

Position und Entwicklungsperspektiven des Finanzplatzes Frankfurt

Paul Bernd Spahn
Uwe van den Busch
unter Mitarbeit von
Yvonne Brückner
Diether Döring
Michael H. Grote
Sofia Harrschar-Ehrnborg

FEH-Report No. 645
Wiesbaden 2002

Eine Veröffentlichung der

**Forschungs- und
Entwicklungsgesellschaft Hessen mbH (FEH)**

Postfach 31 07
D-65021 Wiesbaden

Abraham-Lincoln-Straße 38-42
D-65189 Wiesbaden

Telefon 0611 / 774-0
Telefax 0611 / 774-313

Geschäftsführer:

Joachim Lauterbach, Diplom-Volkswirt

Vorsitzender des Aufsichtsrates:

Dr. Herbert Hirschler
Staatssekretär im Hessischen Ministerium für Wirtschaft,
Verkehr und Landesentwicklung

Das Gutachten wurde erstellt im Auftrag des
Hessischen Ministeriums für Wirtschaft, Verkehr und Landesentwicklung.

ISBN-Nr.: 3-89352-135-6

Nachdruck – auch auszugsweise – ist nur mit Quellenangabe gestattet.
Belegexemplare erbeten.

Finanzplatz Frankfurt

Inhalt	Seite
Vorwort	11
1 Überblick zur Entwicklung des Finanzplatzes Frankfurt seit 1990	14
1.1 Wirtschaftliche Entwicklung Deutschlands im internationalen Vergleich	14
1.2 Veränderungen der rechtlichen Rahmenbedingungen	15
1.3 Deutschland im Börsenfieber	17
1.4 Markt für Wagniskapitalfinanzierungen wächst	19
1.5 Informationsdienstleistungen gewinnen an Bedeutung	20
1.6 Strukturveränderungen im Finanzsektor	20
1.6.1 Konsolidierung des Finanzsektors im internationalen Vergleich	20
1.6.2 Konsolidierung des Kreditgewerbes in Deutschland	22
1.6.3 Veränderungen in den Ertragsstrukturen im deutschen Kreditgewerbe	24
1.6.4 Auslandsbanken	26
1.7 Internationale Kapitalverflechtungen im Finanzgewerbe	27
1.7.1 Direktinvestitionsbestände im ausländischen Kreditgewerbe	27
1.7.2 Direktinvestitionsbestände des Auslands im inländischen Kreditgewerbe	29
1.8 Bedeutung des Finanzsektors für die hessische Wirtschaftskraft	30
1.9 Beschäftigungsentwicklung im Finanzsektor	32
1.9.1 Hessen und Deutschland im Vergleich	32
1.9.2 Bedeutung des Finanzsektors in den hessischen Regionen	35
1.10 Zusammenfassung und Bedeutung für den Finanzplatz Frankfurt	37
2 Der Finanzplatz Frankfurt in einer globalisierenden Wirtschaft: Zwischen Wettbewerb und Kooperation	40
2.1 Die Stellung Frankfurts als Finanzplatz	40
2.2 Die Typisierung von Finanzzentren nach Einzelkriterien	42
2.3 Standortfaktoren und die relative Positionierung von Finanzplätzen	44
2.4 Tendenzen einer globalisierenden Finanzwirtschaft	47
2.5 Wettbewerb und Synergien zwischen Finanzplätzen	49
2.5.1 Wettbewerb zwischen Finanzplätzen	50
2.5.2 Synergien zwischen Finanzplätzen	51

Inhalt	Seite	
2.6	Stärken und Schwächen des Finanzplatzes Frankfurt	52
2.6.1	Allgemeine Rahmenbedingungen	52
2.6.2	Kritische finanzwirtschaftliche Aspekte	53
2.7	Die synergetische Betrachtung des Finanzplatzes Frankfurt	56
2.8	Technologische Trends und strategische Weichenstellungen	61
2.9	Konkurrenz der Finanzstandorte: National	63
2.10	Zusammenfassung und Bedeutung für den Finanzplatz Frankfurt	64
3	Neuere Tendenzen in den Finanzmärkten	67
3.1	Der Finanzsektor im Umbruch: Generelle Tendenzen	67
3.2	Spezifische Strukturveränderungen auf der Kapitalangebotsseite: Betriebliche und Private Altersvorsorge als Chance für Frankfurt?	70
3.2.1	Der Entwicklungsrückstand Deutschlands in der kapitalgedeckten Altersvorsorge	70
3.2.2	Potenzial der Zusatzvorsorge für den Altersvermögensaufbau	71
3.2.3	Auswirkungen auf den Finanzplatz Frankfurt	74
3.2.4	Folgen eines verstärkten Altersvorsorgesparens für den Finanzmarkt	75
3.2.5	Anforderungen an die Finanzinstitute in einem wachsenden Altersvorsorgemarkt	76
3.2.6	Künftige Entwicklungen der Altersvermögensbildung	78
3.2.7	Bewertungen der Altersvermögensbildung durch die Akteure am Finanzmarkt	79
3.3	Spezifische Strukturveränderungen auf der Kapitalnachfrageseite: Die Finanzierung des Mittelstandes als Chance für Frankfurt?	81
3.3.1	Strukturprobleme der deutschen Wirtschaft	81
3.3.2	Struktur der Unternehmensfinanzierung in Deutschland	82
3.3.3	Unternehmensfinanzierung im internationalen Vergleich	86
3.3.4	Perspektiven für die Unternehmensfinanzierung	87
3.3.5	Strategische Neuausrichtung der Banken	90
3.3.6	Basel II und die Vorgaben zur Eigenkapitalhinterlegung der EU-Kommission	91
3.3.7	Neue Ansätze der Unternehmensfinanzierung	98
3.4	Spezifische Strukturveränderungen auf der Kapitalnachfrageseite: Die Finanzierung des Staatssektors als Chance für Frankfurt?	100
3.5	Zusammenfassung und Bedeutung für den Finanzplatz Frankfurt	105

Inhalt	Seite
4 Umbruch in der Börsenlandschaft	109
4.1 Einleitung	109
4.2 Stellung der Deutschen Börse im Inland	110
4.3 Börsenwettbewerb – Das Prinzip	113
4.4 Konkurrenzsituation im Inland	116
4.5 Konkurrenz in Europa	119
4.6 Börsenstrategien	128
4.7 Strategie der Deutschen Börse AG	130
4.8 Regulatorische Gesichtspunkte der Konsolidierung in Europa	135
4.9 Bedenken gegenüber der vertikalen Integration in Europa	138
4.10 Konsequenzen für den Finanzplatz Frankfurt	141
5 Institutioneller Rahmen für den Finanzplatz	145
5.1 Föderalismus und Finanzmarkt	145
5.2 Spezifische finanzmarktrelevante Gesetze	147
5.2.1 Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz	147
5.2.2 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz	151
5.2.3 Steuerfreiheit von Beteiligungsveräußerungen bei Kapitalgesellschaften	154
5.3 Allfinanzaufsicht	155
5.3.1 Zentralisierung und Vereinheitlichung der Finanzaufsicht	155
5.3.2 Perspektiven für die Weiterentwicklung der Finanzaufsicht	158
5.4 Zusammenfassung und Bedeutung für den Finanzplatz Frankfurt	164
6 Handlungsempfehlungen für die Politik	167
6.1 Vorbemerkungen	167
6.2 Strategische Grundausrichtung	170
6.3 Steuerpolitische Maßnahmen	174
6.4 Der Faktor Arbeit	180
6.5 Föderalismus	181
6.6 Der Markt und seine Rahmenbedingungen	185

Inhalt	Seite
6.6.1 Kapitalmarktentwicklungen	185
6.6.2 Institutionen	188
6.7 Das städtische Umfeld	191
Anhang	195
A 1 Listen mit den Gesprächsteilnehmern	197
A 2 Zur Standortwahl von Finanzinstitutionen: Ergebnisse der Befragungen von Harrschar-Ehrnborg (1999)	199
A 2.1 Standortfaktoren	199
A 2.2 Frankfurts Stärken und Schwächen: Die Analyse	201
A 2.3 Frankfurts Position in Europa – ein Vergleich mit London und Paris	204
A 2.4 Finanzplatzwettbewerb in Deutschland	208
A 3 Institutionelle Regelungen des Altersvermögensgesetzes (AVmG) und erste Reaktionen von Marktteilnehmern	210
A 3.1 Begünstigte, Produkte, Förderrahmen	210
A 3.2 Bisherige Reaktionen von Tarifparteien, Unternehmen und Förderberechtigten	211
A 3.3 Modellrechnungen zur Abschätzung von Sparvolumina nach dem Altersvermögensgesetz	213
A 4 Ansätze zur Unternehmensfinanzierung	218
A 4.1 Eigenkapital	218
A 4.2 Fremdkapital	222
A 5 Der organisatorische Aufbau der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BAFin)	227
Verwendete Literatur	234

Tabellenverzeichnis

Tabelle	Seite
1 Veränderung des Bruttoinlandsprodukts und der Bruttoanlageinvestitionen zwischen 1991 und 2001 im Ländervergleich (real, Veränderungsraten in Prozent)	14
2 Veränderung des rechtlichen Rahmens durch nationale Gesetzgebung	16
3 Ziele und Maßnahmen des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen im Überblick	17
4 Geldvermögen der Privaten Haushalte (einschließlich Organisationen ohne Erwerbszweck)	18
5 Entwicklung des VC-Marktes von 1990 bis 2001	19
6 Die 10 Banken mit der weltweit höchsten Bilanzsumme, nach Ländern	21
7 Konsolidierung des Bankgewerbes von 1990 bis 1998: Anzahl der Banken und Marktanteile der jeweils 5 größten Institute	21
8 Ertragskennziffern europäischer Großbanken im Jahr 2000 in ausgewählten Ländern	22
9 Anzahl und Bilanzsummen inländischer Kreditinstitute Ende 1990 bis Juli 2002	22
10 Veränderung der Bankstellen zwischen 1992 und 2001	24
11 Relative Bedeutung wichtiger Ertragspositionen (in Prozent der Überschüsse im operativen Geschäft)	25
12 Eigenkapitalrentabilität in einzelnen Bankengruppen (als Jahresüberschuss vor Steuern in % des bilanziellen Eigenkapitals)	25
13 Direktinvestitionen hessischer Kredit- und Sonstiger Finanzierungsinstitute im Ausland: Bestände (in Mrd. EUR) und Anteile am Bundeswert	28
14 Direktinvestitionen hessischer Kredit- und Sonstiger Finanzierungsinstitute im Ausland: Bestände (in Mrd. EUR) und in Klammern Anteile am Bundeswert (in Prozent)	30
15 Beschäftigungsanteile des Finanzsektors in den hessischen Regionen im Juni 2001 und Veränderungen 1993 bis 2001 (alle Angaben in Prozent)	35
16 Frankfurt als Wirtschaftsstandort im Ranking europäischer Metropolen, 1990 bis 2002	41
17 Wichtigstes europäisches Finanzzentrum auf mittlere Sicht	41
18 Finanzplätze in Europa	42
19 Finanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften (Struktur in Prozent)	83
20 Struktur der Passivseite der Bilanzen deutscher Personen- und Kapitalgesellschaften im Durchschnitt der Jahre 1995 bis 1999 (Angaben in Prozent)	83

Tabelle	Seite
21 Bankverbindungen und Unternehmensgröße im Jahre 1998	85
22 Der Konsolidierungsprozess der Börsen in Europa seit 1997	128
23 Funktionen der Börse und der Grad ihrer Delokalisierbarkeit	144
A 1 Gesprächsteilnehmer in der ersten Interviewrunde	197
A 2 Gesprächsteilnehmer in der zweiten Interviewrunde	198
A 3 Gegenüberstellung der Rangfolge der Standortfaktoren (1990) und (1999)	200
A 4 Vergleich der Finanzzentren 1999 und 1990	203
A 5 Rangfolge der Finanzzentren 1999 (geordnet nach Bedeutung der Standortfaktoren)	205
A 6 Vergleich der Rangfolge der Standortfaktoren 1999	207
A 7 Gegenüberstellung von zwei Modellrechnungen zum Netto-AVmG-Potenzial in Euro: Fall A der Entgeltumwandlung und Fall B der Riesterförderung)	213
A 8 Berechnung des Netto-AVmG-Potenzials: Entgeltumwandlung (Fall A)	214
A 9 Berechnung des Netto-AVmG-Potenzials: Riesterförderung (Fall B)	216

Abbildungsverzeichnis

Abbildung	Seite
1 Entwicklung der Direktinvestitionsbestände hessischer / deutscher Kredit- und Sonstiger Finanzierungsinstitutionen im Ausland	27
2 Entwicklung der Direktinvestitionsbestände ausländischer Kredit- und Sonstiger Finanzierungsinstitutionen in Hessen / Deutschland	29
3 Entwicklung der Bruttowertschöpfung in Hessen und Deutschland (ohne Hessen) von 1991 bis 2001 im Vergleich	31
4 Beschäftigung in Hessen und Westdeutschland (ohne Hessen) im Vergleich: Sozialversicherungspflichtige insgesamt und im Finanzgewerbe von 1980 bis 1992 (Wirtschaftszweigsystematik WS 73)	33
5 Beschäftigung in Hessen und Deutschland (ohne Hessen): Sozialversicherungspflichtige insgesamt und im Finanzgewerbe von 1993 bis 1998 (Wirtschaftszweigsystematik WS 73) und von 1999 bis 2002 (Wirtschaftszweigsystematik WZ 93)	34
6 Arbeitsteilung zwischen Finanzzentren	52
7 Marktsegmente nach dem Grad der Lokalisierung	59
8 Vermögensbestände von betrieblichen Pensionsfonds in fünf ausgewählten europäischen Ländern (1999) in Prozent des BIP	70
9 Altersvermögensgesetz (AVmG) - Potenzial - Vergleich	73
10 Wettbewerbverschärfende Faktoren im Finanzsektor	88
11 Die drei Säulen von Basel II	92
12 Eigenkapitalunterlegung nach Risikoklassen bei externem Rating („Standard Ansatz“)	94
13 Veränderung der Kreditkosten für Unternehmen in Abhängigkeit der Rating-Klasse	96
14 Aktienhandel - Stellung Frankfurts in Deutschland, Umsätze im Juni 2002	111
15 Deutscher Aktien-Index DAX, Monatsendstände	112
16 Neuemissionen an der Frankfurter Wertpapierbörse, inländische Aktien	112
17 Wahrscheinlichkeit der Wahl einer Börse in Abhängigkeit von ihrem Marktanteil	114
18 Die Europäische Börsenlandschaft	119
19 Die drei Pfeiler der europäischen Börsen- und Abwicklungslandschaft	120
20 Marktkapitalisierung europäischer Börsen (alle Segmente), inländische Aktien in Mio. Euro	122
21 Aktienumsätze europäischer Börsen, Juni 2002, Einzelzählung	123
22 „Wachstumsmärkte“ in Europa	124

Abbildung	Seite
23 Ergebnis der Deutschen Börse AG nach Segmenten, 2. Quartal 2002	130
24 Xetra: Anteil des Handelsvolumens aus dem Ausland	131
25 Verhältnis Marktkapitalisierung von Aktien zu Bruttoinlandsprodukt, Stand Dezember 2001	132
26 Einnahmen europäischer Börsen in 2001	134
27 Kosten für den Aktienhandel an verschiedenen Börsen	135
28 Settlement-Gebühren für Inlandstransaktionen in Europa, Aktien	139
A 1 Struktur der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht	228
A 2 Aufgaben der Allfinanzaufsicht	230

Vorwort

Die vorliegende Studie wurde vom Hessischen Minister für Wirtschaft, Verkehr und Landesentwicklung mit dem Ziel in Auftrag gegeben, die Stärken und Schwächen des Finanzplatzes Frankfurt zu beleuchten und Strategien zu entwickeln, die in konkrete politische Handlungsanweisungen zur weiteren Stärkung des Finanzplatzes umgesetzt werden können. Dabei wird zwar in erster Linie auf die Politikfelder der Hessischen Landesregierung abgestellt; es werden aber auch kommunalpolitische sowie bundespolitische Aspekte behandelt, auf die das Land Hessen Einfluss nehmen kann. Durch die Tendenzen der Europäisierung und Globalisierung werden zudem allgemeine Trends angesprochen, die für die Entwicklung des Finanzplatzes Frankfurt von Bedeutung sind. Finanziell unterstützt wurde die Untersuchung vom ICF Intermediär Center Frankfurt Kursmakler AG, dem Sparkassen- und Giroverband Hessen-Thüringen e.V. und der Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale.

Die Ergebnisse der Studie gründen sich auf der Analyse vielfältiger Materialien und auf einer Reihe von persönlich geführten Interviews mit führenden Vertretern der Finanzwirtschaft im Rhein-Main-Gebiet. In einer ersten Runde lag der Schwerpunkt bei Gesprächen mit Vertretern von Banken und Sparkassen. In einer zweiten Runde standen Börse und Finanzdienstleister sowie aufsichtsrechtliche Fragen im Vordergrund.¹ Die Verfasser trafen dabei auf ein außerordentlich hohes Maß an Kooperationsbereitschaft und an persönlichem Engagement bei der Beantwortung der Frage, wie der Finanzplatz Frankfurt – und darüber hinaus der Wirtschaftsstandort Deutschland – gestärkt werden könne. Für diese Unterstützung sei den Interviewpartnern ausdrücklich gedankt. Die persönlichen Gespräche haben Wesentliches zur Einschätzung der Situation des Finanzplatzes Frankfurt beigetragen, konkrete Vorschläge und Handlungsempfehlungen beigesteuert und eine Reihe von weiter führenden Überlegungen nach sich gezogen, ohne die die Studie in der vorliegenden Form nicht möglich gewesen wäre.

Bereits vor 11 Jahren hatte die Hessische Landesregierung eine Studie mit ähnlicher Fragestellung in Auftrag gegeben.² Allerdings war das Umfeld für Finanzaktivitäten in Deutschland damals ein ganz anderes als heute. Es war gekennzeichnet durch eine deutlich günstigere Wirtschaftskonjunktur, eine positive Stimmung im Gefolge der deutschen Wiedervereinigung und der Transformation der ehemals sozialistischen Staaten Zentral- und Osteuropas, sowie durch die Hoffnung auf einen Quantensprung in der Bedeutung Frankfurts nach der erwarteten positiven Entscheidung zur der (damals noch offenen) Frage des Standorts der Europäischen Zentralbank. Auch

¹ Eine Übersicht über die Personen, mit denen die Verfasser persönliche Gespräche zum Thema „Finanzplatz Frankfurt“ geführt haben, findet sich in Anhang 1.

² Bauer/ Spahn 1991

konnte eine Reihe von operativen Schwächen des Finanzplatzes Frankfurt identifiziert werden, deren Beseitigung unmittelbar eine deutliche Stärkung der Position Frankfurts in Europa und der Welt versprach. Man sah damals Frankfurt nicht allein im Standortwettbewerb mit kontinentaleuropäischen Finanzplätzen, sondern sogar mit dem führenden europäischen Platz London.

Heute ist festzustellen, dass

- operativen Fragen kaum noch eine Bedeutung zufällt. Hier hat sich in der vergangenen Dekade eine durchgreifende Modernisierung des Finanzplatzes Frankfurt ergeben, und Rückstände gegenüber international führenden Finanzzentren sind kaum noch auszumachen. In einzelnen Segmenten dürfte der Finanzplatz Frankfurt hinsichtlich operativer Fragen sogar international führend sein.
- die Bedeutung der Transformation in Zentral- und Osteuropa für den Finanzplatz Frankfurt vor zehn Jahren wohl deutlich überschätzt wurde. Zu diesem Themenkomplex sind zwar die Bewertungen der Marktteilnehmer weiterhin positiv, aber die zeitliche Perspektive der Erwartungen hat sich deutlich gestreckt.
- auch die Bedeutung des Standorts der Europäischen Zentralbank für den Finanzplatz Frankfurt bei weitem nicht die hoch gesteckten Erwartungen erfüllen konnte, die man dieser Frage vor zehn Jahren noch beimaß. Dies liegt zum Großteil an der politisch gewollten lokalen Dezentralisierung von Zentralbankinterventionen, die eine Bevorzugung eines bestimmten europäischen Finanzplatzes nicht zulässt.
- die früher vorhandene kämpferische Haltung gegenüber London einer realistischeren, bescheideneren gewichen ist.

Heute ist das Bild über den Finanzplatz Frankfurt zudem noch maßgeblich durch die schlechte konjunkturelle Lage in Deutschland und in anderen OECD-Staaten getrübt. Dies macht es schwierig, konjunkturell bedingte von strukturellen Schwächen des Finanzplatzes Frankfurt zu trennen. Es ist selbstverständlich, dass die vorliegende Studie vornehmlich von längerfristigen Überlegungen geprägt ist, ohne sich von kurzfristig relevanten negativen Tendenzen irritieren zu lassen. Der Schwerpunkt der Studie liegt damit auf strukturellen und institutionellen Aspekten, die die Zukunft Frankfurts als Finanzzentrum angehen.

Neben dem Einfluss eines verbreiteten Konjunkturpessimismus auf die Einschätzungen der Marktteilnehmer tritt ein weiteres grundsätzliches Problem hinzu: Ohne Ausnahme kamen alle Interviewpartner sehr rasch auf entscheidende grundsätzliche Strukturschwächen des Wirtschaftsstandorts Deutschland zu sprechen,

die zwar jenseits der eigentlichen Thematik der Studie liegen, die aber in der Tat die Finanzwirtschaft in Deutschland, und den Finanzplatz Frankfurt im Besonderen, indirekt stark belasten. Hierzu gehören: Verkrustungen in Güter- und Finanzmärkten; Rigiditäten im Arbeitsmarkt; Mitbestimmung der Arbeitnehmer und Schwächen des *Corporate Governance*; protektionistische staatliche Intervention; steuerliche Aspekte; Lähmung durch Quersubventionierung aus Gründen sozialer „Abfederung“; Immobilismus eines korporatistisch interpretierten Föderalismus; und viele weitere Aspekte mit übergreifendem Charakter.

Wenn Eines unter den Akteuren der Finanzwirtschaft konsensfähig sein dürfte, so die Aussage, dass die Schwächen des Finanzplatzes Frankfurt in engem Zusammenhang mit dem wirtschaftlichen „Umfeld“, den allgemeinen institutionellen, rechtlichen und politischen Bedingungen für die Wirtschaft in Deutschland gesehen werden müssen. Auf diese übergreifenden Fragen in einer Studie zum Finanzplatz Frankfurt detaillierter eingehen zu wollen, würde freilich den Rahmen des Auftrags sprengen. Diese Fragen werden daher in der Studie nur thematisiert, nicht aber im Einzelnen ausgeführt oder gar mit Lösungsansätzen bestückt. Dennoch sehen sich die Autoren ihren Gesprächspartnern gegenüber verpflichtet, häufig geäußerte allgemeine und richtungsweisende Überlegungen zur Umgestaltung von Rahmenbedingungen für die Wirtschaft an dieser Stelle weiter zu geben, soweit dies für den Finanzplatz Frankfurt von Bedeutung ist.

Die Autoren möchten sich an dieser Stelle bei Dipl.-Volkswirt Jan Werner und Dipl.-Volkswirt Benjamin Klinger für ihre Hilfe bei der Sammlung und Aufbereitung von Informationen für die Studie bedanken.

1 Überblick zur Entwicklung des Finanzplatzes Frankfurt seit 1990

Die Entwicklung des Finanzplatzes Frankfurt war in den zurückliegenden Jahren durch eine Reihe externer Faktoren geprägt, zu denen z. B. das allgemeine wirtschaftliche Umfeld und die rechtlichen Rahmenbedingungen in der Bundesrepublik Deutschland gehören. Aber auch Verhaltensänderungen von Anbietern und Nachfragern von Finanzprodukten haben sich ebenso wie Strukturveränderungen des Finanzsektors selbst maßgeblich auf den Finanzplatz Frankfurt ausgewirkt.

1.1 Wirtschaftliche Entwicklung Deutschlands im internationalen Vergleich

Im Vergleich zu den wichtigsten Industrieländern war das Wirtschaftswachstum in der Bundesrepublik Deutschland in den zurückliegenden Jahren unbefriedigend. Zwischen 1991 und 2001 wuchs das Bruttoinlandsprodukt real um insgesamt nur etwa 16 Prozent, während die entsprechenden Wachstumsraten für die USA und Großbritannien etwa 40 Prozent bzw. 30 Prozent betragen. Nur Japan mit seinen besonderen Strukturproblemen hatte ein schwächeres Wachstum zu verzeichnen als Deutschland.

Tabelle 1 Veränderung des Bruttoinlandsprodukts und der Bruttoanlageinvestitionen zwischen 1991 und 2001 im Ländervergleich (real, Veränderungsrate in Prozent)

	Reales Bruttoinlandsprodukt (in jeweiliger Landeswährung)	Bruttoanlageinvestitionen (in jeweiliger Landeswährung)
Deutschland	15,8	7,0
Frankreich	21,3	21,8
Großbritannien	30,1	39,2
EU-15	22,6	21,8
Japan	11,5	-2,4
USA	38,0	95,5

Quelle: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, SVR 2002; eigene Berechnungen.

Bei der Entwicklung der realen Bruttoanlageinvestitionen ist dieser Unterschied noch sehr viel deutlicher. Während diese in Deutschland nur um 7 Prozent zunahm, haben sie sich in den Vereinigten Staaten fast verdoppelt.

Die vergleichsweise schwache konjunkturelle Entwicklung und die Zurückhaltung im Investitionsverhalten spiegeln sich auch in der Insolvenzstatistik sowie bei den Gründungen und Schließungen von Unternehmen wider. So stieg beispielsweise die

Zahl der Unternehmensinsolvenzen in Deutschland von 8.800 im Jahr 1991 kontinuierlich auf 32.300 im Jahr 2001 an. Nachdem im Jahr 2000 per Saldo noch gut 200.000 Unternehmen mehr in die Gewerbe- und Handelsregister eingetragen als gelöscht wurden, ist dieser Überschuss im Jahr 2001 auf unter 100.000 geschrumpft. Nach den bisher vorliegenden Ergebnissen für das erste Halbjahr 2002 hält dieser Negativtrend weiter an.

1.2 Veränderungen der rechtlichen Rahmenbedingungen

Der rechtliche Rahmen für die Abwicklung von Finanzdienstleistungen wird zum einen durch die nationale Gesetzgebung vorgegeben, zum anderen ergeben sich Anpassungszwänge an internationale Tendenzen. In der folgenden Übersicht sind die wichtigsten nationalen Gesetze sowie deren Maßnahmen und Ziele zusammengestellt, die im vergangenen Jahrzehnt erlassen wurden. Insbesondere die vier verabschiedeten Finanzmarktförderungsgesetze zielen auf eine Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Finanzmarktes.

Zunehmend wichtiger für den nationalen Kapitalmarkt werden insbesondere die europäischen Richtlinien. Eine zentrale Anforderung für die Schaffung des grenzenlosen Europäischen Binnenmarktes im Jahr 1993 war der freie Kapitalverkehr zwischen den Mitgliedstaaten der Europäischen Union. Die dazu notwendige Öffnung der nationalen Finanzmärkte hatte bereits in der 80er Jahren begonnen. Die nationalen Gesetze zur Ordnung der Finanzmärkte mussten und müssen dabei im Rahmen des europäischen Binnenmarktes an EU-Richtlinien angepasst werden. Einen weiteren Meilenstein stellte die Einführung des Euro als gemeinsame Währung – im Jahr 1999 als Buch- und im Jahr 2002 als Bargeld – dar.

Mit dem im Jahr 1999 von der Europäischen Kommission auf den Weg gebrachten Aktionsplan für Finanzdienstleistungen in der EU soll spätestens bis zum Jahr 2005 ein weitgehend einheitliches Regelwerk zur Abwicklung von Finanzdienstleistungen und zur Integration der Kapitalmärkte in Europa geschaffen werden.

Tabelle 2 Veränderung des rechtlichen Rahmens durch nationale Gesetzgebung

Jahr	Gesetz	Wichtigste Maßnahmen und Ziele
1989	Novelle des Börsengesetzes	<ul style="list-style-type: none"> - Schaffung eines rechtlichen Rahmens für elektronische Handelssysteme - Ergänzung des Rechts der Kurs- und Freimakler - Liberalisierung des Terminhandels mit Wertpapieren und Edelmetallen
1990	1. Finanzmarktförderungsgesetz	<ul style="list-style-type: none"> - Abschaffung der Börsenumsatzsteuer - Senkung der Wechsel- und Gesellschaftssteuern - Erweiterung der Geschäftsmöglichkeiten für Kapitalgesellschaften und damit: Erhöhung der Attraktivität der Kapitalbeschaffung über Kapitalmärkte
1994	2. Finanzmarktförderungsgesetz	<ul style="list-style-type: none"> - Einrichtung des Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel - Verbot des Insiderhandels - Verpflichtung für börsennotierte Gesellschaften kursrelevante Informationen unverzüglich zu veröffentlichen
1998	3. Finanzmarktförderungsgesetz	<ul style="list-style-type: none"> - Neuregelung der Veröffentlichungsverpflichtungen für Emittenten von Wertpapieren - Erlaubnis für Investmentgesellschaften zur Investition in Termingeschäfte und Zulassung neuer Fondstypen - Novelle des Gesetzes über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften und damit Erweiterung des Kapitalangebots für nicht börsennotierte Gesellschaften
1998	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG)	<ul style="list-style-type: none"> - Neuregelungen in der Zusammensetzung der Aufsichtsräte und der Abschlussprüfung zur Verbesserung der Kontrolle der Geschäftsführung
2000	Steuerreform	<ul style="list-style-type: none"> - Steuerbefreiung der Gewinne aus Veräußerung von Kapitalbeteiligungsgesellschaften von der Körperschaftsteuer ab 1.1.2002
2002	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz	<ul style="list-style-type: none"> - Regelung des Verfahrens bei Unternehmensfusionen und Übernahmen
2002	Schaffung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht	<ul style="list-style-type: none"> - Gründung einer einheitlichen Aufsichtsbehörde für alle Finanzdienstleistungen durch Verschmelzung des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen, des Bundesaufsichtsamtes für das Versicherungswesen und des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel
2002	4. Finanzmarktförderungsgesetz	<ul style="list-style-type: none"> - Abschaffung des Vorrangs des Präsenzhandels und der Kursfeststellung durch Kursmakler im amtlichen Handel - Regelung der Aufsicht über außerbörsliche Handelssysteme - Präzisierung der Transparenzanforderungen - Erweiterte Zugriffsmöglichkeiten auf Kundendaten für Ermittlungsbehörden zur Verbesserung der Bekämpfung des Terrorismus - Erneute Ausweitung der Geschäftsmöglichkeiten für Kapitalanlagegesellschaften

Quelle: Börsen-Zeitung 2001-2; Schmidt/Prigge 2002; Bundesministerium der Finanzen, Monatsberichte 2002-4.

Tabelle 3 Ziele und Maßnahmen des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen im Überblick

Ziel	Maßnahmen
Vollendung eines einheitlichen Firmenkundenmarktes	<ul style="list-style-type: none"> - Beseitigung von Hemmnissen bei der EU-weiten Kapitalbeschaffung - Schaffung eines einheitlichen Rechtsrahmens für integrierte Wertpapier- und Derivatmärkte - einheitliche Abschlüsse für Kapitalgesellschaften - Vermittlung von Rechtssicherheit als Stütze für den grenzüberschreitenden Wertpapierhandel - Entwicklung eines transparenten Umfeldes für grenzübergreifende Umstrukturierungen (z.B. einheitliche Übernahmerrichtlinien) - Aufbau eines einheitlichen rechtlichen Rahmens für Kapitalanlagegesellschaften
Entwicklung offener und sicherer Privatkundenmärkte	<ul style="list-style-type: none"> - Förderung umfassender Information, Transparenz und Sicherheit - schnelle Beilegung von Streitigkeiten über außergerichtliche Verfahren - angemessene Anwendung von nationalen Verbraucherschutzvorschriften
Stabilität der EU- Finanzmärkte	<ul style="list-style-type: none"> - aufsichtsrechtliche Regelungen auf höchstem Standard - Verbesserung der Aufsicht über Finanzkonglomerate - sektorübergreifende Diskussion und Zusammenarbeit zwischen den Behörden
Beseitigung steuerlicher Hindernisse	<ul style="list-style-type: none"> - Koordinierung der nationalen Steuergesetzgebung vor allem im Bereich der Kapitalertragsbesteuerung und der Unternehmensbesteuerung

Quelle: Europäische Kommission 1999

1.3 Deutschland im Börsenfieber

Nach den bedeutenden Kursverlusten in allen Handelssegmenten und der Ankündigung der Schließung des Neuen Marktes ist die Stimmung an den Aktienmärkten im Herbst 2002 überwiegend pessimistisch. Dabei blicken Aktien- und Fondsanlagen auf einen rasanten Aufschwung zurück. Vom weltweiten Boom der Aktienmärkte in den 90er Jahren wurde auch Deutschland mitgerissen.

Mit der Einführung des Deutschen Aktienindex (DAX) im Jahr 1988, dem Start der Deutschen Terminbörse (DTB) 1990 und insbesondere der Gründung der Deutschen Börse AG und Übernahme der Trägerschaft der öffentlich-rechtlichen Frankfurter Wertpapierbörse im Jahr 1993, waren wichtige organisatorische und technische Voraussetzungen für die Entwicklung der Aktienmärkte geschaffen. Hinzu kamen 1997 die Schaffung des Neuen Marktes als neues Marktsegment speziell für junge, wachstumsstarke Zukunftsbranchen sowie die Einführung der voll elektronischen Handelsplattform XETRA, 1998 die Gründung der Terminbörse EUREX durch Fusion der DTB mit der Schweizer Terminbörse SOFFEX und 1999 die Einführung des Börsensegments SMAX speziell für den Börsengang kleinerer Unternehmen. In Deutschland etablierte sich eine in dieser Breite noch nicht gekannte Aktien- und Anlagekultur bei der Bevölkerung. Dies zeigen auch die Veränderungen des Geldvermögens der privaten Haushalte von 1991 bis 2001.

Tabelle 4 Geldvermögen der Privaten Haushalte (einschließlich Organisationen ohne Erwerbszweck)

	1991	1993	1997	1998	1999	2000	2001	Veränderung 1991/2001		
	in Mrd. EUR									in %
Banken	926	1.089	1.210	1.256	1.266	1.235	1.262	336	36	
Kurzfristig	617	760	877	931	963	921	957	340	55	
Längerfristig	309	329	333	325	303	314	305	-4	-1	
Versicherungen	401	479	684	741	805	868	930	529	132	
Wertpapiere	570	714	1.028	1.107	1.316	1.350	1.266	696	122	
Rentenwerte	276	307	361	356	364	370	358	82	30	
Aktien	131	172	294	339	461	433	337	206	157	
sonstige Beteiligungen	80	99	122	122	124	136	138	58	73	
Investmentzertifikate	84	136	244	290	368	411	433	349	415	
Pensionsrückstellungen	123	138	168	176	184	190	195	72	59	
Insgesamt	2.020	2.420	3.082	3.281	3.571	3.642	3.653	1.633	81	

Quelle: Deutsche Bundesbank, Monatsberichte, eigene Zusammenstellung

Das gesamte Geldvermögen hat sich im betrachteten Zeitraum von 2.000 Mrd. EUR auf 3.650 Mrd. EUR bzw. um 80 Prozent erhöht. Überdurchschnittlich expandierten Geldanlagen bei Versicherungen (einschließlich Pensionskassen und berufsständische Versorgungswerke) sowie in Wertpapieren, hierbei insbesondere Investmentzertifikate und Aktien. Sparanlagen bei Banken haben hingegen nur verhältnismäßig wenig zugenommen, längerfristige Sparformen stagnierten sogar. Einer aktuellen Umfrage zufolge, die vom Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes (DSGV) anlässlich des Weltspartages am 30. Oktober 2002 vorgestellt wurde, erfährt das Sparbuch unter dem Eindruck der Unsicherheit an den Aktienmärkten allerdings derzeit eine regelrechte Renaissance.

Der Wandel im Anlageverhalten spiegelt sich auch in den Zahlen der Aktionäre und Fondsbesitzer wider, die das Deutsche Aktieninstitut zusammenstellt. Demnach gab es im Jahr 1992 in Deutschland rund 4 Mio. Aktionäre. Diese Größenordnung blieb bis zum Jahr 1997 ungefähr konstant, erreichte danach im Jahr 2000 seinen Höchststand mit über 6,2 Mio. und fiel im Jahr 2001 auf 5,7 Mio. zurück. Noch sehr viel dynamischer war die Entwicklung bei den Besitzern von Fondsanteilen. Zwischen 1997 und 2001 stieg deren Zahl von 2,3 Mio. auf 9,8 Mio. Insgesamt besaßen im Jahr 2001 in Deutschland fast 13 Mio. Menschen über 14 Jahre – d.h. jeder Fünfte – Aktien und / oder Fondsanteile.

Obwohl Bankkredite in Deutschland nach wie vor den weitaus überwiegenden Teil der Unternehmensfinanzierung darstellen, haben in der zweiten Hälfte der 90er Jahre durch das veränderte Anlageverhalten Finanzierungsinstrumente an Bedeutung gewonnen, bei denen Unternehmen und Kapitalgeber direkt auf den Kapitalmärkten zusammentreffen. Für größere aber auch für kleinere mittelständische Unternehmen

wurden hierfür neue Marktsegmente an der Börse geschaffen (M-DAX, S-DAX, Neuer Markt).

Der Neue Markt beispielsweise hatte in den Jahren 1999 und 2000 jeweils über 130 Neuzugänge zu verzeichnen und erreichte im März 2000 mit fast 10.000 Punkten seinen höchsten Indexstand. Der danach einsetzende dramatische Kursverfall wirkte sich auch auf die Zahl der Neuzugänge aus. Im Jahr 2001 gab es noch 11 Emissionen; im Jahr 2002 wurde nur 1 Unternehmen neu aufgenommen.

1.4 Markt für Wagniskapitalfinanzierungen wächst

Auf ein zeitlich ähnliches Auf und Nieder wie am Aktienmarkt blicken auch Wagniskapitalgesellschaften zurück, die Unternehmen Eigenkapital in Form von Beteiligungsfinanzierungen bereitstellen. Vor allem die rasante und hohe Gewinne versprechende Entwicklung in den Informations- und Kommunikations-, sowie den Biotechnologiebranchen haben in den vergangenen zehn Jahren zur Dynamik des Wagniskapital- bzw. Venture-Capitalmarktes entscheidend beigetragen.

Tabelle 5 Entwicklung des VC-Marktes von 1990 bis 2001

	2001		2000		1999		1995		1990	
	Mio. EUR	in %	Mio. EUR	in %	Mio. EUR	in %	Mio. EUR	in %	Mio. EUR	in %
Bruttoinvestitionen	4.435		4.451		2.816		542		481	
<i>darunter:</i>										
I+K-Technologien	1.090	24,6	1.676	37,6	875	31,1	67	12,4	31	6,4
Medizin- und Biotechnologie	737	16,6	716	16,1	335	11,9	13	2,5	13	2,8
Chemie, Werkstoffe	680	15,8	60	1,3	50	1,8	32	5,9	35	7,2
Maschinenbau	501	11,3	283	6,4	277	9,8	63	11,6	75	15,6

Quelle: Bundesverband der Kapitalbeteiligungsgesellschaften 2002

Nach Angaben des Bundesverbandes der Kapitalbeteiligungsgesellschaften hat sich das Engagement seiner Mitglieder zwischen 1990 und 2001 von 480 Mio. EUR auf 4,4 Mrd. EUR erhöht und damit fast verzehnfacht. Dabei bot der Börsenboom den Kapitalbeteiligungsgesellschaften ideale Möglichkeiten Gewinne auch zu realisieren. Derzeit sind Kapitalanlagegesellschaften über ganz Deutschland verteilt. Nur etwa 30 der rund 200 Mitglieder des Bundesverbandes der Kapitalanlagegesellschaften sind im Großraum Frankfurt angesiedelt.

1.5 Informationsdienstleistungen gewinnen an Bedeutung

Mit den Verhaltensänderungen auf der Kapitalnachfrage- und -anbieterseite verbunden ist ein starkes Anwachsen von Informationsdienstleistungen rund um den Finanzmarkt. Eine zentrale Rolle beim Abbau von Informationsungleichgewichten zwischen Kapitalgebern und -nehmern spielen Ratings, Investor Relations sowie Finanzanalysen. Durch ein gewachsenes Interesse für den Aktienmarkt und die Geschäftsaufnahme der Europäischen Zentralbank ist die nationale aber auch internationale Medienberichterstattung vom Finanzplatz Frankfurt gestiegen – die allabendlichen Berichte vom Frankfurter Börsenparkett sind mittlerweile fester Bestandteil fast aller Nachrichtensendungen.

Besonders in den Blickpunkt ist das Rating bzw. die Bonitätsbeurteilung eines Unternehmens durch die Verhandlungen zu den Eigenkapitalvorschriften in der Neufassung des Baseler Akkords (Basel II) gerückt. Anhand von Ratingverfahren soll zukünftig die Eigenkapitalunterlegung im Kreditgeschäft festgelegt werden. Sowohl anerkannte bankinterne Verfahren als auch externe Ratings durch unabhängige Ratingagenturen sollen dabei angewandt werden können.

Bei der Beurteilung von Wertpapieremittenten sind im kapitalmarktorientierten angelsächsischen Raum Ratingagenturen seit langem etabliert. Mit dem Trend zur Disintermediation gewinnen sie auch im deutschen Finanzsystem zunehmend an Bedeutung. Die Nachfrage für Unternehmensratings in Deutschland war bisher geprägt durch weltweit tätige deutsche Großunternehmen, die zur Finanzierung auf den internationalen Finanzmärkten ein dort obligatorisches Rating benötigten. Seit Anfang der 90er Jahre sind die weltweit führenden Ratingagenturen „Standard & Poor’s“ und „Moody’s“ mit Niederlassungen am Finanzplatz Frankfurt angesiedelt, 1999 kam die Agentur „Fitch“ hinzu.³

1.6 Strukturveränderungen im Finanzsektor

Konsolidierung des Finanzsektors im internationalen Vergleich

Während die USA in den 1970er Jahren zweifellos führend waren, was die Bedeutung des Bankensektors gemessen an der Bilanzsumme angeht, so hat sich nach einer Zwischenphase, in der japanische Banken das Feld anführten, die Situation für europäische Banken deutlich verbessert. Am Finanzplatz Frankfurt kann nur die Deutsche Bank im globalen Wettbewerb mithalten, beim zweiten deutschen Institut handelt es sich um die in München ansässige HypoVereinsbank.

³ Vgl. Landeszentralbank in Hessen 2001.

Tabelle 6 Die 10 Banken mit der weltweit höchsten Bilanzsumme, nach Ländern

	USA	Japan	Europa	darunter: Frankreich	Deutschland	Großbritannien
1970	7	0	2	0	0	1
1980	2	1	7	4	1	2
1990	0	7	3	3	0	0
2001	2	3	5	1	2	1

Quelle: Bank for International Settlement 2001, The Banker 2002

Der Strukturwandel im Bankensektor wird auch an der Entwicklung der Zahl der Institute deutlich. In allen Industrieländern (bis auf Japan) ist diese Zahl in den letzten zehn Jahren deutlich zurückgegangen: in den USA um 33 Prozent, in Deutschland um 28 Prozent. Zugleich ist eine Konzentration der Marktanteile auf die größten Institute feststellbar.

Tabelle 7 Konsolidierung des Bankgewerbes von 1990 bis 1998: Anzahl der Banken und Marktanteile der jeweils 5 größten Institute

Anzahl der Banken in ... (Marktanteile der 5 größten Institute)	1990	1998	Veränderung 1990-98
USA	15.304 (11,3%)	10.305 (26,2%)	-32,7%
Deutschland	4.719 (17,1%)	3.403 (18,8%)	-27,9%
Frankreich	1.981 (51,9%)	1.242 (70,2%)	-37,3%
Vereinigtes Königreich	507 (43,5%)	448 (35,2%)	-11,6%
Schweden	498 (62,0%)	126 (84,0%)	-74,7%
Japan	154 (31,8%)	170 (30,9%)	10,4%

Quelle: Bank for International Settlement 2001

Sieht man einmal von kleineren Ländern (wie Schweden) ab, wo die Konzentrationstendenz teilweise extrem war, so führt hier Frankreich mit einem Marktanteil der fünf größten Institute von 70 Prozent das Feld klar an. In den USA und in Großbritannien betragen im Jahr 1998 die entsprechenden Anteile 26 bzw. 35 Prozent. Deutschland wirkt dagegen mit einem Marktanteil der fünf größten Institute von 19 Prozent noch zersplittert. Dies ist vornehmlich auf den aufgefächerten Sparkassen- und Genossenschaftsbankensektor zurückzuführen, dem eine stärkere

Konsolidierung noch bevorsteht. Für das Geschäftsjahr 2000 hat der Französische Bankenverband eine Reihe von Erfolgskennziffern speziell für Großbanken in Europa zusammengestellt:

Tabelle 8 Ertragskennziffern europäischer Großbanken im Jahr 2000 in ausgewählten Ländern

	Eigenkapitalrentabilität	Aufwand / Ertragsrelation	Zinsüberschuss in % der Bilanzsumme
Portugal	19,2	59,3	2,7
Frankreich	16,1	67,4	1,7
Großbritannien	15,2	56,2	3,3
Belgien	13,3	66,1	2,5
Niederlande	11,4	72,0	2,9
Deutschland	10,7	71,0	1,6
Spanien	9,9	59,9	3,2
Italien	8,7	62,7	3,3
Durchschnitt:	13,0	64,3	2,6

Quelle: Französischer Bankenverband, zitiert nach Bundesverband deutscher Banken, Statistik-Service, 2002, S. 47.

Die dabei berücksichtigten deutschen Großbanken (Deutsche Bank, Dresdner Bank, Commerzbank und HypoVereinsbank) haben nach dieser Zusammenstellung den niedrigsten Zinsüberschuss bezogen auf die Bilanzsumme. Die Eigenkapitalrentabilität liegt im unteren Mittelfeld bei einer gleichzeitig überdurchschnittlich hohen Aufwand/Ertragsrelation.

Konsolidierung des Kreditgewerbes in Deutschland

Die Konsolidierung des Kreditgewerbes in Deutschland schlägt sich seit 1990 deutlich in den Veränderungen der Anzahl rechtlich selbständiger Kreditinstitute nieder. Der Bestand von über 4.600 Banken und Sparkassen Endes des Jahres 1990 ging bis Mitte des Jahres 2002 auf gut 2.400 zurück. Obwohl der Genossenschaftssektor am stärksten davon betroffen war – vor allem durch Zusammenlegung von Geschäftsgebieten hat sich die Zahl der Volks- und Raiffeisenbanken im betrachteten Zeitraum mehr als halbiert –, entfallen auf diese Bankengruppe immer noch fast zwei Drittel aller Bankinstitute. Die Zahl der Sparkassen schrumpfte in der Vergangenheit um knapp ein Drittel, die der privaten Kreditbanken um ein Viertel. Durch den Wegfall von Anstaltslast und Gewährträgerhaftung im Sparkassensektor ist dort mit weitergehenden Strukturveränderungen zu rechnen, bei dem die Beziehungen zwischen den öffentlichen Trägern und den Kreditinstituten neu geregelt werden. Die Sonstigen Kreditinstitute – hierzu zählen Banken mit Sonderaufgaben; Realkreditinstitute sowie Bausparkassen – sind ebenfalls aufgeführt, obwohl sie gemessen an der Anzahl nur eine Randgruppe darstellen.

