dessen, was „solide Geschäftspolitik“ (FMStG) ist, kann jedenfalls nicht akzeptiert werden.

Nachhaltigkeit und Langfristigkeit: das sind die neuen Schlüsselbegriffe. Sie werden auch in der Finanznotstandsgesetzgebung unserer Tage verwandt. Die Diskussion um das richtige Maß an Offenheit gegenüber dem globalen Kapitalmarkt und der Idee eines nationalen bzw. regionalen Ankeraktionärs ist eröffnet. Ich könnte mir vorstellen, dass dabei wieder eine **Stimmrechtsdifferenzierung** herauskommt, also multiple Stimmrechte oder abgestufte Stimmrechte. Wenn das offen kommuniziert und gegen Missbrauch hinreichend gesichert wird: warum eigentlich nicht? Eine Aktie – eine Stimme ist ein plakativer Grundsatz, ein *rigor iuris* in der Durchführung muss damit nicht verbunden sein.

Eine Aktie – eine Anfechtung?

Individualklage

Soll mit *jeder* Aktie zwingend ein Anfechtungsrecht bzgl. Beschlüssen der Hauptversammlung verbunden sein?

„Individualrechte müssen, sofern sie überhaupt zugelassen werden, immer als eine nothgedrungene Ausnahme erscheinen. Der Regel nach muß man von dem Grundsatz ausgehen, daß die Gesellschaftsorgane die ihnen durch Gesetz oder Statut verliehenen Befugnisse legal ausüben, ... und daß auch die Generalversammlung in ihren Mehrheitsbeschlüssen nicht die Sonderinteressen einzelner Aktionäre, sondern das Interesse des Ganzen verfolgt. Darauf beruht das Wesen einer Aktiengesellschaft und ihrer Organisation. ... Jede Ausdehnung sog. Individualrechte ist eine Gefahr für die Organisation und das gesunde Funktionieren der Gesellschaft. ... Nur soweit solche Gefahr ausgeschlossen erscheint, kann und soll den Aktionären durch Individualrechte die Möglichkeit gegeben werden, die Rechte der durch ihre Organe

geschädigten Gesellschaft wahrzunehmen, um dadurch ihr eigenes Recht zu schützen.“

Soweit das Zitat aus der Begründung zur **Aktienrechtsreform 1884**. In dem schönen Sammelband „Aktienrecht im Wandel“, herausgegeben von *Walter Bayer* und *Mathias Habersack*, kann man nachlesen, wie schwer sich der damalige Gesetzgeber tat, das Anfechtungsrecht als Befugnis des einzelnen Aktionärs anzuerkennen (was letztlich geschah und bis heute gilt). Die Bedenken hatte man damals, obwohl Aktien nur für begüterte, eher unternehmerisch engagierte Personen in Betracht kamen.

Im späten 19 Jahrhundert galt ein sehr hoher (aus heutiger Sicht inakzeptabel prohibitiver) Mindestnennbetrag: 1000 Goldmark. Nach zwischenzeitlicher Absenkung in der Weimarer Zeit wurde im Jahr 1937 der Mindestnominalwert wieder auf 1000 RM angehoben. Mit dem neuen AktG 1965 kam es dann zum 50 DM-Nennbetrag (der Anteil wurde also auch unter diesem Aspekt zur „Volksaktie“). Und schließlich die jüngste Vergangenheit: 1994 wurde der 5-DM-Nominalwert erreicht und seit 2002 haben wir die 1-Euro-Stückelung (Nennbetrag- oder Stückaktie). Die Aktienbeteiligung ist gewissermaßen atomisiert worden. Wenn man sagen würde, anfechten kann nur, wer Minimum fünfzig 1-Euro-Aktien innehat: dann wäre (auch inflationsbereinigt) nur wieder der Zustand des Aktiengesetzes 1965 hergestellt.

Eine kleine Reaktion auf diese Disproportionalität ist der Entwurf eines neuen Reformgesetzes zum Aktienrecht (ARUG), wonach die Anfechtungsklage eines Aktionärs, der den anteiligen Betrag von 100 Euro nicht erreicht, keine Blockade für die Registereintragung auslösen kann (genauer: die Freigabe auf Antrag der Gesellschaft nicht hindert, einerlei auf was die Anfechtung gestützt wird).

Konstruktionsfehler

Das geltende Individual-Anfechtungsrecht hat drei Konstruktionsfehler: die überschießende Rechtsfolge, die Blockade, und die fehlende Verhaltenssteuerung (nach einem Beitrag von *Jochen Vetter*).

- **Überschießende Rechtsfolge:** Die Anfechtungsklage zielt auf die Verhinderung der gesamten Maßnahme mit Wirkung für alle Aktionäre. Ein einzelner Aktionär kann blockieren, auch wenn alle anderen Aktionäre seine Auffassung zum Vorliegen eines Verstoßes nicht teilen oder ihn für so nebensächlich halten, dass sie daran die Maßnahme nicht scheitern lassen wollen.

- Blockadewirkung: Die gesetzliche Regelung hat zur Folge, dass nicht nur eine begründete, sondern eben auch eine unbegründete Anfechtungsklage Strukturmaßnahmen blockiert. Das Freigabeverfahren hilft, aber – siehe die aktuelle Diskussion – es hilft nur in der Aufganglinie.
- Fehlende Verhaltenssteuerung: 1904 hat *Franz Klein* durchaus anerkennend vom scharfen Schwert, von der klirrenden Schneidigkeit des Aktienrechts mit Blick auf die Anfechtungsklage gesprochen. Doch man gibt ein Schwert (ein Maschinengewehr) ohne einen Waffenschein und eine Haftpflichtversicherung zu verlangen. Das Kostenrisiko ist zwar nicht ganz gering, aber wegen § 247 AktG durchaus kalkulierbar. Bei einem Maximalstreitwert von 500 000 Euro können um die 100 000 Euro an Kosten anfallen. Aber die Rechtswirklichkeit zeigt, dass den Klägern sogar an hohen Streit- und Vergleichswerten gelegen ist, da die Blockadewirkung der Klage vielfach zur vergleichsweisen Erledigung zwingt. Daraus folgt: bei äußerst geringem Risiko für den Kläger einerseits und aufgrund der Blockadewirkung der Klage äußerst attraktiven Gewinnchancen andererseits hat der Gesetzgeber eine Lage geschaffen, die einen *homo oeconomicus* zur Erhebung von Anfechtungsklagen geradezu einlädt.

Und so geschieht es auch. Besonders bizarr fand ich den *Allianz-Vergleich*. 2006 haben 13 Anfechtungskläger mit der Allianz AG einen Vergleich geschlossen. An jeden Kläger flossen rund 72 000 Euro. Die Anfechtungsklagen gegen die Verschmelzung mit der italienischen RAS wurden zurückgenommen. Dafür hatte sich die Allianz verpflichtet, „eine Darstellung der Rechtsformunterschiede zwischen einer deutschen Aktiengesellschaft und einer Europäischen Gesellschaft (SE) mit Sitz in Deutschland in angemessenem Umfang zu veröffentlichen.“ Das also war und ist mit nahezu 1 Mio. Euro das teuerste Jura-Skript aller Zeiten.

Reformvorschläge

Reformvorschläge sind zuhauf auf dem Rechtsmarkt. Ich will nur ganz kurz zwei nennen.

Der im Frühjahr 2008 gebildete **Arbeitskreis Beschlussmängelrecht** (ein hoher Richter, vier Professoren, zwei Rechtsanwälte und zwei Unternehmensjuristen) schlägt vor, das materielle Beschlussrecht (Tatbestände und Rechtsfolgen) neu zu ordnen, im Kern: weg von dem Alles-oder-nichts der kassatorischen Klage, hin zu einem aufgefächerten Sanktionskanon.

Des Weiteren wird immer wieder und dringlich der Übergang vom Individual- zum Minderheitenrecht vorgeschlagen, also ein **Quorum** für die

Anfechtungsklage. Dafür hat sich im September 2008 auch der Deutsche Juristentag ausgesprochen. Dieser Mindestanteilsbesitz könnte, wenn er greifen soll, ein Prozent der Aktien oder 100 000 anteiliges Grundkapital betragen. Die von mancher Seite dagegen erhobenen verfassungsrechtlichen Bedenken sind unbegründet. Das BVerfG geht zwar davon aus, dass die Aktie als so genanntes „Anteilseigentum“ unter die Eigentumsgarantie des Art. 14 GG falle. Der Schutz des Art. 14 GG erstreckt sich auf die mitgliedschaftliche Stellung in einer Aktiengesellschaft, die das Aktien Eigentum vermittele. Aus dieser Stellung erwachsen dem Aktionär sowohl Leitungsbefugnisse als auch vermögensrechtliche Ansprüche.

Doch die Art. 14-GG-Suppe wird vom BVerfG nicht so heiß serviert wie gekocht. Das Verfassungsgericht bekommt erkennbar Probleme mit seinem Ansatz, das sogenannte Anteilseigentum inklusive der mitgliedschaftlichen Position dem Sacheigentum gleichzustellen. Daraus folgt eine Art Judikatur im Stil der alten *Radio Eriwan*-Witze: *Im Prinzip ja, aber ...* Insbesondere der Squeeze-Out-Nichtannahmebeschluss vom 30.5.2007 ist hier zu nennen. Dort wird in Kürze festgestellt, dass verfassungsrechtlich gegen den Verlust des Anteilseigentums bei angemessenem Wertersatz nichts einzuwenden sei. Das steht nun auf den ersten Blick mit dem Bestandsschutz, den Art. 14 GG zuvörderst vermittelt, gar nicht in Einklang. Die Kammer des BVerfG muss daher erhebliche Klimmzüge machen, um hier wieder rauszukommen. Das geht so: § 327a I 1 AktG sei eine Inhalts- und Schrankenbestimmung nach Art. 14 I 2 GG. Bei der Ausgestaltung des Aktienrechts muss der Gesetzgeber die Interessen der Beteiligten gerecht ausgleichen und in ein ausgewogenes Verhältnis bringen. Er muss einen legitimen Zweck mit dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre verfolgen, zudem sicherstellen, dass die Minderheitsaktionäre vollen Wertersatz für den Verlust der Aktien erhalten und schließlich effektiven Rechtsschutz gegen den Ausschluss gewährleisten.

Anlage- und Unternehmeraktionär

Für eine kategoriale Differenzierung des Aktionärskreises bei börsennotierten Gesellschaften plädierte mein Jenenser Kollege Walter Bayer in seinem Gutachten für den Deutschen Juristentag 2008. „Beide Aktionärstypen haben unterschiedliche Interessen und auch unterschiedliche Schutzbedürfnisse. Diese Unterschiede sind bei der künftigen Ausgestaltung des Rechts der börsennotierten AG (hier stärkere Fokussierung auf den Vermögensschutz des Anleger-Aktionärs) ... zu berücksichtigen.“ (These 17). Der Juristentag hat übrigens die These zurückgewiesen.

Bei einer neuzeitlichen Spezialform der Aktiengesellschaft – der **InvestmentG-AG** – ist diese Unterscheidung seit 2007 bereits durchgeführt. Die Regierungsbegründung führt aus: „Bei dem Anlageaktionär steht regelmäßig allein die vermögensmäßige Beteiligung im Vordergrund, während für den Unternehmensaktionär daneben auch die unternehmerische und organisatorische Beteiligung maßgeblich ist.“

Hier deutet sich m.E. ein im Kern zutreffender **Paradigmenwechsel vom Verbandsmitglied zum Kapitalanleger** an. Ein Kulturschock war für die Traditionalisten unter den Rechtswissenschaftlern die 2001 eingeführte Möglichkeit der Übertragung der Aktien auf Betreiben eines 95-prozentigen Hauptaktionärs, selbstverständlich gegen korrekte Barabfindung. Aber eben ein Ausschluss aus der Gesellschaft ohne weiteren Sachgrund, nur weil der Mehrheitsaktionär das so will.

Die Aktie ist nach dem neuen, im Vordringen befindlichen Verständnis ein kapitalmarktrechtliches Anlagepartikel, das nicht „mitgliedschaftlich“ auf eine bestimmte Gesellschaft bezogen ist. Wird diese Linie weiter gezogen, so löst sich für den Anleger vollends auf, ob er direkt in die Aktie, in Derivate, Zertifikate oder Fondsanteile geht.

Damit ist ein weites Thema angeschnitten, das übrigens nicht neu ist: schon in der Weimarer Zeit wurde von der Aktiengesellschaft (nur) als Veranstaltung verantwortungsbewusster Großaktionäre gesprochen. So richtig es ist, angesichts (hoffentlich weiterhin) funktionierender Kapitalmärkte die Austauschbarkeit des Kapitalmarktprodukts Aktie in den Vordergrund zu rücken: auch hier darf die Institution Aktiengesellschaft, die im Kern als privater Verein konzipiert ist, nicht von innen heraus beschädigt werden, so dass am Ende die Staatsaufsicht die fehlende Binnenkontrolle ersetzt. Es müssen (siehe Anfechtungsrecht) nicht stets Individualrechte mit einer Aktie verbunden sein, aber es muss die Chance bestehen, dass sich das atomisierte Anleger-Aktionariat zu Minderheitsquoten zusammenfinden kann. Das dafür vorgesehene Aktionärsforum (§ 127a AktG) im elektronischen Bundesanzeiger muss freilich als vorläufig gescheitert angesehen werden; eine Neuorganisation des Kommunikationsprozesses als Folge der hier befürworteten Kategorisierung wird erforderlich sein.