Tabelle 9 Anzahl und Bilanzsummen inländischer Kreditinstitute Ende 1990 bis Juli 2002

Anzahl der Institute Stand Jahresende	Alle Banken- gruppen	Kreditbanken	Sparkassensektor	Genossenschafts- sektor	Sonstige Kredit- institute
1990	4.638	365	784	3.416	73
1995	3.622	335	639	2.595	53
1999	2.999	290	591	2.039	79
2000	2.740	294	575	1.796	75
2001	2.521	279	550	1.621	71
2002 (Stand Juli)	2.437	274	538	1.556	69
Veränderung 1990 - 2002					
Absolut	-2.201	-91	-246	-1.860	-4
Relativ (in %)	-47,5	-24,9	-31,4	-54,4	-5,5
Strukturangaben (in %)					
1990	100	7,9	16,9	73,7	1,6
1995	100	9,2	17,6	71,6	1,5
1999	100	9,7	19,7	68,0	2,6
2000	100	10,7	21,0	65,5	2,7
2001	100	11,1	21,8	64,3	2,8
2002 (Stand Juli)	100	11,2	22,1	63,8	2,8
Bilanzsumme der Institute Stand Jahresende (Mrd. EUR)					
1990	2.681,1	720,5	942,1	413,4	605,2
1995	3.854,6	933,1	1.474,2	585,8	861,5
1999	5.740,7	1.447,1	2.070,5	748,2	1.474,9
2000	6.148,3	1.704,4	2.176,6	761,0	1.506,3
2001	6.386,1	1.789,8	2.254,9	767,4	1.574,0
2002 (Stand Juli)	6.308,1	1.753,9	2.247,6	737,5	1.569,1
Veränderung 1990 – 2002					
Absolut (Mrd. EUR)	3.627	1.033	1.306	324	964
Relativ (in %)	135,3	143,4	138,6	78,4	159,3
Strukturangaben (in %)					
1990	100	26,9	35,1	15,4	22,6
1995	100	24,2	38,2	15,2	22,3
1999	100	25,2	36,1	13,0	25,7
2000	100	27,7	35,4	12,4	24,5
2001	100	28,0	35,3	12,0	24,6
2002 (Stand Juli)	100	27,8	35,6	11,7	24,9

Quelle: Zeitreihenservice der Deutschen Bundesbank, eigene Zusammenstellung

Die Tabelle 9 zeigt auch die nach Bankengruppen zusammengefassten Bilanzsummen. Daraus wird ersichtlich, dass sich der Konsolidierungsprozess bisher zum großen Teil innerhalb der jeweiligen Bankengruppen abgespielt hat. Am relativ stärksten war die Ausweitung des Geschäftsvolumens bei den Sonstigen Kreditinstituten – was insbesondere auf das Engagement von Banken mit Sonderaufgaben beim Aufbau in den neuen Bundesländern zurückzuführen sein dürfte. Dadurch weist diese Gruppe den höchsten Anteilsgewinn auf. Auch Sparkassen und private Kreditbanken haben im betrachteten Zeitraum ihre Bilanzsumme deutlich erhöht. Dem stehen eine relativ schwache Ausweitung der Bilanzsumme im

Genossenschaftssektor und ein entsprechender Bedeutungsrückgang dieser Bankengruppe gegenüber.

Die Konzentrationstendenzen spiegeln sich aber auch in Veränderungen des Filialnetzes deutscher Banken wider, wie Tabelle 10 darstellt. Insgesamt ist die Zahl der Bankstellen (ohne Berücksichtigung der Deutschen Postbank AG und deren rund 13.000 Filialen) zwischen 1992 und 2001 um 9.000 bzw. 17 Prozent zurückgegangen. Am stärksten war der Zweigstellenabbau bei den Großbanken (-33 Prozent) und im Genossenschaftssektor (-22 Prozent). Die Sparkassen führten hingegen die Zahl der Bankstellen bisher nur unterdurchschnittlich zurück, die sonstigen Kreditinstitute haben sogar ein Plus zu verzeichnen.

Tabelle 10 Veränderung der Bankstellen zwischen 1992 und 2001

Bankengruppe (ohne Deutsche Postbank AG)	Bankstellen insgesamt		Veränderung 1992 –2001	
	1992	2001	Absolut	in %
Kreditbanken	7.637	5.879	-1.758	-23%
darunter: Großbanken	3.557	2.373	-1.184	-33%
Sparkassensektor	20.739	17.641	-3.098	-15%
Genossenschaftssektor	20.790	16.225	-4.565	-22%
Sonstige Kreditinstitute	3.675	4.089	414	11%
Insgesamt*	52.841	43.834	-9.007	-17%

Quelle: Deutsche Bundesbank 2002-4, S. 104.

Veränderungen in den Ertragsstrukturen im deutschen Kreditgewerbe

In Deutschland ist es über das letzte Jahrzehnt hinweg bei allen Bankengruppen auf der Ertragsseite zu einer Strukturverlagerung vom klassischen Zinsgeschäft hin zu Geschäftszweigen mit Provisionen gekommen, d.h. die Banken sind zunehmend als Informationsdienstleister, etwa im Investitionsgeschäft, aufgetreten. So hat sich der Provisionsüberschuss aller Banken in den Jahren 1993 bis 2001 von 17,3 auf 22,3 Prozent erhöht, während der entsprechende Anteil des Zinsüberschusses von 77,2 auf 69,7 Prozent gefallen ist.

Tabelle 11 Relative Bedeutung wichtiger Ertragspositionen (in Prozent der Überschüsse im operativen Geschäft)

Bankengruppe	Alle Bankengruppen			Kreditbanken			Großbanken			Zweigstellen ausländischer Banken		
	1993	2000	2001	1993	2000	2001	1993	2000	2001	1993	2000	2001
Zinsüberschuss	77,2	67,7	69,7	68,0	52,8	56,2	64,6	49,2	50,3	76,2	39,2	58,3
Provisionsüberschuss	17,3	24,7	22,3	23,7	34,4	31,5	28,0	35,4	32,3	19,6	14,6	25,9
Sonstige Erträge	5,5	7,6	8,0	8,4	12,8	12,3	7,4	15,4	17,4	4,3	46,2	15,8
Bankengruppe	Landesbanken			Sparkassen			Genossenschaftliche Zentralbanken			Kreditgenossenschaften		
	1993	2000	2001	1993	2000	2001	1993	2000	2001	1993	2000	2001
Zinsüberschuss	74,2	72,4	75,0	84,3	80,8	80,8	69,5	71,2	70,3	80,9	76,5	78,3
Provisionsüberschuss	11,7	16,8	13,7	13,9	19,0	17,7	19,8	19,5	16,8	14,8	21,3	18,9
Sonstige Erträge	14,1	10,8	11,3	1,9	0,2	1,5	10,7	9,3	12,9	4,3	2,2	2,8

Quelle: Deutsche Bundesbank, Monatsberichte, eigene Zusammenstellung

Besonders deutlich war diese Strukturveränderung bei den Großbanken, die heute nur noch etwa die Hälfte ihres Ertrags über Zinsen erwirtschaften, während die Provisionen knapp ein Drittel ausmachen. Angesichts des Kursverfalls an den Aktienmärkten und eines insgesamt schwachen Investmentgeschäfts hat sich dieser Trend im Jahr 2001 zunächst nicht weiter fortgesetzt. Das zinsabhängige Geschäft dürfte sich dabei vielmehr als ertragsstabilisierend erwiesen haben. Sowohl Sparkassen als auch Genossenschaftsbanken – beides Institutgruppen mit überdurchschnittlich hohen Anteilen der Zinsüberschüsse am Gesamtertrag – schneiden beim Vergleich der Eigenkapitalrentabilitäten relativ gut ab.

Tabelle 12 Eigenkapitalrentabilität in einzelnen Bankengruppen (als Jahresüberschuss vor Steuern in % des bilanziellen Eigenkapitals)

Bankengruppe	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Alle Bankengruppen	13,3	12,8	19,3	11,2	9,3	6,2
Kreditbanken	10,8	9,7	27,4	9,7	8,2	4,7
darunter Großbanken	11,8	7,4	39,5	6,2	6,3	5,0
Landesbanken	8,7	10,9	11,7	10,6	8,1	4,1
Sparkassen	21,4	19,4	17,8	15,2	13,4	9,2
Genossenschaftliche Zentralbanken	14,8	12,0	28,6	5,7	13,0	4,4
Kreditgenossenschaften	17,7	14,9	12,8	10,7	8,6	7,8

Quelle: Deutsche Bundesbank, Monatsberichte, eigene Zusammenstellung

Nach Angaben der Deutschen Bundesbank erwirtschafteten deutsche Kreditinstitute im Jahr 2001 eine Eigenkapitalrentabilität – gemessen als Jahresüberschuss vor Steuern in Prozent des durchschnittlichen bilanziellen Eigenkapitals – von deutlich unter 10 Prozent. Für das Jahr 2002 dürfte sich diese Marge angesichts der notwendigen Wertberichtigungen aufgrund der Entwicklungen auf den Aktienmärkten und wegen konjunktureller Einflüsse tendenziell noch weiter verschlechtern.

Auslandsbanken

Die Internationalität des Finanzgeschäfts spiegelt sich in den Zahlen von Tochterinstituten, Zweigniederlassungen oder Repräsentanzen ausländischer Banken, Kapitalanlagegesellschaften und sonstiger Finanzdienstleistungsinstitute in der Bundesrepublik wider.⁴ Der Anteil der Auslandsbanken am Gesamtbankensektor in Deutschland hat sich von 3,7 Prozent im Jahr 1990 kontinuierlich auf 6,6 Prozent im Jahr 2001 erhöht. Am Jahresende 2001 hatten nach Angaben des Verbandes der Auslandsbanken 80 Tochtergesellschaften und 86 Zweigniederlassungen ausländischer Finanzhäuser mit Vollbanklizenz ihren Sitz in Deutschland. Hinzu kommen 89 Repräsentanzen ausländischer Banken und ca. 85 ausländische Finanzdienstleistungsinstitute.⁵ Die weit überwiegende Mehrzahl dieser Institute (129 der 166 Auslandsinstitute und 62 der 89 Repräsentanzen) sind am Finanzplatz Frankfurt angesiedelt.

Durch Schließungen insbesondere japanischer Institute und vor allem durch Fusionen hat sich die Anzahl der ausländischen Institute in Deutschland von 172 im Jahr 1990 auf 166 im Jahr 2001 leicht verringert. In Frankfurt stieg die Zahl in diesem Zeitraum von 115 auf zuletzt 129 an. Die Zahl der Repräsentanzen in Frankfurt ist allerdings von 146 im Jahr 1990 auf 62 am Ende des Jahres 2001 stark geschrumpft. Dieser Rückgang ist allerdings zum großen Teil auf eine Statusumwandlung in Finanzdienstleistungsinstitute zurückzuführen.

Die Geschäftstätigkeiten der Auslandsbanken konzentrieren sich auf den Handel an der Frankfurter Wertpapierbörse und der Eurex, das Anleihegeschäft mit Bundesemissionen und insbesondere auf das deutschlandbezogene M&A-Geschäft. So entfielen im Jahr 2001 von insgesamt knapp 360 Mandaten und einem Gesamtvolumen von 650 Mrd. Euro in der M&A-Beratung in Deutschland mehr als die Hälfte der Mandate und über zwei Drittel des Volumens auf Auslandsbanken.

⁴ Vgl. Landeszentralbank in Hessen 2000-1

⁵ Vgl. Verband der Auslandsbanken in Deutschland e.V. 2002

1.7 Internationale Kapitalverflechtungen im Finanzgewerbe

Ein weiterer Indikator für die Internationalisierung des Finanzgeschäfts sind Angaben zu den Direktinvestitionen der Finanzinstitute, die von der Deutschen Bundesbank für Deutschland bereitgestellt werden⁶ und in einer Sonderauswertung für das Finanzgewerbe in Hessen differenziert nach Ländern für die Jahre 1990 bis 2000 aufbereitet wurden.

Direktinvestitionsbestände im ausländischen Kreditgewerbe

Die herausragende Bedeutung Hessens für den Finanzsektor in der Bundesrepublik spiegelt sich in der Kapitalverflechtung dieses Sektors mit dem Ausland wider. In Abbildung 1 und Tabelle 13 sind die Direktinvestitionsbestände hessischer und deutscher Kreditinstitute im Ausland in den Jahren 1990, 1995 und 2000 dargestellt.

Abbildung 1 Entwicklung der Direktinvestitionsbestände hessischer / deutscher Kredit- und Sonstiger Finanzierungsinstitutionen im Ausland

Fehler! Textmarke nicht definiert.

Quelle: Sonderauswertung der Deutschen Bundesbank 2002-5; eigene Berechnungen

Kreditinstitute mit Sitz in Hessen prägen das Bild für die Bundesrepublik. Im Jahr 2000 waren drei Viertel des Direktinvestitionsbestandes deutscher Kreditinstitute auf das Engagement von Instituten mit Sitz in Hessen zurückzuführen. Insbesondere in der zweiten Hälfte der 90er Jahre ist dabei eine massive Zunahme zu erkennen. Differenziert nach Regionen sind vor allem die USA als Anlageland deutscher bzw. hessischer Kreditinstitute hervorzuheben. Im Zuge der Globalisierung sind Beteiligungen an bzw. Übernahmen von amerikanischen Instituten auf ein Volumen von 50 Mrd. EUR gestiegen. Innerhalb der Europäischen Union ist Großbritannien das Land mit dem höchsten Anlagevolumen hessischer Kreditinstitute geworden (7,5 Mrd. EUR im Jahr 2000, gegenüber 1,4 Mrd. EUR im Jahr 1995) und hat damit Luxemburg auf den zweiten Platz verdrängt.

Tabelle 13 Direktinvestitionen hessischer Kredit- und Sonstiger Finanzierungsinstitute im Ausland: Bestände (in Mrd. EUR) und Anteile am Bundeswert

Länder	1990	1995	2000
Alle Länder	6,0 (63%)	12,9 (57%)	79,1 (76%)
darunter:			
EU-Länder	4,2 (61%)	8,6 (53%)	19,4 (52%)
Vereinigtes Königreich	0,7 (52%)	1,4 (43%)	7,5 (64%)
Niederlande	0,2 (85%)	0,3 (60%)	1,2 (60%)
Frankreich	0,3 (65%)	0,5 (66%)	0,7 (48%)

⁶ Deutsche Bundesbank 2002-3

Luxemburg	1,9 (61%)	3,8 (55%)	5,9 (56%)
Japan	-	0,2 (70%)	0,6 (67%)
Schweiz	0,3 (63%)	0,6 (66%)	0,8 (67%)
USA	0,6 (74%)	1,4 (67%)	50,1 (98%)
MOE – Staaten	-	0,2 (50%)	1,1 (39%)

Quelle: Sonderauswertung der Deutschen Bundesbank 2002-5; eigene Berechnungen

Aus der Gruppe der sonstigen Länder sind insbesondere die mittel- und osteuropäischen (MOE-) Staaten zu nennen. Obwohl sie vom Volumen her gesehen noch ein geringes Gewicht haben, weisen diese Staaten hohe Zuwächse auf (1,1 Mrd. EUR im Jahr 2000, gegenüber 200 Mio. EUR im Jahr 1995). Charakteristisch für die MOE-Staaten ist aber auch ein hohes Engagement von Kreditinstituten aus anderen Bundesländern. Der Anteil der hessischen Institute am gesamten deutschen Anlagevolumen in diesen Ländern liegt bei rund 40 Prozent. Dies zeigt auch eine Veröffentlichung des Finanzplatz e.V. zum Handel in osteuropäischen Aktien.⁷ In Deutschland besteht ein breites Aktienangebot, das je nach Land zwischen 80 bis 100 Prozent der Aktien mittel- und osteuropäischer Unternehmen abdeckt. Durch weitere Privatisierungen im Zuge des Beitritts in die Europäische Union ist mit einer Ausweitung sowohl des Aktienangebots als auch anderer Anlagemöglichkeiten zu rechnen.

Im Jahr 1999 verteilte sich das Handelsvolumen dieser Werte in Deutschland auf die drei Börsen Frankfurt mit 46 Prozent und Berlin und München mit jeweils 27 Prozent. Da für institutionelle Investoren Liquidität und die Bereitstellung von Informationen die entscheidenden Anlagekriterien darstellen, konzentriert sich deren Osteuropaengagement auf den Finanzplatz London. Durch eine Konzentration des Handels in Deutschlands auf eine Börse, kann die Attraktivität für institutionelle Anleger erhöht werden. Durch das bereits relativ hohe Handelsvolumen am Finanzplatz Frankfurt und der Newex, einer gemeinsamen Handelsplattform der Deutschen Börse AG und der Wiener Börse AG speziell zum Handel osteuropäischer Werte, verfügt Frankfurt über gute Voraussetzungen zum Zentrum des Aktienhandels und der Finanzierung osteuropäischer Unternehmen in Deutschland zu werden.

Direktinvestitionsbestände des Auslands im inländischen Kreditgewerbe

Noch deutlicher wird die Dominanz Hessens als das Finanzzentrum der Bundesrepublik bei der Betrachtung des ausländischen Engagements in der Bundesrepublik. Rund 85 Prozent des gesamten ausländischen Direktinvestitionsbestandes im Kreditgewerbe entfielen im Jahr 2000 auf Hessen.

Abbildung 2 Entwicklung der Direktinvestitionsbestände ausländischer Kredit- und Sonstiger Finanzierungsinstitutionen in Hessen / Deutschland

Fehler! Textmarke nicht definiert.

⁷ Vgl. Hüfner /Köke 2000.

Quelle: Sonderauswertung der Deutschen Bundesbank 2002-5; eigene Berechnungen

Zeitlich ist auch hier in der zweiten Hälfte der 90er Jahre eine massive Ausweitung festzustellen. Insbesondere US-amerikanische Institute haben zu dieser Entwicklung beigetragen. Das Engagement amerikanischer Banken konzentriert sich zu 94 Prozent auf Hessen bzw. den Finanzplatz Frankfurt. Der Zuwachs der EU-Länder ist größtenteils auf die Übernahme der BHF-Bank durch die niederländische ING-Gruppe und der BfG-Bank durch die schwedische SEB-Gruppe zurückzuführen. Am stärksten sind jedoch Institute aus Großbritannien am Finanzplatz Frankfurt engagiert.

**Tabelle 14 Direktinvestitionen hessischer Kredit- und Sonstiger Finanzierungsinstitute im Ausland:
Bestände (in Mrd. EUR) und in Klammern Anteile am Bundeswert (in Prozent)**

Länder	1990	1995	2000
Alle Länder	4,1 (62%)	7,0 (65%)	33,0 (85%)
darunter:			
EU-Länder	1,4 (51%)	2,7 (52%)	10,1 (76%)
Vereinigtes Königreich	0,1 (20%)	0,2 (15%)	4,2 (90%)
Niederlande	0,4 (48%)	0,5 (50%)	2,8 (80%)
Frankreich	0,3 (60%)	1,4 (79%)	0,5 (62%)
Luxemburg	-	-	0,1 (69%)
Japan	0,7 (45%)	0,9 (48%)	0,4 (31%)
Schweiz	0,4 (65%)	0,6 (82%)	0,7 (77%)
USA	1,3 (95%)	2,1 (94%)	20,5 (94%)
MOE – Staaten	0,2 (97%)	0,2 (98%)	0,2 (100%)

Quelle: Sonderauswertung der Deutschen Bundesbank 2002-5; eigene Berechnungen

Zusammenfassend zeigen die Veränderungen in den Direktinvestitionsbeständen eine rasant zunehmende internationale Kapitalverflechtung im Finanzbereich. Hessen prägt sowohl als Anleger- als auch als Anlageland das Bild in Deutschland. Augenfällig ist dabei der hohe Verflechtungsgrad sowohl mit den USA als auch mit Großbritannien. Dies zeigt die Notwendigkeit an den Finanzplätzen New York, London und Frankfurt vertreten sein zu müssen. Erstaunlich ist in diesem Zusammenhang das niedrige Engagement deutscher wie hessischer Institute in Japan und dessen Finanzplatz Tokio. Vom Volumen wird Japan als Anlageland mittlerweile von den MOE-Staaten übertroffen.

1.8 Bedeutung des Finanzsektors für die hessische Wirtschaftskraft

Im Jahr 2001 haben in Hessen alle Wirtschaftsbereiche zusammen genommen eine Bruttowertschöpfung (real, d.h. in Preisen von 1995) in Höhe von 175 Mrd. Euro erzielt. Damit wuchs die hessische Wirtschaft seit 1991 um 20 Prozent, nur leicht günstiger als Deutschland insgesamt (vgl. Abschnitt 1.1). Die Wirtschaftsbereiche Verkehr und Nachrichtenübermittlung und das Finanzgewerbe hatten in diesem Zeitraum allerdings außerordentlich hohe Zuwachsraten von annähernd 80 Prozent zu verzeichnen und leisteten dadurch einen wesentlichen Beitrag dazu, den Schrumpfungsprozess im Verarbeitenden Gewerbe und im Baugewerbe zu kompensieren.

Abbildung 3 Entwicklung der Bruttowertschöpfung in Hessen und Deutschland (ohne Hessen) von 1991 bis 2001 im Vergleich

Fehler! Textmarke nicht definiert.

Quelle: Hessisches Statistisches Landesamt 2002-1; eigene Berechnungen.

Das hohe Wachstum des Finanzsektors schlägt sich auch im sektoralen Strukturwandel nieder. Rund 12 Prozent der gesamten hessischen Wertschöpfung entfielen im Jahr 2001 auf diesen Wirtschaftsbereich (1991: 8,2 Prozent). In Deutschland (ohne Hessen) waren die entsprechenden Anteilswerte mit 6 Prozent im Jahr 2001 und 4 Prozent im Jahr 1991 nur jeweils halb so groß.

Das Gewicht des hessischen Finanzsektors zeigt sich auch am Beitrag der hessischen Wirtschaft an der deutschen insgesamt: Während dieser im Jahr 2001 bei rund 9 Prozent lag, kam der hessische Finanzsektor sogar auf 17 Prozent.

Im Jahr 2001 erwirtschaftete jeder Erwerbstätige im Finanzsektor in Hessen durchschnittlich 118.000 Euro, gut ein Drittel mehr als im restlichen Bundesgebiet (87.500 Euro). In dieser hohen Arbeitsproduktivität – gemessen als Bruttowertschöpfung je Erwerbstätigen – spiegelt sich die Konzentration hochqualifizierter Finanzspezialisten am Finanzplatz Frankfurt wider.

1.9 Beschäftigungsentwicklung im Finanzsektor

“Banken als Stahlindustrie der 90er Jahre” - diese Befürchtung äußerte das damalige Vorstandsmitglied der Deutschen Bank, Ulrich Cartellieri im Jahr 1990 zur Zukunft der Banken und einen damit verbundenen Arbeitsplatzabbau. Obwohl der Strukturwandel im Finanzsektor seither in der Tat zügig vorangeschritten ist, hat er sich bisher zumindest kaum negativ auf die Beschäftigung in Deutschland niedergeschlagen.

Hessen und Deutschland im Vergleich

Im Finanzsektor verlief die Beschäftigungsentwicklung in der Vergangenheit immer besser als in der Gesamtwirtschaft. Damit konnte dieser Wirtschaftsbereich wesentlich zur Stabilisierung bzw. Schaffung neuer Arbeitsplätze beitragen. Hessen, in dem dieser Sektor ein großes Gewicht hat, konnte davon in besonderem Maße profitieren.⁸ In Hessen waren im Juni 2002 über 150.000 Beschäftigte im Finanzsektor tätig, was einem Anteil von 6,8 Prozent an der Gesamtbeschäftigung entspricht. Im restlichen Bundesgebiet waren es 936.000 bzw. 3,7 Prozent der Gesamtbeschäftigung.

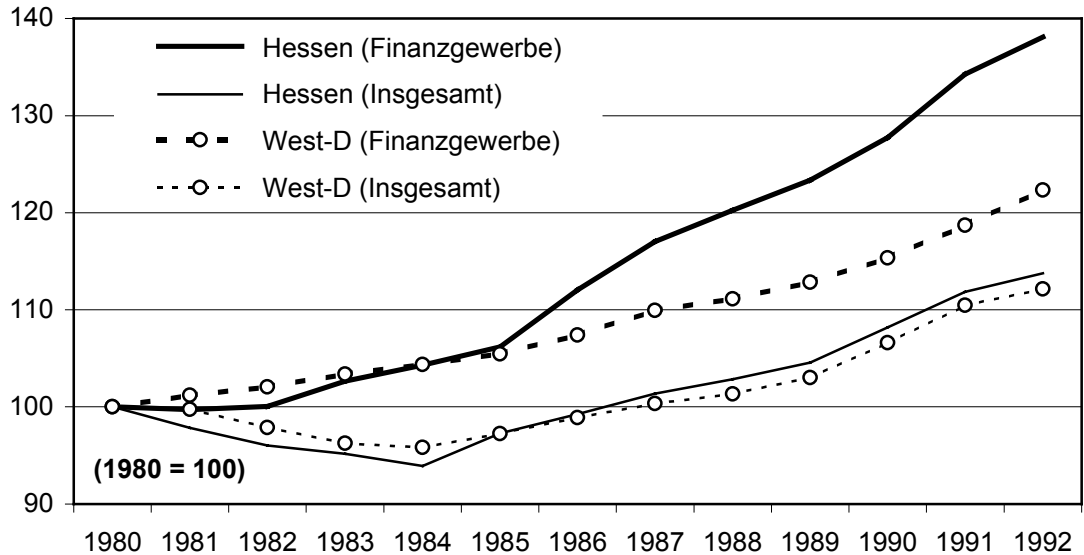
Wie Abbildung 4 zeigt, stieg das Niveau der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten im Finanzsektor Hessens in den Jahren 1980 bis 1992 um fast 40 Prozent an. Dabei verlief bis Mitte der 80er Jahre die Entwicklung fast identisch mit derjenigen in den übrigen alten Bundesländern. Ab 1985 gewann das hessische Finanzgewerbe jedoch deutlich an Dynamik, was wesentlich mit der Vorbereitung auf den gemeinsamen EU-Binnenmarkt, der Verwirklichung eines freien grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs

⁸ Um die Bedeutung für Hessen herauszustellen, sind in den folgenden Ausführungen zur Beschäftigung aus den Vergleichsregionen Deutschland bzw. Westdeutschland die Hessenwerte jeweils herausgerechnet.

und damit einhergehend umfangreichen Deregulierungen des Finanzgewerbes zusammenhängen dürfte. Erkennbar ist ein zusätzlicher Wachstumsimpuls Anfang der 90er Jahre, der durch den hohen Finanzierungsbedarf in den neuen Bundesländern induziert wurde. Die Dynamik des hessischen Finanzsektors schlägt sich in der Gesamtbeschäftigung nieder: seit Mitte der 80er Jahre lag Hessen immer über dem Durchschnitt der übrigen alten Bundesländer. In Abbildung 5 ist der Zeitraum 1993 bis 2002 abgebildet, wobei Deutschland (ohne Hessen) als Vergleichsregion dient.⁹

⁹ Durch die Umstellung der Wirtschaftszweigsystematik WS 73 auf die WZ 93, zur Schaffung eines einheitlichen europäischen Statistiksystems, wird eine getrennte Betrachtung der Zeiträume 1993 bis 1998 sowie 1999 bis 2002 erforderlich.

Abbildung 4 Beschäftigung in Hessen und Westdeutschland (ohne Hessen) im Vergleich: Sozialversicherungspflichtige insgesamt und im Finanzgewerbe von 1980 bis 1992
(Wirtschaftszweigsystematik WS 73)

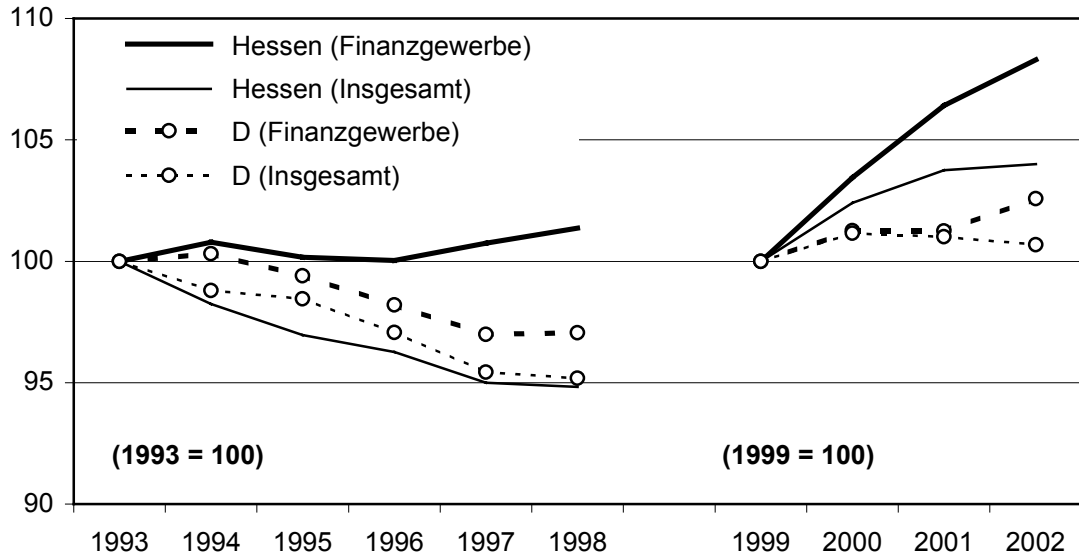


Quelle: Hessisches Statistisches Landesamt 2002-2; eigene Berechnungen

Im Zeitraum von 1993 bis 1998 war die Entwicklung der Gesamtbeschäftigung sowohl in Hessen als auch im übrigen Bundesgebiet rückläufig. Während in Deutschland im Finanzsektor in dieser Zeit ebenfalls Arbeitsplätze abgebaut wurden, stagnierte die Beschäftigung in Hessen in diesem Wirtschaftsbereich zunächst. Ab 1996 ist ein leichter Aufwärtstrend erkennbar.

Dieser Aufwärtstrend gewinnt vor dem Hintergrund einer allgemeinen konjunkturellen Erholung, der Geschäftsaufnahme der Europäischen Zentralbank, der Einführung des Euro und dem Boom an den Aktienmärkten und insbesondere des Neuen Marktes an Fahrt. In nur drei Jahren von Juni 1999 bis Juni 2002 wächst die Zahl der Arbeitsplätze im Finanzsektor in Hessen um über 10.000 bzw. 8,3 Prozent an. Obwohl durch die Medienberichterstattung in den letzten Monaten schnell der Eindruck entstehen konnte, im Finanzgewerbe würden bereits reihenweise Stellen abgebaut, wurden zwischen Juni 2001 und Juni 2002 im hessischen Finanzgewerbe nach Angaben des Landesarbeitsamtes Hessen über 2.600 Arbeitsplätze geschaffen (Stand August 2002). Mit Blick auf die Zukunft wurde aus den geführten Interviews jedoch deutlich, dass sich diese positive Entwicklung so nicht weiter fortsetzen dürfte. Es wurde berichtet, dass die Mehrzahl der frei werdenden Stellen nicht wieder besetzt würde und auch bankintern keine Stellen mehr ausgeschrieben würden. Obwohl sich der bisher angekündigte Stellenabbau überwiegend auf Auslandsniederlassungen und das Filialnetz der Institute konzentrieren, sind auch Entlassungen am Finanzplatz Frankfurt nicht mehr auszuschließen. Insbesondere Auslandsbanken planen Stellen zu streichen, wenn sich ihre Geschäftserwartungen weiter verschlechtern sollten.

Abbildung 5 Beschäftigung in Hessen und Deutschland (ohne Hessen): Sozialversicherungspflichtige insgesamt und im Finanzgewerbe von 1993 bis 1998 (Wirtschaftszweigsystematik WS 73) und von 1999 bis 2002 (Wirtschaftszweigsystematik WZ 93)



Quelle: Hessisches Statistisches Landesamt 2002-2; eigene Berechnungen

Zwischen August 2001 und August 2002 hat sich die Zahl arbeitslos gemeldeter Bank- und Versicherungskaufleute in Hessen von 1.540 auf 1.880 erhöht. Dies entspricht einem relativen Anstieg von über 20 Prozent und war damit deutlich höher als der Anstieg der Arbeitslosenzahlen insgesamt (7 Prozent). In Bezug auf die hohe Beschäftigtenzahl des Finanzsektors war die Wahrscheinlichkeit als „Banker“ in Hessen arbeitslos zu werden allerdings rein rechnerisch bisher als sehr gering einzuschätzen. Da in der zurückliegenden Boomphase jedoch innerhalb kurzer Zeit Beschäftigungskapazitäten – so z.B. im Bereich Investmentbanking – aufgebaut wurden, die sich nun bei stagnierender bzw. rückläufiger Auftragslage als zu hoch erweisen, ist mit entsprechenden Anpassungen zu rechnen.

Bedeutung des Finanzsektors in den hessischen Regionen

Die herausragende Bedeutung des Finanzsektors in Hessen hängt sehr eng mit der Banken- und Finanzmetropole Frankfurt und Umgebung zusammen. Bei regional differenzierter Betrachtung lassen sich darüber hinaus interessante Entwicklungsmuster und strukturelle Unterschiede erkennen. In Tabelle 15 sind die Beschäftigtenanteile des Finanzsektors insgesamt und der Unterabschnitte Kreditinstitute sowie Versicherungsgewerbe für den Juni 2000 zusammengestellt. Die Landkreise und kreisfreien Städte sind jeweils nach der Höhe des Anteils des Finanzsektors insgesamt innerhalb der drei hessischen Regierungsbezirke sortiert. Gemessen am Bundeswert überdurchschnittliche Werte sind dabei jeweils durch Fettdruck hervorgehoben.

Die Tabelle 15 stellt die hohe Bedeutung Frankfurts für den Finanzsektor heraus. Jeder siebte Beschäftigte in Frankfurt arbeitet in diesem Bereich. Die Landeshauptstadt Wiesbaden zeichnet sich als Versicherungsstandort aus. Etwas abgeschwächt gilt dies auch für den Hochtaunuskreis, die Alte Leipziger Versicherung hat in Oberursel ihren Sitz. Hohe Anteile weisen aber auch die unmittelbar an Frankfurt angrenzenden Gebiete Main-Taunus-Kreis mit Eschborn, Wetteraukreis mit Bad Vilbel sowie die Stadt Offenbach auf. Insbesondere für Offenbach und den Wetteraukreis nahm die Bedeutung des Finanzsektors für die Gesamtbeschäftigung erst in den letzten Jahren erheblich zu: Allein zwischen 1999 und 2001 stieg die Zahl der im Kreditgewerbe tätigen Beschäftigten im Wetteraukreis von 2.250 auf 3.300 an. In Offenbach hat sich die Zahl der Beschäftigten sogar von 1.500 auf 3.450 mehr als verdoppelt. Dies dürfte im Wesentlichen auf Verlagerungen von standardisierbaren Bankdienstleistungen (z.B. Back-Office-Tätigkeiten, Rechenzentren) zurückzuführen sein. Relativ günstige Mieten für qualitativ hochwertige Büroflächen und eine gute Verkehrsanbindung zu den Hauptzentralen, die in der Regel weiterhin in Frankfurt bleiben, spielen hierfür eine wichtige Rolle. Dieser Verlagerungstrend wird sich auch in Zukunft weiter fortsetzen und dürfte sich vor dem Hintergrund allgemeiner Kosteneinsparbemühungen sogar noch verstärken.

Tabelle 15 enthält außerdem die Veränderungen in der Beschäftigung von Juni 1993 bis Juni 2001 für den Finanzsektor insgesamt. In Deutschland (ohne Hessen) nahm die Beschäftigtenzahl leicht zu. In den hessischen Regionen zeigt sich ein sehr unterschiedliches Bild. Insgesamt wurden in den betrachteten Jahren in den Regierungsbezirken Gießen und insbesondere Kassel die Beschäftigung erheblich reduziert. Aber auch im Regierungsbezirk Darmstadt haben einige Regionen zum Teil deutlich an Beschäftigung im Finanzsektor verloren.

Tabelle 15 Beschäftigungsanteile des Finanzsektors in den hessischen Regionen im Juni 2001 und Veränderungen 1993 bis 2001 (alle Angaben in Prozent)

	Finanzsektor Insgesamt	<i>darunter:</i> Kreditinstitute	Versicherungs- gewerbe	Veränderung des Finanzsektors (insg.) 1993- 2001
Deutschland (ohne Hessen)	4,1	3,0	1,2	0,5
Hessen	6,7	5,3	1,4	11,1
RB-Darmstadt	8,5	6,7	1,8	15,8
RB-Gießen	2,8	2,4	0,4	-5,6
RB-Kassel	3,2	2,3	0,8	-12,9
Frankfurt am Main, St.	15,6	13,6	2,1	13,4
Wiesbaden, St.	11,2	3,2	8,0	6,0
Main-Taunus-Kreis	8,2	7,7	0,4	107,5
Offenbach am Main, St.	8,0	7,1	1,0	131,1
Hochtaunuskreis	6,7	2,6	4,1	14,2
Wetteraukreis	4,6	4,4	0,2	50,5
Odenwaldkreis	2,9	2,8	0,2	-3,8
Offenbach	2,9	2,3	0,6	4,2
Groß-Gerau	2,8	2,5	0,3	17,9
Darmstadt-Dieburg	2,7	2,4	0,3	21,7
Bergstraße	2,7	2,5	0,2	-3,9
Main-Kinzig-Kreis	2,5	2,3	0,3	-5,2
Darmstadt, St.	2,5	1,7	0,7	-31,9
Rheingau-Taunus-Kreis	2,3	1,8	0,5	7,4
Gießen	3,3	2,2	1,1	-4,7
Limburg-Weilburg	3,3	3,1	0,2	2,2
Vogelsbergkreis	3,2	3,1	0,1	-23,2
Lahn-Dill-Kreis	2,3	2,1	0,2	0,1
Marburg-Biedenkopf	2,3	2,1	0,2	-7,3
Kassel, St.	5,4	2,9	2,5	-22,3
Schwalm-Eder-Kreis	3,0	2,8	0,2	-8,2
Werra-Meißner-Kreis	2,9	2,6	0,2	-9,5
Fulda	2,8	2,3	0,5	0,6
Hersfeld-Rotenburg	2,5	2,2	0,3	-6,1
Waldeck-Frankenberg	2,1	1,9	0,2	-6,3
Kassel	1,9	1,6	0,2	-6,3

Quelle: Hessisches Statistisches Landesamt 2002-2; eigene Berechnungen

Besonders stark war der Arbeitsplatzabbau in der Stadt Darmstadt, wo die Beschäftigung kontinuierlich von 3.200 auf 2.200 zurückging. Insgesamt wird aus

diesen Zahlen innerhalb Hessens ein Rückzug von Finanzdienstleistungen aus der Fläche und deren Konzentration am bzw. um den Finanzplatz Frankfurt deutlich. Damit verbunden ist eine Strukturveränderung im Hinblick auf das Qualifikationsniveau der Beschäftigten. Während die Beschäftigten „in der Fläche“ im Allgemeinen einen geringeren Qualifikationsgrad erfordern, sind die Ansprüche an das Qualifikationsniveau am Finanzplatz Frankfurt hoch. Das geht einher mit einem höheren Wertschöpfungsanteil pro Beschäftigten am Finanzplatz Frankfurt. Das Qualifikationsniveau der im Finanzgewerbe Beschäftigten stellt somit einen entscheidenden Standortfaktor für den Finanzplatz Frankfurt dar. Mit der Johann Wolfgang Goethe-Universität, der Hochschule für Bankwirtschaft, der European Business School, dem Center for Financial Studies, dem Institute for Law and Finance und speziellen Studiengängen an den Fachhochschulen Frankfurt und Wiesbaden verfügt die Region über eine breite Basis an finanzwirtschaftlicher Hochschulausbildung und finanzwirtschaftlicher Forschung, die es weiter auszubauen gilt. In diesem Zusammenhang sind auch die zahlreichen Fortbildungsangebote der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management zu nennen.¹⁰

1.10 Zusammenfassung und Bedeutung für den Finanzplatz Frankfurt

Die Entwicklung des Finanzplatzes Frankfurt ist geprägt von einer Reihe von Faktoren. Zum einen gehören dazu das allgemeine wirtschaftliche Umfeld und die Rahmenbedingungen in der Bundesrepublik Deutschland; zum anderen Strukturveränderungen im Finanzsektor selbst sowie Veränderungen im Verhalten von Anbietern und Nachfragern von Finanzprodukten am Markt.

- Im Vergleich zu den wichtigsten Industrieländern war die Entwicklung des realen Bruttoinlandsprodukts in der Bundesrepublik Deutschland in der Vergangenheit vergleichsweise unbefriedigend. Über einen Zeitraum von zehn Jahren betrug die Wachstumsrate insgesamt nur etwa 16 Prozent, während die entsprechenden Zahlen für die USA und Großbritannien etwa 40 Prozent bzw. 30 Prozent betragen. Bei der Entwicklung der realen Bruttoanlageinvestitionen ist dieser Unterschied noch sehr viel deutlicher. Während diese in Deutschland nur um 7 Prozent zunahm, haben sie sich in den Vereinigten Staaten fast verdoppelt.
- Der rechtliche Rahmen in der Bundesrepublik wurde insbesondere durch die vier verabschiedeten Finanzmarktförderungsgesetze zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit angepasst. Zunehmend wichtiger werden europäische Richtlinien.
- Als die Aktienmärkte zwischen 1997 und 2000 boomten, etablierte sich in Deutschland eine in dieser Breite noch nicht gekannte Aktien- und Anlagekultur

¹⁰ Für eine ausführliche Dokumentation zur finanzwirtschaftlichen Ausbildung und Forschung am Finanzplatz Frankfurt siehe Landeszentralbank in Hessen 2000-2.

bei der Bevölkerung. Sowohl der Markt für Wagniskapital als auch Informationsdienstleistungen rund um den Kapitalmarkt konnten davon erheblich profitieren.

- Was den Bankensektor angeht, so hat sich hier durch Konsolidierungen und Umstrukturierungen ein bedeutender Wandel vollzogen, der auch am Finanzplatz Frankfurt Spuren hinterlassen hat. Während die USA in den 1970er Jahren führend waren, was die Bedeutung des Bankensektors gemessen an der Bilanzsumme angeht, so hat sich seither die Situation für europäische Banken vergleichsweise verbessert. Am Finanzplatz Frankfurt kann allerdings nur die Deutsche Bank AG im globalen Wettbewerb mithalten.
- Der starke Strukturwandel im Bankensektor wird an der Entwicklung der Zahl der Institute deutlich. Deutschland wirkt hierbei im internationalen Vergleich noch sehr zersplittert. Dies liegt vornehmlich an dem aufgefücherten Sparkassen- und Genossenschaftsbankensektor, dem eine stärkere Konsolidierung noch bevorsteht.
- Auch das Filialnetz der deutschen Banken spiegelt die Konzentrationstendenzen deutlich wider. Insgesamt ist die Zahl der Bankstellen deutlich zurückgegangen. Die Sparkassen und sonstigen Kreditinstitute führten die Zahl der Bankstellen bisher freilich nur unterdurchschnittlich zurück.
- Die Eigenkapitalrentabilität der deutschen Banken (vor Steuern in Prozent des bilanzierten Eigenkapitals) ist unbefriedigend und liegt im internationalen Vergleich deutlich zurück.
- Über das letzte Jahrzehnt hinweg ist es zu einer Strukturverlagerung vom klassischen Zinsgeschäft zu Geschäftszweigen mit Provisionen gekommen, d.h. die Banken sind zunehmend als Informationsdienstleister, etwa im Investitionsgeschäft, aufgetreten. Besonders deutlich war diese Strukturveränderung bei den Kreditbanken, die heute nur noch etwa die Hälfte ihres Ertrags über Zinsen erwirtschaften, während die Provisionen mehr als ein Drittel ausmachen.
- Die stark wachsende Internationalisierung des Finanzsektors zeigt sich sowohl an den zunehmenden Direktinvestitionsbeständen, die deutsche – und dabei insbesondere hessische Institute – im Ausland aufgebaut haben, als auch am Engagement ausländischer Institute in Deutschland und auch hier insbesondere in Hessen.
- Die Geschäftstätigkeiten der Auslandsbanken konzentrieren sich auf den Handel an der Frankfurter Wertpapierbörse und der Eurex, das Anleihegeschäft mit

Bundesemissionen und insbesondere auf das deutschlandbezogene M&A-Geschäft und zunehmend auch LBO-Transaktionen (Leveraged-Buy-Out).

- Die Konsolidierungs- und Konzentrationstendenzen sowie die sonstigen Strukturveränderungen im Bankensektor schlugen sich in Deutschland insgesamt in stagnierenden bzw. rückläufigen Beschäftigungszahlen nieder. Für den Finanzplatz Frankfurt traf dies bisher nicht zu. Im Gegenteil: Der wichtigste Finanzplatz Deutschlands hat die Zahl der Beschäftigten im Zuge der Konsolidierungswelle deutlich ausbauen können. Davon hat auch das Umland Frankfurts profitiert. Dieser positive Trend scheint sich jedoch zunächst einmal weiter fortzusetzen.
- Mit den Tendenzen am Arbeitsmarkt verbunden ist eine Strukturveränderung im Hinblick auf das Qualifikationsniveau der Beschäftigten. Während die Beschäftigten „in der Fläche“ im Allgemeinen einen geringeren Qualifikationsgrad erfordern, sind die Ansprüche an das Qualifikationsniveau am Finanzplatz Frankfurt extrem hoch. Dies geht einher mit einem höheren Wertschöpfungsanteil pro Beschäftigten am Finanzplatz Frankfurt. Das Qualifikationsniveau der im Finanzgewerbe Beschäftigten stellt damit einen entscheidenden Standortfaktor für den Finanzplatz Frankfurt dar.

2 Der Finanzplatz Frankfurt in einer globalisierenden Wirtschaft: Zwischen Wettbewerb und Kooperation

2.1 Die Stellung Frankfurts als Finanzplatz

Grundsätzlich tritt die Finanzwirtschaft als Mittler zwischen Anbietern und Nachfragern von Kapital auf. Historisch gesehen haben sich dabei schon sehr früh lokalisierte Finanzzentren herausgebildet, die für Anleger und Nachfrager gleichermaßen Vorteile bieten, da die Bündelung von Finanzoperationen bei zunächst noch regional stark segmentierten Märkten erhebliche Arbitragegewinne ermöglicht. Für die Finanzinstitute selbst ergaben sich durch die räumliche Konzentration deutliche Informationsvorteile und operationale Synergien.

In fast allen europäischen Ländern lässt sich ein nationales Finanzzentrum identifizieren, in dem die Bank- und Börsengeschäfte des Landes schwerpunktmäßig getätigt werden. Frankfurt ist als Zentrum der Finanzwirtschaft der größten europäischen Volkswirtschaft zu einem der „natürlichen“ Finanzzentren Europas aufgestiegen. Seit dem Anfang der Neunziger Jahre ist Frankfurt zudem als Finanzstandort sehr viel internationaler hervor getreten. Einen wesentlichen Anteil hatte dabei die Entwicklung der Deutschen Börse AG und das gestiegene Interesse an der Aktie als Anlageform, aber auch die Internationalisierung der deutschen Großbanken und deren Einstieg in das Investmentbanking hat wesentlich dazu beigetragen. Nicht zuletzt durch die Ansiedlung der Europäischen Zentralbank in Frankfurt wurden vor nicht allzu langer Zeit noch Hoffnungen beflügelt, dass Frankfurt zum größten europäischen Finanzzentrum – sogar noch vor London – aufsteigen könnte.

Der derzeitige starke konjunkturelle Abschwung in der Finanzwirtschaft ist auch an Frankfurt nicht spurlos vorbeigegangen. Zudem muss der Finanzplatz Frankfurt mit besonderen strukturellen Problemen der deutschen Wirtschaft kämpfen. Seit Jahren wird von vorhandenen Geschäftspotenzialen gesprochen, die sich aus dem erwarteten Aufbrechen der „Deutschland AG“ und den anstehenden Nachfolgeregelungen im deutschen Mittelstand ergeben könnten. Allerdings haben sich die Erwartungen auf einen wirtschaftlichen Strukturwandel in Deutschland bisher nicht erfüllt. Auch die Deutsche Börse AG erlebt derzeit ein sehr schwieriges Marktumfeld, und das einstige Aushängeschild „Neuer Markt“ wurde nach dem dramatischen Rückgang seiner Marktkapitalisierung und dem damit verbundenen Vertrauensverlust der Anleger erst kürzlich neu strukturiert.