Synthetisierung

Zur Dekonstruktion der Aktie trägt gewiss auch bei, was ich ihre Synthetisierung nennen möchte. Durch vertragliche Beziehungen, etwa mit einer Investmentbank, kann ein Nichtaktionär die mit der Aktie verbundenen Risiken und Chancen erlangen – nicht die Aktie selbst, die braucht

er auch nicht. Der eine hat das Stimmrecht, aber durch die besondere Vertragskonstruktion muss er sich nicht um die Folgen der Stimmausübung scheren. Die Aktie wird damit ihrer wirtschaftlichen Komponente entkleidet, sie ist nur noch als rechtliches Vehikel in der Garage der Gesellschaft geparkt. International wird dafür das Bild des „empty voting“ verwandt.

Neu an dieser Entwicklung ist die Dimension: Zunehmend professionellere und (bis zur Finanzkrise) kapitalkräftige Intermediäre und andere, die als Gegenparteien agieren, ermöglichen Derivate auf nahezu jede börsennotierte Aktie. Das Recht hat diese Entwicklung gefördert. Dem Finanztermingeschäft kann man sich nicht mehr durch Berufung auf den Spiel- und Wetteinwand entziehen; sie sind als Kapitalmarktprodukte anerkannt (heute § 37e WpHG).

Die Aktie wird damit zum bloßen **Bezugsobjekt**. Dies belegt bereits der Terminus „Derivat“, was wohl am ehesten mit „abgeleitete Position“ zu umschreiben ist. Der Wandel der Derivate vom Schattenprodukt zum Profi-Instrument hat zur Erosion der Aktie, besser vielleicht: zum Verlust ihres Alleinstellungsmerkmals beigetragen.

Die Gesetzgebung sucht dieser Tendenz mit einer ausgreifenden **Zurechnung** zu begegnen, soweit es Transparenzanforderungen betrifft. War Bezugspunkt für die Pflicht zur Offenlegung wesentlichen Anteilsbesitzes (§§ 21 ff WpHG) zunächst allein die Inhaberschaft der Aktie (genau: des damit verbundenen Stimmrechts), wird zunehmend fremde Anteilsinhaberschaft zugerechnet, also eigener gleichgestellt.

So sind seit dem vorigen Jahr erhebliche (5Prozent) auf Lieferung gerichtete Erwerbspositionen auch dann offenzulegen, wenn sie lediglich einen schuldrechtlichen Anspruch auf zukünftige Aktienübertragung einräumen (§ 25 WpHG). Damit sind börsengängige Optionen erfasst, wenn sie auf Erfüllung gerichtet sind.

Im Übernahmefall Continental war streitig, ob die von den Investmentbanken Schaefflers zur Absicherung ihres Swap-Risikos erworbenen Aktien als für Rechnung Schaefflers zu gelten haben. Auch hier ging es nicht um Aktien im eigenen Bestand, sondern um die Zurechnung von Erwerbspositionen oder (wie in diesem Fall) auch nur wirtschaftlichen Zwängen zur Andienung.

Die – in gewisser Hinsicht – kapitalmarktrechtliche Gleichstellung von Derivat und Aktie kann als Beleg für meine These verstanden werden, dass die Aktie selbst als rechtliche Kategorie diffus geworden ist.

Resümee

Am Ende ist zur „Zukunft der Aktie aus rechtlicher Sicht“ zu sagen: sie ist so offen wie noch nie in der ca. 200-jährigen Geschichte des neuzeitlichen Aktienwesens (wenn man den Beginn wie im Buch von *Bayler/Habersack* mit dem Code de commerce ansetzt):

- Die Lösung von der papierstofflichen Grundlage bringt die kontenführenden Finanzintermediäre als notwendige Teile ins Spiel; die Aktie ist ein Wertrecht im Dreieck von Gesellschaft, Intermediär, Anleger.
- Die Lösung von der Kapital-Grundlage ist bislang zurückgewiesen worden, aber wie lange noch?
- Die Lösung von der Mitgliedschaft herkömmlicher Art zeigt sich in zwei Beobachtungen: zum einen in der Klassifizierung des Kleinaktionärs als Kapitalmarktanleger, der ohne zwingende Individualrechte auskommt und der eine mit Blick auf den Squeeze-Out fragile Beteiligung hält, zum anderen in der insbesondere für Großanleger attraktiven Synthetisierung der Aktie durch Derivatkonstruktionen.

Sollte das geneigte und geduldige Auditorium jetzt (nach diesem langen Vortrag) fragen, was die Zukunft aus diesen Entwicklungen macht, dann sage ich: **Ich bin kein Prophet.**

Prof. Dr. Bernd Rudolph

Herzlichen Dank, Herr Noack, wir sind alle keine Propheten. Der Ökonom interessiert sich aber trotzdem sehr dafür, weil dieses Ausleuchten der Aktie, als Wertpapier, als Kapitalanteil, als Mitgliedschaft, unter Umständen – auch mal von uns – empirisch untersucht werden könnte, ob das etwas mit der Akzeptanz der Aktie zu tun hat. Sie haben gezeigt, dass die Aktie aus rechtlicher Sicht diffus geworden ist. Diesen Mechanismus kann man sich natürlich auf denjenigen, im Sinne eines Corporate Finance Ansatzes, übertragen denken oder denjenigen, der eine Aktie kauft, der darin eine Anlage sucht und gerade nicht in einem Zertifikat oder in einem anderen Papier. So weit ist das für uns jenseits der Thematiken, die Sie angesprochen haben, ein wichtiges Feld.

Gast

Ich würde gerne noch einmal auf dieses französische Beispiel mit den Mehrstimmrechten zurückkommen, wenn man lang genug als Aktionär dabei ist. Sie haben das kurz erwähnt, ohne weiter darauf einzugehen. Ist das in absehbarer Zeit in Deutschland implementierbar und wird das der-

zeit kontrovers diskutiert? Wie sind denn die Wahrnehmungen in Frankreich bezüglich dieses geteilten Aktionärsrechts?

Prof. Dr. Ulrich Noack

Die letzte Frage kann ich nicht beantworten, weil das nicht auf meinen eigenen Forschungen beruht. Mein Kollege Schneider hat mir das mitgeteilt. Gehen wir also in die hiesigen Gefilde, das wird eine sehr kontroverse Frage werden. Bisher, so habe ich auch die Stimmung im Deutschen Aktieninstitut verstanden, war man da schon für „one share – one vote“. Ein Kapitalmarkt verlange einheitliche uniforme Anlagepartikel, damit vertragen sich verschiedene Klassen nicht, das mache das Ganze schwierig und weniger handhabbar. In diesem Herbst haben wir Umstürze und das eine und das andere kommt zusammen, auch diese Idee des Ankeraktionärs, das war mir ein neuer Begriff, um langfristige Investments zu forcieren. Ich könnte mir rechtspolitisch vorstellen, dass dafür vor dem Hintergrund der jüngeren Entwicklungen das Feld wieder bereitet ist. Hätten Sie mich das 2000 oder 2005 gefragt, da hätte ich wohl noch nein gesagt. Deutschland AG schleifen? War sie eine gute oder eine schlechte Idee? Die Diskussion darüber kommt nach meiner Beobachtung als rechtspolitische jetzt auf uns zu. Es gibt dafür weder Gesetzentwürfe noch Schubladenentwürfe. Ich nehme an, das ist noch nicht das Thema, es ist etwas am Horizont Stehendes, nichts rechtstechnisch schon Besiegeltes.

Gast

Mich würde interessieren, wie Sie die Auswirkungen Ihrer dargestellten Entwicklungen auf das Recht der Aktienfonds einschätzen, und vor allen Dingen auf das Aussonderungsrecht im Konkursfall, was ja den echten Aktienfonds vom Zertifikat als Inhaberschuldverschreibung unterscheidet. Welche Auswirkung hat die von Ihnen beschriebene Entwicklung zur Dematerialisierung der Aktie und des Herausnehmens aus dem Sachenrecht auf das Recht der Aktienfonds und vor allen Dingen den Insolvenzfall?

Prof. Dr. Ulrich Noack

Das ist ein großes Thema. Recht hat zwei Funktionen: die Güterzuordnung und die Durchsetzung dieser Zuordnung. Die erste Funktion bleibt von der Dematerialisierung unberührt. Bei der zweiten Funktion sieht es etwas schwieriger aus; so hört man, dass in der Schweiz ein größeres dematerialisiertes Aktienpaket vermisst werden soll. Hier muss das Recht als Reaktion auf die Dematerialisierung registerspezifische Mittel bereit-

stellen. Wir haben keine effektiven Stücke, die man aussondern kann. Insofern müssten wir auch ein Insolvenzrecht dieser stückelosen Aktie entwickeln, wie wir überhaupt ein Aktienwertrecht für die Investmentfonds entwickeln müssten, die das getrennt von ihrem übrigen Vermögen zu halten haben. Das deutsche Recht sieht dafür z.B. eine Depotprüfung durch Wirtschaftsprüfer vor, i.e. die Prüfung, ob der Intermediär seiner Buchführungspflicht nachgekommen ist.

5. Liquidität am deutschen Aktienmarkt **Prof. Dr. Alexander Kempf**

**Seminar für Finanzierungslehre & Centre for Financial Research
(CFR), Universität zu Köln**

Liquidität ist etwas Diffuses! Folgendes Zitat von Maureen O'Hara drückt dies eindrucksvoll aus: „Liquidity, like pornography, is easily recognized but not so easily defined“. Es ist also sehr schwierig, „Liquidität“ präzise zu definieren und damit messbar zu machen. Mittlerweile hat sich in der ökonomischen Forschung eine Definition von Kyle (1985) durchgesetzt, der drei Dimensionen von Liquidität unterscheidet:

Die Enge des Marktes: Hier fragen wir nach der Geld-Brief-Spanne. Die Enge sagt im Kern etwas darüber aus, wie teuer es ist, eine Aktie zu kaufen und diese im gleichen Moment wieder zu verkaufen;

Die Tiefe des Marktes: Hierbei wird auf die Menge abgestellt, die innerhalb obiger Geld-Brief-Spanne überhaupt gehandelt werden kann. Während sich die Enge des Marktes ausschließlich auf den Parameter Preis konzentriert, sagt die Tiefe etwas darüber aus, welche Menge zu diesem Preis erwerbbar ist;

Die Erneuerungskraft des Marktes: Wie schnell erholt sich die Liquidität nach Transaktionen? Während mit der Enge und Tiefe die Liquidität zu einem gegebenen Zeitpunkt beschrieben wird, beschreibt die Erneuerungskraft die Entwicklung der Liquidität im Zeitablauf. Die Erneuerungskraft erlaubt uns also eine Aussage darüber, wie schnell Liquidität zu ihrem „normalen“ Niveau zurückkehrt, nachdem eine Transaktion getätigt wurde. Idealtypisch sollte die betrachtete Transaktion keine neuen, den ursprünglichen Zustand verändernden Informationen beinhalten, da ansonsten definitionsgemäß das „normale“ Niveau der Liquidität vor der Transaktion nicht dem „normalen“ Niveau nach der Transaktion entspricht.

Die Erneuerungskraft lässt sich bezüglich der Marktmenge und Markttiefe messen. Ersteres ist die sogenannte Spread Resiliency, bei der es um das Zurückkehren der Liquidität bezüglich des Preises geht, d.h. wir betrachten dann die Entwicklung der Geld-Brief-Spanne im Zeitablauf. Mit der Depth Resiliency wird die Erneuerungskraft bezüglich der quotierten Menge gemessen, d.h. wie schnell bringen die Marktteilnehmer eine neue Menge in den Markt zurück, nachdem ein Teil der Menge aus dem Markt abgeflossen war.

Das Thema Erneuerungskraft ist gerade für Limitorder-Märkte von hoher praktischer Bedeutung. Während an Market-Maker-Märkten Market Maker verpflichtet sind, Liquidität bereitzustellen, ist es an Limitorder-Märkten das private Kalkül jedes Marktteilnehmers selbst, ob er dazu Willens ist. Ein Limitorder-Markt würde sehr schnell austrocknen, wenn sich keiner findet, der neue Liquidität bereitstellt. Deshalb ist das Thema Erneuerungskraft ein wichtiger Aspekt der effizienten Börsenorganisation. Hierbei geht es um die praktische Frage, wie es dem Börsenbetreiber gelingen kann, mit effizienten Marktmechanismen für eine hohe Erneuerungskraft zu sorgen, ohne dafür einen Market Maker installieren zu müssen.

Die Erneuerungskraft ist natürlich auch relevant für alle Marktteilnehmer, die an diesen Börsen Wertpapiere kaufen und verkaufen. Besonders wichtig ist die Information über die Erneuerungskraft für institutionelle Investoren, die dynamische Handelsstrategien verfolgen, indem sie beispielsweise große Block-Order nicht auf einen Schlag in den Markt geben, sondern auf verschiedene kleinere Order verteilen. Die Information, wie schnell sich nach der ersten Teil-Order der Markt bezüglich seiner Liquidität erholt, ist möglicherweise entscheidender Faktor dafür, ob eine solche Strategie sinnvoll ist und zum Erfolg führt.

Obwohl die Erneuerungskraft einen hohen Praxisbezug aufweist, wurde sie von der wissenschaftlichen Forschung bislang sehr stiefmütterlich behandelt. Der Aufsatz von Foucault, Kadan und Kandel aus dem Jahr 2005, dessen grundlegende Annahmen und Ergebnisse ich im Folgenden kurz skizzieren möchte, ist die einzige theoretische Arbeit auf diesem Gebiet. Die Autoren unterscheiden in ihrem Gleichgewichtsmodell zwei Gruppen von Marktteilnehmern: die Geduldigen und die Ungeduldigen. Beide müssen für jede Zeiteinheit, in denen ihre Order nicht ausgeführt wird, Kosten tragen, die allerdings für die Ungeduldigen höher sind als für die Geduldigen. Beide Gruppen können wählen, welche Art von Order sie wählen und wie aggressiv sie diese in den Markt stellen. Im Ergebnis neigen die Geduldigen tendenziell zu Limitorder, während die Ungeduldigen tendenziell Marktorder bevorzugen.