Seit 1990 befragt die Immobiliengesellschaft Cushman&Wakefield Healey&Baker jährlich rund 500 Vorstände großer europäischer Unternehmen wie sie die wichtigsten europäischen Städte als Wirtschaftsstandorte einschätzen. Die Rangfolge der vorderen Plätze blieb, wie die folgende Tabelle zeigt, über den gesamten Zeitraum unverändert. An erster Stelle steht London, gefolgt von Paris und an dritter Position bereits folgt Frankfurt, die mit Abstand beste Platzierung der deutschen Städte.

Tabelle 16 Frankfurt als Wirtschaftsstandort im Ranking europäischer Metropolen, 1990 bis 2002

Metropolen	2002	2001	1995	1990
London	1	1	1	1
Paris	2	2	2	2
Frankfurt	3	3	3	3
Brüssel	4	4	4	4
Amsterdam	5	5	5	5
Barcelona	6	6	6	11
Madrid	7	8	9	17
Mailand	8	11	10	9
Berlin	9	9	15	15
Zürich	10	7	7	7
München	11	10	12	12
<i>Nachrichtlich:</i>				
Düsseldorf	13	17	10	6
Hamburg	18	18	19	14

Quelle: Healey and Baker, European Cities Monitor 2002.

Befragt werden die Vorstände dabei außerdem, welches Finanzzentrum ihrer Einschätzung nach in den nächsten 5 Jahren das wichtigste in Europa sein wird.

Tabelle 17 Wichtigstes europäisches Finanzzentrum auf mittlere Sicht

Jahr	London	Frankfurt	Sonstige
2002	58	20	22
2001	59	27	14
2000	54	30	16
1999	58	35	7
1998	41	42	17
1995	50	35	15
1990	43	33	24

Quelle: Healey and Baker, European Cities Monitor 2002.

Anders als im Jahr 1998, unmittelbar vor Einführung des Euro, wird es mittlerweile als eher unwahrscheinlich erachtet, dass dies der Finanzplatz Frankfurt sein wird.

Trotzdem sich Großbritannien nicht an der Europäischen Währungsunion beteiligt, steht London mit weitem Vorsprung an erster Stelle. Obwohl Paris in den Umfrageergebnissen nicht gesondert ausgewiesen wird, dürfte es maßgeblich für den Anstieg in der Gruppe „Sonstige“ sein. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, wie die Position Frankfurts im europäischen Finanzplatzsystem tatsächlich derzeit zu bewerten ist und wie es sich weiter entwickeln wird.

2.2 Die Typisierung von Finanzzentren nach Einzelkriterien

Die Tatsache, dass so unterschiedliche Städte wie London, Liechtenstein, Edinburg, Frankfurt und Helsinki als Finanzplätze gelten, macht zum besseren Verständnis zunächst eine Typisierung von Finanzzentren erforderlich. Die Typisierung kann dabei nach verschiedenen Kriterien erfolgen, wobei die wesentlichen Unterscheidungsmerkmale die geographische Reichweite der erbrachten Dienstleistungen sowie die Art und die Vielfalt der getätigten Finanzgeschäfte sind.

Die folgende Tabelle 18 gibt zunächst einen Überblick über die wichtigsten europäischen Finanzplätze, geordnet *nach der Zahl der dort angesiedelten weltweit größten 500 Banken*.

Tabelle 18 Finanzplätze in Europa

Stadt	Anzahl Top 500 Banken	Stadt	Anzahl Top 500 Banken
London	201	Wien	32
Frankfurt	107	Warschau	31
Paris	90	Lissabon	26
Mailand	77	Prag	25
Madrid	75	Athen	24
Luxemburg	67	Stockholm	22
Brüssel	63	Kopenhagen	20
Zürich	53	Dublin	19
Amsterdam	40	Oslo	14
Genf	40	Helsinki	11

Quelle: Harrschar-Ehmborg 2002

Bei einer Typisierung der Finanzzentren nach *geographischen* Gesichtspunkten lassen sich regionale, nationale und internationale Finanzplätze unterscheiden (Reed 1981, S. 1-4 und 58-61).

- **Nationale Verankerung:** Die meisten Finanzzentren in Europa haben eine starke nationale Verankerung, d.h. die am Finanzplatz getätigten Geschäfte beziehen sich im Wesentlichen auf die Finanzierungs- und Anlagebedürfnisse

nationaler Kunden. Typische Beispiele hierfür sind Wien, Lissabon oder Stockholm. Daneben gibt es Zentren, die einen ausgeprägt internationalen Charakter besitzen, etwa Madrid oder Mailand, aber auch Frankfurt und Paris. Die beiden letzteren sind wegen der Größe ihrer Marktanteile von besonderer Bedeutung. Zum beträchtlichen Teil beruht diese Bedeutung auf den Größenverhältnissen der zugehörigen Volkswirtschaften. Daneben haben diese beiden Finanzzentren aber auch eine deutlich stärkere internationale Ausrichtung, die sich nicht zuletzt an der Stellung ihrer Börsen zeigt.

- **Globale Zentren:** Werden in einem Finanzzentrum zu einem großen Teil auch Finanzgeschäfte abgewickelt, die keinen konkreten Bezug zu einer bestimmten Volkswirtschaft haben, so spricht man von globalen oder transnationalen Finanzplätzen (Sassen 1999). London ist das einzige globale Finanzzentrum in Europa. Die hier getätigten Finanzgeschäfte hängen in weit geringerem Maße als in anderen Finanzzentren von der die Stadt beherbergenden Volkswirtschaft ab.¹¹ Andere globale Finanzzentren sind New York und Tokio. Da heute bei vielen Finanzoperationen (etwa im Devisengeschäft und seinen Derivaten) die unmittelbare zeitliche Abwicklung von Bedeutung ist (insbesondere zur Absicherung von Risiken), sind die globalen Finanzzentren London, New York und Tokio zugleich auch zu den wichtigsten Finanzzentren ihrer jeweiligen Zeitzone aufgestiegen.¹²
- **Art der Geschäfte:** Entsprechend der *Art der getätigten Finanzgeschäfte* kann auch zwischen Transaktions- und Buchungszentren unterschieden werden (Park 1989, S. 4). Während man in den Transaktionszentren (*transaction centres*) Finanzdienstleistungen entwickelt und an den Markt bringt, d.h. an innovativen Lösungen für komplexe Finanz- und Anlageprobleme arbeitet, werden in den Buchungszentren (*booking centres*) die zu diesen Finanzgeschäften gehörenden Kapitalströme lediglich verwaltet. Die Buchungszentren übernehmen zwar eine wichtige Rolle bei der Umsetzung und Abwicklung der Geschäfte. Allerdings handelt es sich hierbei oft um standardisierte Aufgaben, die sich in besonderem Maße zur Delokalisierung eignen. Einige dieser delokalisierten Finanzplätze haben dabei von besonderen regulatorischen oder steuerpolitischen Rahmenbedingungen profitieren können und fungieren häufig nur als „Briefkastenzentren“ (Thiessen 1988, S. 15). Wegen ihrer Lage werden sie oft auch als Offshore-Zentren bezeichnet (Abel 1998, S. 74-75). Beispiele für Buchungszentren sind die englischen Kanalinseln, die Bermudas, die Cayman-Inseln, aber auch Luxemburg oder Liechtenstein. Hingegen sind London, Paris und Frankfurt typische Beispiele für Transaktionszentren.

¹¹ Dieser Effekt wird auch als „*Wimbledonisation*“ bezeichnet, in einer Anspielung auf das weltweit bekannte Tennis-Turnier, welches zwar in England stattfindet, bei dem aber seit Jahren kaum ein Engländer unter den vordersten Plätzen zu finden war.

¹² Dabei profitiert London zudem noch von den Vorteilen der zeitlichen Überlappung mit gleich zwei Zeitzonen.

- **Spezialisierung:** Eine weitere Möglichkeit, Finanzplätze zu kategorisieren, bezieht sich auf *den Grad der Spezialisierung* eines Finanzplatzes. Diese Unterscheidung ist insbesondere innerhalb der Gruppe der Transaktionszentren sinnvoll, denn nicht an allen Transaktionszentren werden alle Arten von Finanzgeschäften getätigt. Beispielsweise ist Edinburg ein wichtiger Standort für das Asset Management, hat aber keine eigene Börse und ist auch bisher nicht als Zentrum des Corporate Finance hervor getreten. Genf ist eines der bedeutendsten europäischen Zentren für Private Banking, aber ebenfalls kaum für Unternehmensfinanzierungen. Im Gegensatz dazu gibt es wohl kaum eine Art von Finanzgeschäft, die in London nicht abgewickelt würde. Daher ist London im Unterschied zu Edinburg oder Genf kein spezialisiertes Finanzzentrum, sondern ein umfassendes.

Bei der Frage nach der Spezialisierung von Finanzplätzen macht es Sinn, zwischen der „Produktion“ (Finanzproduktentwicklung) und dem „Absatz“ (Vertrieb von Finanzprodukten) zu unterscheiden. Es versteht sich fast von selbst, dass Transaktionszentren wie Frankfurt in der Regel im Vertrieb von Produkten für den dieses Finanzzentrum umgebenden regionalen Markt einen standortbedingten Vorsprung gegenüber konkurrierenden ausländischen Zentren haben. Er erklärt sich aus der größeren Kundennähe und Informationsvorteilen hinsichtlich der kulturellen, institutionellen und rechtlichen Besonderheiten eines Landes, einschließlich der Landessprache. Bei der Produktentwicklung gelten solche Vorteile lediglich für jene Produktgruppen und Beratungsleistungen, die konkret für den jeweiligen – im Fall Frankfurts: deutschen – Markt erbracht werden, wie M&A oder Investmentprodukten für deutsche Anleger. In diesen Fällen wird das Marktvolumen jedoch durch die Marktgröße des deutschen Marktes beschränkt. Bei solchen Produkten, die sich an einen internationalen Investorenkreis wenden, tritt die Bedeutung der nationalen Besonderheiten in den Hintergrund. Auf der Produktionsseite sehen sich Finanzzentren einem besonders intensiven Standortwettbewerb ausgesetzt, wobei den globalen Zentren – wegen der aus Breite und Tiefe von Finanzmärkten resultierenden operationalen Vorteile – besondere Standortvorteile zugewachsen sind. Dieser „natürlichen Überlegenheit“ globaler Zentren in bestimmten Segmenten der Finanzdienstleistungen im Wettbewerb entgegenzutreten zu wollen, dürfte wohl zum Scheitern verurteilt sein. Nebenfinanzplätze – wie Frankfurt – sind in diesen Fällen gut beraten, vorhandene Synergien zwischen der Produktions- und Vertriebsseite auszuschöpfen.

2.3 Standortfaktoren und die relative Positionierung von Finanzplätzen

Die Entwicklung eines Finanzplatzes wird wesentlich durch die Standortentscheidungen von Finanzinstitutionen beeinflusst (Raikes/Newton 1994, S.

314, Beaverstock et al. 2002). Der Erfolg eines Finanzplatzes zeigt sich demnach in der Fähigkeit, Finanzinstitute und Finanzexperten für den Standort zu gewinnen. Dabei verschärft sich die Frage nach der Bedeutung von Standortfaktoren zunehmend unter den Bedingungen der Globalisierung – durch zunehmenden Kostendruck innerhalb der Finanzinstitute, technologische Entwicklungen und die Harmonisierung der europäischen Regulierung.

In den Worten des ehemaligen Sprechers des Vorstands der Deutschen Bank lautet dies so:

„Vor diesem Hintergrund müssen und werden sich alle Finanzdienstleister die Frage stellen: Welche europäischen Finanzplätze besitzen zukünftiges Überlebens- und Wachstumspotenzial und welche werden an Bedeutung verlieren?“ Breuer (1999, S. 149).

Zu den für die Bedeutung eines Finanzplatzes maßgeblichen Standortfaktoren gibt es eine Reihe von empirischen Untersuchungen, die sich auf Befragungen von Vertretern der Finanzwirtschaft stützen. Für den Finanzplatz Frankfurt sind im Besonderen die Arbeiten von Häuser et al. (1990), Dietl et al. (1999) und Harschar-Ehrnborg (2002) zu nennen. Wichtige Resultate der neueren Untersuchungen von Harschar-Ehrnborg sind zusammengefasst im Anhang A 3 dieser Studie wiedergegeben.

Die wichtigsten Ergebnisse der verschiedenen Studien zu den Standortfaktoren sind sich sehr ähnlich. An erster Stelle stehen Liquidität und Transparenz der Märkte sowie die Verfügbarkeit von qualifiziertem Personal. Danach folgt die Bedeutung von adäquaten, anlegerfreundlichen finanzoperativen Regulierungen, einschließlich eines billigen und berechenbaren steuerpolitischen Umfeldes.¹³ Erst danach kommen begünstigende Faktoren wie Innovationsfreudigkeit, niedrige Personal-, Transaktions- und Kommunikationskosten, die Qualität der Back-Office-Aktivitäten und anderes mehr. Ein stabiles politisches, rechtliches und wirtschaftliches Umfeld wird selbstverständlich als Grundvoraussetzung angesehen.

Unter institutionellen Aspekten wird die Bedeutung eines Finanzplatzes nach allgemeiner Einschätzung der Akteure von einer Reihe von spezifischen “Ankern” geprägt. Bezogen auf den Finanzplatz Frankfurt sind diese insbesondere

- die wirtschaftliche Stärke der deutschen Volkswirtschaft,
- die Börse und ihre Abwicklungssysteme,

¹³ Gerade hinsichtlich ihrer Berechenbarkeit zeigen sich derzeit markante Schwächen in der Steuerpolitik der Bundesregierung. Die angekündigte Kapitalgewinnbesteuerung etwa für Wertpapiere und Grundstücke ohne zeitliche Begrenzung trägt zur Verunsicherung der Steuerpflichtigen bei und wirkt sich so negativ auf den Standort Deutschland aus. Sollten diese und andere Maßnahmen (wider Erwarten) Gesetzeskraft erlangen, würde einzelnen Segmenten des Kapitalmarkts (etwa Immobilien-Fonds) der Boden unter den Füßen weggezogen.

- die EZB und das Zentralbanksystem der Deutschen Bundesbank,
- die Stellung der ansässigen deutschen Großbanken und der Zentralinstitute von wichtigen Bankengruppen,
- die Anwesenheit ausländischer Banken und spezialisierter, finanznaher Dienstleister sowie
- die Telekommunikations- und Verkehrsinfrastruktur, insbesondere auch der Flughafen.

Weiterhin ist ein begünstigendes Umfeld standortentscheidend, so besonders:

- ein grundsätzlich prosperierendes wirtschaftliches Umfeld, das heißt eine leistungsfähige und dynamische Volkswirtschaft;
- ein qualifiziertes und motiviertes Arbeitskräftepotenzial;
- allgemein politischer Grundkonsens über die Bedeutung der Finanzwirtschaft für die ökonomische Entwicklung, der die freie Entfaltung der Marktkräfte nachhaltig unterstützt;
- die Akzeptanz des Finanzsektors als wichtiger Wirtschaftsfaktor durch Politik und Öffentlichkeit;¹⁴
- Bildungseinrichtungen mit praxisrelevanten, finanzorientierten Curricula;
- qualifizierte Dienstleistungen im Bereich Finanzmarktforschung, aber auch Rechnungslegung, Wirtschafts- und Finanzrecht, elektronische Datenverarbeitung, Netzwerktechnik und andere finanznahe Service-Bereiche, sowie schließlich
- ein allgemein begünstigendes regionales Umfeld, insbesondere ein qualifiziertes internationales und offenes Bildungswesen, ein anspruchsvolles Freizeitangebot und erstklassige kulturelle Einrichtungen und Programme.

Die relative Position von Finanzzentren zueinander wird zudem von weiteren Einflussfaktoren geprägt. Wichtige Faktoren sind dabei:

¹⁴ Einige Befragte habe diesen Punkt besonders im Vergleich zu London als kritisch für die Bundesrepublik bezeichnet. Während die britische Regierung um die Bedeutung der Londoner City für die Wirtschaft Großbritanniens weiß und permanent mit den Akteuren am Finanzmarkt im Gespräch ist, wird der Bundesregierung vorgeworfen, den Finanzsektor allenfalls als zu regulierenden Bereich wahrzunehmen. Dafür spricht in der Tat, dass es selbst im neu konstituierten, erweiterten Bundeswirtschaftsministerium nicht einmal eine Abteilung „Finanzwirtschaft“ gibt. Die Abteilung „Geld und Kredit“ wurde zu Zeiten Helmut Schmidts ins Finanzministerium ausgelagert, wo sie hinter den prioritären Bereichen „Bundeshaushalt“ und „Steuerpolitik“ eher ein Schattendasein fristet.

- Konsolidierungs- und Zentralisierungstendenzen: sie führen zur lokalen Bildung „kritischer Massen“ im Know-how qualifizierter Arbeitskräfte (und den damit verbundenen größeren Karrierechancen für Einzelne), zu Größenvorteilen in den jeweiligen Marktsegmenten, aber gleichzeitig auch zur Diversifizierung und Spezialisierung mit der Möglichkeit der Bildung hochkomplexer synthetischer Finanzprodukte bei hohem Grad von Liquidität (und damit geringen Kosten).
- Die Möglichkeiten zur Flexibilität bei der Anpassung an rasche Veränderungen am Markt (insbesondere auf dem Arbeitsmarkt), aber auch Stetigkeit und Berechenbarkeit in den Rahmenbedingungen und in der Politik.
- Positive Anreize fiskalischer und regulativer Art. Es versteht sich von selbst, dass deutliche fiskalische oder regulative Unterschiede im internationalen Kontext zu Ausweichreaktionen durch Verlagerung zunächst von Aktivitäten, dann von Geschäftszweigen, schließlich aber auch ganzer Institutionen führen können.

Insbesondere die letzten drei genannten Punkte führen dazu, dass einmal getroffene politische Fehlentscheidungen zu Lasten eines Standorts in der Regel kaum oder nur sehr schwer reversibel sind.

2.4 Tendenzen einer globalisierenden Finanzwirtschaft

Während die Grundfunktionen von Finanzzentren prinzipiell unverändert geblieben sind, so haben sich doch in den letzten Jahrzehnten Entwicklungen vollzogen, die die Bedeutung von Finanzzentren in ein neues Licht rücken. Diese Tendenzen werden häufig unter dem Stichwort „Globalisierung“ zusammengefasst und können wie folgt charakterisiert werden:

1. Computerisierung erlaubt die sofortige automatisierte Informationsverarbeitung sowie die synchrone Abwicklung standardisierter Prozesse.
2. Weltweite Telekommunikationsnetze ermöglichen die ubiquitäre Echtzeit-Bereitstellung von Information und einen sofortigen Datenabgleich auf globaler Ebene.

Diese eher technisch begründeten Entwicklungen haben die Wettbewerbssituation des Finanzgewerbes als dem wichtigsten Informationsdienstleister radikal verändert. Es sieht sich heute weitaus stärker als andere Wirtschaftssektoren der Globalisierung ausgesetzt, weil Finanzprodukte ein hohes Maß an Homogenität aufweisen (und damit standardisierbar sind) und als Informationsprodukte durch Computerisierung und Telekommunikation qualitativ verändert werden können. Auch können heute bestimmte Finanzdienstleistungen auf diese Weise standortunabhängig erbracht werden und damit delokalisiert werden.

Als Folge der technologischen Entwicklungen sehen sich heute bestimmte traditionelle Finanzprodukte dem gnadenlosen internationalen Wettbewerb ausgesetzt. Der Finanzsektor ist damit mit Sicherheit der (derzeit noch) am stärksten von der Globalisierung betroffene Wirtschaftssektor. Finanzierung reagiert nun einmal besonders stark auf geringste Preisunterschiede. Diese global bedingten Veränderungen im Wettbewerb der Finanzinstitute müssen bei der Standortdiskussion um den Finanzplatz Frankfurt berücksichtigt werden.

Die Finanzwirtschaft insgesamt hat sich den Herausforderungen der Globalisierung und der Intensivierung des Wettbewerbs gestellt, indem sie ein hohes Maß an Innovationsfähigkeit und Kreativität bei der Entwicklung neuer Produkte an den Tag gelegt hat.¹⁵ Dies muss positiv verbucht werden, weil es von der Anpassungsfähigkeit des Finanzsektors an die sich verändernden Bedingungen der Weltwirtschaft zeugt. Allerdings waren die angelsächsischen Finanzplätze bei der Entwicklung neuer Finanzprodukte richtungweisend und mit Abstand führend, was zu einer Akzentverschiebung zu Lasten kontinentaleuropäischer Finanzplätze geführt hat. Damit ist auch der Finanzplatz Frankfurt in eine stärkere Abhängigkeit von den produktinnovativen internationalen Zentren, insbesondere von London, geraten.

Auch auf den Arbeitsmarkt mussten sich die globalisierenden Tendenzen auswirken, wenn auch zunächst nur indirekt. Der verstärkte Einsatz von Datenverarbeitung und Kommunikationstechniken im Finanzsektor verlangt neue berufliche Qualifikationen und stellt tradierte Arbeitsbereiche der Finanzwirtschaft auf den Prüfstand. So haben technologische Entwicklungen mit ihren Möglichkeiten zur Schaffung neuer Finanzmärkte mit komplexen Produkten und der ubiquitären, zeitgleichen und delokalisierten Erbringung von standardisierbaren Finanzdienstleistungen zu bedeutenden Akzentverschiebungen zwischen den internationalen Finanzplätzen geführt. Die Standardisierung von Finanzprodukten und –dienstleistungen wirkt sich dabei gleichfalls eher zum Vorteil globaler Zentren wie London aus, zumal wenn sie auf einen internationalen (oder zumindest doch europäischen) Großhandelsmarkt zugeschnitten werden können.

Verstärkter internationaler Wettbewerb hat ein weiteres Phänomen erzeugt, das sich auf die relative Position von Finanzplätzen auswirkt: Um die Vorteile des Zugangs zu internationalen Kapitalmärkten erschließen zu können, mussten (und müssen) im Gegenzug nationale (oft protektionistische) Regelungen abgebaut bzw. an internationale Standards angeglichen werden. Die Schaffung des Binnenmarkts in Europa, aber auch die globale Vernetzung von hochkompetitiven Teilmärkten (etwa des Devisenmarkts), zwangen (und zwingen) nationale Gesetzgeber dazu, internationale Spielregeln und universal akzeptierte Normen zu übernehmen, sowie

¹⁵ Die Komplexität dieser Finanzprodukte war freilich nur mit Mitteln der automatisierten Informationsverarbeitung und Datenkommunikation zu erreichen. Globalisierung der Finanzmärkte war somit Vorbedingung für das Entstehen solcher Produkte, die ihrerseits wiederum den Prozess der Globalisierung beschleunigt haben.

Märkte zu deregulieren, zu liberalisieren und zu öffnen. Auch diese Prozesse haben sich im globalen Kontext asymmetrisch vollzogen. Die Bundesrepublik Deutschland hat sich diesen Tendenzen zwar grundsätzlich nicht widersetzt und wichtige Schritte zur institutionellen Anpassung unternommen. Es ist aber offenkundig, dass Deutschland bei der Entwicklung dieser Regeln und ihrer Durchsetzung keine führende Rolle gespielt hat, was sich wiederum nachteilig für den Finanzplatz Frankfurt auswirken musste.

Mit der institutionellen Angleichung von Spielregeln der Finanzwirtschaft und anderer Wirtschaftssektoren tritt ein weiteres wichtiges Element der Globalisierung in den Vordergrund:

3. Deregulierung und Liberalisierung sind zugleich zwangsläufige Folge von Globalisierung wie auch beschleunigende Elemente ihrer Verursachung.

Globalisierung erweist sich so insbesondere für die Finanzwirtschaft als „gemischter Segen“: Zwar profitiert sie auf der einen Seite vom technischen Fortschritt der Informationsverarbeitung und Telekommunikation; auf der anderen Seite führt aber gerade dies zur Verringerung von Margen für standardisierbare Finanzprodukte und erodiert die Profitabilität besonders der traditionellen Finanzgeschäfte mit geringer „Fertigungstiefe“. Unter den Bedingungen der Globalisierung bestehen dann geradezu der „Zwang zur Kreativität“ und die Notwendigkeit, die mit einem bestimmten Finanzplatz verbundenen lokalen Informations- und Operationsvorteile ständig zu verteidigen und zu kontrollieren. Auch dies muss sich auf die relative Bedeutung internationaler Finanzzentren auswirken, sofern diese fortlaufende Überprüfung eine marktkonforme Delokalisierung von Geschäftszweigen nahe legt.

2.5 Wettbewerb und Synergien zwischen Finanzplätzen

Finanzplätze sind unter Berücksichtigung globaler Märkte durch verschiedene Beziehungen miteinander verbunden. Die zum Teil sehr engen transnationalen Geschäftsbeziehungen zwischen Finanzinstituten bedeuten den kontinuierlichen Austausch von großen Mengen an Information zwischen den Zentren. In der Summe ergeben diese Transfers ein Netzwerk an Kommunikations- und Kapitalströmen, deren Knotenpunkte die Finanzzentren darstellen. In seiner Gesamtheit wird dies auch als Finanzplatzsystem bezeichnet (Thiessen 1988, Sassen 1998, Reed 1981, Beaverstock et al. 2002).

Innerhalb dieses Systems nehmen die verschiedenen Finanzzentren unterschiedliche Funktionen wahr, die sich aus ihrer Ausrichtung als nationales oder internationales, als Buchungs- oder als Transaktionszentrum ergeben. Daneben unterscheiden sich Finanzzentren gleichen Typs durch ihre Größe und damit ihre Bedeutung innerhalb des

Finanzplatzsystems. Diese Beziehungen können durch eine Rangfolge (wie bspw. in Tabelle 18) dargestellt werden.

Eine Rangfolge kann anhand verschiedener Kriterien vorgenommen werden, die Rückschlüsse auf die relative Bedeutung der Finanzplätze erlauben. Eine allgemein anerkannte alleinige Kenngröße für Finanzplätze gibt es nicht. Daher nähert man sich der Frage nach der Bedeutung von Finanzplätzen durch mehrere geeignete Hilfsgrößen – etwa die Zahl der Finanzinstitutionen, die Beschäftigten im Finanzsektor oder die Börsenkapitalisierung. Je nachdem, welcher Finanzplatztyp betrachtet wird, kann es sinnvoll sein, speziellere Kriterien zu wählen. Obwohl eine solche Kategorisierung nur eine grobe Einschätzung von Rangfolgen wiedergeben kann, so bietet sie doch erste Anhaltspunkte für die relativen Größenverhältnisse der Finanzplätze innerhalb eines Finanzplatzsystems. Um die Bedeutung von Finanzplätzen allerdings näher zu beleuchten, ist es erforderlich, diese rein statische Betrachtungsweise durch eine genauere *Analyse der Beziehungen zwischen den Finanzzentren* zu ergänzen.

Wettbewerb zwischen Finanzplätzen

Bei der Beschreibung von Beziehungen zwischen Finanzplätzen findet sich in der Literatur und in den Medien am häufigsten die Vorstellung des Wettbewerbs zwischen den Finanzzentren. Dabei wird auf die Rivalität der Finanzzentren um die Ansiedlung von Finanzinstituten und Finanzexperten sowie um die Anziehungskraft für Neugeschäft etwa im Bank- oder Börsenbereich abgestellt.

Die Diskussion um den Standortwettbewerb hat sich im Zuge der mit der Globalisierung verbundenen technischen und politischen Entwicklungen der letzten Jahre verstärkt, da diese Faktoren häufig als Katalysatoren für die sich vollziehenden Veränderung begriffen werden. Technologisierung von Informationsprozessen, Deregulierung von Märkten und internationale Harmonisierung von Vorschriften für Finanzinstitute haben die Möglichkeiten für grenzüberschreitende Transaktionen verbessert und die Notwendigkeit räumlicher Präsenz zur Darstellung von Finanzgeschäften in Frage gestellt. Insbesondere in Europa, wo durch das Binnenmarktprogramm und die einheitliche Währung weitere stark integrierende Kräfte hinzukommen, wird erwartet, dass sich die zur Zeit noch relativ große Anzahl an Finanzplätzen innerhalb der nächsten Jahre reduzieren wird. Man setzt auf eine starke regionale Konzentration von Finanzgeschäften und die Konsolidierung von Finanzinstituten, was die Rolle dieser Zentren zwangsläufig verändern muss (Kindleberger 1974, Walter 1998, Sassen 1998, Grote et al. 2002). Walter fasst dies wie folgt zusammen:

„The battle among financial centres is among other things a battle for economic gains in one of the fastest growing service sectors“ (Walter 1998, S. 5).

Die Fokussierung auf Wettbewerbsbeziehungen zwischen den Finanzplätzen ist allerdings kritisch zu sehen, denn ein Wettbewerb im eigentlichen Sinn kann nur zwischen Finanzplätzen gleichen Typs stattfinden. Die englischen Kanalinseln und London befinden sich *nicht* im Wettbewerb zueinander, sondern sie erfüllen *unterschiedliche Funktionen* bei der Erbringung von Finanzdienstleistungen. Ähnlich kann argumentiert werden, dass Frankfurt und Hongkong – trotz ähnlicher Funktionen als Transaktionszentren – *nicht* miteinander konkurrieren, weil sie durch die Einbindung in unterschiedliche Regionen und Zeitzonen im weltweiten Finanzplatzsystem verschiedene Rollen einnehmen. Hingegen streben Frankfurt und Paris beide an, sich zu *dem* Zentrum der kontinentaleuropäischen Finanzindustrie zu entwickeln, womit sie in der Tat in einem Rivalitätsverhältnis zueinander stehen.

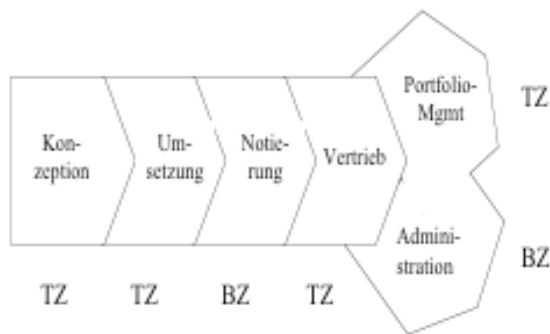
Synergien zwischen Finanzplätzen

Betrachtet man das Verhältnis zwischen *Finanzplätzen unterschiedlichen Typs*, so stellt es sich weniger als rival, denn als synergetisch dar. Die Beziehung wird nicht von Wettbewerb, sondern von Komplementarität und Kooperation geprägt. Tätigkeiten, die etwa aus Kostengründen in einem Transaktionszentrum nicht zu vertreten sind, werden von einem *Off-shore*-Buchungszentrum übernommen. Dienstleistungen, die an einem nationalen Finanzzentrum aus Mangel an Expertise nicht dargestellt werden können, werden einem internationalen Finanzzentrum übertragen. Abbildung 6 illustriert eine derartige Arbeitsteilung zwischen Finanzzentren anhand zweier Beispiele.

Abbildung 6 Arbeitsteilung zwischen Finanzzentren

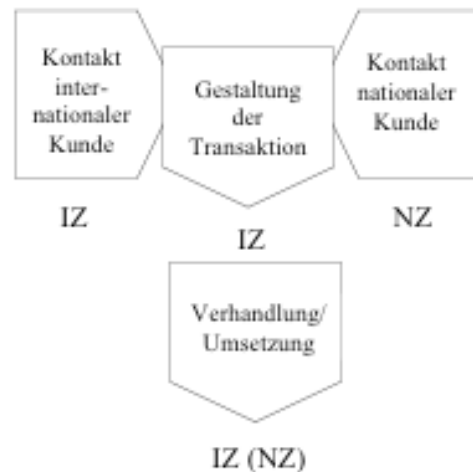
Beispiel 1:

Strukturierung eines notierten Investment-Fonds (Kooperation zwischen Transaktions- und Buchungszentrum)



Beispiel 2:

Strukturierung einer internationalen M&A-Transaktion (Kooperation zwischen internationalem und nationalem Finanzzentrum)



Legende: TZ = Transaktionszentrum; BZ = Buchungszentrum; NZ = Nationales Zentrum; IZ = Internationales Zentrum.

In diesem Sinne entwickeln sich zwischen den Finanzzentren arbeitsteilige Beziehungen. Die Gesamtheit der nachgefragten Dienstleistungen wird nicht an allen Finanzzentren angeboten, sondern es kommt zur Spezialisierung einzelner Zentren auf unterschiedliche Bereiche.

Die Zusammenarbeit der Finanzinstitute über verschiedene geographische Orte hinweg wird dabei vor allem durch den Einsatz von Informations- und Kommunikationstechnologien sowie den Wegfall bisheriger regulatorischer Schranken ermöglicht. Insofern resultieren auch weit weniger „Gefahren“ aus den Beziehungen zwischen Finanzzentren, als sie unter Wettbewerbsgesichtspunkten oft beschworen werden. Es geht nicht um „Auslöschung“ von Finanzzentren im Wettbewerb, sondern um die synergetische Aufspaltung von Arbeitsprozessen auf unterschiedliche Standorte. Welche Teile des Prozesses dann wo ausgeführt werden, hängt von den institutionellen, rechtlichen und politischen Bedingungen und der Qualität ökonomischer Standortfaktoren ab.

**2.6 Stärken und Schwächen des Finanzplatzes Frankfurt
Allgemeine Rahmenbedingungen**

Die Wirtschaftsstruktur des Rhein-Main-Gebietes ist in hohem Maße diversifiziert, im nationalen Kontext vergleichsweise dynamisch und von Synergien zwischen Industrie und modernen Dienstleistungen, und von Forschung und Entwicklung im Informations- und Telekommunikationssektor geprägt, aber sicherlich und gerade auch im Verhältnis

zum Finanzsektor. Beschäftigung und Wertschöpfung pro Kopf nehmen im Rhein-Main-Gebiet eine Spitzenstellung in Deutschland ein, wenngleich diese wirtschaftliche Leistungsfähigkeit fiskalisch zu Gunsten anderer Regionen stark nivelliert wird und es dadurch zu Engpässen bei der Entwicklung von regionaler Infrastruktur kommen muss. Wie in Kapitel 1 näher dargelegt, haben sich Beschäftigung und Wertschöpfung im Raum Frankfurt trotz konjunktureller und struktureller Schwächen bis zuletzt positiv entwickelt.

Hinzu kommt, dass sich die allgemeinen Rahmenbedingungen für den Finanzplatz in Frankfurt in den letzten Jahren erheblich verbessert haben. Die technische Infrastruktur ist nach Ansicht vieler Gesprächspartner heute in Frankfurt oft besser als in London. Das gilt im Besonderen für das leistungsfähige Abwicklungssystem der deutschen Zentralbank, aber auch die entscheidende Rolle der Börse, die sich im internationalen Kontext als besonders innovationsfreudig hervorgetan hat, wurde von allen Gesprächsteilnehmern betont.

Die Standortentscheidung der EZB zu Gunsten Frankfurts hat zur weiteren Internationalisierung der Stadt beigetragen, und der hohe Grad an „Weltoffenheit“ und Liberalität der Stadt werden auch im Ausland zunehmend als positive Elemente wahrgenommen und erhöhen so die Attraktivität des zentralen deutschen Finanzplatzes. Als positiv erweist sich auch die Rolle des Flughafens als internationale „Drehscheibe“ am Finanzplatz. Der Flughafen besitzt in der Wahrnehmung „von außen“ heute einen Stellenwert, der die Stadt selbst – zumindest gemessen an ihrer Einwohnerzahl – bei weitem überflügelt. Hinzu kommen günstige Verkehrsanbindungen sowie eine vorteilhafte geografische Lage im Herzen der größten europäischen Volkswirtschaft und Westeuropas.

Auch im Bildungsbereich und der Entwicklung neuer qualifizierter finanznaher Ausbildungsgänge sowie in der Forschung und Entwicklung steht Frankfurt im internationalen Vergleich inzwischen gut da. Zudem gibt es viel versprechende neue Initiativen in diesem Bereich, die die künftige Position des Finanzplatzes stärken dürften. Die allgemeinen Voraussetzungen für die weitere Entwicklung des Finanzplatzes erscheinen damit relativ günstig. Zu diesen günstigen Standortfaktoren gesellen sich aber auch kritische Elemente.

Kritische finanzwirtschaftliche Aspekte

Abgesehen von der schwierigen konjunkturellen Situation, in der sich die Wirtschaft im Allgemeinen und die Finanzwirtschaft im Besonderen befinden, besteht augenblicklich auch unter strukturellen Aspekten ein hohes Maß an Skepsis gegenüber der wirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland. Gerade die Auslandsbanken sind nicht sehr euphorisch, was den deutschen Markt angeht. Man denkt zurzeit nicht an Expansion, eher im Gegenteil: sollten sich die Erwartungen auf einen baldigen Konjunkturaufschwung bzw. die Neustrukturierung der deutschen Wirtschaft nicht

rasch erfüllen, so werden Entlassungen und ein Abbau der Kapazitäten am Finanzplatz Frankfurt nicht ausgeschlossen. Diese negative Einschätzung resultiert insbesondere aus einer tiefen Skepsis gegenüber den in Deutschland politisch Verantwortlichen, deren Befähigung bzw. Bereitschaft zu Einleitung tiefer greifender Strukturreformen besonders von den Ausländern in Zweifel gezogen werden.

Was die Lage der deutschen Finanzwirtschaft angeht, so zeigte ein erster Befund (siehe Kapitel 1) eine im internationalen Vergleich geringere Nettoertragsrate deutscher Banken. Diese Feststellung trifft insbesondere für die Großbanken als einem der wichtigen „Anker“ des Finanzplatzes Frankfurt zu. Ihre Position hat sich – gemessen an der Marktkapitalisierung ebenso wie an der Ertragsrate – in den letzten zehn Jahren deutlich verschlechtert. Wie es ein Gesprächsteilnehmer formulierte, tragen die deutschen Banken im europäischen Gefolge derzeit „die rote Laterne“. Der Finanzplatz Deutschland als ganzer sei für internationale Investoren zu wenig attraktiv geworden.

Nach den übereinstimmenden Aussagen der befragten Akteure lässt sich diese Schwäche in erster Linie mit Faktoren begründen, die von grundlegender, geradezu paradigmatischer Natur sind, und die „Wirtschaftskultur“ der Bundesrepublik Deutschland als ganze betreffen.

- Auf der Kostenseite werden an erster Stelle steuerliche Gründe angeführt. Wie ein Gesprächspartner formulierte, fordern die Steuersätze in der Bundesrepublik Deutschland Verluste geradezu heraus. Hohe Steuersätze werden aber auch im Zusammenhang mit der Schwierigkeit erwähnt, hoch-qualifizierte Fachkräfte nach Deutschland anzuwerben bzw. in Frankfurt zu halten. Als *expatriates* können sie in London im Vergleich zu Frankfurt mit deutlichen Steuervorteilen rechnen.¹⁶ Zu den ungünstigen steuerpolitischen Daten gesellen sich neuerdings auch noch Verunsicherungen der Marktteilnehmer durch eine unberechenbarer gewordene und ökonomischen Prinzipien zuwider laufende Steuerpolitik (etwa bei der Kapitalgewinnbesteuerung, die nach den Plänen der Regierung zu einer nachgeholten „Inflationsbesteuerung“ werden könnte).

¹⁶ Dieser interessante Befund, dass steuerliche Gründe eine wesentliche Rolle am Standort Frankfurt spielen – deutlich mehr als in London oder Paris – deckt sich auch mit den unabhängigen Untersuchungen von Harrschar-Ehrnborg aus dem Jahre 1999.

Relevant für den geschilderten Sachverhalt ist Artikel 11 des Doppelbesteuerungsabkommens zwischen der Bundesrepublik Deutschland und Großbritannien - Selbständige und unselbständige Tätigkeiten. Grundsätzlich gilt für die beschränkte, grenzüberschreitende Einkommenstätigkeit folgende rechtlich maßgebliche Reihenfolge: 1. Ständige Wohnstätte; 2. Engere persönliche und wirtschaftlichen Beziehungen, d.h. Mittelpunkt der Lebensinteressen (vgl. BFH vom 23.10.1985, BStBl II 1986 S. 134 und vom 31.10.1990, BStBl II 1991 S. 562); 3. Gewöhnlicher Aufenthalt; 4. Staatsangehörigkeit; 5. Regelungen der Staaten im beiderseitigen Einvernehmen. Ebenfalls ein wichtiger Aspekt des geschilderten Sachverhaltes kann sein, dass in Deutschland das Kalenderjahr und das Steuerjahr identisch sind, während das Steuerjahr in Großbritannien vom Kalenderjahr abweicht. Dieser Zusammenhang kann auf Absatz 3 des Artikels 11 DBA mit der 183-Tageregelung Auswirkungen haben, die kumulativ in beiden Staaten erfüllt sein muss. Nach Aussagen des Bundesministeriums der Finanzen gibt es in Großbritannien darüber hinaus eine zeitlich befristete "Vorzugsbesteuerung" von Investmentbankern, um den Finanzplatz London zu fördern.

- An zweiter Stelle wird die mangelnde Flexibilität des Arbeitsmarkts genannt. Die turbulenten Entwicklungen in den Kapitalmärkten des letzten Jahrzehnts hätten es erforderlich gemacht, die Beschäftigung immer wieder elastisch an neue Verhältnisse anzupassen. Dies sei in der Bundesrepublik Deutschland – etwa im Vergleich zu London, aber auch zu anderen Finanzplätzen – deutlich schwerer. Erforderliche Kostensenkungen würden auf diese Weise behindert. Auslandsbanken messen überdies der Mitbestimmung einen negativen Stellenwert bei – eine Meinung, die allerdings von deutschen Instituten nicht durchweg geteilt wird. Seitens deutscher Institute sieht man in der Mitbestimmung durchaus Vorteile, so etwa wichtige Vermittlungsfunktionen zwischen Belegschaft und Management. Entscheidend sind hier allerdings weniger das Faktische als vielmehr die Wahrnehmung der Mitbestimmungsregelung „von außen“, was den Finanzplatz Frankfurt bei Finanzinstituten im Ausland derzeit als wenig attraktiv erscheinen lässt.¹⁷
- Auf der Ertragsseite wird immer wieder auf die Unterschiede in den Marktchancen hingewiesen, die private im Verhältnis zu öffentlich-rechtlichen Instituten haben. Durch den öffentlich-rechtlichen Sparkassen- und Landesbankensektor besteht für einen großen Teil der Finanzwirtschaft¹⁸ keinerlei Zwang, sich vor Aktionären rechtfertigen zu müssen. Ihre Geschäftspolitik wird nicht von „*Shareholders*“, sondern von „*Stakeholders*“ bestimmt, deren Entscheidungen häufig genug von politischen Rücksichten geprägt sind. Die öffentlich-rechtlichen Institute sind nach Meinung der Gesprächspartner aus dem privaten Bankensektor in der Lage gewesen, in bestimmten Märkten geradezu konkurrenzlos operieren zu können, da ihre Risiken von der Öffentlichen Hand abgedeckt werden. Dies habe die privaten Institute gezwungen, sich entweder aus bestimmten Märkten zurückzuziehen oder aber geringere Erträge, gelegentlich sogar Verluste hinzunehmen, die aus ertragsstärkeren Geschäftszweigen quersubventioniert werden mussten. Insbesondere dies erklärt nach Aussagen dieser Akteure die insgesamt schlechtere Ertragslage deutscher Banken im internationalen Vergleich. Die wettbewerbsbehindernde Bankenstruktur, die sich Deutschland leiste, führe zu einer Fehlsteuerung von Kapital und mache sich mittlerweile auch in den aktuellen Banken- und Unternehmensschließungen bemerkbar.

¹⁷ Übereinstimmend wird die Mitbestimmung bei erwarteten transnationalen Fusionen zwischen Finanzinstituten als entscheidendes Argument gegen den Standort Frankfurt angesehen. Wie es ein Gesprächsteilnehmer sinngemäß formulierte: Sollte bei Fusionsgesprächen zwischen gleichgewichtigen Partnern die Frage nach dem Standort gestellt werden, so wird der ausländische Partner die Mitbestimmung als kritisches Argument gegen Frankfurt anführen. Will man die Gespräche an diesem Punkt nicht scheitern lassen, so muss das fusionierte Unternehmen seinen Hauptsitz zwangsläufig außerhalb Deutschlands nehmen.

¹⁸ Zusammen mit den Genossenschaftsbanken halten die öffentlich-rechtlichen Institute rund die Hälfte des Kreditportfolios an Unternehmen und Haushalte und etwa 60 Prozent aller Depositen.

Trotzdem, oder gerade weil die Wirtschaftspolitik in der Bundesrepublik in der Vergangenheit strukturkonservierend war, erwarten die Finanzinstitute weiterhin ein erhebliches Geschäftspotenzial für die Zukunft, insbesondere die Auslandsbanken, die mit dieser Erwartung gelegentlich sogar ihre Präsenz in Frankfurt rechtfertigen. Insgesamt rechnet man in den kommenden Jahren mit erheblichen Umstrukturierungen der größten europäischen Volkswirtschaft – mit erheblichen Chancen besonders im Investmentgeschäft.

Während allerdings diese Hoffnungen auf zwingend notwendige Strukturveränderungen bereits seit längerem bestehen, sind die Weichenstellungen der Politik in dieser Hinsicht bisher enttäuschend gewesen. Man setzt nunmehr auf Entwicklungen, die sich auf supranationaler Ebene vollziehen und Auslöser für eine Umstrukturierung der deutschen Wirtschaft werden können. Die zuvor skizzierten Globalisierungstendenzen und der verschärfte Wettbewerb machen sich zunehmend auch in anderen Wirtschaftssektoren bemerkbar und werden früher oder später zum Aufbrechen struktureller Verkrustungen beitragen. Auch zeichnen sich auf supranationaler Ebene politische Tendenzen ab, die einem national geprägten Strukturkonservativismus entgegen laufen. Hierzu rechnen die Finanzmärkte insbesondere neue Rechnungslegungsvorschriften (IAS), differenziertere Risikokapitalbereitstellung (Basel II) sowie eine Wettbewerbspolitik der EU, die unter anderem auch dem öffentlich-rechtlichen Sektor der Finanzwirtschaft härtere Wettbewerbsbedingungen zumutet. Man setzt darauf, dass die im Kreditgeschäft subventionierten Unternehmungen sich neuen Finanzierungsbedingungen anpassen werden, was wiederum ohne Strukturveränderungen nicht zu bewältigen sein wird.

2.7 Die synergetische Betrachtung des Finanzplatzes Frankfurt

Wie vorstehend dargelegt, ist davon auszugehen, dass es in Zukunft zwischen den Finanzplätzen in Europa und der Welt zwar weiterhin Wettbewerb geben wird, allerdings müssen die Chancen eines Finanzplatzes weniger im Abjagen von Marktanteilen als vielmehr in der Komplementarität von Kompetenzen und der Ausnutzung von Synergien im Zusammenspiel mit anderen Finanzzentren liegen. Diese Synergien stehen im Spannungsfeld vornehmlich zweier Tendenzen:

- Zum einen fällt die Bedeutung eines zentralen Finanzplatzes mit *zunehmender Mobilität der Finanzdienste* (etwa durch die Möglichkeiten der Automatisierung von Prozessen bei einfachen standardisierbaren Produkten, die eine Delokalisierung erlauben); solche Produkte sind überdies auf hochliquide Märkte angewiesen, weshalb sie sich an einem zentralen Ort zusammenfinden. In Europa ist dies London. Nur wenn es rechtliche oder regulatorische Gründe gibt, die eine Zentralisierung behindern, kann die Produktion dieser Finanzinstrumente an Nebenfinanzplätzen wie Frankfurt gehalten werden.

- Zum anderen wächst die Bedeutung eines zentralen Finanzplatzes (wegen der großen Bedeutung spezifischer Informationen und qualifizierter Fachkräfte bei hohem Beratungsbedarf) mit zunehmender Qualität seiner Finanzdienste. Dies gilt ebenso für globale Finanzzentren wie für ein nationales Finanzzentrum im Verhältnis zu seiner heimischen Volkswirtschaft. Finanzdienstleistungen haben einen Komplexitätsgrad erreicht, der das Vorhandensein eines lokal gebundenen „Kerns“ an spezifischem Wissen verlangt. Das gilt nicht allein für die Produktentwicklung; es gilt auch für die politische, wirtschaftliche und institutionelle „Umgebung“, in der finanzspezifische Dienstleistungen erbracht werden, einschließlich der staatlichen Regulierung.

Versucht man die verschiedenen Finanzdienstleistungen nach diesen beiden Kriterien zu klassifizieren, um zu sehen, wo die künftigen Chancen des Finanzplatzes Frankfurt liegen, so zeichnen sich die folgenden Tendenzen ab (siehe auch die schematisierte Darstellung in Abbildung 7):

- Bestimmte Geschäftszweige, etwa das Devisengeschäft, weisen einen hohen Grad an Mobilität auf und werden sich wegen der extrem liquiden Märkte sowohl bei der Entwicklung standardisierter Produkte als auch beim Vertrieb längerfristig auf London konzentrieren müssen. Es zieht auch das immer wichtiger werdende Geschäft in Derivaten nach sich, das sich um den Devisenhandel bildet, sowie das Geschäft mit strukturierten Finanzprodukten jeglicher Art. Dies erklärt sich aus den mit der hohen Qualität dieser Produkte verbundenen Anforderungen an spezifisches Humankapital. Die Bedeutung Frankfurts wird sich in diesem Bereich auf die Entwicklung von kundengerechten Finanzprodukten (*customized products*) auf der Vertriebsseite beschränken müssen.
- Auch beim Investmentbanking sind sowohl Produktions- als auch Vertriebsseite global angelegt, allerdings ist die Mobilität dieses Segments geringer und die Akteure am Finanzmarkt sehen hier durchaus künftige Chancen für Frankfurt. Diese ergeben sich vor allem im kundennahen Geschäft, etwa bei der Börseneinführung von größeren mittelständischen Unternehmen, bei Unternehmensfusionen und Unternehmensakquisitionen. Hier liegt ein breites lokales Geschäftsfeld im Bereich von Bonds, Equity und M&A-Beratung. Die Erwartungen sind in diesem Bereich wegen des Bedarfs an Umstrukturierungen der deutschen Wirtschaft sogar besonders hoch.

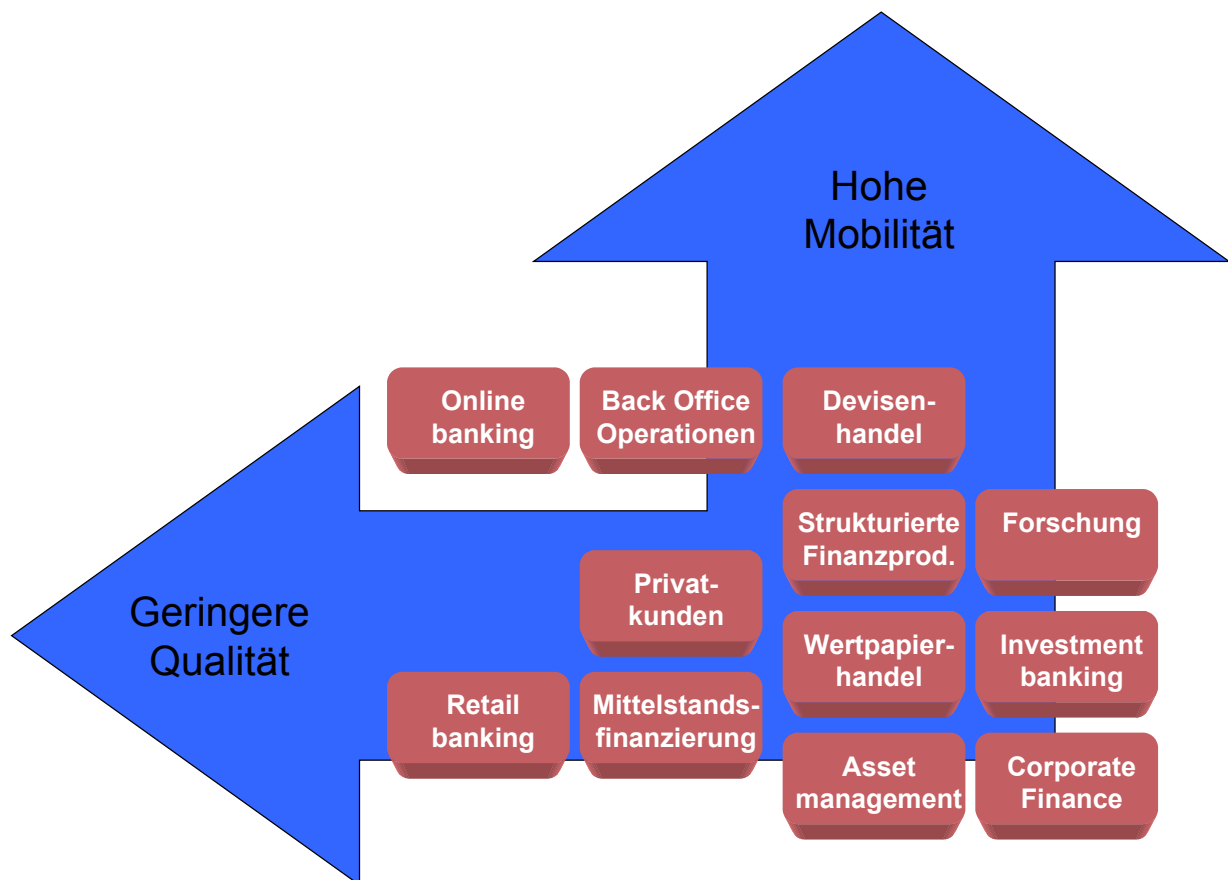
Allerdings wird sich die Zukunft Frankfurts in diesem Geschäftsfeld daran entscheiden, wie stark die wettbewerbliche Stellung seiner Institute sowohl im Inland als auch global darstellt.¹⁹ Entscheidend ist dabei nicht nur die Stellung im

¹⁹ Zweifellos spielen bei der Entwicklung von Geschäftsfeldern des Investmentbanking auch in Frankfurt ansässige ausländische Institute eine bedeutende und unverzichtbare Rolle. So wird die Stellung Frankfurts etwa durch die kürzliche Ankündigung der Société Générale, hier das LBO-Geschäft ausbauen zu wollen, gestärkt.

deutschen und europäischen Heimatmarkt, sondern – wegen der Bedeutung internationaler Verzahnungen – auch in den USA. Derzeit wird lediglich der Deutschen Bank AG eine solche Position im globalen Kontext zugestanden. Ein mögliches Abwandern von Großbanken aus Frankfurt hätte für die Zukunft des Finanzplatzes Frankfurt nachteilige Folgen.

Entscheidend für den Erfolg einer Umstrukturierung der deutschen Wirtschaft dürfte auch die Fähigkeit der Finanzwirtschaft sein, strategische Positionen „nach innen“ zu entwickeln, etwa über eine Stärkung der Zentralinstitute der Sparkassen und Genossenschaftsbanken, sowie innovative Finanzprodukte zu entwickeln und einzusetzen. Noch immer ist die „Fertigungstiefe“ insbesondere bei Produkten zur Finanzierung des deutschen Mittelstandes sehr gering und beschränkt sich im Wesentlichen auf tradierte Formen wie den Buchkredit. Die Entwicklung etwa von Asset-backed Securities – derzeit in Deutschland wenigstens im Hypothekengeschäft ansatzweise vorhanden – könnte nicht nur neue Impulse bei der Finanzierung von Umstrukturierungsprozessen der deutschen Wirtschaft liefern, sondern auch den Finanzplatz Frankfurt als Großhandelszentrum für solche Produkte stärken und ausbauen helfen.

Abbildung 7 Marktsegmente nach dem Grad der Lokalisierung



Quelle: Eigene Darstellung

- Im Wertpapierhandel, *Asset Management* und im Privatkundengeschäft ist die Produktionsseite global, die Vertriebsseite jedoch stark lokal organisiert. Interessanterweise wird gerade beim *Asset Management* der Frankfurter Börse eine Schlüsselrolle bei der lokalen Bündelung von Aktivitäten zugesprochen. Auch bleibt für die institutionelle Klientel sowie für vermögende Privatkunden die kompetente Betreuung vor Ort wichtig. Allerdings bietet dieser Umstand auch Chancen für Finanzinstitute außerhalb Frankfurts, jedenfalls im Vertrieb. Der Finanzplatz Frankfurt müsste sich daher insbesondere auf die Produktion und das Portfoliomanagement konzentrieren. Hier bestehen deutliche Standortvorteile gegenüber deutschen Nebenfinanzplätzen, vermutlich auch im internationalen Kontext. Ähnliches gilt für das *Corporate Finance*, bei dem lokale Informationsprozesse, selbst Sprache, eine wesentliche Rolle spielen. Auch hier wird der Vertrieb lokal, die Produktion aber zentralisiert organisiert sein müssen, um Kostenvorteile hinsichtlich Größe und Tiefe des Markts voll ausschöpfen zu können. Dem Finanzplatz Frankfurt wird in diesem Geschäft eine wichtige katalytische und operative Funktion beigemessen. Allerdings wird auch hier der Erfolg in hohem Maße von der Fähigkeit des Finanzplatzes Frankfurt zur Produktinnovation abhängen. Diese ist letztlich entscheidend für die

Wettbewerbsfähigkeit ortsansässiger Institute mit ausländischen Konkurrenten, die etwa Corporate Bonds deutscher Unternehmen kostengünstiger in London floaten können.

- Das *Retail Banking* bleibt sowohl auf der Produktions- als auch der Vertriebsseite weiterhin abhängig von landesspezifischen Eigenheiten und Kundenstrukturen. Es ist jedoch weitgehend „in der Fläche“ über ein Filialnetz organisiert, d.h. die spezifischen Vorteile des Finanzplatzes Frankfurt machen sich eher in der Abwicklung solcher Geschäfte bemerkbar. Es steht zu erwarten, dass sich das *Retail Banking* bei weiterer Entwicklung von standardisierten Kundenbeziehungen über *Home Banking* wesentlich verändern wird. Letzteres ist extrem mobil und damit lokal unabhängig. Auch muss es nach Einführung des Euro zu deutlichen transnationalen Verbindungen in Europa kommen, die bisher eher unterentwickelt sind. Hier besteht ein deutlicher Nachholbedarf, bei einem derzeit geringen Grad an europäischer Marktkonzentration Größenvorteile zu realisieren. Die Position Frankfurts wird in diesem Fall allerdings von allgemeinen Standortfaktoren und weniger von spezifischen Vorteilen abhängen. Betrachtet man die Situation der deutschen Banken so ist zu bemerken, dass es für sie wichtig sein wird, ihr Retail Banking so zu organisieren, dass der derzeitige Kostendruck in diesem Bereich reduziert wird. Dadurch könnte die internationale Wettbewerbsfähigkeit erhöht werden. Dieser Punkt ist eng verbunden mit der folgenden Ausführung zum Sparkassen- und Genossenschaftssektor.
- Im Zusammenhang mit dem *Retail Banking* und dem *Corporate Finance* muss auch die besondere Stellung des Sparkassen- und des Genossenschaftsbankensektors in der Bundesrepublik Deutschland hervorgehoben werden. Diese Institute sind sowohl im Vertrieb als auch in der Produktion kundennah –mit Blick auf private Haushalte und mittelständische Unternehmen und deren finanzielle Begleitung. In diesem Sektor wird sich durch die veränderten Wettbewerbsbedingungen in der EU, aber auch durch generelle globale Trends ein weiterer Strukturwandel vollziehen müssen, der eine noch stärkere Konzentration auf zentrale Funktionen und damit auf den Finanzplatz Frankfurt erwarten lässt. Von verschiedener Seite wurde die Dominanz kleinerer und derzeit noch wettbewerbsgeschützter Institute auf diesen Märkten als in hohem Maße innovationshemmend und strukturkonservierend bezeichnet. Dennoch wird insbesondere das Vertriebsnetz der Sparkassen auch als leistungsfähig angesehen. Ähnliches lässt sich auch für den Genossenschaftsbankensektor sagen. Ihre Leistungsfähigkeit kann aber nur durch einen in Frankfurt zentralisierten Großhandelsmarkt und durch verstärkte Kooperation voll erschlossen werden. Für die Dachinstitute dieser Banken – und damit für den Finanzplatz Frankfurt – ergeben sich (nach Abschluss ihrer Sanierungsphase) daraus interessante Möglichkeiten. Die positiven Trends

würden durch eine größere Durchlässigkeit institutioneller Abgrenzungen sowie größeren Wettbewerb noch verstärkt werden.

- Wichtiger geworden sind in den letzten Jahren auch die automatisierten Clearing-, Abwicklungs- und Zahlungssysteme, die auf eine technische Infrastruktur zurückgreifen, die letztlich – ebenso wie das elektronische Banking – standortunabhängig ist. Sie stellen inzwischen einen wichtigen Teil der Wertschöpfungskette dar, mit vergleichsweise hohen Nettoerträgen. Auf diesem Gebiet erscheint die Infrastruktur in Deutschland sehr leistungsfähig, allerdings dürfte Frankfurt davon längerfristig weniger profitieren, weil sich solche Systeme dezentral organisieren lassen und kostenintensive Standorte gemieden werden dürften. Ziel muss es daher sein, die Bedingungen für solche Informationsdienste und für Back-Office-Aktivitäten in der Nähe des Frankfurter Finanzplatzes, z. B. im süd- und mittelhessischen Raum zu verbessern, um diesen Teil der Wertschöpfungskette standortnah zu halten oder neu anzusiedeln.
- Schließlich muss an dieser Stelle die Bedeutung von Forschung und Entwicklung besonders hervorgehoben werden. In diesem Bereich wird die Ausgangslage des Finanzplatzes Frankfurt als recht günstig eingeschätzt. Zudem kommt, dass diese Dienstleistungen in hohem Maße spezifisch und häufig auf das spezielle institutionelle und rechtliche Umfeld abgestimmt werden müssen, womit sie schwerer delokalisierbar sind. Freilich muss die Landesregierung in diesem Bereich eine regelrechte Offensive starten, um die Stellung Frankfurts gegenüber anderen deutschen Finanzplätzen zu festigen.

2.8 Technologische Trends und strategische Weichenstellungen

Allgemein muss gesagt werden, dass die künftige Entwicklung der verschiedenen Marktsegmente wesentlich von technologischen Trends bestimmt werden wird. Wo immer die Möglichkeit einer Standardisierung besteht, lassen sich Informations- und Telekommunikationstechniken produktivitätssteigernd einsetzen.

Bislang wurde die technologisch basierte Entwicklung des Finanzsektors vor allem in stark wachsenden Nischen betrieben, etwa bei Online-Brokern. Wenn auch deren Bedeutung bisher noch sehr begrenzt ist, so können sie sich doch auf eine selektive weltoffene, technikfreundliche und häufig auch finanzkräftige Privatkundschaft stützen und sie konnten dabei ihre Produktpalette um Kredite, Versicherungsvermittlung und Geldmarktkonten erweitern. Darüber hinaus haben Finanzdienstleister bereits erfolgreich finanznahe Informationsdienste integriert, etwa Wertpapierberatung, Finanzanalysen oder allgemeine politische und wirtschaftliche Nachrichten und es steht zu erwarten, dass weitere innovative Finanzprodukte folgen werden. Diese Felder gilt es strategisch auszubauen und an den Finanz- und Börsenplatz Frankfurt zu binden. Mittelfristig darf man erwarten, dass sich solche Dienste in neue

Geschäftsfelder wagen und in fremde, aber informationstechnisch gesehen strukturell ähnliche Märkte eindringen.²⁰

Die Entwicklung von Informationsdienstleistungen „vor Ort“ ist aus diesem Grund für einen Finanzplatz existentiell, auch wenn sich die Technologien an breite und dezentral organisierte Bevölkerungsschichten richten. Auf diese Weise wird es zu einer Diversifikation und zur Konvergenz des Bankgeschäfts mit "benachbarten" Industrien wie Medien, Telekommunikationsunternehmen oder Informationsdienstleistern kommen, die standortgebunden zusammen geführt werden können. Hier liegt ein wichtiges Potenzial künftiger Wertschöpfungsketten.²¹

Es ist unverkennbar, dass sich Informationsdienstleister und Telekommunikationsunternehmen aufgrund ihrer Beherrschung von Technologien in Märkte drängen, die traditionell von Finanzdienstleistern beherrscht werden.²² Hält man – insbesondere auch vor dem Hintergrund der Verbreitung neuer Mobilfunktechniken – die sich hier abzeichnenden Synergiefelder für den Finanzplatz Frankfurt für wichtig, so darf sich die Offensive der hessischen Landesregierung nicht allein auf den Finanzsektor beschränken, sondern muss eine umfassendere, auf neue technologische Entwicklungen setzende Politik verfolgen. Die hierzu gebotenen Instrumente der Landespolitik liegen einmal in der Schaffung günstiger Standortfaktoren für eine moderne Informations- und Kommunikationsinfrastruktur; zum anderen im Bereich von Bildung, Forschung und Wissenschaft. In diesen Bereichen muss das Land Hessen klar in Offensive gehen.

Informations- und Analysefunktionen im Zusammenhang mit Finanzdienstleistungen werden aller Wahrscheinlichkeit nach zukünftig an Bedeutung noch zunehmen. Sie spielen eine entscheidende Rolle bei der Vertrauensbildung, auf die Finanzdienstleister rekurrieren müssen. Dieses Vertrauen ist durch Ereignisse der jüngeren Vergangenheit stark erschüttert worden: durch Bilanzmanipulationen und betrügerische Machenschaften führender internationaler Unternehmen, durch offenkundig gewordene Schwächen einer internationalen Konzernrechnungslegung, durch Insolvenzen und durch massive Kurseinbrüche an den führenden Börsen dieser Welt. Diese Vertrauenskrise zu überwinden helfen, ist eine zentrale Aufgabe von unabhängigen Forschungsinstituten, Rating-Agenturen, Wirtschafts- und Finanzberatern, Finanzanalysten, Wirtschafts- und Anwaltskanzleien, allgemeinen Informationsdienstleistern und Wirtschaftsmedien.

²⁰ So könnten beispielsweise Informationsdienstleister wie Reuters oder Bloomberg möglicherweise schon bald als Akteure im Börsengeschäft oder anderen elektronischen Finanzdienstleistungen aktiv auftreten.

²¹ Schon jetzt besteht eine große strukturelle Ähnlichkeit zwischen der Überweisung per Telefon oder Computer und den damit einhergehenden Zahlungs- und Verrechnungsströmen und dem Zahlungsverkehr der Banken. Telekommunikations-Anbieter bieten bereits heute eine breite Palette bank-ähnlicher Services an, zum Beispiel Inkasso, Rechnungsstellung, Kreditgeschäft bei vorausbezahlten Karten, Bonitätsprüfungen oder Abrechnungen.

²² So kann man nicht ausschließen, dass sich Informationsdienstleister wie Bloomberg, Microsoft oder Reuters über kurz oder lang auch aktiv in Finanzgeschäft einschalten, etwa bei Börsengeschäften oder im Retail-Banking.

Da Finanzmärkte hinsichtlich der Informationsbereitstellung generell asymmetrisch strukturiert sind, muss ein wirksames Vertrauen bildendes Korrektiv durch angemessene staatliche Regulierung und Sanktionen (etwa bei Insider-Geschäften und Marktmanipulation) hinzukommen. Dies unterstreicht die besonders enge Beziehung zwischen zeitnaher Information am Finanzplatz und staatlicher Regulierung. Die aus föderalen Rücksichten getroffene Standortwahl für die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BAFin) erweist sich damit nach Aussagen aller Interviewten am Finanzplatz Frankfurt nicht nur als kostspielig und für die deutsche Finanzwirtschaft nachteilig, sondern möglicherweise sogar als kritisch im internationalen Wettbewerb. Hier wurden in der jüngsten Vergangenheit die Weichen falsch gestellt und die Interessen der deutschen Finanzwirtschaft und der gesamten Wirtschaft auf dem Altar eines falsch verstandenen Föderalismus geopfert.

2.9 Konkurrenz der Finanzstandorte: National

Die Stellung des Finanzplatzes Frankfurt muss nicht allein in Perspektive zu internationalen Finanzplätzen gesetzt werden, sondern auch zu nationalen Nebenfinanzplätzen und deren spezifischem Entwicklungspotenzial.

Innerhalb Deutschlands stellt sich die Position Frankfurts als Finanzmetropole relativ unangefochten dar, obwohl wichtige finanzmarktrelevante Geschäftsbereiche nur sehr schwach vertreten sind (etwa Versicherungen). Vor zehn Jahren nach der Wiedervereinigung wurde die Frage gestellt, ob nicht Berlin als Konkurrent wieder erstarken könnte. Diese Frage wurde in einem Gutachten damals verneint (Bauer/Spahn 1991), eine Einschätzung, die sich bestätigt hat. Heute steht München im Verdacht, Frankfurt seine Stellung als deutsche Finanzmetropole streitig zu machen. Auch diese Befürchtung dürfte unbegründet sein. Eine Gefährdung des Finanzplatzes Frankfurt durch München sehen die Akteure in den Finanzmärkten nicht. Auch gilt München in der Wahrnehmung der Akteure an den Finanzmärkten nicht als international – im Gegensatz zu Frankfurt.

Für etwas Verwirrung hat zweifelsohne die Übernahme der Dresdner Bank AG durch die in München ansässige Allianz AG gesorgt. Dies bedeutet aber nicht notwendig eine Schwächung des Finanzplatzes Frankfurt. Man erwartet zwar, dass als Folge dieser Fusion ein Teil der Entscheidungskompetenz nach München übersiedelt, aber für das eigentliche Finanzgeschäft fehle es dort an geeigneter Infrastruktur. Im Allgemeinen sieht man durch die institutionelle Anbindung eines wichtigen Versicherungsmarkts an Frankfurt eher erhebliche Chancen für die Entwicklung des hiesigen Standorts, etwa durch ein zentralisiertes Asset Management.

2.10 Zusammenfassung und Bedeutung für den Finanzplatz Frankfurt

Frankfurt ist als Zentrum der Finanzwirtschaft der größten europäischen Volkswirtschaft eines der „natürlichen“ Finanzzentren Europas. Seit dem Anfang der Neunziger Jahre ist Frankfurt zudem als Finanzstandort deutlich internationaler geworden. Dennoch sieht sich der Finanzplatz Frankfurt weiterhin in Wettbewerb mit anderen Finanzplätzen in Europa.

Bei einer Typisierung der Finanzzentren nach geographischen Gesichtspunkten lassen sich regionale, nationale und internationale Finanzplätze unterscheiden. Frankfurt ist ein internationales Transaktionszentrum der Finanzwirtschaft, das sehr stark in der nationalen Wirtschaft verankert ist. London, New York und Tokio sind darüber hinaus globale und zugleich wichtigste Finanzzentren ihrer jeweiligen Zeitzone.

Der Erfolg eines Finanzplatzes zeigt sich in der Fähigkeit, Finanzinstitute und Finanzexperten für den Standort zu gewinnen. Dabei spielt eine Reihe von begünstigenden Standortkriterien eine Rolle.

Frankfurt besitzt als Finanzplatz eine Reihe von Standortvorteilen: die EZB und das Zentralbanksystem der Deutschen Bundesbank; Großbanken und Zentralinstitute von wichtigen Bankengruppen; die Börse und ihr Abwicklungssystem; eine gute Telekommunikations- und Verkehrsinfrastruktur; qualifiziertes Humankapital und potente Dienstleister in finanznahen Sektoren. Dennoch gibt es eine Reihe von Defiziten, die zum Großteil übergreifenden Charakter tragen und mit einer bestimmten „Wirtschaftskultur“ zusammenhängen. So wird der Finanzsektor auf bundespolitischer Ebene nicht unbedingt als Wirtschaftsfaktor anerkannt. Auch fehlen trotz vorhandenen Humankapitals noch die „kritischen Massen“ im Know-how, die für Produktinnovationen und dynamische Entwicklung entscheidend sind. Der verstärkte Einsatz von Datenverarbeitung und Kommunikationstechniken im Finanzsektor verlangt neue berufliche Qualifikationen und stellt tradierte Arbeitsbereiche der Finanzwirtschaft auf den Prüfstand.

Computerisierung und Telekommunikation haben die Wettbewerbssituation in der Finanzwirtschaft radikal verändert. Die Finanzwirtschaft sieht sich heute weitaus stärker als andere Wirtschaftssektoren der Globalisierung ausgesetzt. Durch technischen Fortschritt können heute bestimmte Finanzdienstleistungen standortunabhängig erbracht werden und damit delokalisiert werden.

Dennoch wäre es falsch, den Standort Finanzplatz Frankfurt allein unter Wettbewerbsaspekten im Verhältnis zu anderen zu betrachten. Die Chancen eines Finanzplatzes liegen weniger im Abjagen von Marktanteilen anderer Finanzzentren als vielmehr in einer Komplementarität von Kompetenzen und der Ausnutzung von Synergien. Diese Synergien stehen im Spannungsfeld vornehmlich zweier Tendenzen:

der Mobilität von Finanzoperationen und der Qualität von Finanzprodukten und -dienstleistungen.

Bestimmte Geschäftszweige, wie etwa das Devisengeschäft einschließlich komplexer Derivate und strukturierter Produkte, werden wegen der hohen Mobilität und Qualität fast ausschließlich auf globale Zentren verlagert werden. In diesen Segmenten wird dem Finanzplatz Frankfurt allenfalls eine nachgeordnete Rolle im Vertrieb bleiben. Andere Bereiche, wie etwa das Investmentbanking, sind zwar global angelegt, bieten aber wegen einer geringeren Mobilität durchaus Chancen für Frankfurt. Hier liegt ein breites lokales Geschäftsfeld im Bereich von Bonds, Equity und M&A-Beratung. Die Erwartungen sind in diesem Bereich wegen des Bedarfs an Umstrukturierungen der deutschen Wirtschaft sogar besonders hoch.

Auch im Wertpapierhandel, Asset Management und im Privatkundengeschäft bestehen wegen der stark lokal ausgerichteten Vertriebsseite größere Chancen für den Finanzplatz Frankfurt. Ähnliches gilt für das Corporate Finance. Allerdings wird der Erfolg dieses Bereichs in hohem Maße von der Fähigkeit des Finanzplatzes Frankfurt zur Produktinnovation abhängen.

Es steht zu erwarten, dass sich das Retail Banking bei weiterer Entwicklung von standardisierten Kundenbeziehungen über Home Banking wesentlich verändern wird. Letzteres ist extrem mobil und damit lokal unabhängig. Auch ist es derzeit in hohem Maße „in der Fläche“ organisiert. Hier besteht ein deutlicher Nachholbedarf, bei einem derzeit geringen Grad an europäischer Marktkonzentration Größen- und Breitenvorteile zu realisieren. Die Position Frankfurts wird in diesem Fall von allgemeinen Standortfaktoren und weniger von spezifischen Vorteilen abhängen.

Frankfurt wird von Back-Office-Aktivitäten längerfristig weniger profitieren, weil sich solche Systeme dezentral organisieren lassen und kostenintensive Standorte gemieden werden dürften. Ziel muss es daher sein, diese Teile der Wertschöpfungskette zumindest standortnah in Süd- und Mittelhessen zu halten oder dort neu anzusiedeln.

Schließlich muss die besondere Bedeutung von Forschung und Entwicklung für den Finanzplatz Frankfurt hervorgehoben werden. In diesem Bereich muss eine regelrechte Offensive der Landespolitik erfolgen, um die Stellung Frankfurts gegenüber anderen deutschen Finanzplätzen irreversibel zu festigen.

Bei der künftigen Strategie muss auch die besondere Bedeutung von Informations- und Analysefunktionen im Blickfeld behalten werden. Dies erfordert die konzertierte Verankerung von Forschungsinstituten, Wirtschafts- und Finanzberatern, Finanzanalysten, Wirtschafts- und Anwaltskanzleien, Informationsdienstleistern und Wirtschaftsmedien am Finanzplatz Frankfurt. Auch die Regulierungsbehörde für Finanzdienstleister muss aus Gründen von Informationssynergien am Standort

Frankfurt angesiedelt werden. Hier wurden in der jüngsten Vergangenheit die Weichen falsch gestellt.

3 Neuere Tendenzen in den Finanzmärkten

3.1 Der Finanzsektor im Umbruch: Generelle Tendenzen

Die wichtigsten Tendenzen in den Märkten für Finanzdienstleistungen lassen sich auf die zwei in wechselseitigem Verhältnis zueinander stehenden Ursachenkomplexe der Globalisierung zurückführen: technologische Trends und Intensivierung des Wettbewerbs. Bis in die 1980er Jahre waren Finanzdienstleistungen in nationale Regelungen eingebettet, mit unterschiedlichen Währungen, gesetzlichen Regelungen und aufsichtsrechtlichen Bestimmungen. Einzelne Marktsegmente waren mehr oder weniger gut gegen Konkurrenz abgeschottet, vor allem nach außen, aber auch nach innen. Die starke Segmentierung der Finanzmärkte wurde zudem durch Verhaltenskomponenten stabilisiert, etwa durch Kundenbindung an eine „Hausbank“, und durch tradierte Finanzierungsformen, etwa den klassischen Kredit.

Durch die seitdem eingetretenen Entwicklungen haben sich die Bedingungen für die Finanzwirtschaft auf der Angebots- und der Nachfrageseite dramatisch verändert.

- Neue Finanzprodukte (*financial innovations*) haben tradierte Finanzierungsformen ergänzt, bereichert, aber auch verdrängt. Dies hat in vielen Fällen auch das traditionelle Hausbankenprinzip in Frage gestellt. Statt Fremdkapitalfinanzierung haben besonders innovativere Unternehmen den direkten Weg zu den Kapitalmärkten gesucht. Für den Bankensektor hat dies ein mit „Disintermediation“ umschriebenes Phänomen mit sich gebracht. Produktinnovation wirkt sich dabei auf die verschiedenen Finanzinstitute und ihre Geschäftssparten unterschiedlich aus und führt u.a. zu einer Verlagerung von klassischem Zinsgeschäft zu provisionsabhängigen Finanzdienstleistungen.
- Eine vorübergehende Blüte von Unternehmensneugründungen („Startups“) und „Neue Selbständigkeit“, besonders in technologienahen Bereichen, haben der Bedeutung von *Venture Capital* Auftrieb verliehen. Die Folgen waren unter anderem eine außerordentliche Belebung des Investment-Geschäfts und eine Hausse in bestimmten Börsensegmenten („Neuer Markt“), die sich freilich nicht als nachhaltig heraus gestellt haben.
- Das Investment-Geschäft wurde durch Unternehmensfusionen und -akquisitionen (M&A) sowohl im nationalen wie transnationalen Rahmen belebt (siehe die Ausführungen zum Volumen internationaler Kapitalverflechtungen, S. 28f.). Hierbei hat sich der Aktientausch wegen der Möglichkeiten der steuerneutralen

Auflösung von Kapitalgewinnen als beliebte Finanzierungsform herausgebildet.²³ Durch die Körperschaftsteuerreform des Jahres 2000 wurde das M&A-Geschäft weiter erleichtert. Für die Finanzinstitute bedeutete dies eine weitere Verstärkung von *Off-budget*-Operationen.

- Die Direktinvestitionsbeziehungen mit Industrieländern werden weitgehend durch M&A geprägt. Diese sind nicht nur als reiner Eigentumsübergang anzusehen, sondern stellen regelmäßig hohe Anforderungen an die Finanzwirtschaft durch komplexe Finanzierungsarrangements. Bei der Übernahme wettbewerbsfähiger Unternehmen ist jedoch kaum davon auszugehen, dass der neue Eigentümer unmittelbar massive Investitionen in Gang setzt, schon gar nicht in Höhe der oft durch übersteigerte Erwartungen hochgetriebenen Transaktionswerte.
- Die Bedeutung institutioneller Kapitalsammelstellen (Versicherungen, Investment- und Pensionsfonds), aber auch die Bereitstellung von *Venture-Kapital* und das Investmentbanking haben für Anleger und Nachfrager von Kapital neue Möglichkeiten geschaffen. Dies hat wiederum zur Stärkung institutioneller Kapitalsammelstellen beigetragen.
- Die Grenzen einzelner Marktsegmente werden „aufgeweicht“ (etwa zwischen Bank- und Versicherungsdienstleistungen), und neue Substitutionsmöglichkeiten zwischen Finanzprodukten werden geschaffen. Dies muss in institutionellen Neugliederungen, aber auch neuen Herangehensweisen an den Markt zum Ausdruck kommen.
- Neue Anforderungen an die Konzernrechnungslegung (IAS) sowie Veröffentlichungspflichten, die auch den Mittelstand einschließen, erhöhen die Transparenz der Finanz- und Kapitalmärkte und schaffen größere Symmetrien bei der Risikoeinschätzung. Sie verändern aber zugleich auch die Chancen des Zugangs zum Kapitalmarkt und erfordern neue Instrumente des Risikoausgleichs und der Finanzierung.
- Tradierte Kundenbindungen werden durch erhöhte Markttransparenz, neue Technologien (*Home Banking* oder *Online Brokerage*), aber auch durch eine ertragsbewusstere Generation von jüngeren Anlegern im Privatbereich („Erbengeneration“) sowie durch neue (verbriefte) Sparformen und innovative Finanzierungsmodelle bei Unternehmen gelockert.
- Die Durchsetzung des Binnenmarktprogramms, die transnationale Harmonisierung von Regelungen und die Schaffung einer einheitlichen Währung

²³ Angesichts der Tendenz zur Finanzierung von Zusammenschlüssen durch Aktientausch kann es freilich sein, dass mit Direktinvestitionen – auch größten Ausmaßes – überhaupt kein Zufluss von Finanzmitteln ins Anlageland verbunden ist (Jungnickel 2000). Diese Art der Finanzierung wurde z. B. bei der Übernahme von Mannesmann durch Vodafone praktiziert.

in Europa haben Risikostrukturen verändert und neue Bedingungen im internationalen Wettbewerb geschaffen. Der neue Euro-Kapitalmarkt kann durch seine größere Tiefe und Liquidität günstigere Marktbedingungen als die bisherigen nationalen Kapitalmärkte bieten. Internationale Vernetzungen ermöglichen es, neue Kundenbeziehungen einzugehen, da die geografische Nähe zwischen Anbietern und Nachfragern weniger relevant wird.

Zu diesen wettbewerbsbedingten Trends gesellen sich weitere Elemente, sowohl auf der Seite des Kapitalangebots als auch der Kapitalnachfrage:

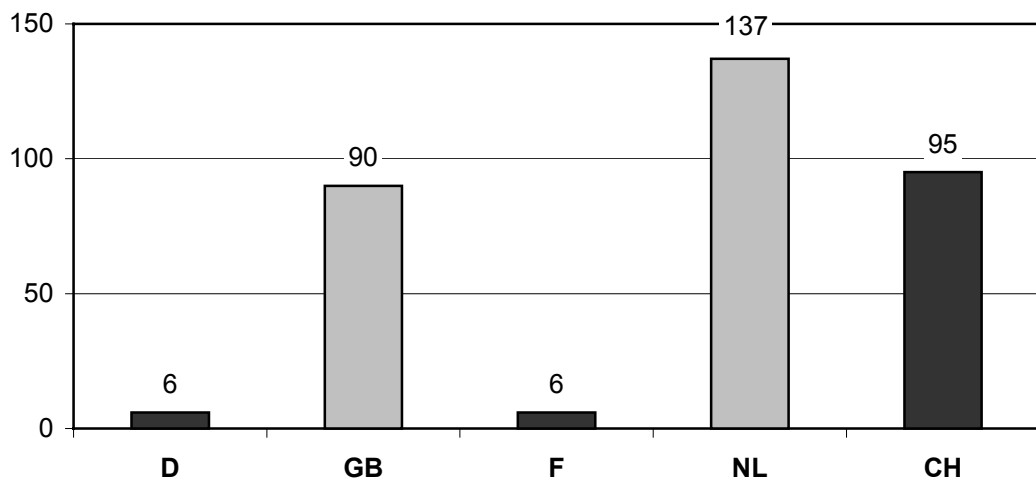
- Auf der Kapitalangebotsseite sind in erster Linie demografische Faktoren sowie damit zusammenhängende institutionelle Änderungen im System der staatlichen Altersvorsorge zu nennen. Es ist damit zu rechnen, dass private und betriebliche Formen der Alterssicherung zu einem Anstieg der Sparleistung der deutschen Volkswirtschaft führen werden. Andererseits gibt es auch gegenläufige Verhaltensänderungen einer stärker konsumorientierten (und möglicherweise weniger risikobereiten) jüngeren Generation, die die Sparneigung insgesamt dämpfen könnten.
- Auf der Kapitalnachfrageseite wird insbesondere die Unternehmensfinanzierung (und hier vornehmlich des Mittelstands) kritisch gesehen. Auch die künftige Entwicklung der Staatsfinanzen und hier besonders der Finanzierung von Defiziten wird für die Finanzmärkte von Bedeutung sein.

Die Auswirkungen von Verhaltensunterschieden zwischen den Generationen auf die Sparneigung werden kontrovers diskutiert. Eine Abschätzung der rein quantitativen Auswirkungen von Verhaltensänderungen auf das Kapitalangebot in Deutschland ist nicht möglich. Wie noch zu begründen sein wird, kommt es für die Diskussion um den Finanzplatz Frankfurt aber weniger auf quantitative als auf qualitative Aspekte an. Die Frage ist nicht die nach Sparvolumina, sondern die nach angemessenen Finanzprodukten, die den Kapitalmarkt in Deutschland verbreitern und vertiefen helfen. Mit „Kontensparen“ in der Fläche allein wird dies nicht zu erreichen sein. Es sind hierzu Innovationen der Finanzwirtschaft erforderlich und es müssen neue Ansätze der Kapitalsammlung, die für Anleger und Nachfrager von Kapital gleichermaßen interessant sind, geschaffen werden. Dem Finanzplatz Frankfurt könnte hierbei eine bedeutende Rolle bei der Produktion und als Großhandelsmarkt, möglicherweise auch beim Risikoausgleich, und als Link zu den internationalen Kapitalmärkten zufallen.

3.2 Spezifische Strukturveränderungen auf der Kapitalangebotsseite: Betriebliche und Private Altersvorsorge als Chance für Frankfurt? Der Entwicklungsrückstand Deutschlands in der kapitalgedeckten Altersvorsorge

Die Alterssicherung in Deutschland zeigt im europäischen Vergleich eine ungewöhnliche Struktur. Die staatlich organisierte, umlagefinanzierte gesetzliche Rentenversicherung liefert mit 85 Prozent des Einkommens von Arbeitnehmern und Arbeitnehmerinnen im Ruhestand den überwältigenden Anteil, während die kapitalgedeckten Zusatzsysteme (betriebliche Altersvorsorge und Individualvorsorge) nur 15 Prozent beitragen. Der Hauptunterschied zwischen Deutschland und seinen Nachbarländern zeigt sich dabei insbesondere in Bezug auf das Gewicht der betrieblichen Altersvorsorge. Diese liefert in Großbritannien, der Schweiz und in den Niederlanden etwa ein Drittel des typischen Alterseinkommens von Ruheständlern, während sie in Deutschland nur 5 Prozent beträgt. Mit dieser Struktur korrespondieren die extremen Unterschiede in den Vermögensbeständen betrieblicher Pensionsfonds, die in mehreren Nachbarländern bereits die Größenordnung des Bruttoinlandsprodukts erreicht haben. Für Deutschland zeigt sich hier ein enormer Rückstand (Abbildung 8)

Abbildung 8 Vermögensbestände von betrieblichen Pensionsfonds in fünf ausgewählten europäischen Ländern (1999) in Prozent des BIP



Quelle: Döring (2002), S. 92.

Vor diesem Hintergrund zielt die Alterssicherungsreform 2001 auf eine schrittweise Gewichtsverlagerung zwischen dem Staatssystem und den kapitalgedeckten Zusatzsystemen. Dabei wird der Hauptakzent auf den energischen Ausbau der betrieblichen Altersversorgung gelegt. Einerseits wird das Nettorentenniveau bis 2030 – bezogen auf eine Versicherungszeit von 45 Jahren – um rund 6 Prozent des Nettoentgelts nach bisheriger Definition abgesenkt. Andererseits werden durch ein neues System der Zulagenförderung, ein neues Sonderausgabenabzugsschema bei der Einkommensteuer und das Recht der Beschäftigten auf Entgeltumwandlung kräftige Impulse für den Aufbau zusätzlichen Altersvermögens gegeben.²⁴

Potenzial der Zusatzvorsorge für den Altersvermögensaufbau

Die Wirkungen des Altersvermögensgesetzes (AVmG) auf den Altersvermögensaufbau sind nicht leicht abzuschätzen. Hierzu trägt allein schon die Freiwilligkeit der geförderten bzw. steuerlich begünstigten Zusatzvorsorge bei. Zugleich ist der Rahmen der Begünstigung bei abhängig Beschäftigten außerordentlich groß. Dies liegt einerseits an der Möglichkeit der parallelen Inanspruchnahme von „Riester-Förderung“ und betrieblicher Altersvorsorge. Andererseits an der Koppelung des oberen Rahmens an die heutige Beitragsbemessungsgrenze und nicht an die persönliche Entgeltshöhe. Dies bedeutet, dass ein(e) Durchschnittsverdiener(in) nach vollem „Heranwachsen“ der Förderung ab 2008 fast 14 Prozent des Bruttoeinkommens begünstigt in die Altersvorsorge einbringen könnte. Dabei sind nicht einmal zusätzliche Kumulationsmöglichkeiten innerhalb der BAV berücksichtigt. Der genannte Prozentsatz fällt bei Beziehern niedriger Einkommen höher aus; bei überdurchschnittlichem Einkommen entsprechend niedriger.

Eine effektive Inanspruchnahme der Förderung in der genannten maximalen Größenordnung dürfte jedoch wenig realistisch sein, zumal der GRV-Beitrag nicht entscheidend gesenkt worden ist (und 2003 wieder steigen wird) und für die gesetzliche Kranken- und Pflegeversicherung Beitragssteigerungen erwartet werden. Zu bedenken ist auch, dass der gewährte unmittelbare Vorteil für die Begünstigten im Falle der Entgeltumwandlung ab 2009 geringer wird, da anschließend die Beitragsfreiheit entfällt²⁵. Anzunehmen ist vielmehr, dass das Potenzial eher bei einer Sparleistung von etwa 4 Prozent des persönlichen Bruttoeinkommens liegen dürfte.

Was die Beteiligung angeht, so ist es nicht unrealistisch anzunehmen, dass nach größeren Startschwierigkeiten doch die übergroße Mehrheit der knapp 35 Millionen Begünstigten auch von der Förderung Gebrauch machen wird. Zu erwarten ist

²⁴ Zu den institutionellen Regelungen des Altersvermögensgesetzes sowie ersten Reaktionen von Tarifparteien, Unternehmen und Förderberechtigten siehe Anhang 4 dieser Studie.

²⁵ Die Bundesregierung muss hoffen, dass die Entgeltumwandlung vor 2009 nicht massiv in Anspruch genommen wird, da in der Gesetzlichen Rentenversicherung ansonsten ein Beitragsanstieg erforderlich wird. Schon die Inanspruchnahme des vollen Spielraumes durch die Hälfte der gegenwärtig Beschäftigten entzieht der Gesetzlichen Rentenversicherung etwa 0,8 Beitragspunkte (eigene Berechnungen des Verfassers; Diether Döring)

allerdings, dass in einem schmalen Bereich niedriger Pro-Kopf-Einkommen – trotz der kräftigen Förderung – auf Grund mangelnder Sparfähigkeit eine Lücke entstehen wird. Auch ist nicht unwahrscheinlich, dass Beschäftigte nahe der Altersgrenze oft auf eine Beteiligung verzichten (obwohl anzumerken ist, dass die Reduktionsmaßnahmen des Altersvermögensgesetzes sehr wohl auch ältere Versicherte und Ruheständler einbeziehen).

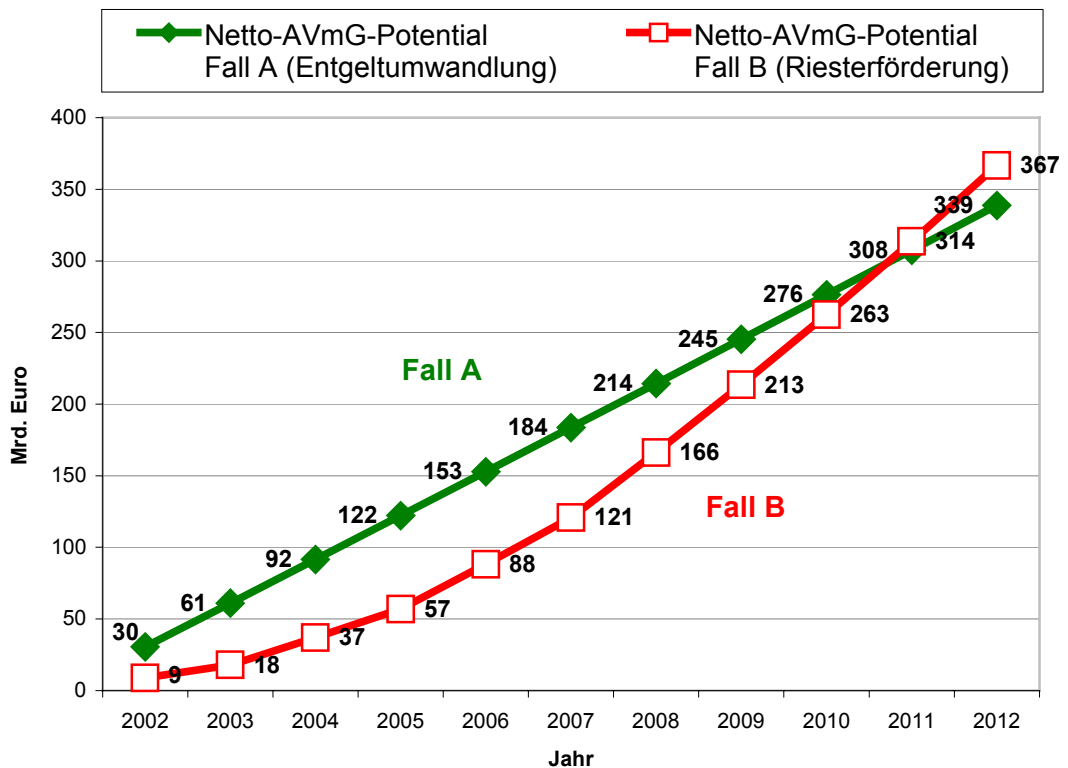
Derzeit ist weiterhin nicht absehbar, wie viel Beitragsaufwand in welche Vorsorgeformen fließen wird. Hieraus folgen Unwägbarkeiten beim Vermögensaufbau, da jede Vorsorgeform mit unterschiedlichen Verwaltungs- und Steuerungskosten sowie unterschiedlichen Strategien der Vermögensanlage und damit auch der Wertentwicklung verbunden ist. Wegen der höheren Leistungsstärke (bezogen auf den gleichen Beitrag) und der stärkeren Begünstigung ist jedoch zu erwarten, dass die betriebliche Komponente klar dominieren wird.

Im Folgenden wird mit Berechnungen zu zwei Annahmekombinationen eine Abschätzung des „realistischen“ Potenzials des Altersvermögensgesetzes in Bezug auf den Altersvermögensaufbau für den Zeitraum bis 2012 vorgenommen. Dabei ist zunächst die Inanspruchnahme von 4 Prozent des persönlichen Bruttoentgelts durch die Gesamtheit der Begünstigten zugrunde gelegt worden (Fall A). In einem zweiten Schritt folgt dann die Ausschöpfung der Riester-Förderung mit den im Altersvermögensgesetz vorgesehenen zeitlichen Ausbaustufen, wiederum bezogen auf das persönliche Bruttoentgelt durch die Gesamtheit der Beschäftigten (Fall B). Die Bruttolohnentwicklung ist mit 2 Prozent pro Jahr, die Verwaltungs- und Anlagesteuerungskosten mit 5 Prozent des Zuflusses (Beiträge, Rendite) und die Rendite mit 3,25 Prozent pro Jahr angenommen worden²⁶. Das Ergebnis dieser Berechnungen führt in beiden betrachteten Fällen für den hier zugrunde gelegten Zeitraum 2002-12 zu einem bedeutenden Vermögensaufbau (Abbildung 9). Dabei liegt das Ergebnis für die steuer- und beitragsfreie Entgeltumwandlung zunächst deutlich höher, was durch den hier sofort möglichen „Vollstart“ des Sparprozesses zu erklären ist. Bei der Riester-Förderung ist dagegen – solange man von dem heutigen Regelungsstand ausgeht – die Zahl der Begünstigten höher, da hier der (im weiteren Sinn) öffentliche Sektor eingeschlossen ist.²⁷

²⁶ Die Berechnungsgrundlagen sind detailliert im Anhang A 4.3 dieser Studie dargestellt.