Mit ihrem Modell können die Autoren zeigen, dass erstens die Erneuerungskraft mit dem Anteil geduldiger Marktteilnehmer ansteigt. Sie führen das darauf zurück, dass mit dem Anteil der geduldigen Marktteilnehmer sich auch der Anteil der Limitorder auf dem Markt erhöht und damit der Anteil der Marktorder sinkt. Da es nur relativ wenige Marktorder gibt, müssen die Limitorder-Trader versuchen, ihre Aufträge weit vorne in der Orderschlange zu platzieren, um die Ausführung ihrer Li-

mitorder sicherzustellen. Dementsprechend aggressiv werden die Limitorder in den Markt gegeben, was bedeutet, dass sich die Geld-Brief-Spanne, wenn sie auseinander gegangen ist, sehr schnell wieder schließt.

Wenn umgekehrt genügend Marktorder vorhanden sind, können sich die geduldigen Investoren entspannen und müssen dementsprechend nicht mehr so aggressiv agieren. Die Erneuerungskraft sinkt also zweitens mit der Frequenz der ankommenden Aufträge.

Drittens gehen die Autoren davon aus, dass die Erneuerungskraft zum Börsenschluss sinkt. Dies leuchtet intuitiv ein: Viele Marktteilnehmer wollen am Ende des Handelstages ihre Position nicht über Nacht halten und geben deswegen Marktorder statt Limitorder.

Mit diesen drei habe ich gleichzeitig die zentralen Hypothesen angesprochen, die in der theoretischen Literatur zum Verhalten der Erneuerungskraft bekannt sind. Daran anknüpfend stellen sich allerdings neue Fragen. Zum Beispiel findet sich in dem Modell keinerlei Aussage über die Depth Resiliency, d.h. wie schnell sich die Menge erneuert. Zudem unterstellen die Autoren ein risikoneutrales Verhalten aller Marktteilnehmer, was unter dem Aspekt der Handhabbarkeit verständlich ist, aber natürlich auch eine gewisse Limitierung darstellt. Der Anteil geduldiger Marktteilnehmer und die Frequenz ankommender Aufträge fallen in dem Modell gewissermaßen „vom Himmel“, sie sind exogen gegeben. Tatsächlich dürften aber der Anteil der geduldigen Marktteilnehmer und die Frequenz der ankommenden Aufträge stark davon abhängig sein, ob der Markt im Moment schon liquide ist oder nicht.

Über die modelltheoretische Herangehensweise hinaus haben sich verschiedene Autoren empirisch mit der Erneuerungskraft der Liquidität auseinandergesetzt. Allerdings beschäftigen diese sich alle mit einer sehr speziellen Konstellation, nämlich der Erneuerungskraft des Marktes in Extremsituationen:

- Battacharya und Spiegel (1998) definieren Erneuerungskraft als die Fähigkeit eines Marktes, einen großen Angebots- oder Nachfrageüberhang aufzunehmen, ohne dass der Handel geschlossen werden muss. Die Aussage, dass ein Markt über eine hohe Erneuerungskraft verfügt, bezieht sich offensichtlich nur auf einige wenige Ausnahmefälle.
- Degryse (2005) und Large (2007) gehen der Frage nach, wie oft auf aggressive Aufträge neue Limitorder zu besseren Preisen folgen. Offensichtlich wird hier im Vergleich zu den Arbeiten von Battacharya und Spiegel ein nicht mehr ganz so extremes Ereignis untersucht,

dennoch müssen wir uns der Tatsache bewusst sein, dass in der Regel weniger als 10 Prozent der Order überhaupt tatsächlich die Preise bewegen. Der Rest wird zur besten Spanne im Orderbuch abgewickelt.

- Gombert, Schweigert und Theissen (2004) haben sich die 100 größten Aufträge mit dem XLM-Maß angeschaut und sind der Frage nachgegangen, ob die Liquidität nach diesen Aufträgen überhaupt zurückkommt. Die Antwort der Autoren auf diese Frage lautet: Ja, allerdings nicht auf das alte, überdurchschnittlich hohe Niveau.
- Coppejans, Domowitz und Madhavan (2004) analysieren den schwedischen Futures-Markt auf extreme Aufträge, nämlich 30 Kontrakte bzw. 5 Ticks Preisänderung.

Was allerdings in der empirischen Forschung bislang fehlt, ist ein Bild der Erneuerungskraft der Liquidität in „normalen“ Situationen. Dieser Fragestellung bin ich gemeinsam mit meinen Kollegen Pradeep Yadav aus Oklahoma und Daniel Mayston aus London nachgegangen. Wir haben den Einfluss nicht informativer Aufträge auf die Entwicklung von Spanne und Tiefe mittels eines Mean-Reversion-Modells untersucht, indem wir den Einfluss von Informationen – soweit es möglich war – kontrollieren. Vor dem Hintergrund, dass gerade bei großen Order immer auch neue Informationen eine Rolle spielen dürften, beschränken wir uns im Gegensatz zu der soeben aufgezählten Literatur nicht auf seltene oder extreme Ereignisse. Wir wollen wissen, wie die Liquidität auf einen „normalen“ uninformativen Auftrag reagiert. Die Erneuerungskraft ist bei uns von der Zeit, von der Frequenz und davon abhängig, wie tief man in das Orderbuch schaut. Darüber hinaus untersuchen wir den Zusammenhang zwischen der Erneuerungskraft und anderen Dimensionen der Liquidität, das Zusammenspiel von Spread Resiliency und Depth Resiliency mittels einer Lead-Lag-Analyse sowie die Determinanten der Erneuerungskraft vor dem Hintergrund der Hypothesen von Foucault, Kadan und Kandel.

Die Daten für diese Analyse stammen von der Deutsche Börse AG, die uns für das erste Quartal 2004 das gesamte Handelsprotokoll von XETRA zur Verfügung gestellt hat. Dieser Datensatz ist für die Untersuchung optimal, da es sich bei XETRA um einen reinen Limitorder-Markt handelt. Zudem haben wir eine hohe Konzentration der Liquidität in dem XETRA-Orderbuch. Konkurrenz durch das Electronic Crossing Network (ECN) oder Regionalbörsen spielten für den Untersuchungszeitraum keine nennenswerte Rolle. Mit diesen Daten, die nahezu die gesamte Marktliquidität erfassen, konnten wir das Orderbuch für alle DAX-30-Aktien rekon-

struieren. Aus Gründen der Handhabbarkeit haben wir uns auf eine Datenfrequenz von fünf Minuten beschränkt.

Die Ergebnisse unserer Untersuchung sind in mehrfacher Hinsicht erstaunlich. Wir finden für alle Aktien eine hohe Erneuerungskraft und zwar unabhängig davon, ob wir die Erneuerungskraft bezüglich der Spanne oder bezüglich der Tiefe messen. Zudem erholt sich die Liquidität äußerst schnell, wobei die meisten neuen Aufträge in der Nähe des besten Geld-Brief-Kurses eingestellt werden. Darüber hinaus ist die Erneuerungskraft eine eigenständige Dimension der Liquidität. Die Korrelation mit den übrigen Dimensionen ist sehr gering und im Zeitablauf nicht stabil. Zudem stützen unsere Ergebnisse die Hypothesen des Modells von Foucault, Kandan und Kandel, d.h. die Erneuerungskraft korreliert positiv mit dem Anteil der geduligen Händler. Zugleich finden wir eine negative Korrelation für die Frequenz der Aufträge und für den Dummy „Handelsschluss“. Die Depth Resiliency, über die das Modell von Foucault, Kandan und Kandel keine Aussage treffen kann, verhält sich anders als die Spread Resiliency. Dieses Ergebnis scheint daran zu liegen, dass die Spread Resiliency einen zeitlichen Vorlauf gegenüber der Depth Resiliency aufweist.

Lassen Sie mich meinen Vortrag mit einem Fazit schließen: Schauen Sie, wenn Sie ein Urteil über die Liquidität eines Marktes treffen wollen, nicht nur auf die aktuelle Tiefe und Spanne, sondern betrachten Sie deren Dynamik im Zeitablauf. Nur dies erlaubt Ihnen eine Einschätzung über die Entwicklung der Liquidität in der Zukunft und damit über die Möglichkeit, zukünftig auch wieder aus dem Markt aussteigen zu können. Gerade in diesen Tagen wissen wir, wie wichtig diese Möglichkeit ist.

Prof. Dr. Bernd Rudolph

Vielen Dank, Herr Kempf! Eine spannende Untersuchung in einem Gebiet, von dem wir sehr wenig wissen und in dem Sie sehr weit gekommen sind. Die Implikationen müssten wir dann wahrscheinlich genauso diskutieren wie den Ansatz als solchen. Gibt es Fragen zu der Untersuchung?

Gast

Warum ist die Erneuerungskraft ein neues Maß? Ich meine, es bezieht sich doch auf die beiden bekannten Maße Markttiefe und Markttiefe. Können Sie das kommentieren?

Prof. Dr. Alexander Kempf

Sie sagen zu Recht, dass das Maß der Erneuerungskraft auf den beiden statischen Maßen Enge und Tiefe aufbaut. Die Erneuerungskraft sagt aber etwas über die Veränderung von Enge und Tiefe im Zeitablauf, nicht über den aktuellen Zustand. Und dies sind unterschiedliche Dinge, wie unsere Korrelationsuntersuchung zeigt.

Es gibt offensichtlich Phasen bei gleicher Ursprungsliquidität, in denen die Liquidität nach einer Transaktion sehr schnell zurückkehrt und auch Phasen, in denen sie sich sehr, sehr langsam erholt. Insofern ist Erneuerungskraft ein Maß für eine bisher nicht untersuchte Dimension der Liquidität, kurz gefasst ein neues Maß.

6. 30 Jahre empirische Kapitalmarktforschung
Prof. Richard Stehle, Ph.D.

**Lehrstuhl für Bank-, Börsen- und Versicherungswesen,
Humboldt-Universität zu Berlin**

Vielleicht eine kleine Vorbemerkung zur gegenwärtigen Finanzkrise:

Zur Zeit erhalte ich oft Anrufe von Journalisten, die an meiner Meinung zur Finanzkrise interessiert sind. Am Ende derartiger Gespräche werde ich oft gefragt, ob es jetzt nicht günstiger wäre, in „neuartige Produkte“ wie Hedge-Fonds oder Zertifikate Geld anzulegen. Da spreche ich mich zur Zeit immer noch ganz klar für Aktien aus. Bei Aktien haben wir mehr als 100 Jahre Erfahrung. Die anderen beiden Produkte sind relativ neu und für mich noch sehr intransparent. Oft werde ich auch gefragt, wie denn zur Zeit die Wahl zwischen den traditionellen Anlageformen Aktien, Anleihen und Lebensversicherungen ausfallen sollte. Hierzu lautet meine typische Antwort: nun ja, die kurzfristige Entwicklung der Aktienkurse ist zur Zeit, wie übrigens immer, sehr schwer zu prognostizieren.

Langfristigen Anlegern, die gewillt und in der Lage sind, die mit Aktien verbundenen finanziellen Risiken zu tragen, empfehle ich momentan und voraussichtlich auch weiterhin, ihre Aktien zu halten bzw. in Aktien einzusteigen. Manchmal verweise ich dann auf unsere historischen Erfahrungen: Wir hatten in Deutschland im letzten Jahrhundert zwei große Finanzmarktkrisen. Die eine war 1923, als wir die finanzielle Rechnung für den Ersten Weltkrieg begleichen mussten, die andere war 1948, als die finanzielle Rechnung für den Zweiten Weltkrieg zu bezahlen war. Manche nennen die letztere auch euphemistisch „Währungsreform“, aber eigentlich mussten wir 1948 die finanzielle Rechnung für den verlorenen Krieg begleichen. Nach diesen zwei größten deutschen Finanzmarktkrisen steht es zwei zu null für die Aktien, so dass ich es für durchaus möglich halte, dass am Ende der derzeitigen Finanzmarktkrise wiederum die Aktien vorne liegen.

Ich verkaufe jedenfalls gerade meine Lebensversicherung und bekomme mein Geld Anfang Dezember. Ich werde das Geld voll in Aktien investieren, weil ich daran glaube, dass es nach dieser Finanzmarktkrise drei zu null für die Aktie stehen wird. Wenn es dann am Schluss zwei zu eins steht, d. h. dieses Mal schneiden die festverzinslichen Anlagen besser ab,

dann halte ich das für eine höhere Gerechtigkeit und werde es mit Fassung tragen. Es war ungerecht, dass 1923 in erster Linie die Besitzer festverzinslicher Wertpapiere für den Ersten Weltkrieg bezahlt haben und es war aus meiner Sicht ungerecht, dass 1948 in erster Linie die Sparbuchbesitzer für den Zweiten Weltkrieg finanziell bezahlt haben. In beiden Fällen kamen Aktien- und Immobilienbesitzer glimpflich davon, also die Besitzer von Sachwerten.

Jetzt zu meinem eigentlichen Thema!

Wir hatten heute bisher fünf höchst interessante Vorträge, davon kamen drei aus dem Gebiet „Empirische Kapitalmarktforschung“: Herr Dittmann, Herr Wagner und Herr Kempf haben aus meiner Sicht Spitzenvorträge gehalten. So könnte man im Rahmen meines Themas auch fragen: Wie haben wir es geschafft, dass dieses Forschungsgebiet sich in den letzten 30 Jahren in Deutschland so gut entwickelt hat? Wir können uns auch fragen, was können wir tun, dass es weiterhin so gut geht? Etwas Sorge bereitet mir, dass alle drei nicht über Themen gesprochen haben, die in erster Linie für uns Deutsche interessant und wichtig sind, sondern über Themen, die international gut vermarktbar sind. Aus meiner Sicht geht die Tendenz leider dahin, dass Spitzennachwuchswissenschaftler diesen Weg wählen.