²⁷ Im Bereich des öffentlichen Sektors im weiteren Sinne (incl. Kirchen, Wohlfahrtsverbände, Sozialversicherungen etc.) greift lediglich die Riester-Förderung. Wegen der größeren Zahl der Begünstigten "überholt" deshalb im Laufe der Zeit das Potenzial für Fall B das Potenzial der Entgeltumwandlung.

Abbildung 9 Altersvermögensgesetz (AVmG) - Potenzial - Vergleich



Quelle: Eigene Berechnungen von Diether Döring und Sven Dietrich; siehe Anhang A 4.3.

Die Entgeltumwandlung würde im Übrigen bis 2012 bei der hier unterstellten Inanspruchnahme immerhin etwa eine Verdoppelung des heutigen unternehmensexternen Vermögensbestandes der betrieblichen Altersversorgung auslösen. Die parallele Inanspruchnahme von Entgeltumwandlung und Riester-Förderung ist – wie erwähnt – zulässig, aber vermutlich in aller Regel nicht zu erwarten. Für den hier zugrunde gelegten Zeitraum bis 2012 können Auszahlungsvorgänge weitgehend vernachlässigt werden²⁸.

Wie problematisch solche Berechnungen im Detail auch sein mögen: Es ist unbestreitbar, dass sich durch den Einstieg in die staatliche geförderte private Altersvorsorge künftig erhebliche Volumina zur Platzierung auf nationalen und internationalen Kapitalmärkten ergeben werden. Diese Volumina werden die Bedeutung von Kapitalsammelstellen und zentralem Portfolio-Management deutlich erhöhen und könnten zur Stärkung des Finanzplatzes Frankfurt beitragen. Allerdings ist nicht gewährt, dass sich die volkswirtschaftliche Bedeutung dieser Fonds auch als Standortvorteil für Frankfurt erweist, da sich das Asset Management durchaus auch

²⁸ Außerordentlich schwer abschätzbar – und unter Experten auch umstritten – ist die Frage der Kompensationswirkungen auf traditionelle Altersvorsorgeinstrumente (Lebensversicherung/priv. Rentenversicherung). Eine Studie von P. König und S. Mahnert (Morgan Stanley Global Pensions Group), New York 2001, S. 37, kommt zu dem Schluss, dass vom AVmG ausgelöste Zuflussvolumen käme zu 70 Prozent aus zusätzlichen Ersparnissen.

global (etwa aus London heraus) betreiben lässt. Es gilt also, die Voraussetzungen für die Nutzung dieses Potenzials am hiesigen Finanzplatz zu schaffen bzw. zu verbessern.

Auswirkungen auf den Finanzplatz Frankfurt

Für die Rhein-Main-Region ist festzustellen, dass bisher kein Finanzinstitut mit Hauptsitz oder Tätigkeitsschwerpunkt in der Region Partner eines der großen neuen tariflichen Branchensysteme geworden ist. Auch dort, wo ein Institut als „Junior-Partner“ beteiligt ist – so die Dresdner Bank an der „Metallrente“ – ist der Sitz der neu gegründeten Allianz Dresdner Pension Consult GmbH (mit 60 „Pension Consultants“) nicht nach Frankfurt sondern nach München gelegt worden. Immerhin hat die neue Pensionskasse der Bauwirtschaft (SOKA-Bau) ihren Standort in der Rhein-Main-Region (Wiesbaden)²⁹. Zudem wächst den in der Region tätigen Zusatzversorgungskassen des öffentlichen Sektors (z.B. Darmstadt) neben der Fortführung der Zusatzversorgung für die bisherige Beschäftigtengeneration ein neues Zusatzgeschäft bei der Riester-Rente für öffentlich Bedienstete zu.

Vor diesem Hintergrund sind für die Finanzinstitute der Region im Rahmen der neuen geförderten Altersvorsorge zwei vorrangige Handlungsfelder absehbar: einerseits die Vermarktung und Organisation eigener Finanzprodukte im Rahmen des AVmG-begünstigten Bereichs und die Fortführung „AVmG-freier“ Produkte (z.B. klassischer Bankspargpläne, Investmentfonds). Andererseits – und hier dürfte der Hauptakzent liegen – das Engagement in dem mit Sicherheit stark wachsenden Markt der Vermögensverwaltung und der Anlagesteuerung für die neuen institutionellen Anleger. Hier ist die Position des Finanzplatzes Frankfurt mit Blick auf die Palette der hier tätigen Investmentbanken und die volumenstärkste deutsche Börse ausgesprochen stark.

Zu den Stärken Frankfurts im neuen Altersvorsorgemarkt gehört auch die breite Präsenz angelsächsischer Investmentbanken (Merrill Lynch, Morgan Stanley, Goldman Sachs, Lehman Brothers). Diese bringen langjährige Erfahrungen im Management betrieblicher Pensionsfonds aus der angelsächsischen Welt mit. Sie waren schon vor der Alterssicherungsreform 2001 erfolgreich in der Beratung und im Anlagemanagement betrieblicher Altersversorgungspläne deutscher Großunternehmen vertreten. Sie haben damit eine besonders gute Ausgangsposition in dem wachsenden Markt für das Anlagemanagement betrieblicher Altersvorsorgefonds. Sie besitzen in der Regel auch seit langem starke „Pension-Consult“-Einheiten. Allerdings sind die in Frankfurt angesiedelten Einheiten oft nur Außenstellen der Londoner und New Yorker Zentralen. Hier ist jedoch eine gewisse „Mannschaftsstärke“ in Frankfurt, mindestens im Beratungs- und Akquisitionsbereich, Voraussetzung des wirtschaftlichen Erfolges.

²⁹ Dort ist traditionell der Standort der z.T. seit den 1950er Jahren bestehenden Sozialkassen des Baugewerbes (z.Zt. insgesamt rd. 1.500 Beschäftigte).

Daneben dürfte mit hoher Wahrscheinlichkeit der Markt für Rating-Agenturen, Research- und Beratungsunternehmen innerhalb des wachsenden Altersvorsorgemarktes stark expandieren. Wie bereits in Kapitel 3.1 ausgeführt, kommt der Präsenz von Informationsdienstleistern am Finanzplatz Frankfurt geradezu strategische Bedeutung zu.³⁰

Als enttäuschend muss auch in diesem Zusammenhang die Standortentscheidung der Bundesregierung für Bonn als Sitz der Zertifizierungsstelle für Altersvorsorgeprodukte der BAFin bezeichnet werden. Sie ist wohl nur durch regionalpolitisches Besitzstandsdenken zu erklären. Es ist im Interesse des Finanzplatzes Frankfurt, aber auch der gesamten deutschen Wirtschaft, zu wünschen, dass diese Fehlentscheidung in absehbarer Zeit korrigiert wird.

Folgen eines verstärkten Altersvorsorgesparsens für den Finanzmarkt

Vorbemerkung – Nach Erfahrung jener Länder, die das Gewicht kapitalgedeckter Alterssicherungselemente stark erhöht haben – u.a. die Niederlande, die Schweiz, Großbritannien –, führt dies zu einer Verschiebung von privaten zu institutionellen Anlegern. Diese Verschiebung hatte in diesen Ländern tendenziell eine Stärkung der Aktienanlage zur Folge³¹ und trug zur Stärkung der entsprechenden Finanzmarktsegmente bei. Dies ging allerdings teilweise zu Lasten der privaten Direktanlage in Aktien und Aktienfonds (vgl. u.a. Dresdner Bank 2002, S. 33). Nach diesen Erfahrungen verstärkt der Bedeutungszuwachs der kapitalgedeckten Altersvorsorge in der Tendenz auch die Orientierung auf lange Laufzeiten der Anlage. Hauptgrund ist, dass Finanzinstrumente mit langer Laufzeit das Wiederanlagerisiko reduzieren. Drei Instrumente stehen dabei im Vordergrund:

-
- ³⁰ Ein Zusatzeffekt dürfte von den sehr weit gehenden Berichtspflichten des Altersvermögensgesetzes gegenüber den Kunden ausgehen. Als Beispiel mag die gesetzliche Berichtspflicht in Bezug auf die Frage gelten, ob und inwieweit soziale, ökologische und ethische Anlagekriterien angewandt werden. Für das Rating nach „ethischen“ Kriterien ist – wesentlich zurückgehend auf Impulse aus den Universitäten Frankfurt und Hohenheim – die Firma Oekom als einflussreiche Agentur gegründet worden, die jedoch ihren Sitz in München genommen hat. In die Spitzenkategorie der Beratungsunternehmen in der BAV war die Firma Heissmann (Wiesbaden) schon vor der Reform 2001 – unter den deutschen Anbietern – in einer geradezu einzigartigen Stellung. Sie ist nach der Reform noch stärker im Aufwind. Sie ist im Übrigen der Allianz/Dresdner-Gruppe zuzurechnen. Im Rating-Geschäft wie im Beratungsbereich der betrieblichen Altersvorsorge gehört die erst in den 1980er Jahren gegründete Gruppe FERl (Bad Homburg) inzwischen in die oberste „Spielklasse“.
- ³¹ Nicht in Widerspruch hierzu steht die Tatsache, dass die gegenwärtige Börsenlage Reduktionen auslöst. Pensionsfonds in Großbritannien, den Vereinigten Staaten und den Niederlanden haben gegenwärtig noch Aktienquoten von rund 50 Prozent (nach Informationen von Lehman Brothers, FAZ vom 21.08.2002).

- Aktien, wegen ihrer fehlenden Laufzeitbegrenzung;
- Absicherungsinstrumente, um dem Schwankungsrisiko zu begegnen (Termingeschäfte, Derivate)³²;
- (Staats-)Anleihen mit langer Laufzeit.

Anforderungen an die Finanzinstitute in einem wachsenden Altersvorsorgemarkt

Mit der Entstehung eines wachsenden Markts für private Altersvorsorge in der Bundesrepublik Deutschland werden an die Finanzinstitute neue Anforderungen gestellt. Die wichtigsten sind folgende:

- **Beratungsfähigkeit (Individualkunden, Unternehmen):**- Alterssicherungsfragen sind von der Ausgangslage her relativ komplex. Für eine gute persönliche Beratung sind Kenntnisse aller für die Alterssicherung des Kunden maßgeblichen Komponenten wesentlich. Eine gute Beratung sollte die Vermögenslage wie die privaten und beruflichen Risiken des Kunden im Blick haben. Daneben sind unter Umständen auch persönliche Präferenzen des Kunden in Rechnung zu stellen. Allgemein kann man davon ausgehen, dass Alterssicherungsfragen ein nicht selten von Sorgen belasteter Beratungsbereich ist. Hier dürften Kunden auf Beratungsmängel zu Recht besonders empfindlich reagieren³³.

Einige Gesellschaften haben mit der Bildung spezieller auf die Altersvorsorgeberatung von Individualkunden, Unternehmen und Tarifpartnern bezogener Einheiten begonnen³⁴. Als Beispiel für eine schnell wachsende Einheit in Deutschland dürfte die Allianz Dresdner Pension Consult GmbH (mit derzeit 60 Beratern) sein. Es dürfte generell sinnvoll sein, Beratungspersonal („Pension Consultants“) für den wachsenden Altersvorsorgemarkt in der Region gezielt aus- bzw. fortzubilden. Wegen der langfristigen Bedeutung von Altersvorsorgefragen dürfte sich hier überhaupt ein neues Berufsbild in der Finanzwelt entwickeln, für das möglichst frühzeitig Ausbildungswege in der Region geschaffen werden müssen. Auch eine neue Zertifizierung auf hohem Level könnte zu einem regionalen „Qualitätsnachweis“ entwickelt werden. Gute Altersvorsorgeberatung dürfte im Übrigen nicht in jeder kleineren Filiale eines Instituts oder in jedem kleineren Finanzinstitut leistbar sein. Unabdingbar ist, dass Beratungszentren Zugang zu einer ausreichenden Rechnerkapazität haben.

Der Beratungsbedarf steigt auch deshalb an, weil durch das „alte“

32 Die Deutsche Bundesbank sieht hier die Chance für die Entwicklung neuer Absicherungsinstrumente (Bundesbank 2002_a, S. 38/39).

33 Beispielhaft könnte man die massiven Kritiken an den jahrelangen „*missellings*“ durch die Anbieter in Großbritannien nennen, was 2002 zu neuen Regulierungen durch die Regierung Blair geführt hat.

34 Das entsprechende Aktionsfeld wird neuerdings gern „Individual Market“ wegen des gleichzeitigen Bezuges auf Institutionen und Individualkunden genannt.

Altersvorsorgeangebot, die neuen „Riester-Produkte“, die neuen Branchenangebote sowie neue Angebote einzelner Unternehmen eine enorme Unübersichtlichkeit entstanden ist – sowohl für den Einzelnen als auch für Unternehmen, die sich hier entscheiden müssen. Interessant ist vor diesem Hintergrund für das Land Hessen mit seiner Kultuskompetenz die in einigen europäischen Ländern (z.B. Großbritannien) feststellbare Tendenz, Fragen der persönlichen Finanz- und Altersvorsorgeplanung bereits in den Schulunterricht sowie in die Erwachsenenbildung hineinzutragen.

- **Anforderung an gesetzliche Berichtspflichten/Transparenz:** Das Altersvermögensgesetz legt sehr weit reichende jährliche Berichtspflichten fest. Diese beziehen sich unter anderem auf die Beitragsverwendung, den Vermögensaufbau, die Verwaltungskosten, aber auch auf die Frage der Berücksichtigung (oder Nichtberücksichtigung) von ethischen, sozialen und ökologischen Anlagekriterien. Bei hartem Wettbewerb der Anbieter und angesichts von regelmäßigen Kündigungsmöglichkeiten durch die Kunden dürfte die Qualität dieser Berichte eine wichtige Voraussetzung für den langfristigen wirtschaftlichen Erfolg der hier engagierten Institute der Region sein. Allein die Tatsache einer Berichtspflicht über die prinzipiengeleitete Anlage nach dem Altersvermögensgesetz dürfte zu Verstärkung des Interesses der Kunden an dem Thema SRI (*Socially Responsible Investment*) – in Deutschland „ethisches“ Investment bezeichnet – beitragen.³⁵ Es wird voraussichtlich ein kräftiges Wachstum des SRI-Anlagevermögens geben, einerseits in der Individualvorsorge, andererseits bei betrieblichen und Branchensystemen, wo neuerdings häufig SRI-Anlageprinzipien in Vereinbarungen der Tarifpartner oder der betrieblichen Akteure festgelegt werden (Döring 2003).
- **Anforderungen an das Angebot von Altersvorsorgeprodukten:** Die Beratung in Verbindung mit dem Angebot von Altersvorsorgeprodukten ausschließlich durch Banken, Investment- oder Versicherungsgesellschaften dürfte künftig auf geringere Akzeptanz stoßen als die durch integrierte Finanzdienstleister. Dies könnte für eine weitere Auflösung der früher relativ klaren Unterscheidung zwischen Banken und Versicherungen durch neue Konglomerate (Bankassurance) sprechen. Der Zusammenschluss Allianz/Dresdner ist hier verbreitet als Signal gewertet worden und wurde nicht zuletzt öffentlich mit der

35 In den Vereinigten Staaten sollen 40 Prozent der altersbezogenen Anlagen „ethische“ Kriterien zugrunde liegen (vgl. Deutsches Aktieninstitut 2002, 2). Auf diesem Feld gab es im deutschsprachigen Bereich in der Vergangenheit eine klare Vorreiterrolle schweizerischer Institute (Bank Sarasin, UBS). Vorreiter am Finanzplatz Frankfurt war hier die BfG Invest (heute SEB Invest), die Ende der 80er Jahre die ersten „ethischen“ und ökologischen Fonds auflegte. Neuerdings hat sich die Deutsche Bank AG mit einer eigenen Einheit (mit derzeit 12 Beschäftigten) gezielt diesem Arbeitsfeld zugewandt. Unter den Rating-Agenturen spielt die Firma Oekom eine Vorreiterrolle, ein bemerkenswertes Beispiel für Impulse aus dem Hochschulbereich (Universitäten Frankfurt und Hohenheim). Darüber hinaus ist ein Netzwerk für „ethisches“ Investment für den deutschsprachigen Raum entstanden, an dem die größeren Institute am Finanzplatz Frankfurt beteiligt sind (Forum Nachhaltige Geldanlagen e.V.). Frankfurt könnte sich hier neben Zürich als Schwerpunkt für den deutschsprachigen Raum herausbilden.

Erwartung eines stark wachsenden Altersvorsorgemarktes begründet. Nach enttäuschenden Ergebnissen verschiedener institutioneller Zusammenschlüsse gibt es neuerdings jedoch auch gegenläufige Entwicklungen. Die angestrebten Vorteile eines integrierten Angebots können vermutlich auch durch funktionierende Kooperationen und Vertriebsvereinbarungen erreicht werden. Zu erwarten ist in einem unübersichtlicher werdenden Markt ein erweiterter Tätigkeitsspielraum für bank- und versicherungsunabhängige Finanzberater und Finanzmakler in der Region. Im Übrigen werden nicht zuletzt auch die Anforderungen an den Verbraucherschutz und seine Institutionen in Bezug auf die Bewertung des Angebots von Finanzprodukten zunehmen.

- **Anforderung an die Anlagesteuerung:** Ein Aufholprozess Deutschlands bezüglich der Vermögensvolumina in den Händen institutioneller Investoren führt zu einem stark erweiterten Tätigkeitsfeld für Investmentbanken, Research- und Rating-Agenturen. Der Erfolg der deutschen Banken am Finanzplatz in der Anlagesteuerung dürfte stark davon abhängen, welche Research-Kapazität und Research-Qualität sie bieten können. Hier wird allerdings in der Finanzwelt die Diskrepanz zwischen den Kapazitäten am Finanzplatz Frankfurt und denen Londons für kaum einholbar gehalten. Hier könnten angesichts der globalen Vernetzung des Finanzmarktes Institute im Vorteil sein, die gleichermaßen am Finanzplatz Frankfurt wie in London verankert sind (z.B. Deutsche Bank AG). Den gleichen Vorteil bringen stark international aufgestellte angelsächsische Institute mit besonderer Erfahrung im Anlagemanagement für betriebliche Fonds mit (Beispiel: die in Frankfurt stark vertretene Investmentbank Morgan Stanley³⁶).

Künftige Entwicklungen der Altersvermögensbildung

Im Zusammenhang mit der künftigen Entwicklung des Marktes für Altersvorsorgesparen seien vor allem zwei Punkte hervorgehoben:

- Eine Hoffnung der Bundesregierung bezüglich der Alterssicherungsreform 2001 war, dass sich die überwältigende Mehrzahl der Begünstigten auch im Rahmen einer freiwilligen Lösung für die Beteiligung an der geförderten Zusatzvorsorge entscheidet. Da zugleich ein gewisser Druck „durch die Hintertür“ durch die Senkung des Rentenniveaus erfolgt, spricht vieles für eine hohe Beteiligung. Das Altersvermögensgesetz sieht eine Überprüfung seiner Wirkungen für das Jahr 2005 vor. Hinter dieser Überprüfungsklausel steht die Frage der bereits früher geführten Debatte über eine verpflichtende Lösung für die Zusatzvorsorge.
- Eine neue Debatte um das Konzept des Altersvermögensgesetzes dürfte es möglicherweise gerade bei starker Inanspruchnahme der

³⁶ Morgan Stanley unterhält mit dem „Global Pensions Quarterly“, New York, sogar eine eigene Fachzeitschrift, die auf hohem Niveau regelmäßig Entwicklungen auch der deutschen Alterssicherungspolitik und den Altersvorsorgemarkt analysiert und für Unternehmen und Tarifparteien Ratschläge erteilt. Die dahinter stehende „Global Pensions Group“ von Morgan Stanley arbeitet an 25 Finanzplätzen der Welt (darunter New York, London, Frankfurt, Zürich, Schanghai).

Bruttoentgeltumwandlung geben. Diese kann zu hohen unmittelbaren Einnahmeausfällen bei Lohnsteuer und (bis 2008) auch bei den Sozialbeiträgen führen. Die Vorteile für die Staatsfinanzen in Form der nachgelagerten Besteuerung der Leistungen treten erst mit großer zeitlicher Verzögerung auf. Er fällt zudem quantitativ tendenziell geringer aus. Deshalb ist es wahrscheinlich, dass die eigentlich erstrebte starke Inanspruchnahme schnell zu einer Debatte über den reichlich groß geratenen Rahmen der Bruttoentgeltumwandlung führen wird.

Bewertungen der Altersvermögensbildung durch die Akteure am Finanzmarkt

Grundsätzlich begrüßen die Akteure am Finanzplatz Frankfurt den Einstieg in die private Altersvorsorge mit staatlicher Förderung. Man erkennt das Potenzial an Sparvolumen, ob zusätzlich oder umgeschichtet, das auf diese Weise an den Kapitalmarkt herangeführt wird. Auch wird erwartet, dass der Finanzplatz Frankfurt in besonderem Maße davon profitieren wird, weil die Bildung von Altersvermögen erhebliche Chancen im Asset Management bietet. Man verweist dazu auf angelsächsische Beispiele, besonders auch auf London (und in gewissem Umfang auch Edinburgh), wo die großen Pensionsfonds das Geschehen am Kapitalmarkt bestimmen. Wie ein Gesprächsteilnehmer es formulierte:

„Ohne das Pensionsfondsgeschäft wäre London nicht das, was es ist.“

Im Asset Management und im Investment-Geschäft haben Deutschland und sein Kernfinanzplatz im internationalen Vergleich erheblich nachzuholen. Bisher stehen betriebliche Pensionsfonds wegen steuerlicher Begünstigungen in Deutschland noch immer vornehmlich immobilisiert in der Unternehmensbilanz. Dies lässt in den seltensten Fällen professionelles Management zu. Auch sind durch die jüngeren Insolvenzen von Unternehmen die erheblichen Risiken hervor getreten, die diese Form der betrieblichen Alterssicherung aufweist. Dies alles unterstreicht die Bedeutung des Pensionsfondsgeschäfts für die Finanzwirtschaft, aber auch für eine umfassendere Belebung der Wirtschaft der Bundesrepublik Deutschland über eine Vertiefung des Kapitalmarktes und innovative Finanzierungsformen.

Allerdings wird der von der Bundesregierung bisher durch das Altersvermögensgesetz beschrittene Weg am Finanzplatz Frankfurt allgemein für irreführend erklärt. Das Gesetz sei (nach Auffassung eines einflussreichen Akteurs) eine „grenzenlose Enttäuschung“ und bestätige nur einmal mehr eine Grundhaltung des Gesetzgebers, die dem Individuum keine Eigenverantwortung zutraut und es am Gängelband staatlicher Fürsorge durchs Leben führen möchte. Dies komme in den komplexen Einzelregelungen der „Riester-Produkte“ zum Ausdruck, sowohl bei der Bildung von Altersvermögen als auch bei dessen Auflösung. Sie nötigten der Finanzwirtschaft verwaltungsaufwändige Beratungs- und Kontrollprozesse auf und immobilisiert die Produkte durch zwanghafte Personenbindung. Besonders im Einzelkundengeschäft

wird den Finanzinstituten ein erheblicher Beratungsaufwand zugemutet, was sich negativ auf die Nettoertragsraten von „Riester-Produkten“ auswirken muss. Auch sei die Akzeptanz der Produkte unter der breiten Bevölkerung wegen der vorerst noch inattraktiven staatlichen Förderung noch gering. Schließlich komme im Gesetz eine extreme Risikoaversion zum Ausdruck, die sich in Restriktionen hinsichtlich der Leistungsansprüche („defined benefit“) und in Einschränkungen bei ihrer Beleihung ausdrückt. Diese Einschränkungen erschweren die Verbriefung (securitization) von Produkten der Altersvorsorge erheblich.

Auch bei der steuerlich geförderten betrieblichen Altersvorsorge werden Probleme gesehen. Hier mögen zwar – insbesondere beim Beratungsaufwand – die Verwaltungskosten erheblich niedriger liegen als beim Vertrieb von „Riester-Produkten“ im Einzelkundengeschäft; dennoch wird auch von diesem Segment nicht erwartet, dass es wesentlich zur Bereitstellung von Risikokapital führe. So wird beispielsweise das Konzept der IG Metall von Marktteilnehmern als nicht zukunftssträftig angesehen, weil es ebenfalls extrem risikoavers ausgelegt sei und den Anleger gegen Marktrisiken zu immunisieren versuche. Auf diese Weise würden praktisch nur Anlageformen mit minimalem Risiko ins Portefeuille genommen, und es wäre dann ehrlicher gewesen, unmittelbar die Zeichnung von Staatsanleihen zu fördern.

Aus Sicht der Akteure am Finanzplatz Frankfurt sollte der Gesetzgeber die eingeschlagene Richtung auf eine verstärkte private Altersvorsorge freilich beibehalten, allerdings dem Einzelnen eine größere Dispositionsfreiheit zugestehen. Dies kann durch Ausweitung der staatlichen Förderung bei Standardprodukten der Vermögensbildung geschehen.³⁷ Es kommen aber auch einfache, wenig verwaltungsaufwändige Produkte wie etwa die US-amerikanischen „individual retirement accounts“ (IRA)³⁸ oder Pensionsfonds in Frage. Es wird nicht ausgeschlossen, dass selbst aus versteuertem Einkommen gebildetes Altersvermögen wegen der geringeren Transaktionskosten und der bei diesen Produkten vorhandenen größeren Dispositionsfreiheit eine höhere Nettoertragsrate aufweisen kann als die steuerbegünstigten „Riester-Produkte“. Dies liegt insbesondere an den Möglichkeiten, Sparkapital durch Verbriefung zu mobilisieren und an Großhandelsmärkte heranzuführen. Von einer solchen Entwicklung würde insbesondere der deutsche Zentralplatz Frankfurt (aber wegen der Bedeutung von institutionellen Anlegern in diesem Markt zu einem gewissen Grad auch London) profitieren. Diese Einschätzung

³⁷ Die verschiedenen steuer- und sozialversicherungsbegünstigten Sparformen in der Bundesrepublik Deutschland (Vermögensbildungsgesetz, Wohnungsbau-Prämiengesetz, die Förderung von Vermögensbeteiligungen nach § 19 a des Einkommensteuergesetzes) haben zusammen mit dem Altersvermögensgesetz zu einer gewissen Unübersichtlichkeit am Markt geführt. Hier scheint eine klärende „Flurbereinigung“ geboten.

³⁸ IRAs erlauben es, den geringeren Betrag von \$3.000 oder 100 Prozent des Arbeitseinkommens in ein steuerbegünstigtes Konto der Altersvorsorge einzuzahlen. Es gibt sie in der traditionellen Form (mit nachgelagerter Besteuerung) und in der Form von so genannten „Roth IRAs“, die aus versteuertem Einkommen gebildet werden.

der Finanzwirtschaft macht eine Überprüfung der aktuellen Gesetzeslage dringend erforderlich.

Ein weiteres Potenzial für die Belebung der Kapitalmärkte und des Investment-Geschäfts in Deutschland liegt nach Auffassung der Finanzwirtschaft in den in Unternehmensbilanzen schlummernden, immobilisierten Pensionsrückstellungen. Um sie wirkungsvoll an den Kapitalmarkt heranzuführen zu können, muss sich der Gesetzgeber freilich der Frage einer steuerneutralen oder -begünstigten Auflösung solcher Rückstellungen zuwenden.

Wie bereits im Abschnitt 0 ausgeführt, werden sich aus der Verstärkung der privaten Altersvorsorge erhebliche Konsequenzen für den deutschen (und europäischen) Kapitalmarkt ergeben, die u.a. auch neue Berufsbilder und Beschäftigungschancen entstehen lassen. So ist etwa in Großbritannien das Berufsbild des Publikumsmanagers wohl etabliert. Wegen der erforderlichen Kundennähe wird der Rolle von Experten „vor Ort“ eine große Bedeutung beigemessen. Auch wird sich als Folge der Veränderungen beim Kapitalangebot die Bedeutung von Asset Management, einschließlich des Fondsmanagements, und von Investmentbanking verstärken. Nach Einschätzung der Finanzwirtschaft muss hierzu bereits jetzt eine Offensive in der Ausbildung qualifizierten Humankapitals gestartet werden, um internationaler Konkurrenz begegnen zu können. Denn trotz größerer Chancen im kundennahen Geschäft mit Produkten der Alterssicherung erwartet die Finanzwirtschaft derzeit noch eine bleibend führende Rolle der Angelsachsen insbesondere im institutionellen Großhandel.

3.3 Spezifische Strukturveränderungen auf der Kapitalnachfrageseite:

Die Finanzierung des Mittelstandes als Chance für Frankfurt?

Strukturprobleme der deutschen Wirtschaft

Nach allgemeiner Einschätzung der Akteure am Finanzplatz Frankfurt sieht sich die Wirtschaft der Bundesrepublik Deutschland nicht allein einer schwierigen konjunkturellen Lage gegenüber, sondern hat insbesondere mit erheblichen Strukturproblemen zu kämpfen, die sich über eine längere Zeit aufgestaut haben. Ausgelöst und vorangetrieben wurde und wird der Strukturwandel vor allem durch die Globalisierung und durch staatliche Deregulierung. Nochmals beschleunigt wurde der Wandel für die Länder der Europäischen Währungsunion durch deren Zusammenwachsen mit der Einführung der Gemeinschaftswährung.

Die Konsequenzen dieser Entwicklungen sind noch schwer abschätzbar, setzen allerdings voraus, dass sich Märkte flexibel an die neuen Bedingungen der Weltwirtschaft anpassen können. Dies wird für die Bundesrepublik Deutschland häufig in Frage gestellt. Man kritisiert protektionistisches Denken, das sich besonders im Arbeitsmarkt, aber auch beim Verbraucherschutz und beim inhaltenden Widerstand

gegen internationale Harmonisierungsbestrebungen, etwa der europäischen Übernahmerichtlinie dokumentiert. Eine fehlende Bereitschaft zum Strukturwandel in Wirtschaft und Politik führt zur Verdrängung aus Produkt- und Dienstleistungsmärkten, macht sich in Stagnation von Produktion und Rückgang der Beschäftigung bemerkbar und zieht in vielen Fällen Insolvenz und Unternehmensschließungen nach sich.³⁹ Verschärft werden diese Tendenzen durch Versuche der Politik, die Entwicklung durch strukturkonservierende Umverteilungsmaßnahmen aufzuhalten bzw. zu mildern, was zu einem Anstieg der Abgabenquote und zu im internationalen Vergleich hohen Lohnnebenkosten führt. Dies untergräbt nach Ansicht der Akteure am Finanzplatz die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft weiter und muss sich langfristig zu einem Standortnachteil auswirken.

Die im Rahmen des Strukturwandels ablaufenden Veränderungen haben auch Einfluss auf die Beziehungen zwischen Unternehmen, Banken und Kapitalmarkt und damit auf die Bedingungen für die Unternehmensfinanzierung. Neben einer Bestandsaufnahme der gegenwärtigen Finanzierungsstrukturen soll deshalb zunächst der Frage nachgegangen werden, wie diese Veränderungen der Unternehmensfinanzierung aussehen könnten und welche Chancen sich daraus für den Finanzplatz Frankfurt ergeben.

Struktur der Unternehmensfinanzierung in Deutschland

Eine nähere Betrachtung zeigt, dass die Finanzierung deutscher Unternehmen durch Thesaurierung von Gewinnen (Innenfinanzierungsquote) über die Zeit hinweg stark schwankt (siehe Tabelle 19). Dennoch hat die Innenfinanzierung mit Anteilen zwischen 31,1 Prozent und 69,6 Prozent von je her eine bedeutende Rolle für die Unternehmen gespielt. Vor dem Hintergrund der Hausse an den globalen Aktienmärkten hat sich zwischen 1998 und 2000 eine deutliche Tendenz zur Beschaffung von haftendem Außenkapital ergeben. Diese Entwicklung kam freilich angesichts der zunehmenden Unsicherheit an den Kapitalmärkten im Jahr 2001 wieder zum Erliegen.

³⁹ Wie Destatis, das Statistische Bundesamt, mitteilt, gab es im Jahr 2001 in Deutschland rund 49 300 Insolvenzen, darunter 32 300 von Unternehmen und 13 300 von Verbrauchern. Die Gerichte ermittelten für alle Insolvenzanträge im Jahr 2001 offene Forderungen von über 31 Mrd. Euro (2000: 24 Mrd. Euro). Bei den betroffenen Unternehmen waren über 200 000 Arbeitnehmer beschäftigt. Tatsächlich dürfte die Zahl aber höher liegen, da bei mehr als einem Fünftel aller Anträge keine Angaben zu den Beschäftigten gemacht wurden. (Pressemitteilung Destatis, 13. März 2002).

Tabelle 19 Finanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften (Struktur in Prozent)

	1991	1993	1995	1997	1998	1999	2000	2001
Innenfinanzierung	52,2	55,0	69,1	69,6	53,4	44,9	31,1	50,2
Außenfinanzierung	47,8	45,0	30,9	30,4	46,6	55,1	68,9	49,8
bei Banken	33,3	14,5	22,0	16,9	19,4	19,8	8,5	11,8
bei sonstigen Kreditgebern	4,3	5,0	1,3	6,9	9,9	21,7	32,4	11,3
Wertpapiermarkt ¹	1,4	18,3	-1,3	-1,2	-1,1	4,2	1,7	6,0
Beteiligungen ²	6,1	5,6	6,3	6,4	17,1	12,0	25,4	19,3
Pensionsrückstellung	2,7	1,6	2,7	1,4	1,3	1,3	0,9	1,3
Nachrichtlich:								
Insgesamt (in Mrd. Euro)	275,9	238,6	250,7	252,9	360,8	377,8	472,5	367,27

1) Geldmarktpapiere und Rentenwerte

2) Aktien und sonstige Beteiligungen

Quelle: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Juni 2002

Untersuchungen nach Größenklassen – wie sie beispielsweise die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW 2002-1) oder Lichtblau/Utzig (2002) durchgeführt haben – zeigen, dass die relative Bedeutung der Innenfinanzierung für Unternehmen verschiedener Größe sehr ähnlich ist. Unterschiede in der Finanzierungsstruktur deutscher Unternehmen verschiedener Größenklassen müssen daher vornehmlich in der Struktur des Außenkapitals liegen.

Nach Größenklassen strukturierte aggregierte Bilanzdaten sind für die Jahre 1995 bis 1999 in Tabelle 20 dargestellt. Sie liefern folgendes Bild:

Tabelle 20 Struktur der Passivseite der Bilanzen deutscher Personen- und Kapitalgesellschaften im Durchschnitt der Jahre 1995 bis 1999 (Angaben in Prozent)

Umsatzgrößenklasse	Eigenkapital	Rückstellungen	Verbindlichkeiten	darunter: Banken
1-2,5 Mio. Euro	20,3	6,7	73,0	29,2
2,5-5 Mio. Euro	22,1	7,8	70,1	29,2
5-25 Mio. Euro	27,5	9,1	63,4	28,4
25-50 Mio. Euro	29,4	10,8	59,9	26,9
50-125 Mio. Euro	30,5	15,7	53,8	22,6
125-250 Mio. Euro	34,1	19,3	46,6	16,2
>250 Mio. Euro	30,3	28,9	40,7	7,8
Gesamt	30,5	26,9	42,6	9,9

Anmerkungen:

Alle Branchen außer Landwirtschaft, Banken, Versicherungen, Vermietung und Verpachtung; Verbindlichkeiten einschließlich Sonstige Passiva. Filter: Berücksichtigt sind Unternehmen mit vollständigem Datensatz; Unternehmen mit einer Nettoumsatzrendite kleiner –50 Prozent und größer +50 Prozent und/oder einer Bilanzsummen-Umsatz-Relation größer fünf sind ausgeschlossen.

Fallzahlen: 2645 im Durchschnitt der Jahre 1995-1999.

Quelle: Lichtblau/Utzig (2002).

Die Eigenkapitalquote steigt mit der Unternehmensgröße von 20,3 Prozent bei Unternehmen mit einem Umsatz von 1 - 2,5 Mio. Euro bis auf 34,1 Prozent bei Unternehmen der Umsatzgrößenklasse 125 - 250 Mio. Euro; der Mittelanteil, der durch haftendes Eigenkapital zur Verfügung gestellt wird, wächst also mit der Größe des Unternehmens. Bei Großunternehmen (mehr als 250 Mio. Euro Jahresumsatz) sinkt die Quote wieder leicht auf 30,3 Prozent ab.

Die Verbindlichkeiten sinken spiegelbildlich von 73 Prozent bei Unternehmen der niedrigsten Umsatz-Größenklasse bis auf 28,9 Prozent in der Klasse der Unternehmen mit mehr als 250 Mio. Euro Jahresumsatz. Kleinere Unternehmen decken ihren Kapitalbedarf also stärker durch Fremdkapital.

Betrachtet man zudem die Struktur des Fremdkapitals, so fällt auf, dass kleinere Unternehmen zu deutlich größeren Teilen über Bankkredite finanziert sind als große: der Anteil der Bankverbindlichkeiten an der Bilanzsumme sinkt mit steigender Unternehmensgröße von 29 Prozent auf weniger als 8 Prozent. Weitere Untersuchungen zeigen, dass langfristige Kredite im Rahmen der Bankfinanzierung die Hauptrolle spielen.

Diese Betrachtung der Finanzierungsstruktur zeigt, dass der klassische Bankkredit gerade für Unternehmen des Mittelstandes nach wie vor von besonderer Bedeutung ist. Auch die Investitionsfinanzierung stützt sich bei Mittelständlern in stärkerem Maß auf Fremdkapital. Hinzu kommt, dass kleinere Unternehmen nur in geringerem Maß in der Lage sind, ihren Beschäftigten betriebliche Renten zuzusichern. Dies macht sich in der geringeren Bedeutung von Pensionsrückstellungen in diesem Unternehmenssektor bemerkbar, deren Mittel den Unternehmen bis zur Auszahlung der Renten zu Finanzierungszwecken zur Verfügung stehen.⁴⁰

Großunternehmen greifen hingegen nicht nur in stärkerem Maß auf Eigenkapital, sondern auch im Rahmen der Fremdfinanzierung deutlich häufiger auf Alternativen zur Finanzierung durch Bankkredite zurück. Unterstützt werden diese größenspezifischen Unterschiede dadurch, dass die „innovativen“ Wege der Mittelbeschaffung Unternehmen erst ab einer gewissen Mindestgröße offen stehen. Größere Unternehmen verfügen über zahlreichere Wege zur Liquiditätssicherung, von welchen sie zunehmend auch Gebrauch machen; so bedienen sie sich z.B. immer häufiger des zunehmend liquiden Marktes für Corporate Bonds. Auch greifen sie bei der Finanzierung ihrer Investitionen wesentlich stärker auf Finanzierungsquellen wie Abschreibungen, Rückstellungen und Eigenkapital zurück, sind also wie in der

⁴⁰ Durch die neu geschaffene Möglichkeit der Beitragszusage seitens der Unternehmen statt der bisher verpflichtenden Leistungszusage, die aufgrund der fixen Zahlungsansprüche auf kleine und mittlere Unternehmen eine abschreckende Wirkung besaß, könnten sich Betriebsrenten künftig auch bei kleineren Unternehmen verbreiten. Allerdings stehen die entsprechenden Mittel dem Unternehmen nicht in Form von Rückstellungen zur Verfügung, sondern müssen in Pensionsfonds eingezahlt werden. Dies wird, wie in Kapitel 3.2 näher beleuchtet, die Wertpapiernachfrage steigern und zur Stärkung des Kapitalmarktes beitragen.

Gesamtfinanzierung auch bei der Finanzierung ihrer Investitionen weit weniger bankabhängig.

Untersucht man die Daten des Jahres 1998 im Hinblick auf die Aufteilung der Bankverbindlichkeiten auf verschiedene Institute, so zeigt sich ein mit der großen Bedeutung der Banken für die Mittelstandsfinanzierung in Verbindung stehendes Phänomen, das in unten stehender Tabelle dargestellt ist: Unternehmen unterhalten mit zunehmender Größe weniger intensive Verbindungen zu einer steigenden Anzahl von Banken (Tabelle 21).

Tabelle 21 Bankverbindungen und Unternehmensgröße im Jahre 1998

Umsatzgrößenklasse	Zahl der Bankverbindungen	Anteil der Bankkredite an der Bilanzsumme
	Anzahl	Prozent
1-2,5 Mio. Euro	1,9	30,5
2,5-5 Mio. Euro	2,1	30,7
5-25 Mio. Euro	2,6	30,1
25-50 Mio. Euro	3,2	26,1
50-125 Mio. Euro	3,5	24,1
125-250 Mio. Euro	3,3	16,6
>250 Mio. Euro	3,7	8,1

Anmerkungen:

Branchen: Alle außer Landwirtschaft, Banken, Versicherungen, Vermietung und Verpachtung;

Filter: nur Unternehmen mit Angaben zur Anzahl ihrer Bankverbindungen in den Klassen 1 bis 6, einer Nettoumsatzrendite größer –50 Prozent und kleiner +50 Prozent und einer Bilanzsummen-Umsatz-Relation kleiner fünf. Fallzahlen: 2902

Quelle: Lichtblau/Utzig (2002).

Konkretisiert werden kann die Aussage der Tabelle durch weitere Untersuchungen. Sie zeigen, dass kleinere, dem Mittelstand zuzuordnende Unternehmen häufig alle Finanzgeschäfte bei einem einzigen, oft kleineren Institut abwickeln und, selbst wenn sie über mehrere Bankverbindungen verfügen, in der Regel nur zu einer der Banken, der jeweiligen Hausbank, eine besonders intensive Verbindung pflegen. Bei dieser Hausbank liegen im Durchschnitt drei Viertel der gesamten Verschuldung des Unternehmens gegenüber Kreditinstituten.

Dieses Relationship Banking oder „Hausbankprinzip“⁴¹ erklärt sich dadurch, dass die enge Beziehung zu einer einzigen Bank Probleme von asymmetrischer Informationsverteilung überwinden hilft. Größere Unternehmen weisen aufgrund höherer Publizitätsanforderungen in der Regel ein geringeres Maß an Informationsasymmetrie auf, weshalb sie auch nicht in gleichem Maß auf eine Bank als Monitor zur Reduktion von Informationsasymmetrie angewiesen sind.

⁴¹ Zur Untersuchung von Hausbankbeziehungen siehe z.B. Harhoff/Körting (1998) oder Elsas (2004).

Unternehmensfinanzierung im internationalen Vergleich

Im internationalen Vergleich ist die in Deutschland zu beobachtende Diskrepanz zwischen den Eigenkapitalquoten großer und kleiner Unternehmen außergewöhnlich; lediglich die Niederlande weisen eine ähnliche Struktur auf. In Ländern wie den USA, Großbritannien und Spanien zeigt sich ein völlig anderes Bild: Hier liegen die Eigenkapitalquoten kleinerer Unternehmen über denen großer. Während also die Mehrzahl internationaler Studien zur Unternehmensfinanzierung einen positiven Zusammenhang zwischen Unternehmensgröße und Verschuldungsgrad feststellt⁴², der auch theoretisch untermauert werden kann, liegt in Deutschland ein negativer Zusammenhang vor.⁴³

Relationship Lending ist für die Finanzierung kleiner und mittelgroßer deutscher Unternehmen typisch. Kernargument für diese Art der Finanzierung ist, dass die informationellen Vorteile einer engen Bindung – im Folgenden als „existenzbegründende“ Faktoren des Relationship Lending aufgeführt – die Nachteile aus fehlendem Bankenwettbewerb überkompensieren.

Als „existenzbegründend“ können verschiedene Faktoren genannt werden, die diese Art der Finanzierung in Deutschland zur optimalen Finanzierungsform haben werden lassen. Hierzu zählen institutionelle Regelungen wie die steuerliche Begünstigung von Fremdkapital, die Vorrangstellung der Banken im Insolvenzfall und ein breites Instrumentarium zur Sicherung von Kreditansprüchen. Diese haben – zusammen mit den bis vor wenigen Jahren geltenden Regulierungen der Kreditmärkte und fehlendem Wettbewerbsdruck – die Entwicklung alternativer Finanzierungsmöglichkeiten behindert.

Was die Zukunftsträchtigkeit des Hausbankprinzips angeht, so muss auf einige Schwächen übermäßiger bankorientierter Finanzierung hingewiesen werden.

- Im Rahmen der Gründerwelle der letzten Jahre wurde deutlich, dass dieses Prinzip für risikoreiche Investitionen an Grenzen stößt.
- Es kommt zu sogenannten *Lock-in*-Effekten, d.h. das Unternehmen ist in Finanzierungsangelegenheiten von seiner Hausbank abhängig.

⁴² Beispielhaft sei hier die Studie zur Unternehmensfinanzierung von Rajan/Zingales (1995) genannt.

⁴³ So identifizieren Lichtblau/Utzig (2002) mittels multipler Regression einen statistischen Zusammenhang zwischen dem Grad der Bankverschuldung und dem Anteil der Verbindlichkeiten großer und kleiner Unternehmen. Ihr Ergebnis lässt sich auch als Bestätigung der Hausbankhypothese interpretieren. Die Regressionsanalyse stützt zudem die These, dass die Überwindung der Probleme aus asymmetrischer Information bei kleinen und mittelgroßen deutschen Unternehmen, insbesondere bei Personengesellschaften, mehr durch langfristige Bindung an eine Bank als durch hohe Eigenkapitalquoten in Angriff genommen wird.

- Die Aufnahme von Fremd- oder Eigenkapital an Anleihe- bzw. Beteiligungsmärkten wird durch das Hausbankprinzip erschwert, da eine hohe Verschuldung an diesen Märkten durchweg negativ bewertet wird.
- Als Folge der geringen Transparenz und eines mangelhaften Kommunikationsverhaltens nach außen wird die Offenlegung finanzierungsrelevanter Tatbestände – wie sie für alternative Finanzierungswege unerlässlich ist – erschwert, was zur Verkrustung der Finanzierungsstruktur beiträgt.

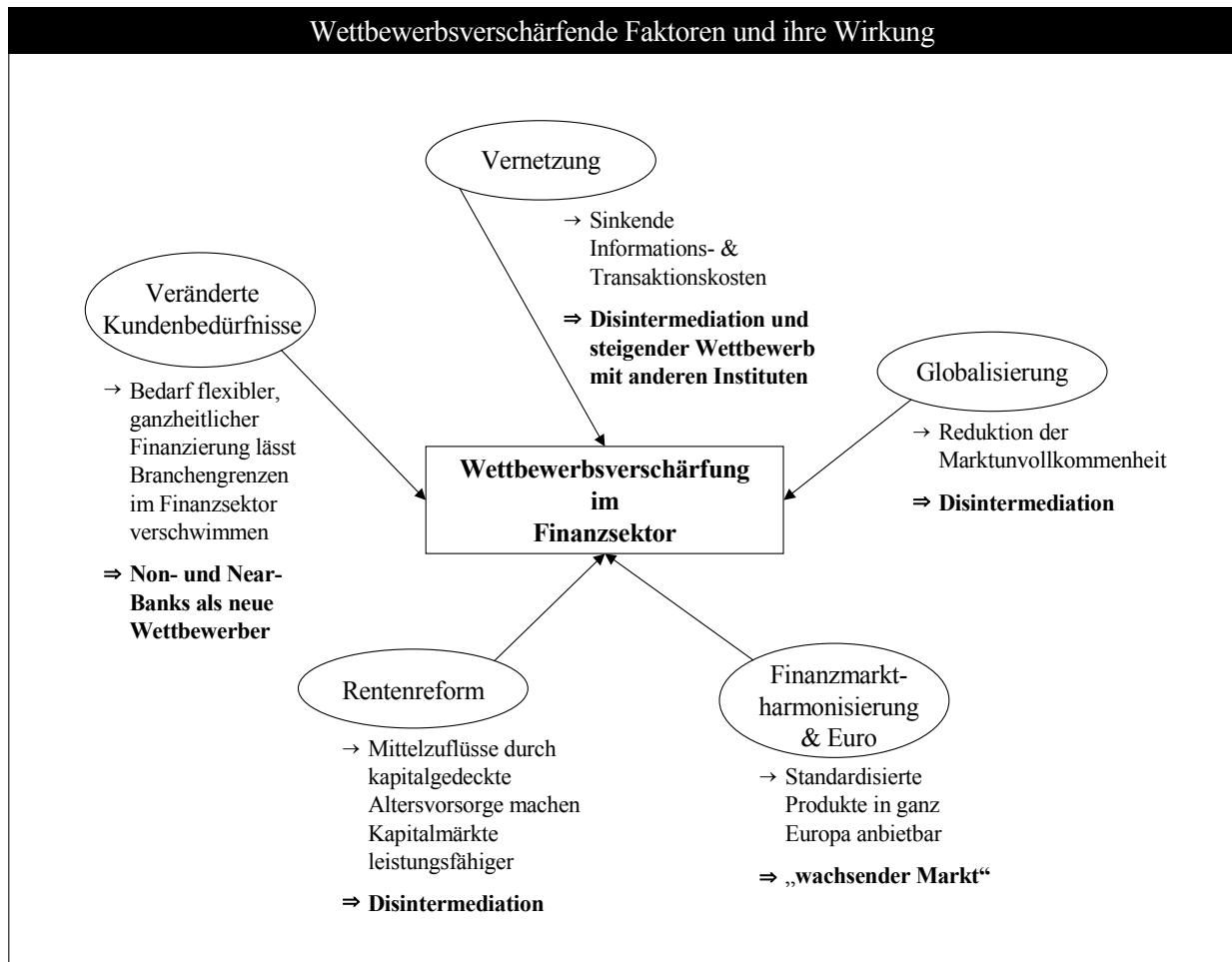
Angesichts des gesamtwirtschaftlichen Wandels muss die Zukunftstauglichkeit dieser klassischen Form der Unternehmensfinanzierung kritisch betrachtet werden.

Perspektiven für die Unternehmensfinanzierung

Um konkrete Perspektiven für die Unternehmensfinanzierung abschätzen zu können, müssen zunächst Entwicklungen auf der Seite der kapitalgebenden Institute näher betrachtet werden.

Veränderungen im Finanzsektor – Mit dem strukturellen Wandel im Finanzsektor unterliegen seit der ersten Hälfte der neunziger Jahre auch die Kreditinstitute einem Umstrukturierungsprozess. Zu den treibenden Faktoren dieses Prozesses zählen die in Abbildung 10 dargestellten Einflussgrößen Vernetzung, Globalisierung mit nachhaltiger Tendenz zur Konvergenz von Rahmenbedingungen, – Finanzmarktharmonisierung auf europäischer Ebene, eine stärkere private Altersvorsorge sowie Veränderung der Kundenbedürfnisse auch und gerade in der Unternehmensfinanzierung.

Abbildung 10 Wettbewerbsverschärfende Faktoren im Finanzsektor



Quelle: Eigene Darstellung

So wird durch die Vernetzung die klassische Rolle der Banken als Finanzintermediäre in Frage gestellt. Dies betrifft sowohl das Privatkundengeschäft, wo kostengünstige Standardbankleistungen via Internet immer stärker die traditionelle Beziehung zwischen Kunden und Bank ablösen, als auch das Firmenkundengeschäft, wo die Banken im Zuge des Strukturwandels schärferen Wettbewerbsbedingungen unterliegen.

Das In-Frage-Stellen der Banken als Finanzintermediäre basiert einerseits auf der allgemeinen zeitnahen Verfügbarkeit von Finanzmarktinformationen; sie reduziert die Bedeutung der Bank zumindest als Informationsmittler. Andererseits resultiert sie aus der Reduktion der Transaktionskosten für standardisierbare Bankdienstleistungen, die einem immer intensiveren Wettbewerb ausgesetzt sind.

Dennoch sind auch heute nicht alle Informationen öffentlich und zeitnah zugänglich und zudem nicht von jedermann folgerichtig interpretierbar, so dass Banken auch weiterhin wichtige Funktionen bei der Informationsbeschaffung und -verarbeitung erfüllen werden. Diese werden besonders wegen der verstärkten Tendenzen zur

Verbriefung, die eine Trennung der Kreditakquisition, -analyse und -überwachung von der Risikoübernahme ermöglicht, von Bedeutung bleiben.

Belastend wirkt sich auf das Bankgeschäft auch die Tendenz zur Disintermediation aus, die durch mehrere Faktoren begünstigt wird:

- *Reduktion von Marktunvollkommenheit durch Globalisierung.* Sie führt dazu, dass verschiedene typische Banktransaktionen heute auch über den Markt abgewickelt werden können. Die Kapitalmärkte sind in diesen Bereichen zu direkten Konkurrenten der Banken geworden.
- *Konkurrenz zwischen Banken und Kapitalmarkt bei der Kapitalbeschaffung.* So ist die traditionelle Refinanzierung über Einlagen rückläufig. Die Institute müssen sich vermehrt über den Kapitalmarkt mittels Bankschuldverschreibungen refinanzieren, was tendenziell mit erhöhten Refinanzierungskosten verbunden ist.
- *Stärkere private Vorsorge, besonders im Bereich der Alterssicherung.* Sie dürfte den Trend der Disintermediation auf lange Sicht noch begünstigen. Der Grund liegt in der erwarteten Steigerung der Liquidität und Leistungsfähigkeit der Kapitalmärkte durch Pensionsfonds.
- *Europäisierung der Finanzmärkte.* Durch die Schaffung interner europäischer Finanzmärkte und die Maßnahmen zu ihrer Förderung (z.B. der Financial Services Action Plan der EU) werden die Marktkräfte gestärkt. Dies erleichtert die Unternehmensfinanzierung über den Markt und dürfte ebenfalls den Trend zur Disintermediation begünstigen.

Zudem zeigen sich unter anderem wegen des veränderten Finanzierungsbedarfs klare Tendenzen in Richtung auf ein Verschwimmen von Branchengrenzen zwischen ehemals getrennten Geschäftsbereichen. Diese lassen in zunehmendem Maß auch Nearbanks und Nonbanks zu Konkurrenten der Banken bei der Unternehmensfinanzierung werden.

Insgesamt stehen die Banken durch die Wettbewerbsverschärfung im Kreditgeschäft unter zunehmendem Rentabilitätsdruck. Das zeigt auch die Entwicklung der durchschnittlichen Zinsmarge im deutschen Bankgewerbe, die in den vergangenen Jahren kontinuierlich gesunken ist.⁴⁴ Dieser Rentabilitätsdruck wird dazu beitragen, dass das in der vorangegangenen Betrachtung als für die deutsche Mittelstandsfinanzierung typische Hausbankprinzip zumindest in seiner traditionellen Form an Bedeutung verlieren wird.

Getrieben wird diese Entwicklung einerseits

⁴⁴ Betrag der Zinsüberschuss in Prozent der Bilanzsumme 1994 noch 1,89, so erreichte er im Jahr 2000 mit 1,15 Prozent ein Rekordtief. Siehe auch Kapitel 1 dieser Studie.

- durch ein Aufkommen von „*Smart-shopping*“-Verhalten seitens der Unternehmen, die sich die benötigten Mittel jeweils vom günstigsten Anbieter beschaffen könnten. Empirische Belege für ein derartiges Verhalten seitens der Unternehmen fand z.B. die KfW (2002a) in ihrer Studie zur Unternehmensfinanzierung.
- Andererseits könnten sich auch die Kreditinstitute – infolge des Wettbewerbsdrucks auf die Margen und der zunehmenden Schwierigkeit, einen unter Risikoaspekten zu niedrigen Zins durch Quersubventionierung auszugleichen – veranlasst sehen, ihr Kreditvergabeverhalten in Richtung einer differenzierteren und restriktiveren Kreditvergabe zu modifizieren.

Für Veränderungen in der Bankenpolitik finden sich bereits empirische Belege. So verdeutlichen etwa die Zahlen zu den Kreditneuzusagen (KfW, 2002b), dass Banken eine deutlich restriktivere Kreditvergabepolitik an den Tag legen als in den vergangenen Jahren.⁴⁵ Die geschätzten Neuzusagen im Zeitraum von April 2001 bis März 2002 lagen um durchschnittlich 7 Prozent unter den Werten der jeweiligen Vorjahresquartale. Es muss allerdings betont werden, dass der Rückgang nicht ausschließlich auf Strukturwandel, sondern auch auf konjunkturelle Schwäche zurückzuführen ist. Die Konjunkturschwäche wirkt sich dabei gleich zweifach aus: Einerseits lässt sie das Kreditangebot der Banken angesichts der wachsenden Zahl von Insolvenzen schrumpfen; andererseits bewirkt sie einen Rückgang in der Investitionstätigkeit der Unternehmen und damit der Kreditnachfrage.⁴⁶

Betrachtet man einzelne Bankengruppen, so stehen einem Rückgang bei den privaten Kreditbanken von rund 16 Prozent und im Genossenschaftssektor von 4 Prozent (jeweils im Vergleich zum Vorjahr) im Sparkassensektor Zuwächse von durchschnittlich 2 Prozent gegenüber. Dies unterstreicht eine gewisse Pufferfunktion der Sparkassen und bedingt auch der Genossenschaftsbanken.

Strategische Neuausrichtung der Banken

Um im veränderten Umfeld bestehen zu können, das von dynamischem Wettbewerb, zunehmender Konsolidierung und hohen Anforderungen an die Flexibilität geprägt sein wird, nehmen die Banken – bislang besonders die privaten – eine Neuausrichtung ihres Geschäfts vor. Dabei modifizieren sie nicht nur ihr Kreditvergabeverhalten und die Folgebehandlung vergebener Kredite – primär in Form von Verbriefung⁴⁷, sondern bieten ihren Kunden auch innovative Produkte aus anderen, ertragreichen Geschäftsfeldern an, wie z.B. dem Investmentbanking. Diese Veränderungen lassen sie von traditionellen Kreditinvestoren zu einer Art Kreditdienstleistern oder

⁴⁵ Ein befürchteter „*credit crunch*“ ist jedoch bislang ausgeblieben.

⁴⁶ Zur Veränderung der Beziehung zwischen Banken und mittelständischen Unternehmen siehe auch MIND-Finance 2000, Seite 108.

⁴⁷ Zur – immer weiter reichenden – Verbriefung von Krediten siehe beispielsweise KfW 2001-1, Seite 24-28.

Kapitalmarktbanken werden, deren vielfältigere Aktivitäten weit über die traditionelle Kreditvergabe hinausgehen.

Eine weiter gehende Neuausrichtung der Kreditvergabeaktivitäten dürfte auch durch die Anpassung der Eigenkapitalvorschriften an die Entwicklungen in den Kapitalmärkten ausgelöst werden. Die im Rahmen von Basel II geplante risikoabhängige Eigenkapitalhinterlegung von Krediten soll Kreditinstitute durch eine Anpassung der regulatorischen Eigenkapitalbindung an die ökonomische zu einem risikobewussteren Umgang mit Eigenkapital veranlassen. Die spezifischen ökonomischen Risiken jedes einzelnen Kredits werden dann maßgeblich für die Hinterlegung mit Eigenkapital. Es bewirkt ein Ende der Quersubventionierung im Finanzierungsgeschäft und führt zu einer entsprechend stärkeren Spreizung der Kreditkonditionen für Unternehmen. Ob jedoch regulatorisch bindend oder nicht: renditebewusste Kreditinstitute sehen sich bereits heute dem Zwang zur stärkeren Differenzierung von Kreditkonditionen nach Risikoklassen gegenüber. Nur die ungleichen Wettbewerbschancen im Verhältnis zu den öffentlich-rechtlichen Instituten wirken sich in diesem Umfeld noch als störend aus.

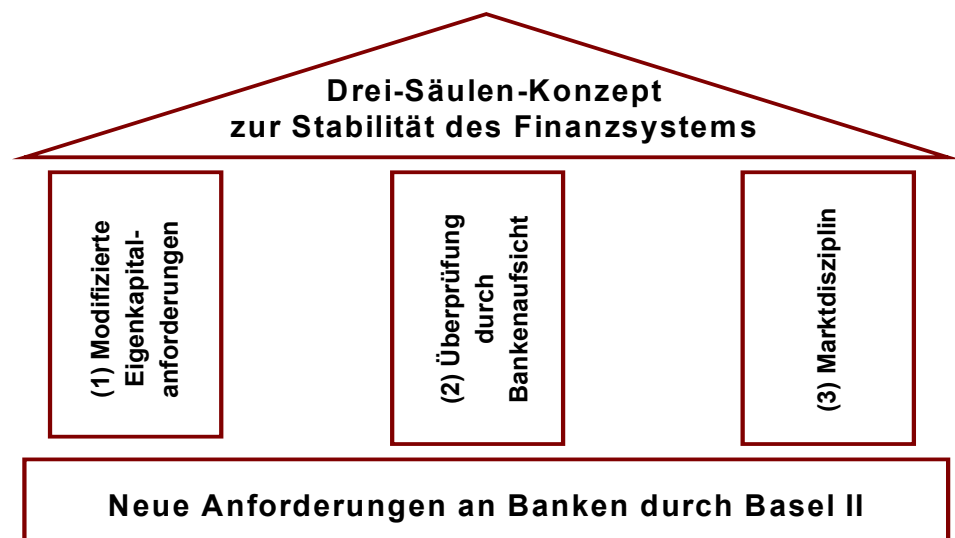
Basel II und die Vorgaben zur Eigenkapitalhinterlegung der EU-Kommission

Die Neufassung der Baseler Eigenkapitalvereinbarungen (Basel II) stellt in der Tat eine wichtige neue Entwicklung sowohl für den Finanzsektor als auch für die Realwirtschaft dar. Sie sollen die seit 1988 bestehenden Regelungen („Baseler Akkord“) ablösen. Damals wurde vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht festgelegt, dass Banken mindestens 8 Prozent Eigenkapital bezogen auf ihre risikogewichteten Kreditpositionen vorhalten sollen. Dieses Eigenkapital dient als „Sicherheitspolster“ gegen die bei Kreditausfällen – und anderen eintretenden Risiken – drohende Zahlungsunfähigkeit von Banken. Obwohl sich der Baseler Akkord ursprünglich nur an international tätige Banken richtete, hat er sich mittlerweile zum weltweit anerkannten Kapitalstandard für Banken entwickelt und findet in über 100 Ländern Anwendung. Seit 1999 wird die Revision des Baseler Akkords diskutiert. Durch eine Reihe von Studien und Konsultationen mit Aufsichtsbehörden und Marktteilnehmern werden die Vorschläge seitdem überarbeitet. Nach mehreren Verschiebungen sieht der aktuelle Zeitplan nun vor, dass die endgültige Fassung 2003 veröffentlicht wird und Ende des Jahres 2006 in Kraft tritt.

Die Baseler Regelungen haben sich im Grundsatz bewährt, daher sollen auch in der überarbeiteten Fassung Basel II durchschnittlich 8 Prozent Eigenkapitalunterlegung für Kreditrisiken beibehalten werden. Neue Finanzinstrumente, bessere Risikosteuerungsmodelle und die zunehmende Verbriefung von Aktiva der Banken sind jedoch im ursprünglichen Akkord nicht berücksichtigt. Die Regelungen im einzelnen sind daher in den letzten Jahren zunehmend kritisiert worden, da die von Seiten der Aufsicht vorgegebene standardisierte Berechnung der Kreditrisiken die ökonomischen Risiken der Banken nur ungenau abbildet.

Basel II soll die Stabilität des Finanzsystems sichern, indem neben dem Kreditrisiko (Risiko von Verlusten aufgrund der Zahlungsunfähigkeit der Kreditnehmer) auch das Marktrisiko (mögliche Verluste aus Handelsgeschäften der Bank) und das operationelle Risiko (mögliche Verluste infolge mangelnder interner Prozesse, Fehler von Mitarbeitern oder bankexterner Ereignisse der Banken, wie zum Beispiel Terroranschläge) mit berücksichtigt werden. Grundsätzlich gilt, dass die Eigenkapitalanforderungen sinken, je besser die Banken sich gegen die verschiedenen Risiken wappnen. Die Mindesteigenkapitalanforderungen bilden jedoch lediglich eine von insgesamt drei Säulen, auf denen der neue Baseler Akkord fußt (Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht 2001; siehe Abbildung 11):

Abbildung 11 Die drei Säulen von Basel II



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Deutsche Bundesbank 2001, Seite 17.

Die zwei weiteren Säulen, welche beide der Unterstützung der ersten Säule dienen, werden durch aufsichtsrechtliche Überprüfungsverfahren und durch die Marktdisziplin gebildet. Es soll sichergestellt werden, dass die Banken nur zuverlässige interne Methoden verwenden, um ihre Kredit- und sonstigen Risiken zu bestimmen. Die zweite Säule beinhaltet die Bewertung der internen Verfahren der Banken sowie deren Fähigkeit zur Einhaltung der Eigenkapitalanforderungen durch die nationalen Bankenaufsichtsbehörden. Dies ist für die Aufsichtsbehörden nicht nur mit einem höheren Personalaufwand verbunden, sondern es erfordert auch einen stärkeren Dialog mit den Banken. Weiterhin fällt die Auswahl von Maßnahmen, die bei Nichtbeachtung der Vorschriften zu ergreifen sind, wie z. B. eine höhere Eigenkapitalunterlegung oder die verstärkte Kontrolle einzelner Banken, in den Ermessensspielraum der nationalen Aufsichtsbehörden.

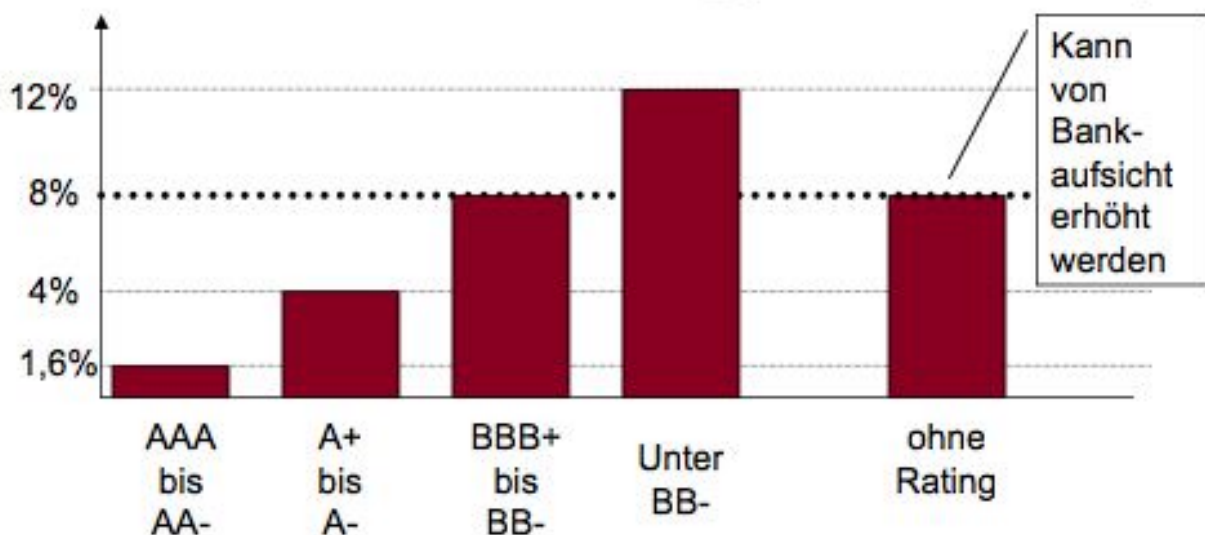
Die dritte Säule schließlich bezieht die Marktkräfte in die Institutsaufsicht mit ein: Alle Marktteilnehmer sollen durch eine verstärkte Offenlegung der Kreditrisiken der Banken einen besseren Einblick in das Risikoprofil und die Angemessenheit der jeweiligen Eigenkapitalausstattung gewinnen können. Banken mit zu dünner Eigenkapitalausstattung oder unbefriedigendem Risikomanagement können somit auch durch den Markt abgestraft werden, z. B. indem Kunden in ihren Anlageentscheidungen bestimmte Banken meiden, Analysten zum Verkauf der Aktien börsennotierter Banken raten oder die betreffenden Banken am Interbankenmarkt höhere Kreditzinsen bezahlen müssen (Tröger 2002).

Die Empfehlungen des Baseler Ausschusses haben keinen rechtlich verbindlichen Charakter, sondern dienen als Orientierung für nationale und internationale Gesetze und Verordnungen. Auch die noch gültigen entsprechenden Richtlinien auf EU-Ebene sind maßgeblich vom Baseler Akkord beeinflusst. Er bildet somit auch die Basis für die deutschen bankaufsichtsrechtlichen Regelungen, insbesondere die Paragraphen 10 und 10a des Kreditwesengesetzes (Deutsche Bundesbank 2001). Die Europäische Kommission nimmt an den laufenden Beratungen des Baseler Ausschusses als Beobachterin teil. Sie unterstützt die neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarungen nachdrücklich und wird die Vorschläge im Einklang mit dem EU-Recht weitestgehend umsetzen. Die Kommission strebt die Umsetzung der neuen Richtlinien (auch unter Berücksichtigung der Übertragung in nationales Recht) parallel zum Inkrafttreten der Baseler Empfehlungen an. Dabei soll den europäischen Verhältnissen – insbesondere der Bankstruktur mit vergleichsweise vielen kleinen und mittleren Banken sowie der Industriestruktur mit vielen kleinen und mittleren Unternehmen – stärker Rechnung getragen werden (Europäische Kommission 2001).

Die meisten Diskussionen hat die in Basel II vorgesehene Behandlung der Kreditrisiken von Unternehmen ausgelöst. Unternehmen müssen sich in Zukunft einem Rating, also einer formalen Kreditwürdigkeitseinschätzung, unterziehen, wenn sie einen Kredit

beantragen. Dabei stehen zwei Möglichkeiten offen: Entweder wird das Unternehmen von einer unabhängigen Rating-Agentur extern „geratet“ oder es unterzieht sich einem bankinternen Rating. Im Gegensatz zur bisherigen Regelung, bei der jeder Kredit an Unternehmen mit einheitlich 8 Prozent Eigenkapital unterlegt werden muss, richtet sich nun die Eigenkapitalquote nach dem Rating-Ergebnis des Unternehmens (Abbildung 12).

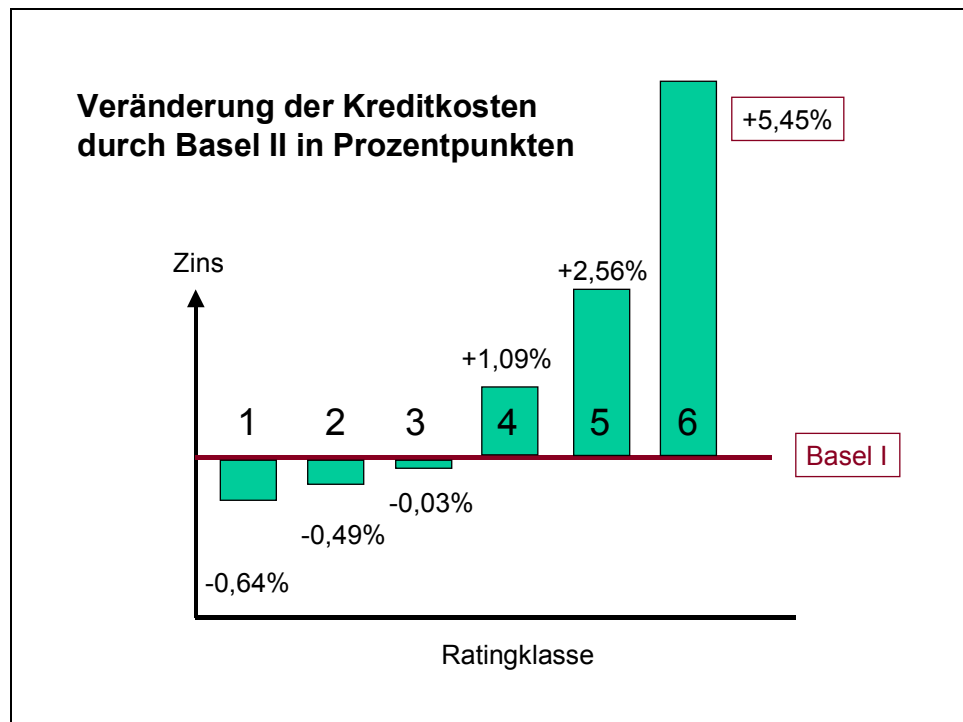
Abbildung 12 Eigenkapitalunterlegung nach Risikoklassen bei externem Rating („Standard Ansatz“)



Quelle: Eigene Darstellung.

Wird ein Unternehmen intern durch die Bank geratet (auf internem Rating basierender Ansatz, IRB), spreizen sich die Erfordernisse der Eigenkapitalunterlegung noch weiter (Abbildung 13). Dies hat Konsequenzen für die Kreditversorgung der Unternehmen, da der Kreditzins nun deutlich stärker als zuvor von der Bonität des Unternehmens bestimmt wird. Die zunächst vom Baseler Ausschuss vorgeschlagene neue Gewichtung führte zu einer deutlichen Spreizung der Kreditkosten für Unternehmen. Da die meisten mittelständischen Unternehmen nicht in den oberen Rating-Klassen zu finden sind, hätte sich im Durchschnitt eine deutliche Verteuerung der Kredite ergeben (KfW 2001-2) und somit eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen für mittelständische Unternehmen bedeutet; dieser Umstand hat verständlicherweise Diskussionen ausgelöst.

Abbildung 13 Veränderung der Kreditkosten für Unternehmen in Abhängigkeit der Rating-Klasse



Quelle: Eigene Darstellung nach Grunert u.a. 2001

Die endgültigen risikoabhängigen Eigenkapitalanforderungen werden jedoch erst in einer weiteren Studie Ende 2002 ermittelt, die letztendlichen Formulierungen sollen in einem abschließenden Konsultationsprozess bis Ende 2003 gefunden werden. In Antwort auf die vor allen Dingen aus Deutschland geäußerte Kritik sind im Sommer 2002 bereits folgende Sonderregelungen festgelegt worden (BAFin 2002-4):

- Für Kredite bis zu 1 Million Euro an kleinere und mittlere Unternehmen gelten geringere Eigenkapitalanforderungen. Sie werden dem "Retail-Portfolio" zugerechnet. Dies betrifft etwa 95 Prozent aller deutschen Unternehmen. Das Retail-Portfolio muss nur noch mit 6 Prozent Eigenkapital unterlegt werden, bislang sind es 8 Prozent.
- Kredite an Unternehmen, die einen Umsatz von nicht mehr als 50 Mio. Euro haben, erhalten einen Abschlag in Höhe von bis zu 20 Prozent auf die entsprechende ursprüngliche Eigenkapitalanforderung.
- Für Unternehmen, deren Umsatz 500 Mio. Euro nicht überschreiten, kann auf die Anpassung der Risikoklasse nach der Laufzeit der Kredite verzichtet werden.⁴⁸

⁴⁸ Im Retail-Portfolio werden keine Laufzeitfaktoren angewendet.

Allerdings betreffen diese Änderungen nur den aufsichtsrechtlichen Teil der Kreditversorgung kleinerer Unternehmen durch Banken. Eine angemessene Risikovorsorge und somit eine Differenzierung der Kreditkonditionen nach dem Risiko des kreditnehmenden Unternehmens liegt bereits in der allgemeinen Sorgfaltspflicht von Banken begründet.

Mögliche Auswirkungen von Basel II auf den Finanzplatz Frankfurt sind nicht eindeutig. Allerdings lassen sich folgende Tendenzen ausmachen, die längerfristig dem Finanzplatz Frankfurt zugute kommen könnten:

- Es wird erwartet, dass mit den neuen Regelungen die Forderungen von Banken vermehrt standardisiert und verbrieft werden (*Asset-backed Securities*) und dann auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden; zudem wird es für Unternehmen einfacher werden – eventuell im Verbund mit anderen – selbst Kapital am Markt aufzunehmen. Vermutlich werden diese Wertpapiere eine den Aktien vergleichbare internationale „Mobilität“ aufweisen (vgl. Portes/Rey/Oh 2001). Diese Tendenz stärkt Großhandelsaktivitäten und wirkt sich damit positiv auf den Finanzplatz Frankfurt aus.
- Verbriefung erhöht aber auch die internationale Mobilität des Handels, die Verankerung auf dem deutschen Kapitalmarkt und eine Lokalisierung der Akteure in Frankfurt ist daher nicht unumgänglich. Allerdings ist für die originäre Einschätzung des Kreditrisikos weiterhin die Anwesenheit vor Ort notwendig: So verzichtet kaum eine der Rating-Agenturen während des Ratings auf ausführliche Gespräche mit dem Management. Oft wird eine Betriebsbesichtigung durchgeführt (Everling 2002, S. 100). Auch Sprache ist dabei wichtig. Dies sind Faktoren, die sich zum Vorteil deutscher Finanzplätze und zuvorderst von Frankfurt auswirken.
- Inwieweit sich in Frankfurt neben den bereits vorhandenen internationalen weitere, eher national fokussierte Rating-Agenturen niederlassen, ist derzeit noch nicht abzusehen. Es wurde aber in dieser Studie mehrfach betont, dass die Landesregierung bei der Anwerbung von Research- und Analysekapazitäten sowie von Rating-Agenturen eine Offensive starten muss, um die Vorteile des Finanzplatzes Frankfurt nachhaltig auszubauen.
- Aufgrund des erhöhten Abstimmungsbedarfs zwischen Aufsichtsbehörden und Marktteilnehmern ist die räumliche Konzentration der momentan auf die Standorte Frankfurt (Deutsche Bundesbank und ehemaliges Bundesaufsichtsamt für Wertpapierhandel) und Bonn (ehemaliges Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen) verteilten Aufsichtsbehörden am Finanzplatz Frankfurt erforderlich.

Neue Ansätze der Unternehmensfinanzierung

Die Veränderungen in den Kapitalmärkten rücken das Thema Unternehmensfinanzierung, aber insbesondere die Finanzierung des stärker bankfinanzierten Mittelstands, in den Vordergrund. Immer deutlicher erkennen die Marktteilnehmer, dass sie von den beschriebenen Entwicklungen direkt betroffen sind. Dies schlägt sich positiv in erhöhter Aufmerksamkeit und Offenheit für die verschiedenen Finanzierungsalternativen im Unternehmensbereich nieder. Für den Finanzplatz Frankfurt bedeutet dies eine Aufforderung zur Entwicklung innovativer Finanzierungsformen im Unternehmensbereich. Die Zukunft des Finanzplatzes wird wesentlich davon geprägt sein, in welchem Maße seine Akteure auf diesem Feld Kreativität an den Tag legen. Man kann dabei im Wesentlichen zwei Bereiche unterscheiden:

- Positiv gestaltet sich die veränderte Situation für Aktiengesellschaften, die umfangreichen rechtsformspezifischen Offenlegungspflichten unterliegen, und große Unternehmen, die in aller Regel über das erforderliche Mindestmaß an Transparenz verfügen. Ihnen wird sich künftig – gute Bonität vorausgesetzt – eine größere Vielzahl an Alternativen zur Unternehmensfinanzierung eröffnen. Sie können bei der Finanzierung mittels Bankkredit nach der Neufassung des Aufsichtsrechts sogar mit günstigeren Kreditkonditionen rechnen als bisher oder den zunehmend liquiden Markt für Unternehmensanleihen nutzen.
- Anders gestaltet sich die Situation für Unternehmen mit geringer Bonität und/oder geringer Transparenz und Kommunikationsbereitschaft. Diese Unternehmen werden sich künftig bei der Finanzierung mit neuen Herausforderungen konfrontiert sehen. Stellen sie sich diesen nicht, ist mit massiven Problemen zu rechnen. Eine restriktivere Vergabepolitik der Kreditinstitute wird für Unternehmen, die nicht entschlossen gegen Intransparenz und mangelnde Rentabilität vorgehen, einer Beschneidung ihrer Finanzierungsmöglichkeiten gleichkommen. Das kann für diese Unternehmen sogar bedeuten, dass sie ihr Geschäft dauerhaft nicht mehr betreiben können.

Derartigen Finanzierungsproblemen muss in zweifacher Hinsicht entgegengewirkt werden: durch Eigenkapitalbildung; und durch neue Wege bei der Beschaffung von Fremdkapital. Einige Überlegungen hierzu finden sich im Anhang A 5 dieser Studie. Die dort aufgezeigten Möglichkeiten einer zukunftsorientierten Unternehmensfinanzierung bieten angesichts der aktuellen Lage für Frankfurt Potenziale, für deren Realisierbarkeit bereits jetzt aktives Handeln seitens des Staates und Positionierung seitens der Finanzinstitute erforderlich ist.

Die erfolgreiche Schaffung attraktiver Rahmenbedingungen für Private Equity-Investoren vorausgesetzt, erscheint ein Anwachsen des außerbörslichen Eigenkapitalgeschäfts in Frankfurt nach konjunktureller Erholung durchaus

wahrscheinlich. Ebenso ergeben sich nach einer Phase der Marktbereinigung Chancen im Bereich des Venture Capital (VC). Sobald ein nachhaltiger Aufschwung– oder aber ein Aufbrechen verkrusteter Strukturen – eintritt, sollte auch der im Vergleich zu den Vereinigten Staaten schwächer entwickelte deutsche Markt für Venture Capital wachsen. Als Akteure dürften dann in erster Linie Captives auftreten, die einen großen Beitrag zur Entwicklung des deutschen Marktes für Private Equity geleistet haben und die Marktbereinigung mit Hilfe der ihnen übergeordneten Finanzinstitutionen überstanden haben. Neu an den Markt tretende Captives dürften sich schon aufgrund der räumlichen Nähe am Finanzplatz ansiedeln. Dies wird durch Synergien mit anderen Bereichen der übergeordneten Finanzinstitution begünstigt.⁴⁹

Des Weiteren stehen Private-Equity-Finanzierungen in aller Regel, wenn auch auf verschiedene Weise, in Zusammenhang mit dem öffentlichen Kapitalmarkt, was die Nähe zur Börse selbst sowie zu einer Vielzahl von die Börse umlagernden Dienstleistungen erforderlich macht. Sollte es gelingen, die Rahmenbedingungen so zu gestalten, dass sie der Ansiedlung in Frankfurt nicht im Weg stehen, ergeben sich für Frankfurt erhebliche Chancen als Private-Equity-Zentrum.

Auch die Mezzanine-Finanzierung⁵⁰ (siehe Anhang A 5) kann die Attraktivität des Frankfurter Kapitalmarkts bei entsprechender Transparenz hinsichtlich des unternehmerischen Risikos und einem gewissen Maß an Standardisierung erhöhen. Da Mezzanine-Instrumente in Deutschland eine bislang eher selten genutzte Finanzierungsform darstellen, erscheint ein Blick auf die Entwicklung dieses Marktsegments interessant. Eine Ermittlung für die Gesamtheit der Mezzanine-Finanzierungsformen ist angesichts der vielfältigen Gestaltungsmöglichkeiten dieser Instrumente allerdings kaum möglich. Daher soll das bislang meistgenutzte Instrument, nämlich Wandel- und Umtauschanleihen, als Indikator für das Wachstum dieses noch jungen Marktes dienen.

Im Jahre 2001 hatte dieses Marktsegment mit einem Emissionsvolumen von 53 Mrd. Euro im Euroraum einen Zuwachs von über 90 Prozent im Vergleich zum Vorjahr zu verzeichnen. Dies spricht für eine außergewöhnliche Dynamik dieses Marktes. Dem enormen Potenzial dieses Geschäftsfelds entsprechend sollte Frankfurt bemüht sein, zentrale Teile dieses Geschäfts in die Region zu ziehen.

Zur Unterstützung dieser Entwicklung kann hier der Ausbau bestimmter Standortfaktoren dienen:

⁴⁹ Auch handelt es sich bei *Private Equity* stets um zeitlich begrenzte Finanzierungen, die zu einem bestimmten Zeitpunkt durch alternative Mittel abgelöst und in manchen Fällen, wie beispielsweise im Rahmen eines *Management Buy-Out/Buy-In* durch massiven Einsatz weiterer Finanzierungsarten ergänzt werden. In diesem Zusammenhang sind enge Verbindungen zu Banken und weiteren Finanzdienstleistungsanbietern, wie sie die Ansiedlung in Frankfurt als bedeutendstem deutschen Finanzplatz bietet, von klarem Vorteil.

⁵⁰ Diese Form der Finanzierung beinhaltet als hybride Finanzierungsform nicht nur die Chance auf Wertsteigerungen, sondern auch einen fixen Zahlungsanspruch.

- Platzierung einer zentralen Instanz zur Entwicklung dieser neuen Finanzierungsinstrumente und zur Etablierung von Standards;
- Ansiedlung von Kompetenz in Sachen Bonitätsprüfung, und insbesondere in Sachen *Financial Engineering* und Kapitalmarktplatzierung;
- standortgebundene kompetente Beratung noch vor der individuellen Strukturierung, was die Verfügbarkeit qualifizierter Arbeitskräfte in Frankfurt erforderlich macht.

Auf lange Sicht ist auch ein Sekundärmarkt für diese Titel denkbar. Dies wäre unter Berücksichtigung der besonderen Eignung dieser Finanzierungsform für die Mittelstandfinanzierung positiv zu bewerten. Es würde nicht-börsennotierten Unternehmen den Zugang zum Kapitalmarkt ermöglichen und so die Mittelbeschaffung erleichtern. Unter Umständen wäre auch die Erweiterung des Marktes für marktgehandelte liquide Instrumente in Richtung auf einen Terminmarkt denkbar.⁵¹ Eine Intensivierung der Nutzung öffentlicher Eigenkapitalmärkte hätte für Frankfurt als mit großem Abstand führenden deutschen Finanzplatz zweifellos positive Effekte.

Im Fremdkapitalbereich bietet wiederum besonders der Markt für Asset-backed Securities Chancen für den Finanzplatz Frankfurt. Der Ansatzpunkt liegt hierbei in der Notwendigkeit zentraler Verbriefungsinstanzen, die für das Setzen von Standards und die Herstellung von Transparenz sorgen und eine Bündelung der Aktivitäten im jeweiligen Bereich vorantreiben. Da sie die Verbriefung der gezielt aufgekauften und gepoolten Unternehmensforderungen bzw. Kreditansprüche in der Regel in Form von strukturierten Finanztiteln verschiedener Tranchen mit unterschiedlichem Risiko-Rendite-Profil vornehmen, sind im Rahmen einer solchen Verbriefungstransaktion auch örtlich vorhandene Kompetenzen zur Bonitätsprüfung und Fähigkeiten im Bereich Financial Engineering und Platzierung erforderlich.

Angesichts der Stellung des Finanzplatzes Frankfurt, seiner Nähe zur Investment Community und der Verfügbarkeit von Spezialisten sämtlicher Bereiche des Banking-Geschäfts dürfte dieser der natürliche und sichere Standort für solche Verbriefungsinstitute sein.

3.4 Spezifische Strukturveränderungen auf der Kapitalnachfrageseite: Die Finanzierung des Staatssektors als Chance für Frankfurt?

Neben dem Unternehmenssektor tritt insbesondere der Staat mit seinen verschiedenen Ebenen als Nachfrager am Kapitalmarkt auf. Insbesondere verbriefte Forderungen gegen den Staat spielen für die Kapitalmärkte eine große Rolle, weil sie über die Refinanzierungsmöglichkeiten bei der Europäischen Zentralbank ein hohes Maß an

⁵¹ Auf die Entwicklungsperspektiven der deutschen Börsensegmente wird in Kapitel 4 eingegangen.

Liquidität bei geringem Grad an Risiko aufweisen. Darüber hinaus sind diese Formen staatlicher Verschuldung in hohem Maße standardisiert, was ihre Platzierung auf internationalen Kapitalmärkten erleichtert und die Entwicklung von Finanzderivaten begünstigt, die an staatliche Finanzierungsinstrumente anknüpfen. Zur Belebung der Kapitalmärkte für öffentliche Wertpapiere hat auch das professionelle Schuldenmanagement des Bundes beigetragen. Es hat in aller Regel starke Kursvolatilität vermeiden und damit Risiken eingrenzen helfen. Die Einrichtung der „Bundesrepublik Deutschland – Finanzagentur GmbH“ mit Sitz in Frankfurt war ein Schritt in die richtige Richtung, allerdings war es bislang noch nicht möglich, ihr alle Aufgaben des Schuldenmanagements für die alle Gebietskörperschaften zu übertragen. Hier besteht noch Nachholbedarf. Auch die Einführung des Euro hat Risiken vermindert und dieses Marktsegment gestärkt. Angesichts des Vertrauensverlusts auf den Aktienmärkten ist daher auch eine Rückbesinnung auf risikoärmere staatliche Wertpapiere als alternative Finanzierungsform zu beobachten.

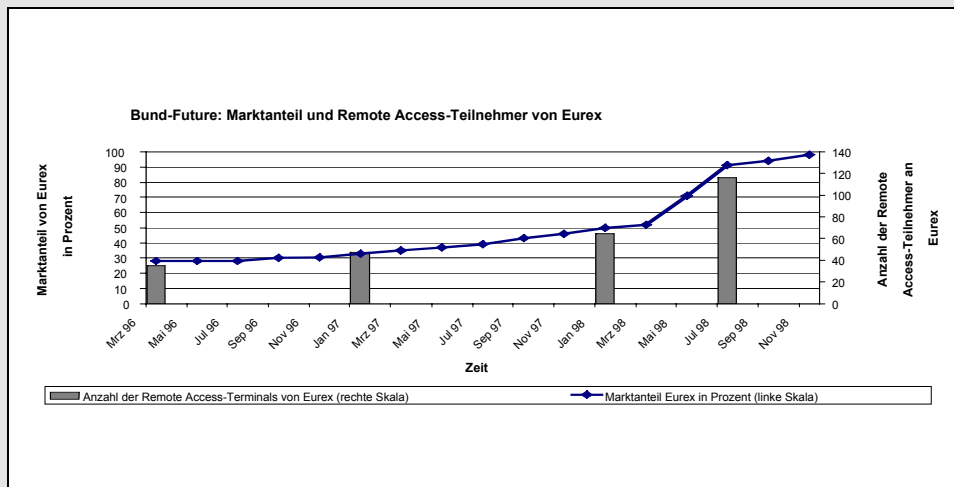
Angesichts der Leistungsfähigkeit der größten europäischen Volkswirtschaft und des hohen Anteils der Staatsschuld am Bruttoinlandsprodukt ist es nicht verwunderlich, wenn Wertpapiere deutscher Emittenten der Öffentlichen Hand eine große Rolle auf den europäischen und internationalen Kapitalmärkten einnehmen. Allerdings zeigt dies zugleich auch, dass im Zeichen der Globalisierung keineswegs gesichert ist, dass diese Wertpapiere notwendigerweise auf nationalen Märkten gehandelt werden und damit den Finanzplatz Frankfurt zwangsläufig stärken. Im Gegenteil: Gerade weil diese Papiere in hohem Maße standardisiert und liquide sind, sind sie nicht allein für ausländische Anleger interessant, sondern eignen sich auch hervorragend dazu, auf extraterritorialen Finanzmärkten gehandelt zu werden.

Hinzu kommt, dass der weitaus überwiegende Teil des Handels in staatlichen Wertpapieren im Interbankengeschäft statt findet. Insbesondere bei Kurzläufem ist ein besonderer Standortvorteil von Frankfurt nicht auszumachen, zumal sich in diesem Segment wegen seiner Bedeutung für den Liquiditätshandel künftig eine Vereinheitlichung im europäischen Rahmen ergeben wird. Aber auch die 5- und 10-jährigen Bonds des Bundes haben im Euro-Gebiet den Status von Benchmarks erlangt, d.h. sie werden regelmäßig zur Preisstellung und zur Kurssicherung von euro-basierten Wertpapieren anderer Emittenten von Festverzinslichen herangezogen. Aus diesem Grunde werden sie auch mit der geringsten Ertragsrate vergleichbarer Papiere gehandelt. Die Position des heimischen Finanzplatzes kann daher nicht im Bereich international standardisierter, hoch-liquider Staatstitel verteidigt werden, sondern muss auf Innovation und Diversifizierung setzen. Aber auch bei innovativen Produkten ist die Stellung des Finanzplatzes Frankfurt nicht zwingend gesichert (siehe auch Box: Der „Kampf“ um den Bund-Future).

BOX: Der „Kampf“ um den Bund-Future

Ein gutes Beispiel für extraterritoriales Handeln eines auf staatlichen Wertpapieren fußenden Finanzierungsinstruments stellt der „Kampf“ um den Bund-Future dar, das am meisten gehandelte Derivat der Welt. Es illustriert zugleich auch das in Kapitel 4 weiter unten angesprochene „Kippen“ der Marktanteile. Der Bund-Future baut auf deutschen Bundesanleihen auf, und so hätte man erwarten können, dass er auch in seinem „Heimatland“ Deutschland vorrangig gehandelt wird. Da in Deutschland der Handel mit Derivativen bis 1990 untersagt war, entwickelte sich der Handel an der Londoner Derivate-Börse Liffe, zusammen mit der entsprechenden Expertise vor Ort in London. Die Anstrengungen der Deutschen Termin Börse – dem Vorgänger von Eurex –, den Handel mit den Bund-Futures auf das eigene System zu ziehen, schlugen weitgehend fehl, obwohl die DTB von Anfang an mit deutlich niedrigeren Handelskosten aufwarten konnte. Dabei hätte die Installation von *remote-access*-Terminals in London den Londoner Händlern sehr einfach den Wechsel zur DTB/Eurex ermöglicht. Aufgrund der hohen Liquiditätskosten blieb der größte Teil des Handels an der Liffe.

Anders als oft beschrieben, waren es demzufolge nicht die niedrigeren Handelskosten (und die zeitweilige Subventionierung der Eurex-Terminals durch die Deutsche Börse), welche den Umschwung des Bund-Handels von der Liffe zur Eurex brachte. Vielmehr konnten erst durch eine „konzertierte Aktion“ einiger großen deutschen Banken – welche auf einen Schlag ihre Handelsaktivitäten von der Liffe auf das Eurex-System umlenkten – auch die Liquiditätskosten an der Eurex soweit gesenkt werden, dass sich ein Wechsel an die Eurex für alle Marktteilnehmer lohnte. Die deutschen Banken hatten als Großaktionäre der Deutschen Börse Interesse an dieser Aktion. Ein solcher Umschwung ist – da Großbanken heute kein direktes Interesse mehr an dem Wohlergehen bestimmter Börsen haben – unwahrscheinlicher geworden. Der Anstieg des Anteils von Eurex am Handelsvolumen der Bund-Future geht einher mit dem Anstieg der Zahl der Händler, die den Fernzugang benutzen:



Quelle: Grote/Harrschar-Ehrnborg/Lo 1999, S. 19

Deutlich ist der S-förmige Anstieg des Marktanteils zu erkennen, der mit der oben vorgestellten Theorie zu Börsenwettbewerben um die Liquidität korrespondiert. Der Marktanteil von Eurex am Handel mit Bund-Futures beträgt heute 99 Prozent. Somit ist es letztendlich wieder nur eine Börse, welche die gesamte Liquidität auf sich vereinigen konnte. Trotzdem nutzt die überwiegende Zahl der Teilnehmer das System aus dem Ausland, insbesondere von London.

Die künftige Entwicklung des Marktsegments für staatliche Wertpapiere ist derzeit von zwei interessanten und möglicherweise widersprüchlichen Entwicklungen gekennzeichnet:

- Zum einen begrenzen die im Maastricht-Vertrag festgeschriebenen Budgetkriterien europaweit eine stärkere relative Ausweitung der konsolidierten Staatsverschuldung;

- zum andern wird in Deutschland durch den Einstieg in die steuerbegünstigte Altersvorsorge – mit zunehmender Tendenz – privates Kapitalangebot generiert, was geeignete Anlageformen im Kapitalmarkt verlangt.