Ich werde im Folgenden zuerst eine kurze Einführung geben und eine Zusammenfassung, weil es am Schluss meines Vortrags aus Zeitgründen etwas hektisch werden kann. Danach werde ich einen kurzen historischen Rückblick geben und im Anschluss auf die aktuellen Diskussionsstände auf meinen Hauptinteressengebieten eingehen, wobei ich mich auf Deutschland konzentrieren werde. Stehle (2007) enthält einen kurzen Überblick über den Stand der internationalen Diskussion. Meine derzeitigen Hauptinteressengebiete sind: Wie hoch ist die Risikoprämie von Aktien? Welches Kapitalmarktgleichgewichtsmodell, also welches CAPM gilt für Deutschland? Wie effizient ist der deutsche Aktienmarkt? Wie schnell reagieren Aktienkurse auf Ankündigungen? Am ausführlichsten werde ich auf die langfristige Performance von Aktien nach ihrer Börseneinführung eingehen, weil das für einen Kapitalmarkt ein besonders wichtiges Thema ist. Börseneinführungen müssen zahlreich erfolgen und gut klappen! Das ist eigentlich für jeden Aktienmarkt das Wichtigste. Laufend „sterben“ Aktiengesellschaften. Meist werden sie übernommen. Ein paar wenige gehen in den Konkurs. Wir brauchen daher laufend Nachwuchs an der Börse durch Börseneinführungen. Für Publikumsfonds

und ihre Performance, mit dieser befasse ich mich zur Zeit ebenfalls intensiv, werde ich wahrscheinlich keine Zeit mehr haben.

Das Gebiet „Empirische Kapitalmarktforschung“ umfasst natürlich noch viele andere Gebiete, von denen ich aber leider nicht ganz so viel verstehe. Zusätzlich existieren eine Reihe von nah verwandten Gebieten, auf die ich ebenfalls nicht eingehen kann, z.B. die Empirische Rechnungsforschung, die Experimentelle Forschung, Behavioral Finance. Einen guten Einstieg in diese Gebiete bieten diesbezügliche Beiträge im von Köhler/Küpper/Pfingsten 2007 herausgegebenen Handwörterbuch der Betriebswirtschaftslehre. Dort findet sich auch ein guter Einstieg in die Kapitalmarkttheorie.

Gegen Ende meiner Ausführungen werde ich versuchen, die Frage zu beantworten: Wo stehen wir im Hinblick auf die Voraussetzungen für Spitzenforschung im Jahr 2008? Ganz am Ende werde ich auf meine Wunschliste an alle Anwesenden eingehen.

Die Zusammenfassung meines Vortrags lautet:

In Bezug auf die Voraussetzungen für die Spitzenforschung hinken wir im Gebiet Empirische Kapitalmarktforschung in Deutschland der internationalen Entwicklung etwas hinterher, trotzdem wurden schon viele, auch im internationalen Vergleich nennenswerte Arbeiten verfasst. Deutsche Wissenschaftler, das muss ich aber leider sagen, sind auf den internationalen Fachtagungen und in den internationalen Fachzeitschriften zum Beispiel im Vergleich zu holländischen und zu englischen Wissenschaftlern noch unterrepräsentiert.

Dringend erforderlich ist eine Verbesserung der Rahmenbedingungen. Wir brauchen für die Analyse des deutschen Aktienmarktes bessere Datenbanken. Generell braucht das Gebiet Empirische Kapitalmarktforschung mehr Ressourcen. Wir müssen die Diskussion zwischen Wissenschaft und Praxis weiterhin verbessern, deshalb sind wir heute auch hier.

Nun zum eigentlichen Vortrag

Empirische Forschung über Aktien wird in den USA seit zumindest 80 Jahren betrieben, in Deutschland seit zumindest 40 Jahren. Intensiv geforscht wird in den USA seit ca. 1970, in Deutschland seit 1990.

Historischer Rückblick, USA 1896–1960.

Ein Vorläufer des Dow-Jones-Index wurde seit 1896 berechnet. Einer der beiden Namensgeber, Charles Dow, empfahl 1903 im *Ladies' Home Journal* (Vol. 20, Oktober, S. 12) allerdings Eisenbahnanleihen als ideale Anlage für langfristige Zwecke. Damit lag er natürlich total daneben, zumindest was die USA und die letzten 100 Jahre betrifft.

Ein hier besonders erwähnenswerter früher Forschungsbeitrag ist die von Edgar L. Smith ca. 1922–24 durchgeführte empirische Untersuchung der US-amerikanischen Aktienrenditen von 1860–1920 (*Common Stocks as Long-Term Investments*, New York, Mac Millan, 1925). Sein Ergebnis war: Für langfristige Kapitalanleger sind Aktien eine gute Wahl. Seine Untersuchungen wurden damals auch in den wichtigsten Fachzeitschriften besprochen. Insgesamt gab es in den USA aber nur wenige empirische Arbeiten vor 1960. Am 3. September 1929, kurz vor dem Börsencrash und der Weltwirtschaftskrise, erschien übrigens auch ein Bericht zur Arbeit von Smith im *Ladies' Home Journal*.

Historischer Rückblick, Deutschland 1929

In Deutschland blieben die Untersuchungen von Smith und die damit verbundene wissenschaftliche Diskussion nicht unbeachtet. Rittershausen, einer der bekanntesten deutschen Professoren in der Nachkriegszeit, er lehrte in Köln, hat als junger Privatdozent unter dem aus heutiger Sicht etwas ungewöhnlichen Titel „Die Reform der Mündelsicherheitsbestimmungen und der industrielle Anlagekredit – zugleich ein Beitrag zum Erwerbslosenproblem“ (Jena 1929) folgende Aussage getroffen (auf S. 75): „Die letzten Zweifel hat Edgar Lawrence Smith beseitigt, indem er statistisch für die Zeit von 1860 bis 1921 nachwies, dass im Durchschnitt Aktien sogar eine größere Sicherheit gezeigt und eine höhere Rendite abgeworfen haben, als festverzinsliche Werte. Diese Regel gilt sogar dann, wenn die Aktien im ungünstigsten Jahre, d. h. zum höchsten Kurse gekauft und zum niedrigsten Kurse verkauft wurden. Aktien sind auf die Dauer eine Kapitalanlage, die mit Sicherheit an der Spitze steht. J. M. Keynes – Cambridge – hat infolgedessen wiederholt vorgeschlagen, dass die Lebensversicherungsgesellschaften schon aus Sicherheitsgründen einen Teil ihrer Reserven in Aktien industrieller Unternehmungen anlegen sollten. Ähnliche Ansichten vertritt Prof. Irving Fisher.“ Rittershausens Stellungnahme zeigt u.a., dass deutsche Wissenschaftler vor 1930 den „weltweiten“ Stand der wissenschaftlichen Diskussion über

Aktien und ihre Renditen gut kannten. Erst Mitte der siebziger Jahre, also vor circa 30 Jahren, konnte dieser Stand wieder erreicht werden.

Historischer Rückblick: USA, 1960 bis heute

1964 hat William F. („Bill“) Sharpe ein Modell veröffentlicht, das die meisten von Ihnen gut kennen. Es wird auch in Deutschland meist als „Capital Asset Pricing Model“, kurz CAPM, bezeichnet, nur selten als Sharpe-Lintner-Kapitalmarktgleichgewichtsmodell. Sharpe hat, wie Sie wissen, hierfür 1990 den Nobelpreis bekommen. 1969 wurde für Wissenschaftler – dank einer großzügigen Spende aus der Wirtschaft an die University of Chicago – die CRSP-Datenbank verfügbar, die qualitativ hochwertige Kurs- und Renditedaten über US-Aktien für einen langen Zeitraum (ab 1926) enthält. Der fast gleichzeitig erfolgende „Markteintritt“ des testbaren, eleganten Modells und der für dessen Untersuchung erforderlichen Daten hat die empirische Forschung über Aktien beflügelt. Inzwischen hat sich die empirische Kapitalmarktforschung im weiteren Sinne (Empirical Finance) zu einem der wichtigsten Forschungsgebiete an US-amerikanischen Business Schools entwickelt. Den Wissenschaftlern dort (und seit ein paar Jahren auch bei uns) stehen die CRSP-Aktiendaten, daraus abgeleitete Datenreihen (insbesondere die Fama-French-Zeitreihen) und dazu passende Bilanzdaten (Compustat) praktisch „auf Knopfdruck“ zur Verfügung.

Die wissenschaftliche Diskussion ist im Gebiet Finance in den USA heute hervorragend organisiert. An den führenden Fakultäten – zu diesen zählen Chicago, Yale, Stanford, NYU – betreiben jeweils 10 bis 20 Professoren empirische Kapitalmarktforschung, schon die hausinternen Diskussionsmöglichkeiten sind deshalb ideal. Fast alle Aufsätze, die geschrieben werden, werden meist sofort im Internet unter www.ssrn.com veröffentlicht und sind dort kostenfrei zugänglich. Wissenschaftler werden von anderen Universitäten eingeladen, um ihre jeweiligen Paper vorzutragen. In einem nächsten Schritt werden die Aufsätze auf Fachtagungen präsentiert (insbesondere den Jahrestagungen der American Finance Association und der Western Finance Association), wobei nur 5-10 Prozent der eingereichten und dann begutachteten Arbeiten zum Vortrag angenommen werden. Das alles ist in Deutschland zwar auch der Fall, aber nicht in der gleichen Weise. Letztendliches Ziel ist es, die Aufsätze in den führenden Fachzeitschriften *Journal of Finance*, *Journal of Financial Economics* oder *Review of Financial Studies* zu publizieren. Unterhalb dieser Champions League der Finance-Fachzeitschriften gibt es übrigens eine

Vielzahl weiterer Zeitschriften. Wie die US-amerikanischen Universitäten sind auch die Fachzeitschriften in Ligen organisiert, wie der deutsche Fußball. Die Kommunikation zwischen Wissenschaft und Praxis ist in den USA traditionell gut. Fast jedes Jahr wechseln mehrere Professoren von der Wissenschaft in die Praxis, wobei die meisten dort bleiben.

Historischer Rückblick Deutschland, 1978 – heute.

Ende der siebziger/Anfang der achtziger Jahre – ich war gerade von meiner Promotion aus den USA zurückgekehrt – war Deutschland in Bezug auf die empirische Kapitalmarktforschung ein unterentwickeltes Land. Die nächsten Orte, um auf diesem Gebiet einen Vortrag zu hören oder zu halten, waren das heute noch aktive European Institute for Advanced Studies in Management (EIASM) in Brüssel und die Jahrestagung der European Finance Association, die G. Franke 1977 erstmals nach Deutschland holte. Zu dieser Zeit entstanden in Deutschland mehrere erste empirische Arbeiten über den deutschen Aktienmarkt, verfasst von „Einzelkämpfern“. Diese mussten sich jeweils in einem aufwändigen ersten Schritt selbst eine Datenbank erstellen, erst dann konnte die eigentliche Analyse beginnen. Zu dieser Gruppe zählen z.B. Domke (1987), Möller (1988), Reiß/Mühlbradt (1979), Winkelmann (1984).

Ca. 1986-1987 bildete sich unter Leitung von W. Bühler, H. Hax und R. Schmidt eine Forschergruppe von ca. 20-25 Professoren. Ihr Antrag an die Deutsche Forschungsgemeinschaft (DFG) war in vielerlei Hinsicht sehr erfolgreich. Die DFG-Bewilligung mit einem Gesamtvolumen 1988-1994 von 10 Mio. DM enthielt, was besonders erfreulich war, auch drei Datenbankprojekte:

- Aktien und Optionen: hierfür war H. Göppl, Karlsruhe, verantwortlich
- Festverzinsliche Wertpapiere: verantwortlich war W. Bühler, Mannheim
- Bilanzen: verantwortlich war H.-P. Möller, Aachen.

Diese zentral erstellten und gepflegten Datenbanken erleichterten die empirische Forschung beträchtlich.

Weitere im Hinblick auf das DFG-Schwerpunktprogramm „Empirische Kapitalmarktforschung“ hervorzuhebende Punkte sind:

Viele Nachwuchswissenschaftler wurden ausgebildet. Dazu trug insbesondere bei, dass auf den internen Konferenzen – das erste Mal in Deutschland auf unserem Gebiet – intensiv diskutiert wurde. Dies wurde u.a. dadurch begünstigt, dass man sich in abgelegenen Hotels getroffen

hat, aus denen niemand entkommen konnte. Und natürlich dadurch, dass es noch keine Handys und kein Internet gab.

Das Programm führte unter Federführung von H. Göppl, 1993 zur Gründung der Deutschen Gesellschaft für Finanzwirtschaft (DGF). Diese stellt das deutsche Pendant zur American Finance Association und zur European Finance Association dar.

Das Programm führte zu einem Anschluss-Schwerpunktprogramm 1995-2001 „Effiziente Gestaltung von Finanzmärkten und Finanzinstitutionen“, Federführung: G. Franke, G. Gebhardt, J.-P. Krahn.

In beiden Programmen entstand eine Vielzahl von Veröffentlichungen, zuletzt meist auf Englisch. Sie führten zudem zu einer merklichen Zunahme der Tagungspräsenz von deutschen Wissenschaftlern auf internationalen Konferenzen. Die Sammelwerke Bühler et al. (1993 und 1999) und Franke et al. (2002) geben einen eindrucksvollen Einstieg in die wissenschaftliche Produktivität der beiden DFG-Schwerpunktprogramme.

Wo stehen wir auf meinen Spezialgebieten im Moment?

Eine für die deutsche Praxis immer wichtiger werdende Größe ist die Risikoprämie von deutschen Aktien. Schätzwerte für die Risikoprämie werden insbesondere für alle Anwendungen des CAPM benötigt, u.a. für Unternehmensbewertungen, z.B. in Squeeze-Out-Verfahren vor deutschen Gerichten, und für Regulierungszwecke, z.B. durch die Bundesnetzagentur. Die Risikoprämie gibt an, um wie viel Prozent die erwartete Rendite des Marktportefeuilles aller Aktien die Rendite von risikolosen festverzinslichen Wertpapieren übersteigt. Dabei wird als risikoloses Wertpapier manchmal ein solches mit kurzer, manchmal ein solches mit langer Restlaufzeit zugrunde gelegt. In der Praxis werden zur Schätzung fast immer historische Durchschnittswerte für einen möglichst langen Zeitraum verwendet. Um wie viel Prozent überstieg also die jährliche Durchschnittsrendite von Aktien die von Bundesanleihen in den vergangenen 50, 60 oder sogar 100 Jahren? Dazu hat Frau Petra Kachel vom Deutschen Aktieninstitut eine Studie verfasst, die von Herrn von Rosen und dem DAI 1999 herausgegeben wurden. In dieser wurden 26 Studien beschrieben, die einen Vergleich zwischen deutschen Aktien und Renten durchgeführt hatten. 21 davon fanden, dass Aktien in der Vergangenheit eine höhere Rendite erwirtschaftet hatten. Frau Kachel folgte meiner Argumentation, dass die restlichen fünf Studien relativiert werden können, da sie methodische Fehler begangen haben.

Zur Zeit veröffentlichen wir zur Risikoprämie in Deutschland (meine letzte diesbezügliche Veröffentlichung ist von 2004) auf unserer Web-Site (<http://lehre.wiwi.hu-berlin.de/Professuren/bwl/bb/aktien>) jährlich die aktuellen Daten. Eine erste offene Frage in dieser Diskussion ist: welchen historischen Zeitraum sollen wir in Deutschland zugrunde legen? In den USA ist man sich einig: Zumindest seit 1926, vielleicht aber sogar zurück bis 1802. In Deutschland ist es aufgrund der großen Katastrophen, die wir hatten, nicht ganz so klar. Wie soll man z.B. die Zeit 1938 bis 1948 einbeziehen? Herr Gielen hat 1994 eine Arbeit veröffentlicht, in der er die Entwicklung der deutschen Aktien seit Beginn des Jahrhunderts oder noch weiter zurück beschrieben hat. Herr Ronge (2002), ein Schüler von Herrn Wenger, hat sich ebenfalls in dieser Hinsicht sehr verdient gemacht. An meinem Lehrstuhl arbeiten wir an einer bis ins Jahr 1900 zurückgehenden Zeitreihe. Wir versuchen, alles noch ein bisschen mehr zu detaillieren und gehen davon aus, dann noch etwas höhere Renditen herauszubekommen als die Kollegen Gielen und Ronge. Ich werde nachher erklären, warum das so ist.

In meinen Schätzungen der Risikoprämie verwende ich normalerweise 1955 als Anfangsjahr. Herr Wenger (2005) ist dagegen der Ansicht, man sollte erst 1960 mit der Schätzung beginnen. Das ist eine Ermessensfrage. Generell gilt aus meiner Sicht, man sollte so viele Daten wie möglich verwenden. Eine Rückberechnung des DAX und der Rendite von Anleihen bis 1900 ist also dringlich. Ein wahrscheinliches Ergebnis ist, dass im letzten Jahrhundert die Rendite festverzinslicher Anlagen negativ war, hierauf habe ich in meiner Einleitung hingewiesen. Theoretisch würde dies implizieren, dass die Risikoprämie in Deutschland im letzten Jahrhundert sehr hoch war.

Eine derzeit intensiv diskutierte Frage ist: Arithmetisches versus geometrisches Mittel? Wichtig ist hier, ob die Risikoprämie für Diskontierungszwecke oder für Zwecke der Endwertberechnung (z.B. als Teil der Altersvorsorgeplanung) geschätzt wird (vgl. Stehle, 2004).

Die nächste Frage ist: Welches Kapitalmarktgleichgewichtsmodell gilt für Deutschland? Hierzu gibt es eine Reihe von Studien. Die „Einzelkämpfer“ Möller (1988), Reiß/Mühlbradt (1979), Winkelmann (1984) und später Stock (1998) haben sich auf mühsame Weise eigene Datenbanken über Aktien errichtet und diese dann mit Hilfe statistischer Methoden untersucht. Eine darauf folgende Gruppe von Wissenschaftlern hat dann schon die Karlsruher Datenbank benutzt, und das waren dann natürlich Studien, die weitaus aussagekräftiger waren, weil mehr Jahre und mehr Aktien berücksichtigt werden konnten. Zu dieser Gruppe von Arbeiten

gehören Sauer/Murphy (1992), Schlag/Wohlschließ (1997), Wallmeier (2000), Warfsmann (1993) und Hammerle/Rösch (1996,1997).

Die Frage, welches CAPM für Deutschland gilt, wird implizit auch in Studien untersucht, die wir Anomaliestudien nennen. Anomalien sind Abweichungen von der herrschenden wissenschaftlichen Meinung, Abweichungen vom herrschenden Modell, hier vom CAPM. Herr Frantzmann (1989) hat nachgewiesen, dass die Renditen am Monatsanfang und am Wochenanfang systematisch anders sind, also Saisonalitäten existieren. Dies wurde u.a. von Krämer/Runde (1993 und 1996) bestätigt. Sattler (1994) und später Stehle (1997) haben in ausführlichen Studien den „Size-Effekt“ bestätigt, den für Deutschland zuerst Domke (1987) und Schnittke (1989) nachgewiesen haben. Das heißt, dass „kleine“ Aktien (Aktien mit niedriger Marktkapitalisierung) in bestimmten historischen Zeiträumen höhere Renditen erzielt haben als das CAPM prognostiziert, Aktien von Gesellschaften mit hoher Marktkapitalisierung niedrigere. Diese Zeiten sind möglicherweise vorbei. In den letzten zehn Jahren haben die großen Aktiengesellschaften höhere Aktienrenditen erzielt.

Zu der wichtigen Fragestellung, welches CAPM gilt, wurden in den letzten Jahren kaum noch Studien vorgelegt, weil man dazu Datenbanken braucht, die lange Zeiträume umfassen. Ich habe 2005 eine Studie mit Frau Schulz veröffentlicht, die besagt, dass das Steuer-CAPM die Renditestruktur von deutschen Aktien besser beschreibt als das Sharpe-Lintner-CAPM. Das hat zum Beispiel die deutschen Wirtschaftsprüfer dazu bewogen, dass sie seit 2004 bei der Unternehmensbewertung das Steuer-CAPM zumindest zulassen, wenn nicht sogar empfehlen.

Das Steuer-CAPM ist natürlich für ein Hochsteuerland eine besonders interessante CAPM-Alternative. Steuer-CAPM heißt, dass die Besteuerung der Dividenden auf Anlegerebene in der Modellbildung berücksichtigt wird. Im CAPM, im einfachen Kapitalmarktgleichgewichtsmodell, werden Steuern überhaupt nicht berücksichtigt. Implizit wird damit unterstellt, dass Dividenden und Kapitalgewinne auf Anlegerebene gleich besteuert werden, was bis 2008 nicht der Fall war.

Die folgende Tabelle enthält die Ergebnisse von Zeitreihen von Querschnittsregressionen, die auf Daten für den Amtlichen Handel Frankfurt basieren. Die rechte Spalte enthält die Durchschnittswerte für die Koeffizienten der Dividendenrendite. Für die Gesamtperiode ist dieser Koeffizient positiv und statistisch signifikant von Null verschieden und entspricht deshalb der Prognose des Steuer-CAPMs. Der Koeffizient für das Beta (zweite Spalte von rechts), das nicht diversifizierbare Risiko, der ei-

gentlich positiv sein und die Höhe der Risikoprämie annehmen sollte, scheint in Deutschland keine große Rolle zu spielen.

Durchschnittliche Koeffizienten und ihre t-Werte von vierteljährlichen Querschnittsregressionen zur Überprüfung des Steuer-CAPMs auf Basis von jährlichen Dividendenrenditen im Zeitraum 1969 bis 2002

Zeitperiode	Anzahl Quartale t	γ_0	γ_1	γ_2
1/1969-3/1977	35	0,1168 (0,138)	0,0019 (0,001)	0,0466 (0,381)
4/1977-4/1993	65	0,9914 (1,682)	0,5448 (0,529)	0,1246 (1,641)
1/1994-1/2002	33	-0,0308 (0,065)	0,5149 (0,259)	0,1754 (2,212)
2/2002-4/2002	3	0,2977 (0,106)	-23,2794 (-1,957)	0,0108 (0,028)
1/1969-4/2002	136	0,503 (1,335)	-0,1277 (-0,148)	0,1143 (2,12)

Quelle: Tabelle 4 aus Schulz, A./Stehle, R. (2005).

Die Tabelle zeigt zudem, dass für derartige Studien Daten für eine Vielzahl von Jahren erforderlich sind, um statistisch signifikante Ergebnisse zu erzielen.

2007 habe ich eine Studie mit Mannheimer Kollegen veröffentlicht, die zum Ergebnis kommt, dass das Fama-French Drei-Faktoren-Modell die Renditestruktur deutscher Aktien besser beschreibt als das einfache CAPM. Im Fama-French-Modell wird das CAPM um zwei Faktoren (zwei Renditereihen) erweitert, die den Size-Effekt und den Buchwert-Marktwert Effekt widerspiegeln. Die folgende Tabelle zeigt, dass die Rendite deutscher Aktien stark vom Buchwert-Marktwert-Effekt und etwas weniger stark vom Size-Effekt beeinflusst wird. Auch laut dieser Studie spielt der Koeffizient des nichtdiversifizierbaren Risikos in Deutschland nur eine geringe Rolle. Man kann dieses Ergebnis auch aus den (nicht in der Tabelle ausgewiesenen) Korrelationskoeffizienten ablesen. Beim Sharpe-Lintner-CAPM ist das R^2 nur 0,17, während beim Fama-French-Modell das R^2 bei nahezu 0,50 liegt.

Table 4 (Auszug): Estimation results: CAPM and Fama-French model

The table reports the results...for the unconditional CAPM and the Fama-French model. The sample period is 1969: 12-2002:12. We report both estimates of the parameters of the SDF b_j and factor risk premia λ_j calculated from these estimates (only the latter are included here).

Panel A: CAPM

<i>Factor risk price</i>	λ_m
Estimate	0.002
t-statistic	0.843

Panel B: Fama-French model

<i>Factor risk price</i>	λ_m	λ_{SMB}	λ_{HML}
Estimate	0.002	-0.002	0.003
t-statistic	0.753	-1.238	2.202

Quelle: Schrimpf/Schröder/Stehle, 2007.

Die beiden Studien sind meines Wissens die aktuellsten Studien zur Gültigkeit des CAPMs in Deutschland. "Aktuell" sind sie, weil sie erst vor kurzem erschienen sind. Die Daten, die zu Grunde liegen, gehen aber nur bis 2002. Dies spiegelt wider, wie schwer es ist, solche Datenbanken auf dem aktuellen Stand zu halten.

Wir haben eine Reihe von Studien darüber, wie Aktienkurse auf Ankündigungen reagieren. Anders ausgedrückt, diese Studien befassen sich mit der Frage, ob der Aktienmarkt informationseffizient ist. Die Studien bestätigen in der Regel, dass auch auf dem deutschen Kapitalmarkt Aktienkurse sofort und im Schnitt richtig reagieren. Nicht in jedem Einzelfall richtig, aber sofort und im Schnitt richtig. Eine wichtige, bereits 1993 erschienene Arbeit ist die von Schmidt/Schrader, die sich mit dem Segmentwechsel vom Geregelten Freiverkehr in den Geregelten Markt befasst haben. Bei Aktien, die das Segment wechselten, ging bei der Ankündigung der bereinigte Aktienkurs im Schnitt hoch. Gerke et al. (1997) haben Dividendenankündigungen studiert, bei positiven geht der bereinigte Aktienkurs hoch. Wulff (1999 und 2001) hat die Kapitalmarktreaktion auf Nennwertumstellungen untersucht, Gebhardt (2002) die Reaktion auf Finanzierungsentscheidungen. Seifert (2006) hat sich mit Aktienrückkäufen befasst. Die Liste der Studien zur Markteffizienz ließe sich beliebig verlängern.

Ein weiteres Thema, von dem ich denke, dass ich mich damit relativ gut auskenne und das ich für sehr wichtig halte, ist die langfristige Performance nach Ereignissen, insbesondere nach Börseneinführungen in

Deutschland. Börseneinführungen sind, ich habe es vorher schon erwähnt, ungeheuer wichtig für einen Kapitalmarkt. Die Frage ist, was passiert mit den Aktien in den darauf folgenden drei Jahren. Auf einem gut funktionierenden Kapitalmarkt würden sich solche Aktien in den nächsten drei Jahren normal verhalten, also im Schnitt nicht besonders rauf oder runter gehen. Einzelne neu an der Börse eingeführte Aktien werden sich in den Folgejahren sicherlich wesentlich besser entwickeln als die zu ihnen passende Benchmark (ein marktweiter Index, ein Branchenindex, ein Vergleichsportfeuille oder Vergleichswertpapier), andere werden sich schlechter entwickeln, im Schnitt sollte sich die Performance nach der Börseneinführung normal entwickeln. Ljungqvist (1997), ein Engländer, der seine Studie in Oxford angefertigt und auch selbst die Daten gesammelt hat, argumentiert, dass wir die Emissionen, die in den unregulierten Freiverkehr gingen und die Emissionen, die zu einer Notiz im Amtlichen Handel führen, nicht in einen Topf werfen sollten.