Nimmt man an, dass die durch private Altersvorsorge bereit gestellten Mittel vornehmlich dem privaten Unternehmenssektor zugute kommen sollen, so löst sich der vermeintliche Widerspruch rasch auf. Es steht allerdings zu erwarten, dass die mittels betrieblicher Vereinbarungen zwischen Gewerkschaften und Unternehmen zustande kommenden betrieblichen Pensionsfonds in hohem Maße auf Risikoeingrenzung und –vermeidung angelegt sein werden, was zumindest in einer Anfangsphase, solange das Vertrauen in die Aktienmärkte noch nicht wiederhergestellt ist, zu einer entsprechenden Ausweitung des Angebots an staatlichen Wertpapieren führen müsste. Dem stehen der Maastricht-Vertrag und der Stabilitätspakt freilich derzeit noch entgegen. Allerdings steht zu erwarten, dass dieser Pakt – von Anfang an auf ein problematisches Verfahren mit umstrittenen Kriterien errichtet – an seinen Widersprüchen bald zerbricht.⁵² So wird es wohl kaum zu einer Verknappung von staatlichen Finanzierungsinstrumenten am Kapitalmarkt kommen. Allerdings ist auch für den Bereich staatlicher Verschuldung ein höheres Maß an Kreativität zu fordern.

Um den nationalen Markt zu festigen und auch für Kleinanleger interessant zu machen, ist in erster Linie größere Transparenz im Markt erforderlich. Des Weiteren ist eine größere Diversifizierung des Marktes für die Stärkung des Finanzplatzes Frankfurt von Vorteil. Beispielsweise eröffnet die Bündelung von staatlichen Finanzierungsinstrumenten mit ausländischen Werten und Emissionen privater Kapitalnachfrager interessante Geschäftsmöglichkeiten.⁵³ Allerdings muss auch der Markt für staatliche Wertpapiere selbst weiter entwickelt werden.

Trotz des verbesserten Schuldenmanagements des Bundes stellt sich der Staatssektor als ganzer hinsichtlich seines Finanzierungsinstrumentariums in der Bundesrepublik Deutschland noch als sehr bodenständig dar. Es soll an dieser Stelle nur auf zwei Segmente hingewiesen werden, in denen der Staat in der Bundesrepublik Deutschland im internationalen Vergleich deutlich zurückbleibt: der Markt für Kommunalobligationen; und der Markt für inflationsgesicherte Indexpapiere.

Kommunalobligationen: Auffällig ist im internationalen Vergleich der verschwindend kleine Anteil von Wertpapieren kommunaler Gebietskörperschaften und kommunaler

⁵² Damit soll nicht die Notwendigkeit einer Fiskaldisziplin für öffentliche Haushalte in Frage gestellt werden: ganz im Gegenteil. Es wird lediglich bezweifelt, dass das schematische Verfahren des Stabilitätspakts zum Erreichen von Fiskaldisziplin geeignet ist. Außerdem sind die Kriterien zu pauschal und auf ein kameralistisches Haushaltskonzept bezogen, was sowohl konjunkturelle wie strukturelle Elemente außer Acht lässt (z.B. die Organisation der staatlichen Altersvorsorge, die Aktiva der staatlichen Vermögensbilanz und ihre Struktur, Laufzeiten der Verschuldenstitel und deren Verzinsung, sowie insbesondere auch Langzeitverpflichtungen und „schwebende“ Schulden der öffentlichen Haushalte).

⁵³ So gründet etwa die Börse Stuttgart zum 1. Januar 2003 ein neues Qualitätshandelssegment für festverzinsliche Wertpapiere mit dem Namen Bond-X. Im Bond-X sollen sukzessive mehr als 300 Bundesanleihen, Jumbo-Pfandbriefe, Eurostaatsanleihen sowie Unternehmensanleihen, allesamt mit hoher Bonität, aufgenommen werden.

Eigenbetriebe (municipal bonds) in Deutschland, obwohl deren Anteil an den öffentlichen Investitionen immerhin rund zwei Drittel beträgt.

Gerade bei der Finanzierung öffentlicher Investitionen sind neue Instrumente gefragt und können dabei von großem Vorteil sein. Die Kommunen würden aufgrund eines stärkeren Wettbewerbs und damit günstigerer Konditionen von der Emission verbriefter Verbindlichkeiten und einem entstehenden organisierten Bondmarkt erheblich profitieren.⁵⁴ Zudem werden sie bei ihren Investitionsentscheidungen unabhängiger und beweglicher. Der Sektor als ganzer wird weniger verwundbar, weil die auf sich selbst rekurrierende Verschuldung mit ihren systemischen Risiken entfällt.⁵⁵ Zudem könnten sich die Kommunen – speziell nach der Einführung des Euro – auch leichter Mittel von internationalen Kapitalmärkten erschließen (etwa über Asset-backed Securities). Der Municipal-bond-Sektor würde sich zu einem Basisgeschäft für Finanzinnovationen und strukturierte Produkte der verschiedensten Art entwickeln. Und schließlich ergäben sich auch für die Anleger interessante neue Anlagemöglichkeiten im Fixed-income-Bereich.

Das Potenzial eines Markts für Kommunalobligationen ist enorm.⁵⁶ Freilich ist nicht zu erwarten, dass sich ein solcher Markt in der Bundesrepublik Deutschland ohne politische Unterstützung herausbildet. Grund hierfür ist die starke Bindung kommunaler Gebietskörperschaften (Gemeinden und Gemeindeverbände) an ihre jeweiligen Sparkassen, deren Träger sie sind. Damit behindert der öffentlich-rechtliche Sparkassensektor einmal mehr die Entstehung eines liquiden Marktes für kommunale Wertpapiere, von dem der Finanzplatz Frankfurt als Drehscheibe für Großhandelstransaktionen besonders profitieren würde. Voraussetzung für die Entstehung eines solchen Marktes wäre überdies die Bereitschaft der Gemeinden zu größerer Budgettransparenz und einem entsprechenden externen Rating. Dies könnte auch zur Fiskaldisziplin in der Bundesrepublik Deutschland beitragen.

Indizierte staatliche Wertpapiere: Mit dem Maastricht-Vertrag und der Einführung des Euro wurde auch § 3 Währungsgesetz abgeschafft, der ein Verbot der Indexbindung enthielt. Indizierte Bonds garantieren dem Anleger einen Realertrag, schützen ihn somit vor einem Substanzverlust von in festverzinslichen Wertpapieren gehaltenem Vermögen. Diese Form der Staatsfinanzierung hat denn auch in Ländern wie Kanada, Frankreich, Neuseeland Schweden und den Vereinigten Staaten eine

⁵⁴ Bislang läuft der Wettbewerb beim Kommunalkredit in der Regel rein formal ab, wobei ortsansässige Kreditinstitute zu einem Gebot aufgefordert werden, das die lokale Sparkasse dann um einen Basispunkt unterbietet. Diese Art der Kollusion zwischen Gemeindeverwaltung und lokaler Sparkasse erschwert es den privaten Kreditinstituten erheblich, in das Geschäft des Kommunalkredits überhaupt einzudringen, d.h. sie unternehmen vielfach nicht einmal den Versuch.

⁵⁵ Eine auf sich selbst rekurrierende Verbindlichkeit (in der Literatur auch als *connected borrowing* bezeichnet) kann bei finanziellen Krisen zu einer erheblichen Belastung des Finanzsystems werden und dessen Stabilität gefährden. Im Falle öffentlicher Haushalte wird das Risiko freilich regelmäßig auf den Steuerzahler überwälzt.

⁵⁶ In den USA stellt der Markt für Kommunalobligationen (*munis*) mit ca. 1,6 Billionen den viertgrößten amerikanischen Kapitalmarkt dar. Freilich sind viele dieser Instrumente steuerbefreit, so dass eine unmittelbare Übertragung auf deutsche Verhältnisse nicht zulässig ist.

gewisse Bedeutung erlangt. In der Bundesrepublik Deutschland ist diese Form der Staatsfinanzierung noch nicht angekommen.

Der Vorteil inflationsindexierter Staatspapiere kann auch darin gesehen werden, dass er eine saubere Trennung zwischen dem Ausgleich von inflationsbedingtem Vermögensverlust von Nominalwerten und den eigentlichen Erträgen, also der entsprechenden Einkunftsart erlaubt. Dies wäre in Anbetracht der derzeitigen Diskussion um eine Ausweitung der Kapitalgewinnbesteuerung in der Bundesrepublik Deutschland besonders hilfreich. Reale Kapitalerträge sollten systemgerecht einer Einkommensbesteuerung unterliegen; der Ausgleich durch Indexbindung hingegen nicht. Solange diese Unterscheidung nicht gemacht wird, muss es zu einer systemwidrigen Substanzbesteuerung durch die Einbeziehung von Inflationsgewinnen kommen, was sich besonders bei langlaufenden Titeln nachteilig für den Finanzplatz Frankfurt auswirken muss.

Die Schaffung innovativer Finanzierungsinstrumente im öffentlichen Sektor ist auch vor dem Hintergrund der sich verringernden Diversifizierungsmöglichkeiten nach der Einführung des Euro dringend geboten. Insbesondere Kommunalobligationen erscheinen in dieser Hinsicht viel versprechend, weil sie zudem in besonderem Maße auf lokale Informationsvorteile setzen und damit den Finanzplatz Frankfurt stärken könnten. In diesem Segment dürfte auch der internationale Wettbewerb auf längere Sicht weniger stark sein als bei Emissionstiteln von Bund und Ländern. Dies kommt dem Finanzplatz Frankfurt entgegen.

3.5 Zusammenfassung und Bedeutung für den Finanzplatz Frankfurt

Allgemeines: Die nationalen und internationalen Finanzmärkte befinden sich noch immer in einer Anpassungsphase an technologische Trends und eine durch Globalisierungstendenzen bewirkte Verschärfung des Wettbewerbs. Auch spielen Harmonisierungsbestrebungen auf EU-Ebene sowie Angleichungen an internationale Regelungen weiterhin eine große Rolle. Dies hat zur Einführung neuer Finanzprodukte, zur Neubestimmung des traditionellen Bankgeschäfts als Folge von Disintermediation, einer zunehmenden Bedeutung des Investitionsgeschäfts und der institutionellen Kapitalsammelstellen sowie von Venture Capital geführt. Auch wurden die Grenzen einzelner Marktsegmente „aufgeweicht“ und es wurden neue Substitutionsmöglichkeiten zwischen Finanzprodukten geschaffen. Neue Anforderungen an die Konzernrechnungslegung (IAS) sowie Veröffentlichungspflichten erhöhen die Transparenz der Finanz- und Kapitalmärkte, verändern aber zugleich auch die Chancen des Zugangs zum Kapitalmarkt und erfordern neue Instrumente des Risikoausgleichs und der Finanzierung.

Zu diesen wettbewerbsbedingten Trends gesellen sich weitere, sowohl auf der Seite des Kapitalangebots als auch der Kapitalnachfrage: Auf der Kapitalangebotsseite sind

in erster Linie demografische Faktoren zu nennen sowie damit zusammenhängende institutionelle Änderungen im System der staatlichen Altersvorsorge. Es ist damit zu rechnen, dass private und betriebliche Formen der Alterssicherung zu einem Anstieg der Sparleistung der deutschen Volkswirtschaft führen werden. Auf der Kapitalnachfrageseite stellt sich künftig verstärkt das Problem einer angemessenen Finanzierung von Unternehmen besonders des Mittelstands. Auch bei der Finanzierung staatlicher Investitionen und allgemeiner Budgetdefizite darf längerfristig mit neuen Entwicklungen gerechnet werden, insbesondere bei der Finanzierung kommunaler Einrichtungen.

Altersvermögensbildung: Hinsichtlich der Bedeutung privater Alterssicherung ist in den kommenden Jahren mit erheblichen Veränderungen zu rechnen. Die Alterssicherungsreform 2001 zielt hier auf eine schrittweise Gewichtsverlagerung zwischen dem Staatssystem und den kapitalgedeckten Zusatzsystemen. Dabei wird der Hauptakzent auf den energischen Ausbau der betrieblichen Altersversorgung gelegt. Die Wirkungen des Altersvermögensgesetzes (AVmG) auf den Altersvermögensaufbau sind nicht leicht abzuschätzen, allerdings kann hier nach vorliegenden Modellrechnungen bis zum Jahre 2012 bereits mit einem Gesamtvolumen von rund 300 Mrd. Euro gerechnet werden.

Derartige Volumina werden die Bedeutung von Kapitalsammelstellen und zentralem Portfolio-Management erhöhen und zur Stärkung des Finanzplatzes Frankfurt beitragen. Allerdings ist nicht gewährleistet, dass sich die volkswirtschaftliche Bedeutung dieser Fonds auch als nachhaltiger Standortvorteil für Frankfurt erweist, da sich das Asset Management auch global (etwa aus London heraus) betreiben lässt. Es gilt also, die Voraussetzungen für die Nutzung dieses Potenzials am hiesigen Finanzplatz zu schaffen bzw. zu verbessern.

Vor diesem Hintergrund sind für die Finanzinstitute der Region zwei vorrangige Handlungsfelder absehbar: einerseits die Vermarktung und Organisation eigener Finanzprodukte im Rahmen des AVmG-begünstigten Bereichs und die Fortführung „AVmG-freier“ Produkte (z.B. klassischer Banksparrpläne, Investmentfonds). Andererseits das Engagement im Markt der Vermögensverwaltung und der Anlagesteuerung für die neuen institutionellen Anleger.

Was Letzteres angeht, so ist die Position des Finanzplatzes Frankfurt mit Blick auf die Palette der hier tätigen Investmentbanken (unter Einschluss ausländischer Institute) und die volumenstärkste deutsche Börse ausgesprochen stark. Dennoch haben Deutschland und sein Kernfinanzplatz im Asset Management und im Investment-Geschäft im internationalen Vergleich erheblich nachzuholen.

Daneben dürfte mit hoher Wahrscheinlichkeit der Markt für Rating-Agenturen, Research- und Beratungsunternehmen innerhalb des wachsenden Altersvorsorgemarktes stark expandieren. Der Präsenz von Informationsdienstleistern

am Finanzplatz Frankfurt kommt auch in diesem Zusammenhang eine strategische Bedeutung zu. Sie ist letztlich entscheidend dafür, inwieweit sich das über den Kapitalmarkt bereit gestellte Altersvermögen auch in Wertschöpfung des zentralen deutschen Finanzplatzes niederschlägt.

Schließlich wird der von der Bundesregierung bisher beschrittene Weg am Finanzplatz Frankfurt von den Akteuren am Markt allgemein für irreführend erklärt. Dies komme in den komplexen Einzelregelungen der „Riester-Produkte“ zum Ausdruck, sowohl bei der Bildung von Altersvermögen als auch bei dessen Auflösung. Sie nötigten der Finanzwirtschaft verwaltungsaufwändige Beratungs- und Kontrollprozesse auf und immobilisierten die Produkte durch extreme Personalisierung, was sich negativ auf die Nettoertragsraten dieser Produkte auswirken muss. Aus Sicht der Akteure sollte der Gesetzgeber die eingeschlagene Richtung auf eine verstärkte private Altersvorsorge beibehalten, allerdings dem Einzelnen eine größere Dispositionsfreiheit zugestehen.

Unternehmensfinanzierung: Es ist offenkundig, dass einer Vielzahl deutscher Unternehmen durch die Veränderungen im Bereich der Unternehmensfinanzierung Schwierigkeiten drohen. So werden die Verschuldungsgrenzen infolge einer an Renditekennziffern orientierten Kreditvergabe neu festgelegt und Kreditmargen an das Geschäftsrisiko angepasst. Eine Stärkung der Eigenkapitalbasis ist, nicht zuletzt zur Verbesserung der Bonitätseinstufung, dringend erforderlich.

Wichtig für die Bewältigung der Finanzierungsumstrukturierung ist, neben dem Bedarf an professioneller Unterstützung, in besonderem Maß das Eigenengagement der Unternehmen. Sie müssen nicht allein bereit sein, neue Finanzierungsinstrumente zu nutzen, sondern auch deutlich mehr Transparenz entfalten. Dies ist unter dem Aspekt einer modernen, direkten oder indirekten Finanzierung über den Kapitalmarkt essenziell.⁵⁷ Auch die Diskussionen rund um die neuen Eigenkapitalhinterlegungsvorschriften für Banken (Basel II) legen die Auseinandersetzung mit den künftigen Gegebenheiten am Markt nahe, insbesondere für den deutschen Mittelstand.

Was die Perspektiven für den Finanzplatz betrifft, so sind diese angesichts des Aufstiegs neuer Finanzierungsformen ebenfalls positiv zu beurteilen. Der Strukturwandel wird eine Umstellung der Unternehmensfinanzierung unumgänglich machen, mit der Folge, dass neben einer stärkeren Gewinnthesaurierung vermehrt auch innovative Finanzinstrumente Verwendung finden, was den Finanzierungsinstituten neue Geschäftsbereiche eröffnet. Zur Stärkung des Finanzplatzes gilt es, diese Potenziale sowohl von staatlicher Seite als auch von Seiten der Finanzdienstleister frühzeitig zu erkennen und durch entsprechende Gestaltung der

⁵⁷ Gerade kleinere Unternehmen, die sich auch künftig über Kredite finanzieren wollen, müssen angesichts der Verbriefungstendenz mit verschärften Transparenzanforderungen rechnen und sollten Information als Bringschuld betrachten. Die zeitnahe Publikation der Unternehmensdaten gilt künftig nicht mehr nur der Hausbank, sondern besitzt vielmehr den Charakter eines offenen *Signalling* an einen größeren Kreis von Investoren.

Rahmenbedingungen bzw. den Aufbau und Ausbau entsprechender Angebote in diesen Bereichen die Möglichkeit der Ansiedlung dieser Geschäftsbereiche in Frankfurt und Umgebung zu fördern. Nicht selten sprechen die in Frankfurt vorzufindenden Gegebenheiten bezüglich des Zugangs zu qualifiziertem Personal, der Nähe zu verwandten Geschäftsbereichen und vielen weiteren Faktoren deutlich für eine Lokalisierung an Deutschlands führendem Finanzplatz.

Staatsfinanzierung: Neben dem Unternehmenssektor tritt insbesondere der Staat mit seinen verschiedenen Ebenen als Nachfrager am Kapitalmarkt auf. Insbesondere verbrieft Forderungen gegen den Staat spielen für die Kapitalmärkte eine große Rolle. Allerdings ist im Zeichen der Globalisierung keineswegs gesichert, dass diese Wertpapiere notwendigerweise auf nationalen Märkten gehandelt werden und damit den Finanzplatz Frankfurt zwangsläufig stärken. Im Gegenteil: besonders die vom Bund emittierten Titel spielen auf internationalen Kapitalmärkten eine wichtige liquiditätssichernde Funktion und nehmen im längerfristigen Anlagebereich sogar die Rolle von Benchmarks ein. Die Position des heimischen Finanzplatzes kann daher nicht im Bereich international standardisierter, hoch-liquider Staatstitel verteidigt werden, sondern muss auf Innovation und Diversifizierung setzen.

Um den nationalen Markt zu festigen ist insbesondere eine größere Diversifizierung erforderlich, was für die Stärkung des Finanzplatzes Frankfurt von Vorteil wäre. Beispielsweise eröffnet die Bündelung von staatlichen Finanzierungsinstrumenten mit ausländischen Werten und Emissionen privater Kapitalnachfrager interessante Geschäftsmöglichkeiten. Des Weiteren könnten neue Finanzierungsinstrumente und die Schaffung neuer Marktsegmente von Vorteil sein. Es wird besonders auf zwei Segmente verwiesen, in denen der Staat in der Bundesrepublik Deutschland im internationalen Vergleich deutlich zurückbleibt: der Markt für Kommunalobligationen; und der Markt für inflationsgesicherte Indexpapiere. Die Schaffung innovativer Finanzierungsinstrumente im öffentlichen Sektor ist vor dem Hintergrund der sich verringernden Diversifizierungsmöglichkeiten nach der Einführung des Euro dringend geboten.

4 Umbruch in der Börsenlandschaft

4.1 Einleitung

Der Ausgleich von Angebot und Nachfrage auf den Kapitalmärkten ist eine der wichtigsten Funktionen des Finanzsystems und von Finanzplätzen. Ein Großteil dieses Ausgleichs wird von Wertpapierbörsen übernommen, welche daher als „Kern“ von Finanzplätzen gelten. Die aus der Frankfurter Wertpapierbörse hervorgegangene Deutsche Börse ist die mit Abstand größte deutsche Kassamarkt-Börse und – zusammen mit dem Xetra-System – eine der führenden Börsen Europas, die von der Deutschen Börse mitbetriebene deutsch-schweizerische Derivate-Börse Eurex ist die einzige deutsche Derivate-Börse und zugleich die größte der Welt.

Die Entwicklung der Deutschen Börse ist von erheblicher Bedeutung für den Finanzplatz Frankfurt, da sie:

- Unternehmen bei Neuemissionen (IPOs – *Initial Public Offerings*), also der Aufnahme von Eigenkapital berät, und den Zugriff auf eine breite Investorenbasis ermöglicht;
- gleichzeitig das Anlagespektrum für Kapitalgeber erweitert;
- für den Sekundärmarkt eine – liquide – Plattform (den „Marktplatz“) für Käufer und Verkäufer von Wertpapieren bereitstellt;
- Qualität und Handelsfähigkeit der gehandelten Wertpapiere überwacht und für die faire, schnelle und akkurate Verbreitung von relevanten Unternehmensinformationen sorgt, welche dann von den Marktteilnehmern und Finanzanalysten interpretiert werden;
- Handelsgeschehen und die Handelsteilnehmer selbst überwacht, um ein möglichst reibungsloses Funktionieren des Kapitalmarktes zu gewährleisten;
- durch die Kursfeststellungen Informationen über Angebot und Nachfrage auf dem Kapitalmarkt liefert und somit für Markttransparenz sorgt;
- Technologie für Information, Handel und die nachfolgende Abwicklung bereitstellt.

Die Deutsche Börse AG ist mit etwa 1100 oft hoch-qualifizierten Beschäftigten (die Akademikerquote liegt bei 64 Prozent) ein wichtiger Arbeitgeber am Finanzplatz Frankfurt. Sie erzielt, annähernd gleichmäßig verteilt über die verschiedenen

Funktionen, eine hohe Wertschöpfung. Diese ermöglicht die vergleichsweise hohen Gehälter (und Gewinne), welche zum großen Teil der Region zugute kommen. Der Umsatz pro Mitarbeiter der Deutschen Börse AG beträgt 748.000 Euro (Deutsche Börse 2001).

Spätestens mit der Einführung des Euro 1999 sehen sich die Börsen Europas großen Umbrüchen gegenüber. Die nationalen Börsen, die oft (Quasi-) Monopolstellungen innehatten, sehen sich nun einem europaweiten Wettbewerb ausgesetzt. Dieser wird forciert durch die Angleichung der rechtlichen Rahmenbedingungen („level playing field“), die Einführung neuer Technologien und den Druck der institutionellen Marktteilnehmer hin auf eine europaweite, kostengünstige Konsolidierung der Handels- und Abwicklungsplattformen.

Sowohl das Xetra-System als auch Eurex verzichten auf jegliche Art von Präsenzhandel. Sie sind reine Computer-Börsen, die auf keinen bestimmten Standort mehr angewiesen sind. Über die Fernzugangsmöglichkeiten (remote access) via Computer ist die Teilnahme an diesen Börsen von jedem Standort der Welt aus möglich. Dies hat für den Finanzplatz Frankfurt jedoch zwiespältige Konsequenzen: Dem Vorteil einer effizienteren Organisation des Kapitalmarktes steht der Nachteil des Verlustes eines physischen Zentrums der Akteure auf dem Finanzmarkt gegenüber: Der Standort der Börse und der „zugehörige“ Finanzplatz können auseinanderfallen – zumindest was automatisierbare Funktionen angeht.⁵⁸

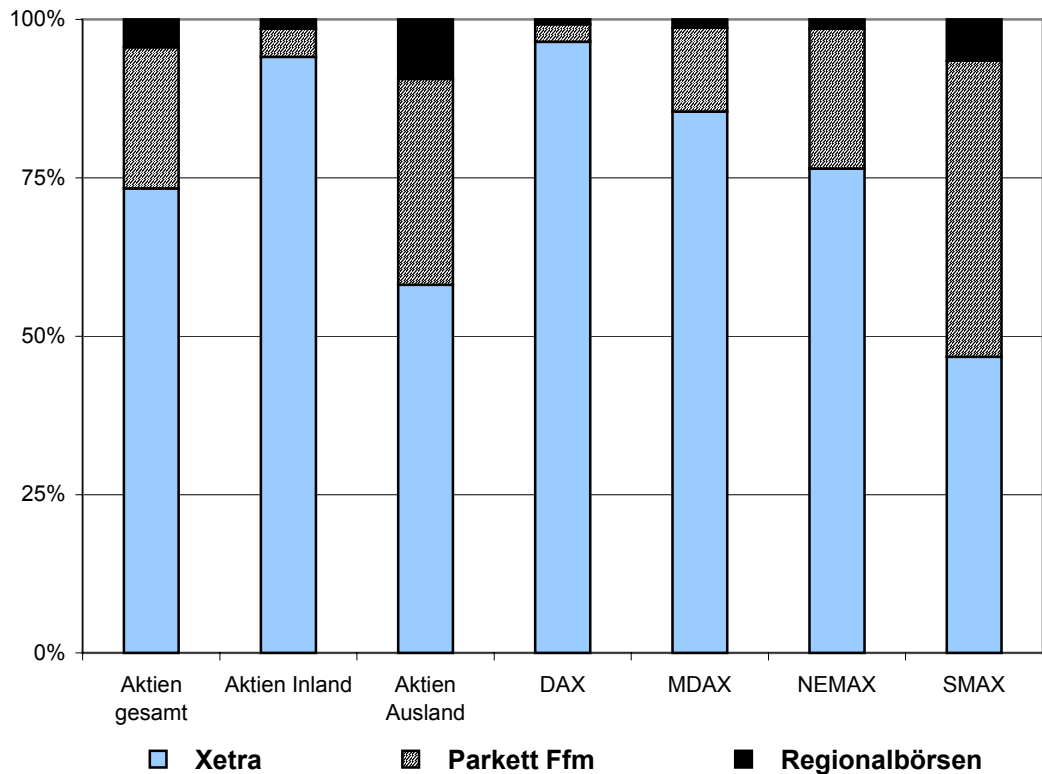
4.2 Stellung der Deutschen Börse im Inland

Die Deutsche Börse ist Betreiberin sowohl des Parketthandels der Frankfurter Wertpapierbörse als auch des automatisierten Xetra-Systems. Zusammen besitzen die beiden Handelsplätze im Aktienhandel eine unangefochtene Vormachtstellung in Deutschland (siehe Abbildung 14).

Lediglich bei kleineren (SMAX) und ausländischen Werten spielen die Regionalbörsen überhaupt eine Rolle, doch hat Xetra in letzter Zeit auch hier Marktanteile hinzugewinnen können. Insgesamt erreicht der Anteil aller übrigen Regionalbörsen in Deutschland (in Berlin, Bremen, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart) im Aktienhandel zusammen genommen nie über zehn Prozent. Noch 1990 hatte der Anteil der Regionalbörsen bei über 30 Prozent gelegen, 1997 immerhin noch bei etwas über 20 Prozent (Schamp 1999).

⁵⁸ Auf diese Zusammenhänge und die Bedeutung der Börse für den Finanzplatz Frankfurt wird am Ende des Kapitels genauer eingegangen.

Abbildung 14 Aktienhandel - Stellung Frankfurts in Deutschland, Umsätze im Juni 2002

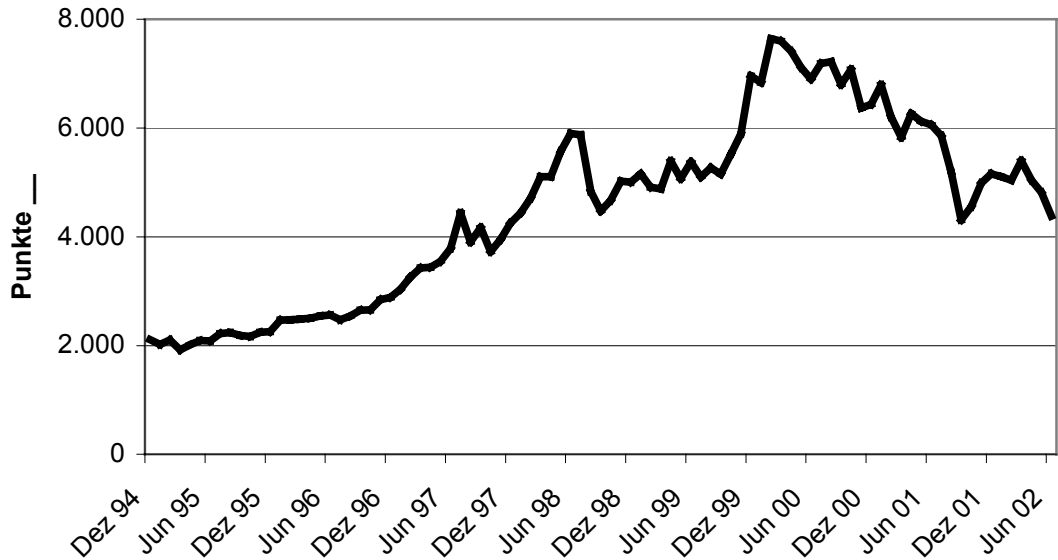


Quelle: Deutsche Börse AG, Stand Juni 2002.

In den letzten Jahren stand eine wichtige Funktion von Börsen, die Versorgung von jungen Unternehmen mit neuem Kapital, besonders im Vordergrund. Im Zusammenhang mit dem starken Verfall der Aktienkurse ist jedoch auch die Neuemissionstätigkeit (IPOs) an den Börsen mehr oder weniger zum Erliegen gekommen; eine Entwicklung, die alle deutschen und nahezu alle europäischen Börsen in gleichem Ausmaß betrifft. Dieser Zusammenhang wird verdeutlicht durch die Entwicklung des Deutschen Aktien-Index (DAX) (Abbildung 15) und die Entwicklung der Neuemissionen (Abbildung 16).

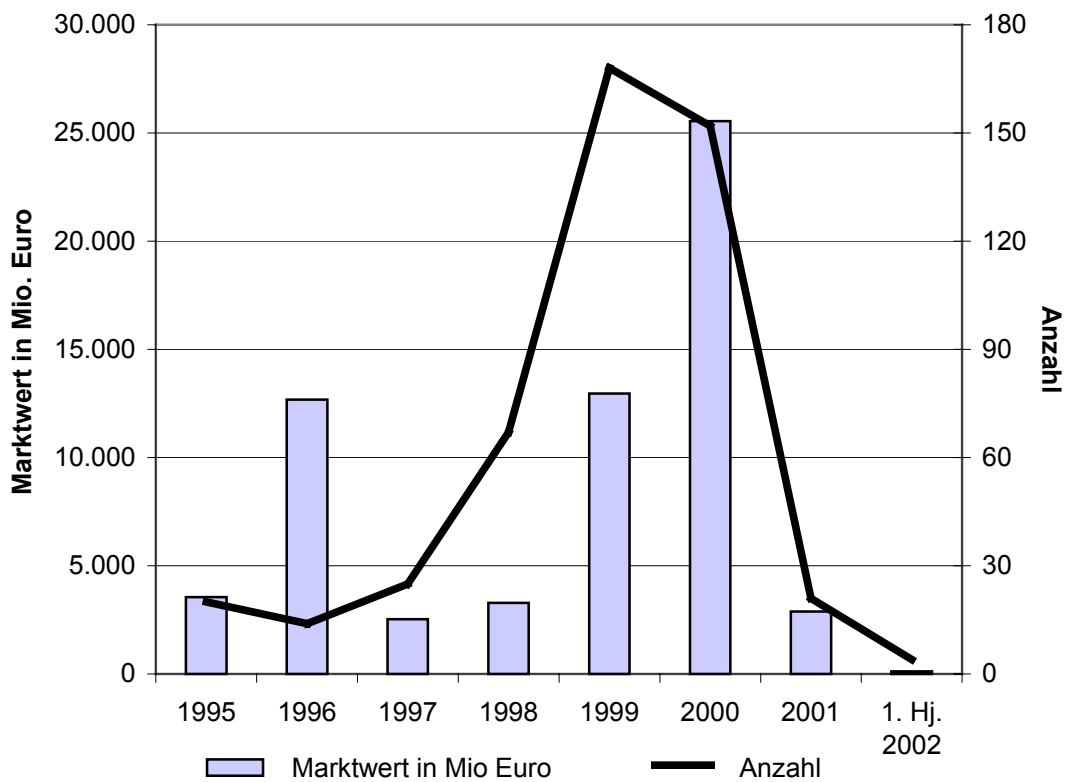
Besonders vom Verfall der Aktienkurse betroffen sind viele junge Unternehmen der Technologiebranche, die in Deutschland in dem speziell für sie eingerichteten „Neuen Markt“ notiert waren. Der Nemax-All-Share Index, welcher den gesamten Neuen Markt umfasst, ist von seinem Höchststand zu Beginn des Jahres 2000 von über 8000 Punkten auf unter 500 Punkte zur Mitte 2002 eingebrochen. Allgemein wird erwartet, dass sich mit wieder ansteigenden Börsenkursen auch die Neuemissionstätigkeit wieder belebt. Die relative Position der Deutschen Börse zu anderen deutschen und europäischen Börsen hat sich durch den Rückgang kaum verändert.

Abbildung 15 Deutscher Aktien-Index DAX, Monatsendstände



Quelle: Deutsche Bundesbank (2002b): Deutscher Aktien-Index – Monatsendstände.

Abbildung 16 Neuemissionen an der Frankfurter Wertpapierbörse, inländische Aktien



Quelle: Finanzplatz e.V. (2002), Deutsches Aktieninstitut (2002a).

4.3 Börsenwettbewerb – Das Prinzip

Die Entwicklung der Vorherrschaft der Deutschen Börse in Deutschland zeigt eindrucksvoll, dass in einem einheitlichen Wirtschaftsraum auf Dauer nur wenige Börsen bestehen können. Auch die Pariser Wertpapierbörse steht synonym für den französischen Wertpapiermarkt, London für den britischen, Tokio für den japanischen und so weiter. In allen Beispielen existierten oder existieren daneben andere Börsen, denen jedoch wie in Deutschland kaum noch Bedeutung zukommt. Eine ähnliche Entwicklung ist in einem wirtschaftlich vereinigten Europa zu erwarten. Daher soll hier kurz der dem Wettbewerb zwischen Börsen zugrunde liegende Mechanismus aufgezeigt werden.

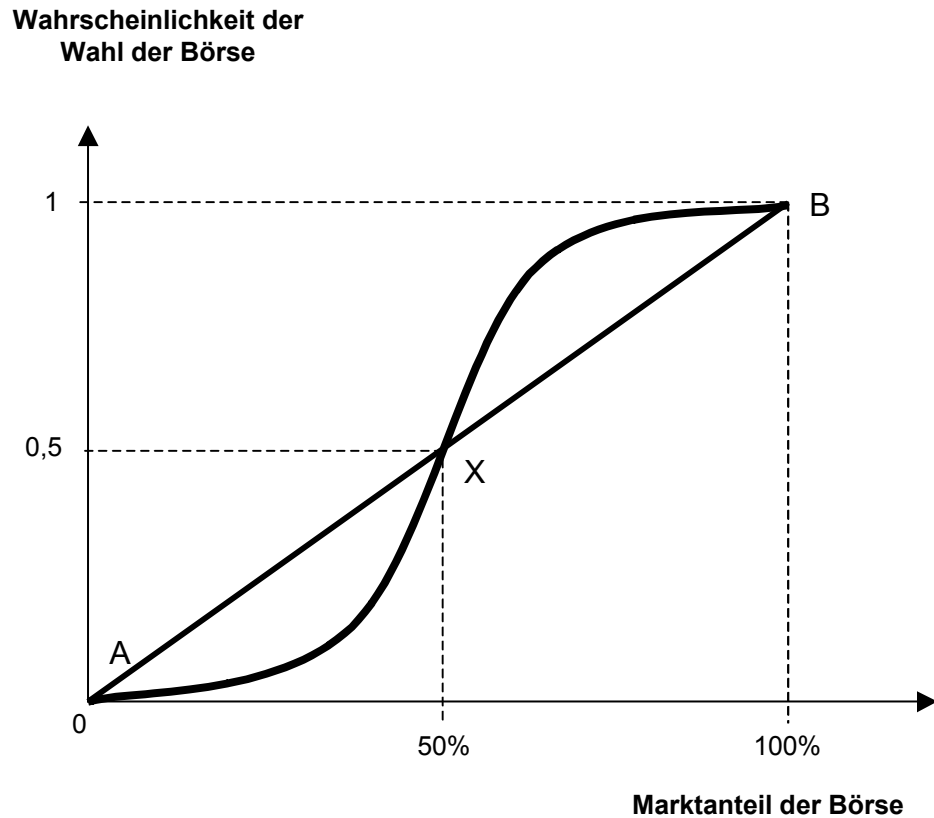
Sowohl Käufer als auch Verkäufer bevorzugen Märkte mit einer hohen Zahl von Marktteilnehmern und damit hoher Liquidität, weil dies das Risiko zufällig schwankender Preise und insbesondere Marktbeeinflussung durch die eigene Order (Liquiditätskosten oder indirekte Transaktionskosten) verringert. Die Liquiditätskosten stellen bereits bei Orders kleiner und mittlerer Größenordnung – in Abhängigkeit von der Liquidität der Märkte – den größten Kostenblock dar. Das führt zu einer bemerkenswerten Eigenschaft von Wertpapierbörsen, den Netzwerkexternalitäten: Für die Marktteilnehmer nimmt der Nutzen der Wertpapierbörse zu, wenn sich die Zahl der Teilnehmer bzw. die Liquidität erhöht. Besteht die Wahl zwischen mehreren Börsen, die den gleichen Markt abdecken, so wird sich ein neuer Marktteilnehmer für die Börse mit der größeren Liquidität, also der größeren Teilnehmerzahl, entscheiden. Durch diese Entscheidung vergrößert sich der Vorteil der größeren Börse weiter.

Für analytische Zwecke wird im Folgenden angenommen, dass eine Börse in Wettbewerb zu nur einer anderen steht. Je größer der Marktanteil der Börse, desto höher die Wahrscheinlichkeit, dass ein neuer Teilnehmer diese Börse auswählt. Des Weiteren wird angenommen, dass die Börse ausschließlich eine Liquiditätsfunktion besitze, was selbstverständlich eine Vereinfachung darstellt.

Abbildung 17 zeigt das Verhältnis zwischen dem Marktanteil der Börse und der Wahrscheinlichkeit, dass ein neu eintretender Marktteilnehmer diese Börse wählt.

Ein Beispiel: Bei einem Marktanteil von nur 30 Prozent liegt die Wahrscheinlichkeit des Eintritts eines neuen Marktteilnehmers erheblich unter 0,3 (also unterhalb der 45-Grad Linie auf der darunter liegenden Kurve). Es bedeutet eine instabile Situation, weil dieser Marktteilnehmer sich wahrscheinlich einer anderen Börse bedienen wird. Das System befindet sich nur dann im Gleichgewicht, wenn der Marktanteil der Börse gleich der Wahrscheinlichkeit ist, dass ein neu hinzukommender Teilnehmer diese Börse wählt, also sich auf der 45-Grad-Linie befindet. Liegt hingegen der Marktanteil über 50 Prozent, wächst die Wahrscheinlichkeit eines Marktzutritts steil an. Börsen mit großem Marktanteil tendieren daher dazu, das gesamte Geschäft auf sich zu ziehen. Sie bilden ein „natürliches Monopol“.

Abbildung 17 Wahrscheinlichkeit der Wahl einer Börse in Abhängigkeit von ihrem Marktanteil



Quelle: Quelle: Grote 2002.

Stellt man allein auf die Liquiditätsfunktion der Börse ab, so existieren langfristig nur zwei stabile Gleichgewichte: entweder nutzen alle Teilnehmer diese Börse; sie erreicht dann einen Marktanteil von nahezu 100 Prozent (Punkt B). Oder aber keiner nutzt sie, und so fällt ihr Marktanteil auf null Prozent (Punkt A). Eine Börse, die einmal einen hohen Marktanteil gewonnen hat, wird auf Dauer den gesamten Markt attrahieren. Dies führt zu dem – auf nationaler Ebene durchgängig beobachteten – Phänomen einer vorherrschenden Wertpapierbörse pro Markt.

Der Bereich um 50 Prozent ist von besonderem Interesse. Das Gleichgewicht in Punkt (X) ist instabil: Beide Wertpapierbörsen haben einen Marktanteil von 50 Prozent, und die Wahrscheinlichkeit, dass ein neu hinzukommender Teilnehmer die eine Börse wählt, beträgt ebenfalls 0,5. Bereits kleine Abweichungen von diesem Punkt – die rein zufällig erfolgen können – führen sehr schnell zu einem der beiden stabilen Gleichgewichte. Diese Betrachtung macht deutlich, dass Börsenwettbewerbe sehr rasch nach Beginn des Wettbewerbs in die entscheidende Phase eintreten: So entscheidet sich momentan das weitere Schicksal der europäischen Börsen.

Da es vor allem die Erwartungen über zukünftige Marktanteile sind, die neue Teilnehmer dazu bewegen, eine bestimmte Börse zu wählen, entsteht die Möglichkeit

der „selbsterfüllenden Prophezeiung“: Um sich für eine bestimmte Börse zu entscheiden reicht es aus, dass die Mehrheit der Akteure erwartet, dass eine bestimmte Börse in Zukunft einen überragenden Marktanteil haben wird. Somit sind es neben den harten Fakten „Liquidität“ und „Marktanteil“ auch Stimmungen im Markt, welche für den Erfolg einer Börse ausschlaggebend sein können. Die Wahrnehmung des Finanzplatzes Frankfurt im Ausland spielt hierbei eine wichtige Rolle.

Für eine Börse, die sich in der „Liquiditätsfalle“ befindet, also nur einen kleinen Marktanteil besitzt, bieten sich verschiedene Strategien an. Zunächst das Ausweichen auf andere Märkte, in denen die dominierende Börse keine Vorrangstellung besitzt (Spezialisierung). Im direkten Wettbewerb bleibt noch der Preiswettbewerb mit der dominierenden Börse: Da jedoch die von der Börse beeinflussbaren expliziten Transaktionskosten nur einen Bruchteil der durch illiquide Märkte hervorgerufenen impliziten Transaktionskosten ausmachen (vgl. Abbildung 17), sind dem Preiswettbewerb enge Schranken gesetzt. Eine Subventionierung des Orderflows an die eigene Börse ist zwar langfristig nicht tragbar, wird jedoch kurzfristig zum Erreichen der kritischen Masse durchaus eingesetzt.

Die „kritische Masse“ in einzelnen Märkten kann auch durch Fusionen und Allianzen von kleineren Börsen erreicht werden. Zudem kann die Bereitstellung von möglichst vielen Segmenten, die mit einem technischen System erreicht werden können, für die Investoren vorteilhaft sein: Höhere implizite Transaktionskosten auf wenigen Märkten können – zumindest vorübergehend – in Kauf genommen werden, wenn für alle Einzelmärkte die gleiche Infrastruktur verwendet wird. Neben dem eigentlichen Handel fallen die meisten Kosten in der Abwicklung der getätigten Geschäfte an: Eine günstige Lösung für den Bereich des „Clearing and Settlement“ ist ebenfalls attraktiv für Investoren.

Da die Kosten für eine zusätzliche Order gegen Null tendieren, ist der Wettbewerb um den „orderflow“ sehr intensiv und durch geringe Margen gekennzeichnet. Börsen sind daher heute vielfach in weiteren Bereichen tätig, etwa als Anbieter von Kursinformationen oder als Dienstleister im Bereich Informationstechnologie.

Der aufgezeigte Mechanismus erklärt das Entstehen von (Quasi-) Monopolstellungen einzelner nationaler Börsen und zeigt die möglichen Wettbewerbsparameter auf. In den folgenden Abschnitten wird die Konkurrenzsituation der Deutschen Börse – und damit des Finanzplatzes Frankfurt – anhand dieser Parameter analysiert. Eine Quasi-Monopolstellung ergibt sich im Besonderen auch für den Bereich Clearing und Abwicklung.

4.4 Konkurrenzsituation im Inland

Regionalbörsen: Die Stellung der Frankfurter Wertpapierbörse ist innerhalb Deutschlands ungefährdet. Die von den Regionalbörsen mit Abstand am häufigsten gewählte Strategie ist die Spezialisierung auf bestimmte Segmente, in denen eine „kritische Masse“ erreicht werden soll: Zum einen verstehen sich Börsen als Dienstleister für kleinere, regionale Unternehmen. Allerdings ist das Potenzial – gerade in der jüngsten Kurs- und Neuemissionsschwäche – gering. Auch die Versuche, sich als Marktplatz für junge Unternehmen, insbesondere aus der jeweiligen Region, zu positionieren, sind gescheitert: Mit dem Einbruch der Kurse für Technologiewerte sind die Aktivitäten überall nahezu zum Erliegen gekommen. Die Münchener Börse hat ihr „Top Quality Segment“ nach nicht einmal zwei Jahren wieder eingestellt – kein einziges Unternehmen hatte sich in diesem Markt notieren lassen. Im Hamburger „Start-Up Market“ sind fünf Unternehmen vertreten; Bremen hat sein Mittelstandssegment mangels Masse und angesichts der Konkurrenz des Frankfurter Neuen Marktes bereits 1998 geschlossen. Die Düsseldorfer Börse hat ihr „Young Stocks“-Segment 2001 ebenfalls aufgegeben (FAZ 2002b).

Die zweite Art der Spezialisierung besteht in der Konzentration auf – bundesweite – Nischensegmente. So haben nahezu alle Regionalbörsen Privatanleger als „Nischensegment“ betrachtet. Letzte Beispiele für Vorstöße in diese Richtung sind das „Quotrix“-System der Düsseldorfer Börse und das geplante „Max-One“ der Münchener Börse. Allerdings ist es neben kleineren Achtungserfolgen nicht zu einer nennenswerten Konzentration von Orders außerhalb der beiden Frankfurter Systeme gekommen. Seit August 2002 akzeptiert das Xetra-System zudem in allen Werten die Ordergröße 1. Ein Vorteil für kleinere Börsen ist somit weggefallen. Es ist nun damit zu rechnen, dass auch kleine Privatorders in verstärktem Ausmaß über das Xetra-System geleitet werden.⁵⁹

Die Berliner Börse hatte sich in der Vergangenheit auf den Handel mit osteuropäischen Werten spezialisiert und sich dort eine respektable Stellung in Deutschland erarbeitet. Durch die im Jahr 2000 erfolgte Gründung einer Spezialbörse für osteuropäische Werte, der Newex, eines Joint Venture zwischen Deutscher Börse und Wiener Börse – die traditionell einen sehr liquiden Markt für osteuropäische Werte hat – ist jedoch auch dieser Vorteil der Berliner Börse weggefallen. Umsätze in anderen Auslandswerten, auf die etwa München und Berlin spezialisiert waren, sind durch die Einführung des „Xetra Stars“-Segments Ende 2001 ebenfalls vermehrt auf das Xetra-System abgewandert.

Einzig die Stuttgarter Börse hat sich mit dem Segment Euwax, in dem etwa 85 Prozent der Umsätze in börsennotierten Optionsscheinen erfolgen, dauerhaft eine führende

⁵⁹ Inwieweit sich durch unterschiedliche Handelsformen Nischenvorteile der Regionalbörsen halten lassen, wurde in dieser Studie nicht untersucht. So sind z.B. kleinere Regionalwerte in hohem Maße illiquide und bedürfen der kontinuierlichen Pflege durch einen Market Maker, der sich vermutlich eher lokal konstituiert. Ein System wie Max-One oder Quotrix könnte hier ggf. operationale Vorteile gegenüber Xetra bieten.

Stellung sichern können. In diesem Segment sieht sich die Stuttgarter Börse denn auch nicht mehr als Regionalbörse, sondern als eine bundesweit agierende spezialisierte Handelsplattform.