Zusammen mit Ehrhardt und Przyborowski habe ich 2000 zusätzlich gezeigt, dass alle von der Portfolio Management GmbH begleiteten Emissionen problematisch waren. Normalerweise wurden bis in die neunziger Jahre Emissionen am Aktienmarkt von einer Bank begleitet. Es gab aber in den achtziger und neunziger Jahren eine Nicht-Bank mit dem Namen Portfolio Management GmbH mit Sitz in München. Sie hat 10 bis 15 IPOs begleitet. Die Portfolio Management GmbH ging später selbst in Konkurs, wie auch die meisten Unternehmen, die sie an die Börse gebracht hatte. Die meisten von ihr begleiteten Emissionen gingen in den unregulierten Freiverkehr. Das waren keine typischen Emissionen und wir argumentieren, dass sie auch nicht ins Sample sollten. Wir haben dann auch noch die Rechentechnik, nenne ich das mal locker, verbessert und gezeigt, wie wichtig es ist, dass die Vergleichsportfeuillees sorgfältig gewählt werden.

Ljungqvists Ergebnis war, dass die Underperformance in den auf die Börseneinführung folgenden 36 Monaten 12 Prozent beträgt.

In Stehle et al. (2000) kamen wir dann auf minus sechs Prozent und da dachte ich, dass diese beiden Studien eigentlich beschreiben, wie man vorgehen sollte. Eine Sichtung neuerer Studien zur langfristigen Performance von Aktien nach der Börseneinführung ergibt, dass als durchschnittliche Underperformance mehrfach ein Wert zwischen minus 30 und minus 90 Prozent ausgewiesen wird (letzteres allerdings für den Neuen Markt). Eines unserer aktuellen Projekte ist, diese Studien sorgfältig unter die Lupe zu nehmen. Dies deshalb, weil es aus meiner Sicht für den deutschen Kapitalmarkt sehr schädlich ist, wenn wissenschaftliche

Studien fehlerhaft eine viel zu hohe Underperformance schätzen. Ich halte es für möglich, dass die Dinge, die Herr Ljungqvist und wir in unseren Studien intensiv diskutiert haben, nicht immer berücksichtigt wurden.

Wir machen aber auch Fehler. Ich berichte 'mal von einem. Wir haben in der Studie (2000) zuerst 97 Aktien aus dem Amtlichen Handel hinsichtlich ihrer Entwicklung nach der Börseneinführung studiert. Das war uns nicht genug. Wir wollten mehr Aktien untersuchen, so dass wir weitere 86 Aktien aus dem Geregelten Markt und 27 Aktien aus dem Geregelten Freiverkehr dazu genommen haben. Das ergab dann beinahe 200 Aktien, ein relativ großes Sample. Aber wir haben dann die Sünde begangen, dass wir zur Bereinigung um die allgemeine Marktentwicklung nur die Aktien des Amtlichen Handels benutzten. Das ist deshalb kritisch, weil der Geregelte Markt nicht so riskant und volatil ist wie der Amtliche Handel. Als Folge dürften auch die Renditen etwas niedriger sein. Wenn dann die Aktien des Geregelten Marktes mit solchen des Amtlichen Handels verglichen werden, ist das kein ganz fairer Vergleich. Im letzten Jahr haben wir an unserem Lehrstuhl deshalb ein Projekt zur Berechnung eines Index des Geregelten Marktes begonnen. Der Geregelte Markt bestand von 1987 bis 2007. Bisher wissen wir gar nichts über die Performance der Aktien in diesem Segment. Wenn wir diesen Index des Geregelten Marktes berechnet haben, dann können wir die Studie von 2000 nochmals nachvollziehen. Ich gehe davon aus, dass wir zu einem Ergebnis kommen, dass die langfristige Underperformance von Aktien nach der Börseneinführung noch geringer als 6 Prozent ist. Eigentlich hat der deutsche Kapitalmarkt im Zeitraum bis zur New Economy-Krise bei Börseneinführungen gut funktioniert.

Publikums-Fonds übergehe ich. Hier möchte ich nur kurz auf unsere gerade fertig gestellte Studie hinweisen: Stehle/Lehmann (2009).

Was wir in Deutschland nicht haben, sind benutzerfreundliche **Datenbanken**, bei denen wir ganz genau wissen, dass jeder darin enthaltene Datenpunkt stimmt, zumindest, dass die Daten nicht systematisch verzerrt sind. Wir führen an unserem Lehrstuhl seit Jahren Vergleiche von Datenbanken durch. Es ist eine Sisyphusarbeit.

Eine unserer Lieblingsaktien ist die BASF-Aktie. Da denkt man, in allen Datenbanken müsste das Gleiche rauskommen, aber manchmal ergibt sich in der jährlichen Rendite ein Unterschied von 6 bis 7 Prozentpunkten. Herr Göppl würde auf Basis seiner Daten im Jahr 1991 eine Rendite von 19,80 Prozent berechnen. Auf Basis meiner eigenen Datenbank komme ich auf 18,93 Prozent. Nutzer der Datastream-Datenbank würden

auf 12,05 Prozent kommen. Auf Basis meiner Daten komme ich für die BASF-Aktie 1975-1995 auf eine Durchschnittsrendite (arithmetisches Mittel) von 11,11 Prozent, auf Basis der Göppl-Daten ergibt sich 12,13 Prozent. Datastream ist mit 11,12 Prozent auf meiner Seite.

Ein Beispiel für eine kleine Unternehmung aus dem Geregelteten Markt ist die Schnigge Wertpapierhandelsbank AG. Datastream sagt, dass der bereinigte Aktienkurs von 1999 bis 2007 von 100 auf 13 gesunken ist, wir denken, der bereinigte Kurs sank nur von 100 auf 33. Wir denken also, die Aktie ging nur 67 Prozent runter, Datastream denkt, sie ging 87 Prozent runter.

Wir haben unsere Daten mit den Göppl-Daten in Hinblick auf die Häufigkeit bestimmter Ereignisse verglichen. Für den Amtlichen Handel Frankfurt enthält meine Datenbank 1974 bis 1995 im Schnitt 8,82 Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln, die Göppl-Datenbank (KKMDB) enthält nur 5,59. Bei Dividendenzahlungen sind die Durchschnittswerte 216,41 Fälle pro Jahr vs. 159,45. Bei Nennwertumstellungen zählen wir 4,22 Fälle pro Jahr, in der KKMDB sind 3,21 Fälle pro Jahr enthalten. Welche Zahlen letztendlich stimmen, kann ich nicht sagen. Wichtig scheint mir, dass die Qualität der Daten in naher Zukunft überprüft werden sollte, da die Daten noch von vielen Wissenschaftlern genutzt werden dürften. Fehlende Bereinigungsdaten verzerren die Renditen fast immer nach unten.

Wo stehen wir zur Zeit?

Die Deutsche Gesellschaft für Finanzwirtschaft (DGF) ist von ursprünglich 16 Mitgliedern auf heute über 600 Mitglieder angewachsen. Die jeweils im Herbst stattfindende Jahrestagung ist europaweit zu einer der wichtigsten Fachkonferenzen geworden. Ob es sinnvoll ist, dass nur auf Englisch verfasste Beiträge angenommen werden, ist allerdings diskussionsfähig.

Zur Zeit dürfte an fast allen deutschen Universitäten empirische Forschung über Kapitalmärkte betrieben werden. Auch existieren schon Fakultäten, an denen mehrere Lehrstühle diese Forschungsrichtung forcieren, u.a. Mannheim, Frankfurt, Berlin/Humboldt.

In den drei oben genannten international führenden Fachzeitschriften *Journal of Finance (JF)*, *Journal of Financial Economics (JFE)* und *Review of Financial Studies (RFS)* haben 2007 bis 2009 u.a. folgende derzeit in Deutschland lehrende Wissenschaftler oder nach einer hiesigen Lehrtätigkeit

tigkeit „ausgewanderte“ Kollegen (mit * gekennzeichnet) publiziert. Ihnen meinen herzlichen Glückwunsch:

- Tim Adam (JF 2007, JFE 2009)
- Ekkehart Böhmer* (RFS 2007, JF 2008, RFS 2009)
- Ingolf Dittmann/Ernst Maug (JF 2007)
- Alexander Kempf (JFE 2009)
- Alexander Kempf/Stefan Rünzi (RSF 2008)
- Jörg Rocholl (RFS 2008, JFE 2008, JF 2009).

Die unvollständige Liste illustriert, dass deutsche Wissenschaftler international auch an höchster Stelle immer präsenter werden.

Aus mehreren Gründen, hierzu zählen die Existenz von komfortablen Datenbanken und die internationale Verwertbarkeit der Ergebnisse, konzentriert sich ein (aus meiner Sicht zu) großer Teil der Kollegen dabei auf US-amerikanische Datensätze.

Die Intensität der wissenschaftlichen Diskussion könnte sicherlich noch gesteigert werden. In Deutschland kommen auch noch (zu) viele Publikationen in die Fachzeitschriften, ohne dass ich vorher entsprechende Vorträge auf Tagungen gehört habe. Ohne dass vorher „Working Papers“ (Arbeitspapiere) veröffentlicht und intensiv diskutiert wurden, wie es in den USA üblich ist. Zu selten werden noch im Rahmen der Doktorandenausbildung die wichtigsten Studien repliziert, um zu sehen, ob auch mit anderen Datensätzen und Computerprogrammen das gleiche Ergebnis herauskommt.

Der größte Hemmschuh für die empirische Kapitalmarktforschung in Deutschland ist aus meiner Sicht der Mangel an komfortablen und leicht zugänglichen Datenbanken über deutsche Aktien, Anleihen und die zugehörigen Bilanzen. Bei den drei oben erwähnten, ursprünglich von der DFG geförderten wissenschaftlichen Datenbanken dürfte dies u.a. daran liegen, dass die zur Pflege und Verbesserung erforderlichen Ressourcen nicht in ausreichender Weise zur Verfügung stehen. An die Stelle dieser Datenbanken treten neuerdings immer mehr kommerzielle Datenbanken, z.B. Thomson Datastream. Diese haben sicherlich für die Jahre ab 2000 die für wissenschaftliche Untersuchungen erforderliche Qualität. Ob dies auch für die neunziger Jahre zutrifft, wurde meines Erachtens für deutsche Aktien noch nicht in ausreichender Weise überprüft. Die Arbeit von Ince/Porter (2007) könnte diesbezüglich ein guter Ausgangspunkt sein.

Nun zu meinen Empfehlungen, meiner Wunschliste, darf ich die noch vortragen, Herr Rudolph? Der DFG-Forschungsschwerpunkt „Empirische

Kapitalmarktforschung“ war die Blütezeit der empirischen Kapitalmarktforschung in Deutschland. Ich würde anregen, dass die Kollegen einmal darüber nachdenken, ob wir nicht ein Nachfolgeprojekt in die Wege leiten, in dem insbesondere auch die Daten-Situation für die Wissenschaftler noch wesentlich verbessert werden sollte. Das DAI könnte so ein Projekt unterstützen, Herr von Rosen. Die international ausgewiesenen Nachwuchswissenschaftler – die drei, die wir hier hatten zum Beispiel – möchte ich aufrufen: bitte forschen Sie verstärkt auch über deutsche Aktien und nicht nur über die Aktien anderer Länder! An die Kollegen: mehr und offener miteinander diskutieren. An Herrn Rudolph und Herrn von Rosen: Sie haben vor 15 Jahren exakt die gleiche Veranstaltung durchgeführt. Damals ging es um Finanzmarkttheorie und Börsenstruktur. Ich bin ein Sammler, in meinem Büro stapelt sich alles. Dies ist der Sammelband von damals. Glücklicherweise habe ich ihn aufgehoben. Also, nicht wieder 15 Jahre warten bis zum nächsten Mal. Herzlichen Dank.

Prof. Dr. Rüdiger von Rosen

Vielen Dank, Herr Stehle, also, wenn wir 15 Jahre warten, dann sind wir natürlich alle bei größter Gesundheit wieder hier in diesem Raum, aber die Wahrscheinlichkeit, dass wir das tun, ist relativ gering, es sollte früher sein. Ich muss doch dazu sagen, ohne Herrn Stehle gäbe es weder das Dax-Rendite-Dreieck noch die Rückrechnung. Denn wir hatten 1988 den DAX eingeführt und Herr Stehle hat ihn dann bis 1948 zurückrechnen können. Insofern hat er Börsengeschichte geschrieben und das ist doch zumindest ein wichtiges Signal. Ich hatte ursprünglich die Vereinbarung mit Herrn Rudolph, dass ich jetzt noch einmal in eineinhalb Stunden alles zusammenfasse, was wir heute über Liquidität gehört haben. Das will ich nicht tun. Ich weiß, dass einige von Ihnen weg müssen. Ich fand das eine sehr spannende Tagung mit vielen, vielen Aspekten und wir haben vorhin schon besprochen, dass wir das eigentlich im nächsten Herbst wiederholen sollten. Vielen Dank.

Literaturhinweise

- Adam, T. (2009), Capital expenditures, financial constraints, and the use of options, *Journal of Financial Economics* 92(2), 238-251.
- Adam, T./Dasgupta, S./Titman, Sh. (2007), Financial Constraints, Competition, and Hedging in Industry Equilibrium, *The Journal of Finance* 62(5), 2445-2473.
- Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen (Hrsg.) (1992), *Finanzmarkttheorie und Börsenstruktur*, Frankfurt a. M.
- Bay, W. (1990), *Dividenden, Steuern und Steuerreformen. Ein internationaler Vergleich*, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden.
- Beiker, H. (1993), *Überrenditen und Risiken kleiner Aktiengesellschaften: Eine theoretische und empirische Analyse des deutschen Kapitalmarktes von 1966 bis 1989*, Dissertation, Universität Münster.
- Böhmer, E. (1999), *Ownership and Performance in Germany: Institutional Background and Empirical Evidence*. Corporate Governance and Economic Performance, OECD.
- Boehmer, E./Jennings, R./Wei, L. (2007), Public Disclosure and Private Decisions: Equity Market Execution Quality and Order Routing, *The Review of Financial Studies* 20(3), 315 - 358.
- Böhmer, E./Jones, Ch. M./Zhang, X. (2008), Which Shorts Are Informed?, *The Journal of Finance* 63(2), 491-527.
- Boehmer, E./Kelley, E. K. (2009), Institutional Investors and the Informational Efficiency of Prices, *The Review of Financial Studies* forthcoming.
- Böhmer, E./Löffler, Y. (1999), Kursrelevante Ereignisse bei Unternehmensübernahmen: Eine empirische Analyse des deutschen Kapitalmarktes, *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 51(4).
- Brakmann, H. (1993), *Aktienemissionen und Kurseffekte: Deutsche Bezugsrechtsemissionen für die Jahre 1978 bis 1988*, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden.
- Breitung, J./Wulff, C. (2001), Nonlinear Error Correction and the Efficient Market Hypothesis: The Case of German Dual-Class-Shares, *German Economic Review*, 419-434.
- Bühler, W./Hax, H./Schmidt, R. (Hrsg.) (1993), *Empirische Kapitalmarktforschung*, Verlagsgruppe Handelsblatt.
- Bühler, W./Hax, H./Schmidt, R. (Hrsg.) (1999), *Empirical Research in the German Capital Market*, Berlin, Heidelberg, New York.
- Bunke, O./Stehle, R./Sommerfeld, V. (1999), Semiparametric Modelling of the Cross-Section of Expected Returns in the German Stock Market, Humboldt-Universität zu Berlin.
- Cable, J. R. (1985), Capital Market Information and Industrial Performance: The Role of West German Banks, *Economic Journal* 95(377), 118-132.
- Dimson, E./Marsh, P./Staunton, M. (2006), The Worldwide Equity Premium: A Smaller Puzzle, EFA 2006 Zurich Meetings (verfügbar unter <http://www.ssrn.com>).
- Dittmann, I./Maug, E. (2007), Lower Salaries and No Options? On the Optimal Structure of Executive Pay, *The Journal of Finance* 62(1), 303-343.

- Döhrmann, A. (1990), *Underpricing oder Fair Value: Das Kursverhalten deutscher Erstemissionen*, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden.
- Domke, H.-M. (1987), *Rendite und Risiko von Aktien kleiner Börsengesellschaften - Eine empirische Untersuchung der Performance deutscher Nebenwerte in den Jahren 1971 bis 1980*, Lang Verlag, Frankfurt am Main.
- Ehrhardt, O. (1997), *Börseneinführungen von Aktien am deutschen Kapitalmarkt*, Gabler Edition Wissenschaft, Wiesbaden.
- Entrup, U. (1995), *Kapitalmarktreaktionen auf Optionsanleihen*, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden.
- Franke, G./Gebhardt, G./Krahn, J. P. (Hrsg.), *German Financial Markets and Institutions: Selected Studies*, sbr Sonderheft 1/02.
- Frantzmann, H.-J. (1989), *Saisonalitäten und Bewertung am deutschen Aktien- und Rentenmarkt*, Fritz Knapp Verlag, Frankfurt am Main.
- Frantzmann, H.-J. (1990), *Zur Messung des Marktrisikos deutscher Aktien*, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 42(1), 67-83.
- Gebhardt, G. (2002), *Announcement Effects of Financing Decisions by German Companies: Synthesis of an Empirical Research Program*, in: *German Financial Markets and Institutions: Selected Studies*, sbr Sonderheft 1/02, Franke, G./Gebhardt, G./Krahn, J. P. (Hrsg.),
- Gehrke, N. (1994), *Tobins q - Die Beziehung zwischen Buch- und Marktwerten deutscher Aktiengesellschaften*, Gabler Edition Wissenschaft, Wiesbaden.
- Gerke, W./Oerke, M./Sentner, A. (1997), *Der Informationsgehalt von Dividendenänderungen auf dem deutschen Aktienmarkt*, DBW 57, 810-822.
- Gielen, G. (1994), *Können Aktienkurse noch steigen?*, Wiesbaden.
- Goergen, M. G. J. (1996), *The Transfer of Control in British and German IPOs*, Working Paper, Keble College and School of Management Studies, University of Oxford.
- Göppel, H./Lüdecke, T./Schlag, C./Schütz, H. (1999), *The German Equity Market: Risk, Return, and Liquidity*, Physica Verlag.
- Göppel, H./Schütz, H. (1992), *Die Konzeption eines Deutschen Aktienindex für Forschungszwecke (DAFOX)*, Institut für Entscheidungstheorie und Unternehmensforschung, Universität Karlsruhe.
- Gramlich, D./Schmidt, R. (Hrsg.) (2004), *Kapitalmarktforschung und Bankmanagement - Impulse für eine anwendungsorientierte Forschung*, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden.
- Grammig, J./Schiereck, D./Theissen, E. (2000), *Informationsbasierter Aktienhandel über IBIS*, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 52, 619-642.
- Grammig, J./Schiereck, D./Theissen, E. (2000), *Momentumstrategien am deutschen Aktienmarkt: Neue empirische Evidenz zur Erklärung des Erfolgs, Kredit und Kapital* 33, 198-234.
- Grammig, J./Schiereck, D./Theissen, E. (2001), *Knowing Me, Knowing You: Trader Anonymity and Informed Trading in Parallel Markets*, Journal of Financial Markets 4, 385-412.
- Grauer, F. L./Litzenberger, R. H./Stehle, R. (1976), *Sharing Rules and Equilibrium in an International Capital Market Under Uncertainty*, Journal of Financial Economics 3, 233-256.

- Grunert, J./Schierreck, D. (2002), Marktreaktionen und Bilanzpolitik bei Kapitalerhöhungen am Neuen Markt, *Kredit und Kapital* 35, 400-436.
- Gründl, H./Stehle, R./Waldow, T. (2003), Zur Vorteilhaftigkeit von Kapitallebensversicherungen gegenüber alternativen Anlageformen - Eine Analyse aus Anlegersicht, *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 55.
- Hail, L./Leuz, C. (2006), International Differences in the Cost of Equity Capital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter?, *Journal of Accounting Research* 44(3), 485-531.
- Hammerle, A. (1996), Empirische Performance "multivariater" Tests des Capital-Asset-Pricing-Modells, *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik* 215, 228-244.
- Hammerle, A./Rösch, D. (1996), Empirische Performance der zweistufigen CAPM-Tests, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 66(3), 305-326.
- Hammerle, A./Rösch, D. (1996a), Ineffiziente Benchmarks und Identifikation der Bestimmungsfaktoren von Wertpapierrenditen, *Allgemeines Statistisches Archiv* 80, 299-312.
- Hammerle, A./Rösch, D. (1997), Das Surrogatproblem bei "multivariaten" CAPM-Tests: Konsequenzen der Nichtbeobachtbarkeit des Marktportfolios bei der empirischen Validierung des CAPM, *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 49(10), 858-876.
- Hartmond, A. (1993), *Bewertung junger Aktien*, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden.
- Hecker, R. (1993), *Informationsgehalt von Optionspreisen: Eine empirische Untersuchung der Preisbildung am Markt für Kaufoptionen im Vorfeld abnormaler Kursbewegungen am Aktienmarkt*, Physica Verlag, Heidelberg.
- Herrmann, R. (1996), *Die Karlsruher Kapitalmarktdatenbank - Bilanz und Ausblick*, Universität Karlsruhe, Institut für Entscheidungstheorie und Unternehmensforschung, Diskussionspapier Nr. 189.
- Hirsch, T./Schierreck, D. (1999), Der Handel deutscher Aktien in New York: Einige empirische Ergebnisse, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Ergänzungsheft* 3, 195-211.
- Ince, O. S./Porter, R. B. (2007), Individual Equity Return Data From Thomson Datastream: Handle With Care!, *Journal of Financial Research* 29(4), 463-479.
- Iversen, P. (1994), *Geld-Brief-Spannen deutscher Standardwerte*, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden.
- Jaschke, S./Stehle, R./Wernicke, S. (2000), Arbitrage und die Gültigkeit des Barwertprinzips im Markt für Bundeswertpapiere, *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 52.
- Kachel, P./Rosen, R. von, (Hrsg.) (1999), *Aktie versus Rente - Langfristige Renditevergleiche von Aktien und festverzinslichen Wertpapieren*, Deutsches Aktieninstitut, Frankfurt a. M..
- Kaserer, C./Bühner, T. (2002), The Structure of External Financing Costs and the Economies of Scale View - New Evidence from Seasoned Equity Offerings in Germany, *European Financial Management* 8(3), 315-338.
- Kaserer, C./Kempf, V. (1995), Das Underpricing-Phänomen am deutschen Kapitalmarkt und seine Ursachen - Eine empirische Analyse für den Zeitraum 1983-1992, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 7(1995), 45-68.

- Kaserer, C./Kraft, M. (2003), How Issue Size, Risk and Complexity are Influencing External Financing Costs - German IPOs Analyzed from an Economics of Scale Perspective, *Journal of Business Finance and Accounting* 30, 479-512.
- Kempf, A./Ruenzi, St. (2008), Tournaments in Mutual-Fund Families, *The Review of Financial Studies* 21(4), 1013-1036.
- Kempf, A./Ruenzi, St./Thiele, T. (2009) Employment risk, compensation incentives, and managerial risk taking: Evidence from the mutual fund industry, *Journal of Financial Economics*, 92(1), 92-108.
- Kiehling, H. (1991), *Kursstürze am Aktienmarkt*, DTV.
- Kielkopf, K. (1995), *Performance von Anleiheportefeuilles: Konzepte - Vergleichsmaßstäbe - Leistung von deutschen Rentenfonds*, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden.
- Köhler, R./Küpper, H.-U./Pfungsten, A. (Hrsg.) (2007): *Handwörterbuch der Betriebswirtschaft*, 6. Aufl., Verlag Schäffer-Poeschel, Stuttgart.
- Krämer, W./Runde, R. (1993), Kalendereffekte auf Kapitalmärkten, *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 31, Sonderband "Empirische Kapitalmarktforschung", 87-98.
- Krämer, W./Runde, R. (1996), Stochastic Properties of German Stock Returns, *Empirical Economics* 21(2), 281-306.
- Kuklinski, J./Schiereck, D. (2007), Long-Run Performance of Initial Public Offerings in the German Stock Market: The Family Business Experience 1977 to 1998, *Corporate Ownership & Control* (forthcoming).
- Ljungqvist, A. P. (1997), Pricing initial public offerings: further evidence from Germany, *European Economic Review*, 41, 1309-1320.
- Lüdecke, T. (1996), *Struktur und Qualität von Finanzmärkten*, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden.
- Maier, J./Stehle, R. (1999), Berechnung des REXP für alternative Steuersätze, *Kredit und Kapital* 32, 125-145.
- Meyer, B. (1994), *Der Overreaction-Effekt am deutschen Aktienmarkt*, Fritz Knapp Verlag.
- Möller, H. P. (1986), *Bilanzkennzahlen und Ertragsrisiken des Kapitalmarktes: eine empirische Untersuchung des Ertragsrisiko-Informationsgehaltes von Bilanzkennzahlen deutscher Aktiengesellschaften*, CE Poeschel Verlag, Stuttgart.
- Möller, H. P. (1988), Die Bewertung risikobehafteter Anlagen an deutschen Wertpapierbörsen, *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 40(9), 779-797.
- Neus, W. (1994), Unterbewertung beim Gang an die Börse: Ein Modell mit Informationsvorsprung eines Teils der Anleger, *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 66(2), 145-170.
- Nowak, T. (1994), *Faktormodelle in der Kapitalmarkttheorie*, Dissertation, Universität Münster.
- Pieper, U./Schiereck, D./Weber, M. (1993), Die Kaufempfehlungen des "Effecten-Spiegel" - Eine empirische Untersuchung im Lichte der Effizienzthese des Kapitalmarktes, *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 45, 487-509.

- Pohl, H. (Hrsg.) (1992), Deutsche Börsengeschichte, Fritz Knapp Verlag.
- Prigge, S. (1997), Zentralbank, Aktienkurssturz und Systemkrise, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden.
- Reese, R. (2005), Alternative Modelle zur Schätzung der erwarteten Eigenkapitalkosten - Eine empirische Untersuchung für den deutschen Aktienmarkt, Working Paper 2005-6, Ludwig-Maximilians-Universität München.
- Reiß, W./Mühlbradt, F. W. (1979), Eine empirische Überprüfung der Validität des „market“- und des „capital asset pricing“-Modells für den deutschen Aktienmarkt, Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, 41-88.
- Rittershausen, H. (1929), Die Reform der Mündelsicherheitsbestimmungen und der industrielle Anlagekredit, Jena.
- Rocholl, J./Hsu, H./Reed, A. (2009), The New Game in Town: Competitive Effects of IPOs, Journal of Finance forthcoming.
- Rocholl, J./Puri, M. (2008), On the importance of retail banking relationships, Journal of Financial Economics, 89(2), 253-267.
- Rocholl, J./So, J. (2008), Do Politically Connected Boards Affect Firm Value?, The Review of Financial Studies (forthcoming).
- Röder, K. (1994), Der DAX-future: Bewertung und empirische Analyse, Verlag Josef Eul, Bergisch-Gladbach, Köln.
- Ronge, U. (2002), Die langfristige Rendite deutscher Standardaktien: Konstruktion eines historischen Aktienindex ab Ultimo 1870 bis Ultimo 1959, Peter Lang Verlag, Frankfurt a. M.
- Ronning, G. (1992), Probleme bei der regressionsanalytischen Überprüfung des CAP-Modells, Technical Report, Universität Karlsruhe.
- Sahling, C. (1981), Die Reaktion des Aktienmarktes auf wesentliche Ausschüttungsänderungen: Empirische Untersuchungen zur Überprüfung der mittelstarken Form der „efficient market“-Theorie für die deutschen Börsen im Zeitraum 1971 bis 1977, R. Martiess, Schwarzenbek.
- Sattler, R. R. (1994), Renditeanomalien am deutschen Aktienmarkt, Shaker Verlag, Aachen.
- Sauer, A. (1994), Faktormodelle und Bewertung am deutschen Aktienmarkt, Fritz Knapp Verlag.
- Sauer, A./Murphy, A. (1992), An Empirical Comparison of Alternative Models of Capital Asset Pricing in Germany, Journal of Banking and Finance 16, 183-196.
- Schiereck, D. (1993), Zur Notierung deutscher Aktiengesellschaften an ausländischen Börsenplätzen, Die Aktiengesellschaft 38, 319-323.
- Schiereck, D. (1997), Entwicklungstendenzen bei den Börsennotierungen deutscher Gesellschaften im Ausland, Die Aktiengesellschaft 42, 362-367.
- Schiereck, D. (1996), Börsenplatzentscheidungen institutioneller Investoren beim Handel deutscher Aktien, Zeitschrift für Betriebswirtschaft 66, 1057-1079.
- Schiereck, D./De Bondt, W./Weber, M. (1999), Contrarian and Momentum Strategies in Germany, Financial Analysts Journal 55, 104-116.
- Schiereck, D./Wagner, C. (2002), Kursentwicklung von Börsenneulingen am Neuen Markt und Reputation des Konsortialführers, Zeitschrift für Betriebswirtschaft 72, 823-412.

- Schiereck, D./Weber, M. (1995), Zyklische und antizyklische Handelsstrategien am deutschen Aktienmarkt, *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 47, 3-24.
- Schlag, C. (1994), Neues zum Intervalling-Effekt am deutschen Aktienmarkt, *Kredit und Kapital* 27(3), 437-460.
- Schlag, C./Wohlschließ, V. (1997), Is Beta Dead? Results For The German Stock Market, Diskussionspapier 178, Institut für Entscheidungstheorie und Unternehmensforschung, Universität Karlsruhe.
- Schmidt, H./Iversen, P. (1993), Automating German Equity Trading: Bid-Ask Spreads on Competing Systems, *Journal of Financial Services Research* 6(4), 373-397.
- Schmidt, H./Schrader, T. (1993), Kurseffekte beim Wechsel in den geregelten Markt, *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Sonderheft "Empirische Kapitalmarktforschung"* (31), 227-255.
- Schmidt, H./Schrader, T. (1999), Statutory Induced Switching into a New Market, *Empirical Research on the German Capital Market*, 97-110.
- Schmidt, H./Treske, K. (1996), Komponenten der Geld-Brief-Spanne am deutschen Aktienmarkt, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 66, 1033-1056.
- Schmidt, R./Dietz, F./Fellermann, S./Hellmann, N./Schommer, K./Tyrell, M./Wilwerding, G. (1988), Underpricing bei deutschen Erstemissionen 1984/85, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 58, 1193-1203.
- Schnittke, J. (1989), Überrenditeeffekte am deutschen Aktienmarkt, Diss. Münster.
- Schrader, T. (1993), *Geregelter Markt und Geregelter Freiverkehr: Auswirkungen gesetzgeberischer Eingriffe*, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden.
- Schulz, A./Krahen, J. P./Stehle, R. (Hrsg.) (2006), *Der Einfluss von Dividenden auf Aktienrenditen*, Gabler Edition Wissenschaft, Wiesbaden.
- Schulz, A./Stehle, R. (2005), *Empirische Untersuchungen zur Frage CAPM versus Steuer-CAPM - Ein Literaturüberblick mit einer eigenen Untersuchung für Deutschland*, Die Aktiengesellschaft, Sonderheft, 22-34.
- Schweitzer, R. (1993), *Leasingentscheidung in Kapitalgesellschaften*, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden.
- Seifert, U. (2006), *Aktienrückkäufe in Deutschland. Renditeeffekte und tatsächliche Volumina*, Gabler Edition Wissenschaft, Wiesbaden.
- Sharpe, W. F. (1964), Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, *The Journal of Finance* 19(3), 425-442.
- Stehle, R. (1977), An Empirical Test of the Alternative Hypotheses of National and International Pricing of Risky Assets, *The Journal of Finance* 32(2), 493-502.
- Stehle, R. (1994), Eigenkapitalquoten und Fremdkapitalstruktur börsennotierter deutscher Aktiengesellschaften, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 64(7), 811-837.
- Stehle, R. (1995), Der Einfluß der Unternehmensgröße auf die Kapitalstruktur und die Kapitalkosten börsennotierter Aktiengesellschaften, in: *Die Dimensionierung des Unternehmens - 56. Wissenschaftliche Jahrestagung des Verbands der Hochschullehrer für Betriebswirtschaft e.V., Bühner/Haase/Wilhelm (Hrsg.), Stuttgart*, S. 405-424.

- Stehle, R. (1997), Der Size-Effekt am deutschen Aktienmarkt, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 9(3), 237-260.
- Stehle, R. (1999), Renditevergleich von Aktien und festverzinslichen Wertpapieren auf Basis des DAX und des REXP, Working Paper.
- Stehle, R. (2004), Die Festlegung der Risikoprämie von Aktien im Rahmen der Schätzung des Wertes von börsennotierten Kapitalgesellschaften, *Die Wirtschaftsprüfung* 17, 906-927.
- Stehle, R. (2007), Empirische Kapitalmarktforschung, in: Köhler, R./Küpper, H.-U./Pfungsten, A. (Hrsg.): *Handwörterbuch der Betriebswirtschaft*, 6. Aufl., Stuttgart, S. 346-358.
- Stehle, R./Ehrhardt, O./Przyborowsky, R. (2000), Long-Run Stock Performance of German Initial Public Offerings and Seasoned Equity Issues, *European Financial Management* 6(2), 173-196.
- Stehle, R./Hartmond, A. (1991), Durchschnittsrenditen deutscher Aktien 1954-1988, *Kredit und Kapital* 24(1991), 371-411.
- Stehle, R./Hausladen, J. (2004), Die Schätzung der US-amerikanischen Risikoprämie auf Basis der historischen Renditezeitreihe, *Die Wirtschaftsprüfung* 17, 928-936.
- Stehle, R./Huber, R./Maier, J. (1996), Rückberechnung des DAX für die Jahre 1955 bis 1987, *Kredit und Kapital* 29, 277-304.
- Stehle, R./Kiss, I. (2002), Underpricing and Long-Term Performance of Initial Public Offerings at Germany's Neuer Markt 1997-2001, unveröffentlichtes Manuskript, Humboldt-Universität zu Berlin. (verfügbar unter <http://lehre.wiwi.hu-berlin.de/Professuren/bwl/bb/Institut/stehle>).
- Stehle, R./Lehmann, P. (2009), German Stock Mutual Funds: Industry Characteristics and Long-Run Performance, Working Paper, Humboldt-Universität zu Berlin.
- Stehle, R./Wulff, C./Richter, Y. (1999), Die Rendite deutscher Blue-Chip-Aktien in der Nachkriegszeit - Rückberechnung des DAX für die Jahre 1948 bis 1954, unveröffentlichtes Manuskript, Berlin.
- Stock, D. (2002), Zur Relevanz von CAPM-Anomalien für den deutschen Aktienmarkt, Peter Lang Verlag, Frankfurt a. M.
- Stock, D. (1990), Winner and Loser Anomalies in the German Stock Market, *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 146, 578-529.
- Stöttner, R. (1992), Markttechnische "Trading Rules" kontra Buy&Hold-Strategien - Ein Beitrag zur "abnormal-return"-Debatte, in: *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik*, Bd. 209 (1992), S. 266 - 282.
- Treske, K. (1996), Komponenten der Geld-Brief-Spanne am deutschen Aktienmarkt, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden.
- Trommer, H. (1998), Hemmnisse auf dem Weg zur Börse, Shaker Verlag, Aachen.
- Uhlir, H. (1989), Der Gang an die Börse und das Underpricing-Phänomen: Eine empirische Untersuchung deutscher Emissionen (1977-1987), *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 1, 2-16.
- Ulschmid, Chr. (1994), Empirische Validierung von Kapitalmarktmodellen, Peter Lang Verlag, Frankfurt a. M.

- Volpert, V. (1989), Kapitalwert und Ertragsteuern: Die Bedeutung der Finanzierungsprämisse für die Investitionsrechnung, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden.
- Wallmeier, M. (2000), Determinanten erwarteter Renditen am deutschen Aktienmarkt - Eine empirische Untersuchung anhand ausgewählter Kennzahlen, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 52, 27-57.
- Warfsmann, J. (1993), Das Capital Asset Pricing Model in Deutschland, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden.
- Weber, M. (1989), Ambiguität in Finanz- und Kapitalmärkten, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 41(6), 447-471.
- Wenger, E. (2005), Verzinsungsparameter in der Unternehmensbewertung - Betrachtungen aus theoretischer und empirischer Sicht, Die Aktiengesellschaft, Sonderheft, 9-22.
- Winkelmann, M. (1984), Aktienbewertung in Deutschland, Verlag Anton Hain, Königstein/Ts.
- Wittleder, C. (1989), Going Public - Die Publikumsöffnung deutscher Aktiengesellschaften, Institut für Wirtschaftspolitik an der Universität Köln.
- Wulff, Chr. (1999), The Market Reaction to Stock Splits - Evidence from Germany, Schmalenbach Business Review, 54, 2002.
- Wulff, Chr. (2001), Kapitalmarktreaktionen auf Nennwertumstellungen, Wiesbaden.
- Ziegler, A./Eberts, E./Schröder, M./Schulz, A./Stehle, R. (2003), Multifaktormodelle zur Erklärung deutscher Aktienrenditen: Eine empirische Analyse, zfbf Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 59, 2007, 355-389.
- Zimmermann, P. (1997), Schätzung und Prognose von Betawerten: Eine Untersuchung am deutschen Aktienmarkt, Uhlenbruch Verlag, Bad Soden/Ts.

7. Referenten

Prof. Dr. Ingolf Dittmann

lehrt an der Erasmus Universiteit in Rotterdam Finanzwissenschaften mit den Schwerpunkten Corporate Finance, Corporate Governance, Vorstandsvergütung und Behavioral Finance. Nach seiner Promotion an der Universität Dortmund habilitierte er sich an der Humboldt-Universität zu Berlin. Er war ein Jahr Gastdozent an der University of California in San Diego. Prof. Dittmann ist Mitglied der Tinbergen und ERIM Forschungsinstitute und leitet das Forschungsprojekt „Explaining Stock Options in Executive Compensation“.

Prof. Dr. Michael Hüther

ist Direktor und Mitglied des Präsidiums des Instituts der deutschen Wirtschaft Köln. Nach dem Studium der Wirtschaftswissenschaften und dem der Mittleren und Neueren Geschichte an der Justus-Liebig-Universität in Gießen erfolgte die Promotion. Nach Stationen als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre und Finanzwissenschaften in Gießen und im Stab des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung war er Chefvolkswirt der DekaBank in Frankfurt. Seit 2001 ist er Honorarprofessor an der European Business School.

Prof. Dr. Alexander Kempf

hat eine Professur für Betriebswirtschaft an der Universität zu Köln inne und ist Direktor des Seminars für Allgemeine Betriebswirtschafts- und Finanzierungslehre an der Universität zu Köln. Nach der Promotion an der Universität Mannheim habilitierte er sich dort mit dem Thema „Wertpapierliquidität und Wertpapierpreise“. Er ist Sprecher des Graduiertenkollegs „Theoretische und empirische Grundlagen des Risikomanagements“, Direktor des Zentrums für empirische Wirtschafts- und Sozialforschung an der Universität zu Köln und geschäftsführender Direktor des Centre for Financial Research. Außerdem ist er Herausgeber der Zeitschrift „Die Betriebswirtschaft“.

Prof. Dr. Ulrich Noack

ist Inhaber des Lehrstuhls für Bürgerliches Recht, Handels- und Wirtschaftsrecht an der Heinrich-Heine Universität Düsseldorf. Nach der Promotion an der Universität Tübingen zum Thema „Fehlerhafte Beschlüsse in Gesellschaften und Vereinen“ folgte die Habilitation zum Thema „Gesellschaftervereinbarungen bei Kapitalgesellschaften“. Nach einer Lehrstuhlvertretung an der Friedrich-Schiller-Universität Jena wechselte er 1994 nach Düsseldorf.

Prof. Richard Stehle, Ph.D.

lehrt Betriebswirtschaftslehre an der Humboldt-Universität zu Berlin. Nach dem Studium der Betriebswirtschaftslehre an der Universität Mannheim wechselte er als Doktorand an die Graduate School of Business der Stanford University. Nach der Habilitation lehrte er an verschiedenen deutschen und amerikanischen Universitäten, bevor er 1992 den Ruf an die Humboldt-Universität annahm. Er ist Präsident der European Finance Association und Mitglied u.a. der American Financial Management Association, der Financial Management Association und der Deutschen Gesellschaft für Finanzwirtschaft.

DEUTSCHES AKTIENINSTITUT



Deutsches Aktieninstitut e.V.
Niedenu 13-19 60325 Frankfurt am Main
Tel. 0 69/9 29 15-0 Fax 0 69/9 29 15-12
E-Mail dai@dai.de Internet <http://www.dai.de>

ISBN 978-3-934579-55-2