Im Juni 2002 gaben die Berliner und die Bremer Börse ihre Fusion bekannt. Zusammen mit der Nasdaq Europe, einer Tochtergesellschaft der US-amerikanischen Technologiebörse Nasdaq, soll ab Januar 2003 die Nasdaq Deutschland AG errichtet werden. An dieser Gesellschaft ist die Nasdaq mit 50 Prozent beteiligt, die Dresdner Bank mit 15 Prozent, die Commerzbank und die comdirect bank mit jeweils 7,5 Prozent und die Börsen Berlin und Bremen mit jeweils 10 Prozent. Angestrebt wird der Handel mit wichtigen deutschen, europäischen und amerikanischen Aktien. Auch hier sind Privatanleger die Zielgruppe.

Die Regionalbörsen stellen keine Herausforderung für den Finanzplatz Frankfurt dar. Solange ihr Betriebsergebnis positiv ist, werden sie sich halten können, aber es ist absehbar, dass die Regionalbörsen in absehbarer Zeit einen Bedeutungswandel erfahren müssen – es sei denn, sie werden aus politischen Gründen subventioniert am Leben erhalten. Eine Chance bietet sich in der notwendigen Präzisierung von Börsenaktivitäten in einem künftigen Fünften Finanzmarktförderungsgesetz (siehe Kapitel 5.1). Es könnte Anlass geben, nicht nur über die Funktionen von Börsen konkreter nachzudenken, sondern möglicherweise auch den Regionalbörsen eine duale Rolle zuzuweisen: als nachgeordnete Stellen eines zentralisierten deutschen Börsensystems mit Agentenfunktion; und als selbständige Einrichtungen mit spezialisierten börsennahen oder –ähnlichen Funktionen. Als Börsenagenturen verlören sie zwar ihre unabhängige Stellung, würden aber Vorteile durch Anbindung an eine umfassende Handelsplattform gewinnen. Sie wären so auch einer zentralen Börsenaufsicht unterstellt (siehe Abschnitt 5.3). Die bisherigen Regionalbörsen könnten weiterhin ihre standortspezifischen Vorteile in einem börsennahen, aufsichtsfreien oder von der jeweiligen Landesregierung kontrollierten Geschäftsbereich entwickeln. Eine solche Vereinheitlichung der Börsenstruktur und –aufsicht hätte vor allem zum Ziel, den Finanzplatz Deutschland nach außen hin klarer zu strukturieren und damit zu stärken.

Interne Ausführung der Banken: Insbesondere große Banken tendieren in letzter Zeit dazu, Orders von Kunden nicht über die Börse zu lenken, sondern mit entsprechenden internen Orders oder gegen den eigenen Bestand zu verrechnen. Damit wird den Börsen Liquidität entzogen; Banken werden zu direkten Konkurrenten von Börsen.

In Europa gibt es in dieser Hinsicht bislang kein einheitliches Vorgehen: So werden in London Orders von Privatanlegern seit langem – zumindest von den größeren Finanzdienstleistern – intern ausgeführt. Dieses Verfahren wird gerade von der Financial Services Authority, der britischen Finanzaufsicht, einer genauen Überprüfung

unterzogen. In Frankreich existiert dagegen ein Börsenmonopol, das von Seiten der Börse auch vehement verteidigt wird. In Deutschland wird bislang der Großteil der Orders noch über die Börse geleitet. Für Aufträge von Nichtbanken gibt es sogar einen gesetzlichen Börsenzwang.

Die Deutsche Börse versucht, mittels Einführung von „Xetra Best“ im September 2002, der Entwicklung hin zur Internalisierung entgegen zu steuern. Dabei soll die interne Ausführung der Orders auf der Basis der Xetra-Plattform geschehen, ohne dass die Order tatsächlich auf den Markt gegeben wird. Privatanlegern wird über Xetra Best An- und Verkaufskurse geboten, die mindestens einen Cent besser sind als die entsprechende Ausführung über die Börse im offenen Xetra-Orderbuch. Zudem sieht Xetra Best vor, dass Institute Aufträge ihrer Kunden – gegen Entgelt – an andere Institute weitergeben können, anstatt sie über die Börse zu leiten. Dem Liquiditätsentzug durch die Internalisierung des Auftrags-Stroms soll durch die Verpflichtung der beteiligten Institute entgegengewirkt werden, in Xetra als „Liquidity-Manager“ tätig zu werden (Theissen 2002, Murray 2002-1). Für eine abschließende Beurteilung dieses Systems ist es jedoch zu früh, da die Akzeptanz der Marktteilnehmer bislang noch fraglich erscheint. Eine höhere Volatilität der Kurse durch fehlende Markttiefe ist jedoch im Bereich des Möglichen.

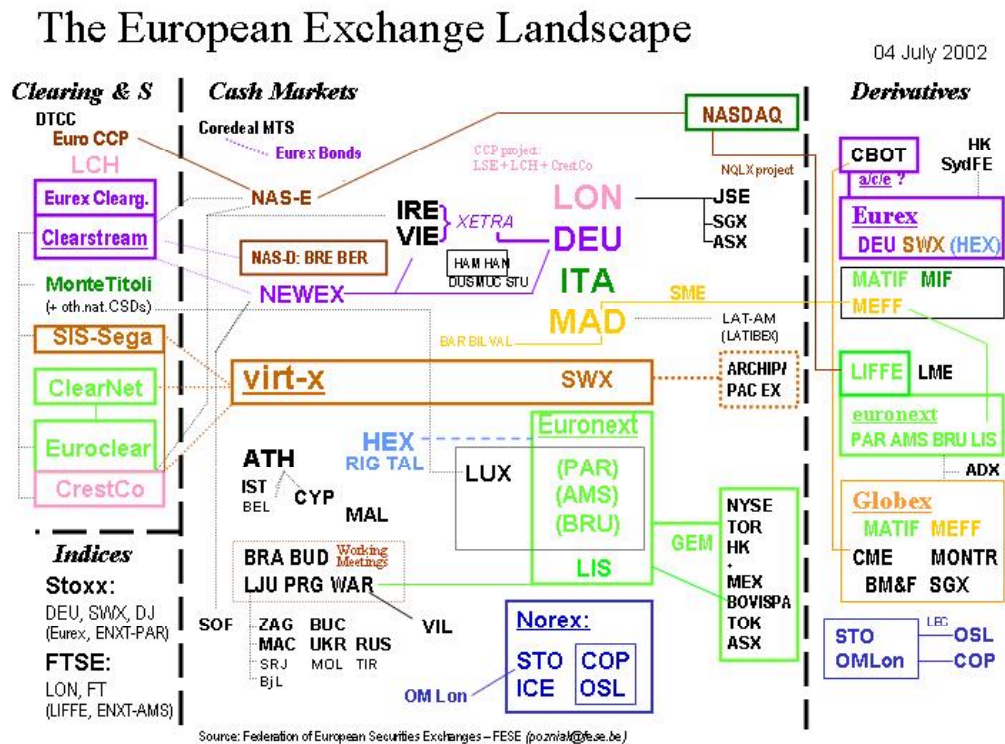
Eine abschließende Beurteilung der Situation in Deutschland gestaltet sich schwierig. Aus einem statischen Blickwinkel gesehen führt die Aufteilung der Orders auf mehrere Börsen zu einer Verringerung der Liquidität an den einzelnen Märkten, so dass die Preise nicht in jedem Fall die Marktlage widerspiegeln. Die Existenz der Regionalbörsen wird von Auslandsbankern in Frankfurt mit Unverständnis und Belustigung kommentiert (Grote 2002). Allgemein wird eine Konsolidierung der deutschen Börsenlandschaft erwartet. Aus Sicht der institutionellen Investoren ist eine weitere Konzentration auf eine Börse – Frankfurt – in Deutschland wünschenswert. Eine derartige Monopolisierung der deutschen Börsenlandschaft verhindert jedoch in einer dynamischen Perspektive den Wettbewerb zwischen den Börsen. Einige Innovationen – gerade in Bezug auf die Privatanleger – wurden zunächst an Regionalbörsen eingeführt und später von der Deutschen Börse übernommen.

Der Wettbewerb zwischen Börsen spielt sich heute jedoch nicht mehr auf nationaler Ebene ab, sondern zumindest auf europäischer, wenn nicht auf globaler Ebene. Wie das Beispiel der Nasdaq Deutschland zeigt, besteht Wettbewerb um Investoren zwischen den Börsen nicht nur zwischen deutschen Regionalbörsen, sondern auch zwischen anderen Börsenorganisationen. Dieser tatsächliche und potenzielle Wettbewerb um die Orders reicht aus, eine kontinuierliche Weiterentwicklung der Börsen und eine effiziente Organisation der Kapitalmärkte zu sichern.

4.5 Konkurrenz in Europa

Obwohl die Europäische Union auf die weitere Integration ihrer Mitgliedsstaaten hinarbeitet, bleibt Europa doch weiterhin in 15 verschiedene kulturelle, rechtliche, steuerliche und regulatorische nationale Einheiten aufgeteilt. Diese Fragmentierung gilt als ein wesentliches Hindernis auf dem Weg zu einem einheitlichen europäischen Kapitalmarkt. Einige der Hindernisse auf dem Weg zur Integration – wie etwa historisch gewachsene Marktpraktiken – sind veränderbar, andere – insbesondere die elf verschiedenen Sprachen in der EU – nicht. Insbesondere kleinere Marktteilnehmer und Investoren konzentrieren sich meist auf lokale (nationale) Märkte. Die Deutsche Börse schätzt, dass in der EU etwa 60 Prozent des gesamten Aktienhandels vollständig auf nationaler Ebene getätigt werden (Deutsche Börse 2002-1, S. 7).⁶⁰

Abbildung 18 Die Europäische Börsenlandschaft



Quelle: Federation of European Securities Exchanges – FESE (poznial@fese.be)

Weit mehr als in Deutschland steht die Konsolidierung der fragmentierten Börsen- und Abwicklungslandschaft in Europa auf der Agenda vieler Marktteilnehmer. Auch die Europäische Kommission hat sich dieser Frage angenommen. Ein Blick auf die Struktur zeigt die Komplexität der Situation in Europa heute (Abbildung 18).

⁶⁰ Die Bank für internationalen Zahlungsausgleich hat 1995 festgestellt, dass umfassende – geschweige denn konsistente – Daten zum internationalen Handel und Settlement nicht existieren. Daran hat sich bis heute nichts geändert.

Vor diesem Hintergrund wird der Wunsch vieler – insbesondere institutioneller – Marktteilnehmer nach einer Konsolidierung der europäischen Börsenlandschaft verständlich. Zudem hat die weitgehende Eliminierung von Wechselkursrisiken die relative Bedeutung von Länder- und Branchenrisiken verringert. Die Branchenrisiken sind eindeutig in den Vordergrund gerückt. Ein interviewter Auslandsbanker brachte diesen Sachverhalt wie folgt zum Ausdruck:

„Investoren vergleichen nicht mehr zwischen VW, Bayer und Allianz, sondern zwischen Fiat, Renault und VW“.

Die letztgenannten Werte müssen derzeit noch an verschiedenen Börsen, mit verschiedenen Abwicklungssystemen gehandelt werden.

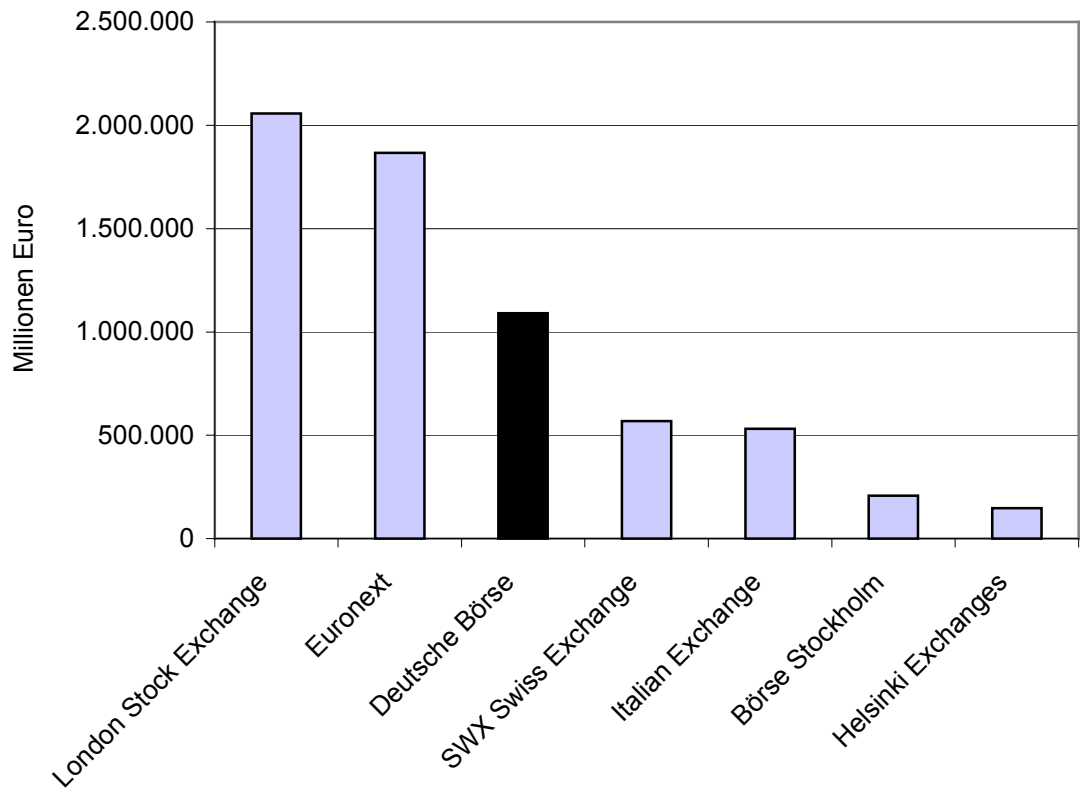
Die bestehenden Ineffizienzen im Clearing und Settlement gelten als wichtigstes Hindernis auf dem Weg zu integrierten Finanzmärkten in Europa. Hierbei geht es um vier Schritte, nämlich 1. die Bestätigung des getätigten Handels; 2. das Clearing – hier werden die gegenseitigen Forderungen von Käufer und Verkäufer festgehalten; und das Settlement, welches 3. die Lieferung der Wertpapiere und 4. die reziproke Zahlung umfasst. Sind Zahlung und Lieferung durchgeführt, ist der Prozess abgeschlossen.

Einige Wertpapiermärkte machen Gebrauch von einer zentralen Gegenpartei (central counterparty oder CCP), also einer Instanz, welche zwischen die einzelnen Handelspartner als „Käufer für alle Verkäufer und als Verkäufer für alle Käufer“ auftritt. Dadurch bleiben individuelle Käufer und Verkäufer gegenseitig anonym. Einige zentrale Gegenparteien bieten die Möglichkeit der Verrechnung von Schulden und Forderungen an, das „Netting“. Dies erleichtert das Management von Wertpapier- und Zahlungstransfers, verringert das Kreditrisiko und verbessert die Liquidität der Marktteilnehmer. Der Vorteil des Netting steigt mit der Handelsintensität pro Teilnehmer. Auf Clearing und Settlement wird in Abschnitt 4.8 genauer eingegangen.

Jede Konsolidierung der europäischen Handels- und Abwicklungslandschaft, ob in horizontaler oder in vertikaler Richtung, ist für den Euro-Raum positiv, da die Effizienz erhöht wird und die laufenden Kosten verringert werden. Horizontale Konsolidierung – der Zusammenschluss von Unternehmen auf gleicher Stufe der Wertschöpfungskette – erlaubt die Realisierung von Größenvorteilen (economies of scale), vertikale Konsolidierung – die Integration entlang der Wertschöpfungskette – hingegen die Ausschöpfung von Verbundvorteilen (economies of scope).

Bislang lassen sich neben den vielen kleineren Gesellschaften zwei bis drei große „Pfeiler“ in der europäischen Börsen- und Abwicklungslandschaft ausmachen (Abbildung 19).

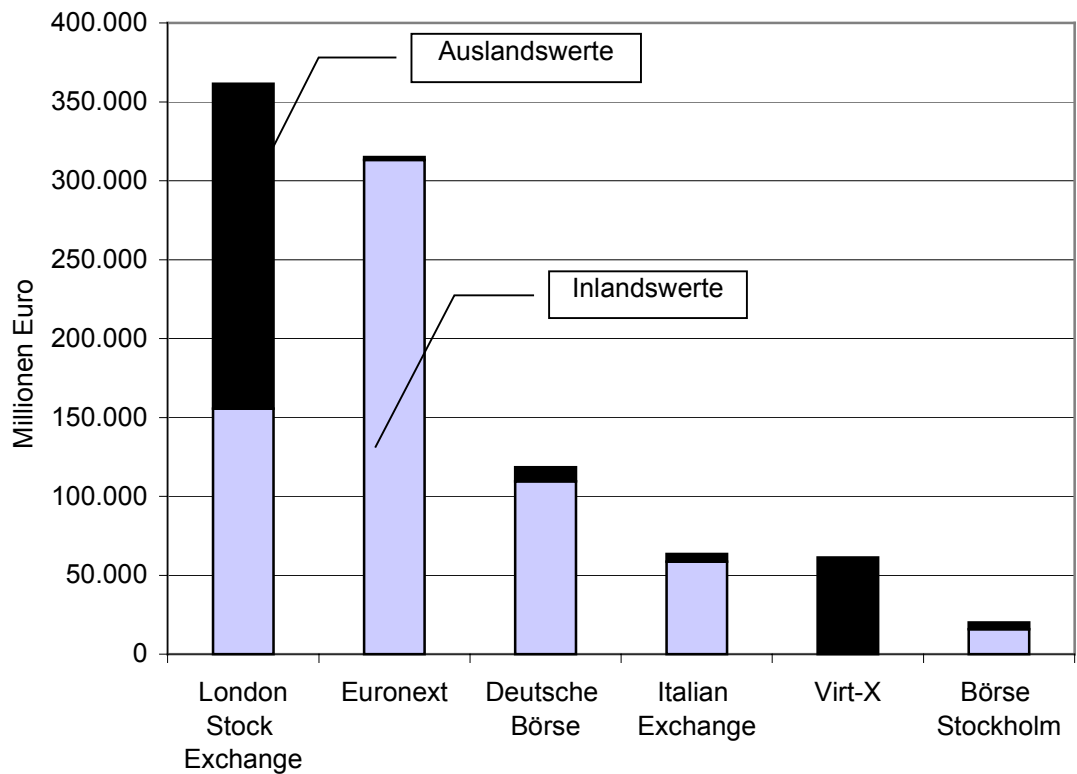
Abbildung 19 Die drei Pfeiler der europäischen Börsen- und Abwicklungslandschaft

Abbildung 20 Marktkapitalisierung europäischer Börsen (alle Segmente), inländische Aktien in Mio. Euro

Quelle: Federation of European Securities Exchanges, Stand: Ende Juni 2002.

Ein ähnliches Bild ergibt sich bei Betrachtung der Börsenumsätze in in- und ausländischen Aktien: Hier liegen die LSE (vor allem aufgrund der hohen Umsätze in ausländischen Aktien) und Euronext ebenfalls deutlich vor der Deutschen Börse, welche wiederum einen etwa doppelt so hohen Umsatz wie die nachfolgenden Konkurrenten (Italienische Börse und die in London basierte britisch-schweizerische Virt-X) hat.

Abbildung 21 Aktienumsätze europäischer Börsen, Juni 2002, Einzelzählung

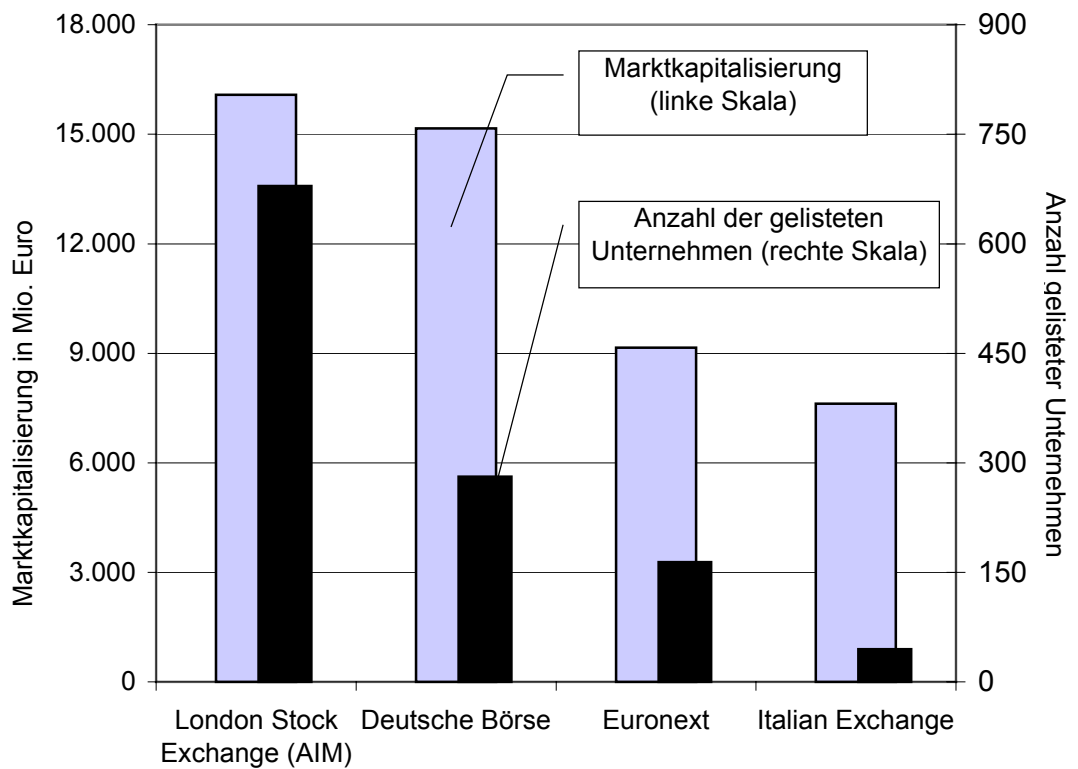


Quelle: Federation of European Securities Exchanges, Stand: Ende Juni 2002.

Allerdings werden die meisten ausländischen Aktien in London OTC (over the counter), also zwischen den Marktteilnehmern direkt gehandelt. Die Umsätze werden aufgrund regulatorischer Bestimmungen jedoch der LSE gemeldet und zugerechnet.

Für einzelne Märkte hingegen, beispielsweise für Technologiewerte, ergibt sich ein differenzierteres Bild. Hier hatte sich der Neue Markt der Deutschen Börse im europäischen Vergleich zunächst als attraktiv erwiesen, wenn er auch in den letzten beiden Jahren die Erwartungen der Investoren in punkto Kursentwicklung nicht erfüllt hat, so dass er schließlich im Jahre 2003 aufgelöst wird.

Abbildung 22 „Wachstumsmärkte“ in Europa



Quelle: Federation of European Securities Exchanges und London Stock Exchange, Stand Ende Juli 2002.

In Bezug auf die Marktkapitalisierung konnte der deutsche „Neue Markt“ zunächst nahezu zum „Alternative Investment Market“ (AIM) der Londoner Börse LSE aufschließen. Nicht zuletzt aufgrund der geringeren Anforderungen an ein Listing für junge Unternehmen an dem AIM haben allein im ersten Halbjahr 2002 41 neue Unternehmen Notierungen aufgenommen. Der AIM steht damit in Europa vergleichsweise gut da, wenn auch die Kursentwicklung ähnlich enttäuschend verlaufen ist wie an den anderen Märkten (FAZ 2002-1). Zusätzlich existiert an der LSE mit dem „Techmark“ noch ein Marktsegment des Hauptmarktes, in dem ebenfalls vorrangig Technologiewerte vertreten sind. Die Marktkapitalisierung dieses Segments betrug Ende Juli 2002 (bei 229 gelisteten Unternehmen) 404.000 Millionen Euro, also ein Vielfaches der übrigen Marktkapitalisierungen.

In Anlehnung an das Konzept des „Techmark“ hat die Deutsche Börse Mitte Oktober 2002 die Auflösung des Neuen Marktes – sowie des SMAX, des Segments für kleinere Werte – im Verlauf des Jahres 2003 beschlossen. Stattdessen soll ab Anfang 2003 der Gesamtmarkt in zwei Segmente mit unterschiedlichen Transparenzstandards unterteilt werden. Zum einen ist dies der „Prime Standard“ mit internationalen Anforderungen wie die Bilanzierung nach internationalen Standards (IAS oder US-GAAP), die Erstellung von Quartalsberichten, ein Unternehmenskalender, Analystenkonferenzen sowie Ad-hoc-Meldungen zusätzlich in englischer Sprache; zum anderen der „Domestic Standard“ (hierfür wird noch ein anderer Name gesucht) mit den gesetzlichen Mindestanforderungen. Ein neues – noch zu definierendes – Indexkonzept soll ausschließlich auf dem „Prime Standard“ aufbauen: Die größten Unternehmen dieses Segments sollen wie bisher im DAX zusammengefasst werden, in den übrigen Indizes werden Unternehmen aus ähnlichen Branchen zusammengefasst.

Indes ist, entsprechend dem oben vorgestellten Mechanismus der Börsenkonkurrenz, die Liquidität wichtiger europäischer Aktien nahezu ausschließlich auf ihre jeweilige Heimatbörse konzentriert. Ein schlichtes Ignorieren einiger Börsen – wie in Deutschland üblich – ist in Europa also kaum möglich. Ein „Herüberziehen“ der Liquidität ausländischer Werte erscheint unwahrscheinlich, daher nehmen Allianzen, Übernahmen und Fusionen im europäischen Börsenwettbewerb eine wichtige Rolle ein. Neben die etablierten nationalen Börsen treten in Europa einige neue, von vorneherein paneuropäisch ausgerichtete Wettbewerber, welche allerdings sämtlich den Nachteil besitzen, in keinem Wert ausreichend Liquidität vorweisen zu können. Ihr Vorteil, eine effiziente elektronische Marktorganisation, schlägt im Wettbewerb zu den ohnehin gut organisierten europäischen Börsen nur gering zu Buche. So wurde Jiway im September 2000 von der Investmentbank Morgan Stanley und der schwedischen OM Gruppen als paneuropäischer Handelsplatz für Privatanleger gegründet. Morgan

Stanley hat sich inzwischen aufgrund des andauernden Misserfolgs zurückgezogen. Die 1996 gegründete Easdaq wurde im Frühjahr 2001 von der Nasdaq übernommen und in Nasdaq-Europe umbenannt. Auch hier ist das Ziel, eine paneuropäische Börsenplattform zu schaffen, mit besonderer Verbindung zur Nasdaq in den USA. Beide Börsen besitzen jedoch nur minimales Handelsvolumen. Die wichtigsten Konkurrenten der Börsen auf dem Weg zur dominierenden Stellung in Europa sind somit die anderen nationalen Börsen.

BOX: Die zukünftige Börsenlandschaft

Endstation I: Eine globale Aktienbörse?

Zu Beginn des Konsolidierungsprozesses der Börsenlandschaft wurde oft die Vision einer bzw. weniger „globaler Börsen“ beschworen; wenige Plattformen, auf denen rund um die Uhr weltweit Wertpapiere gehandelt werden können. Nasdaq, die US-amerikanische Technologiebörse, nahm dabei eine Vorreiterfunktion ein. Über ihre Tochtergesellschaft Nasdaq Japan sollte es in Zukunft möglich sein, nicht nur lokale Technologiewerte zu handeln, sondern auch bereits an der Nasdaq Amerika gelistete Wertpapiere. Dies ist an der Nasdaq Europe bereits möglich.

Bislang jedoch sind diese Bemühungen nicht von Erfolg gekennzeichnet. Die erst im Jahr 2000 gegründete Nasdaq Japan beendet im Oktober 2002 die Geschäftstätigkeit; die Nasdaq Europe ist bislang ebenfalls keine wichtige Börse geworden: die Möglichkeit, an ihr US-amerikanische Aktien zu handeln, wird selten wahrgenommen.

Dies liegt wieder an dem oben beschriebenen Mechanismus der „Liquiditätsfalle“: Aufgrund niedrigen Handelsvolumens ist es für die Marktteilnehmer nicht sinnvoll, ihre Orders auf diesem Markt zu platzieren. Hinzu kommt die Gefahr, dass der Handel unter Ausnutzung von Informationen, die über Nacht entstanden sind, den Vorwurf des unfairen (Insider-) Handels nach sich ziehen kann, da Investoren etwa in den USA noch keine Möglichkeit hatten, darauf zu reagieren.

Die Möglichkeiten der Konsolidierung von Aktienbörsen mit sinnvollen Kostenersparnissen erscheinen somit zumindest auf mittlere Frist auf die einzelnen Zeitzonen begrenzt. Dies bedeutet jedoch nicht, dass Fusionen zwischen einzelnen Börsen vollständig ausgeschlossen sind, es können nach wie vor andere, strategische oder finanzielle Gründe eine Rolle spielen. Lediglich die vollständige Konsolidierung der Operationen erscheint momentan noch schwierig.

Endstation II: Eine globale Derivate-Börse?

Derivate-Börsen sind bereits heute deutlich internationaler ausgerichtet als die entsprechenden Aktienbörsen. So stammen Mitte 2002 29 Prozent der Umsätze des Xetra-Systems (Aktien) aus dem Ausland, wohingegen bei Eurex (Derivate) mittlerweile 65 Prozent des Volumens aus dem Ausland generiert werden, darunter 10 Prozent aus den USA (Deutsche Börse 2002-2).

- Derivate gelten als weniger „lokal gebunden“ als Aktien. Dies liegt vor allem daran, dass Derivate grundsätzlich mit einer zentralen Gegenpartei gehandelt werden und keine physischen Stücke mehr ihren Besitzer wechseln müssen. Der Handel mit Derivaten ist heute nahezu überall voll computerisiert, der Parketthandel weitgehend abgeschafft.
- Ein wichtiger Punkt ist, dass die mit weitem Abstand am meisten gehandelten Produkte Derivate auf Indizes und Anleihen sind. Diese enthalten jedoch nur in geringem Umfang spezielle, oftmals nur lokal erhältliche Informationen – anders als Aktien. Die oftmals zitierten Nokia-Optionen bilden dabei die Ausnahme von der Regel (dies dürfte nicht zuletzt schlicht der geringen Anzahl der Marktteilnehmer in Finnland geschuldet sein).
- Zudem ist der Handel mit Derivaten weitgehend auf professionelle Marktteilnehmer beschränkt, es bestehen weniger strenge Regulierungsvorschriften beim Handel im Ausland.

4.6 Börsenstrategien

Viele europäische Börsen waren bis in die 1990er Jahre durch weitgehende Übereinstimmung von Benutzern und Eigentümern gekennzeichnet, mit zum Teil öffentlich-rechtlicher Trägerschaft. In dem Maße, in dem Börsenplätze nicht mehr als räumlich konzentrierte Märkte für regionale und nationale Marktteilnehmer charakterisiert werden konnten, kam es zur „Demutualisierung“, der Umwandlung in privatrechtlich organisierte Unternehmen. Die durch den zunehmenden internationalen Wettbewerb um Transaktionsdienstleistungen rund um den Handel verdeutlichten Interessenskonflikte zwischen Eigentümern und Benutzern von Börsen sowie die Notwendigkeit einer professionellen Unternehmensführung und der Aufnahme neuen Kapitals führten vielerorts zur Privatisierung der Börsen: 1988 Paris, 1989 Madrid, 1991 Frankfurt, 1993 Stockholm, 1997 Amsterdam und Mailand, 1999 Brüssel und Lissabon, 2000 die LSE. Unterstützt wird diese Tendenz durch die Börsengänge der Börsen: 1998 Stockholm, 2001 die Deutsche Börse, LSE und Euronext, 2002 Lissabon, und später Mailand und Madrid.

Abgesehen von einer im Vergleich zu den USA sehr frühen Einführung von elektronischen Marktsystemen – welche die Kosten für die Marktteilnehmer deutlich gesenkt haben – bestehen die Strategien europäischer Börsen im Wesentlichen aus zwei Komponenten, die oft auch parallel verfolgt werden:

- Fusionen mit anderen Börsen (horizontale Strategie), auch zwischen Derivate- und Kassamärkten;
- „*one-stop-shopping*“ (vertikale Strategie), also durch Integration von europäischen Clearing- und Settlement-Strukturen.

Entlang der horizontalen Strategie hat es in den 1990er Jahren eine Vielzahl von – oft gescheiterten – Allianzen und Fusionsbestrebungen gegeben. Zu den spektakulärsten zählt sicherlich der fehlgeschlagene Versuch der Formung einer gemeinsamen Börse „iX“ durch die Londoner LSE und der Deutschen Börse im Jahre 2000, mit geplanter Integration der amerikanischen Nasdaq im Wachstumssegment. Parallel dazu gab es den Versuch einer feindlichen Übernahme der LSE durch die Stockholmer OM Gruppen. Als Reaktion auf die Bestrebungen der Londoner und Frankfurter Börse schlossen sich Paris, Brüssel und Amsterdam – erfolgreich – zur gemeinsamen Börse „Euronext“ zusammen. Euronext kaufte im Jahr 2001 die Londoner Derivate-Börse Liffe (auch die Deutsche Börse und die LSE hatten für die Liffe geboten); 2002 stieß die Börse Lissabon ebenfalls zu Euronext dazu.

Tabelle 22 Der Konsolidierungsprozess der Börsen in Europa seit 1997

1997	Eurex entsteht aus der Fusion zwischen der Deutschen Terminbörse DTB und der Schweizer Terminbörse Soffex
1999	Clearstream International entsteht aus der Fusion der Deutschen Börse Clearing und Cedel International (Luxemburg)
2000	Euroclear und Sicovam (Frankreich) fusionieren
2000	Euronext entsteht aus der Fusion der Börsen aus Paris, Amsterdam und Brüssel
2000	Euroclear fusioniert mit Necigef (Niederlande) und CIK (Belgien)
2001	virt-X entsteht aus der Fusion von tradepoint (Großbritannien) und dem Schweizer Markt für blue chips
2001	Euronext fusioniert mit der Liffe (London)
2002	Deutsche Börse übernimmt Clearstream vollständig
2002	Euronext übernimmt auch die Börsen in Lissabon und Porto (Portugal)
2002	CrestCo und Euroclear fusionieren

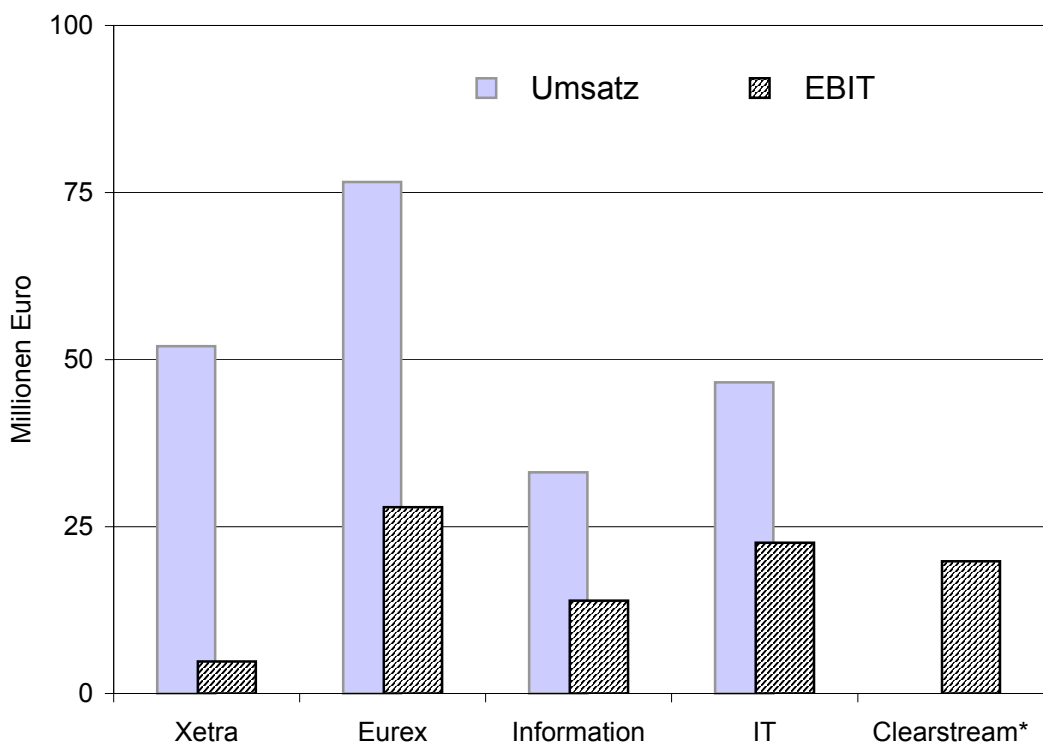
Quelle: Clearstream International 2002, S. 30; eigene Recherchen.

Die vertikale Strategie der Integration von *Clearing*- und *Settlement*-Strukturen unter dem Dach einer Börse wird momentan insbesondere von der Deutschen Börse und der Mailänder Börse verfolgt.

4.7 Strategie der Deutschen Börse AG

Die Deutsche Börse ist heute ein diversifiziertes Dienstleistungsunternehmen. Die einzelnen Sparten Xetra, Eurex, Informationsprodukte und Informationstechnologie liefern die in Abbildung 23 dargestellten Beiträge zum Gesamtergebnis des Unternehmens.

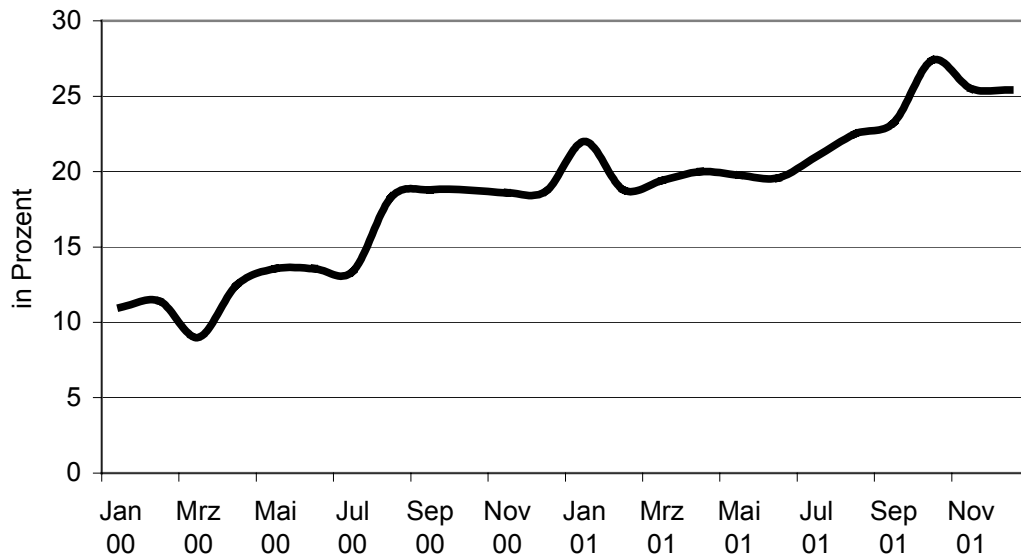
Abbildung 23 Ergebnis der Deutschen Börse AG nach Segmenten, 2. Quartal 2002



* Clearstream wird erst nach der vollständigen Übernahme ab dem 3. Quartal 2002 vollständig konsolidiert

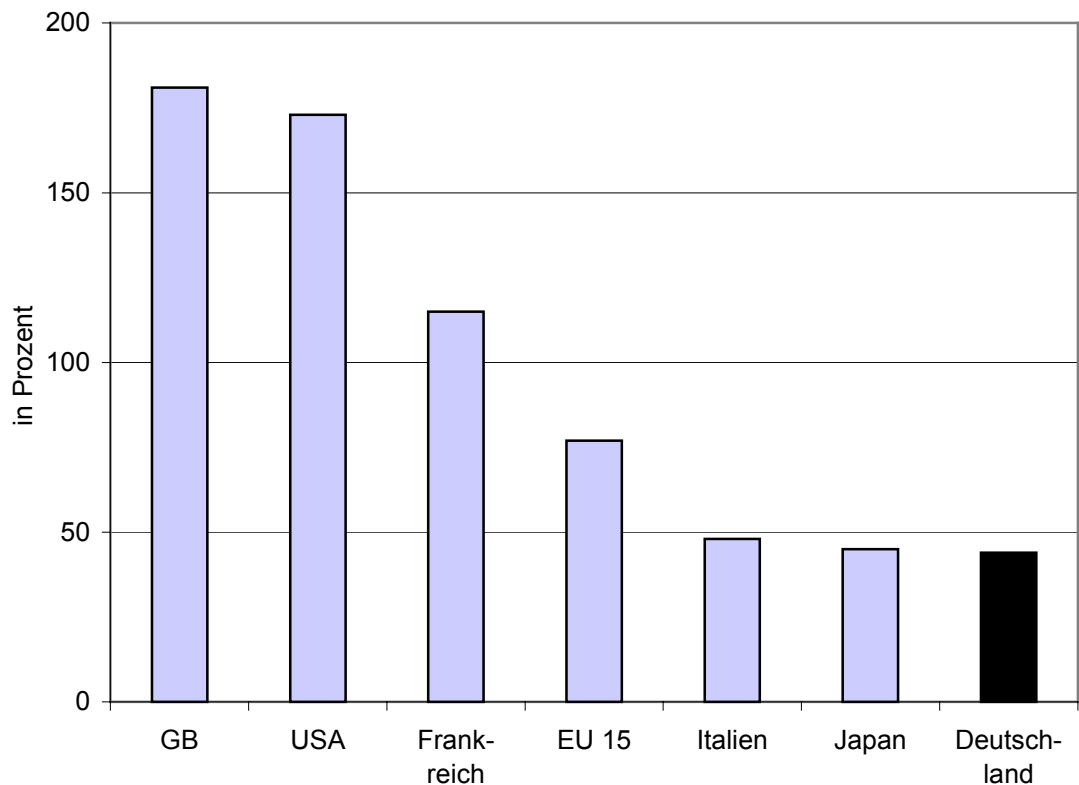
Quelle: Deutsche Börse AG, Zwischenbericht 2. Quartal 2002.

421 Marktteilnehmer in 17 Ländern machen Eurex zum weltweit umsatzstärksten Markt für Finanzderivate. Über 60 Prozent der Umsatzerlöse werden mit Marktteilnehmern außerhalb Deutschlands und der Schweiz generiert. Großbritannien bildet mit ca. 33 Prozent den größten Einzelposten. Allein die Londoner Marktteilnehmer von Eurex handeln in etwa so viele Anteile über Eurex wie über die Liffe. Ähnlich ist es bei Xetra: Bei 397 Marktteilnehmern aus ebenfalls 17 Ländern werden knapp 30 Prozent der Transaktionen aus dem Ausland heraus getätigt. Dabei nimmt der Anteil des Handels aus dem Ausland bei Xetra stetig zu (Abbildung 24).

Abbildung 24 Xetra: Anteil des Handelsvolumens aus dem Ausland

Quelle: Deutsche Börse 2002-1

Dennoch ist die Aktienkultur – auch von der Unternehmensseite – in Deutschland vergleichsweise unterentwickelt (Abbildung 25). Hieraus lässt sich ein größeres Potenzial der Deutschen Börse gegenüber ihren Konkurrenten ableiten.

Abbildung 25 Verhältnis Marktkapitalisierung von Aktien zu Bruttoinlandsprodukt, Stand Dezember 2001

Quelle: Finanzplatz e.V. 2002

Nach der Fusion mit Clearstream wird die Deutsche Börse der führende Anbieter für das „straight-through processing“ in Europa sein: Handel, Clearing und Abwicklung erfolgen dann aus einer Hand. Der Anspruch der Deutschen Börse ist es,

„wettbewerbsüberlegene transaktionsbezogene Dienstleistungen sozusagen ‚end to end‘ anzubieten – vom Frontoffice ihrer Kunden über den Handel, das Clearing und die Abwicklung bis hin zum Backoffice ihrer Kunden“ (Deutsche Börse 2001).

Neben den Bestrebungen in Richtung auf eine vertikale Integration stellt die Deutsche Börse für andere Börsen die Technologie (zum Beispiel das Xetra oder Eurex-System) bereit, ohne dabei eine rechtliche Integration der Börsen anzustreben. Bislang handeln die Aktienbörsen in Helsinki, Wien und Dublin auf dem Xetra-System. Auch andere Börsen, wie die Energiebörse EEX, verwenden diese Technologie.

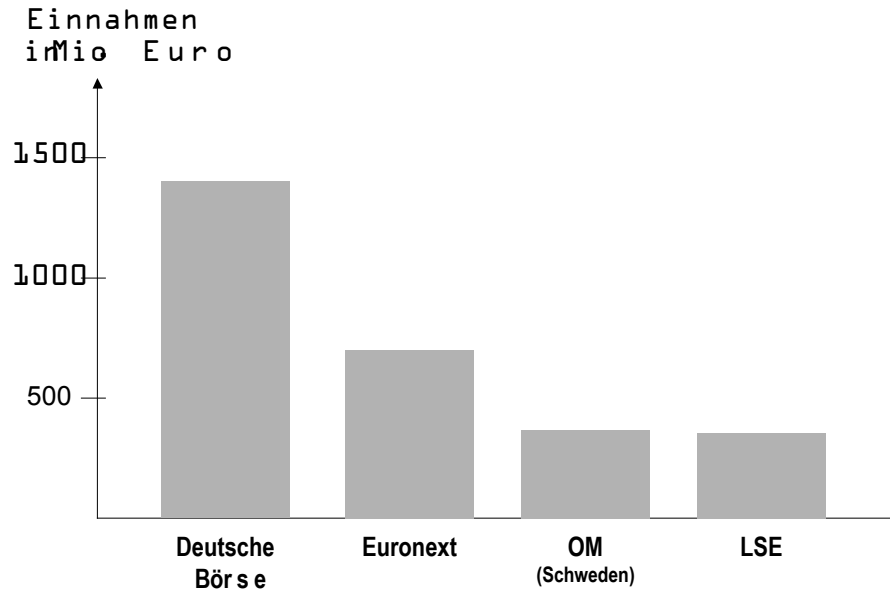
Wie oben gesehen, ist der Verkauf von Kursinformationen ebenfalls ein wichtiger Geschäftszweig der Deutschen Börse, ebenso wie der Verkauf von IT-Dienstleistungen. Durch die vollständige Übernahme des EDV-Dienstleisters entory AG Ende des Jahres 2001 wird die Deutsche Börse auch zu einem wichtigen

Marktteilnehmer für banknahe EDV-Dienstleistungen. Neben den „economies of scale“ und den „economies of scope“ identifiziert die Deutsche Börse somit die „value-added intensity“, als drittes Standbein für ihr Wachstum.

In deutschen Großbanken werden zurzeit Überlegungen angestellt, die Wertpapierabwicklung auszugliedern und in einer gemeinsamen Gesellschaft zusammenzulegen. Aufgrund der Ähnlichkeiten des Geschäftes wäre eine vertikal integrierte Deutsche Börse ein möglicher Partner – wenn nicht Betreiber – für eine solche Gesellschaft. Eine weitere, bislang wenig beachtete Möglichkeit der Konsolidierung beruht auf der immer mehr in den Vordergrund tretenden Informationsfunktion von Börsen: Informationsdienstleister wie Bloomberg oder Reuters haben – wie Börsen – interaktive Terminals bei vielen Marktteilnehmern platziert, auf denen in Echtzeit eine Vielzahl von Informationen angezeigt werden. Die hohe strukturelle Ähnlichkeit ermöglichte die Integration von Informationsdienstleistern und Börse, wenn auch die dahinter stehenden Geschäftsmodelle unterschiedlich sind.

Auf horizontaler Ebene existiert noch eine bislang nicht sonderlich erfolgreiche Kooperation (a/c/e) zwischen der Deutschen Börse und der Chicagoer Derivate-Börse CBOT, in der ebenfalls die Eurex-Technologie zum Einsatz kommt. Diese Kooperation kann jedoch in Zukunft weiter ausgebaut werden. Die Deutsche Börse ist Fusionen bzw. Käufen weiterer Wettbewerber nicht abgeneigt, überhaupt „spricht momentan in Europa jeder mit jedem“, nach Auskunft eines interviewten Bankers. Die Deutsche Börse hat durch eine Kapitalerhöhung im Juni 2002 ca. 390 Mio. Euro Eigenkapital zusätzlich hereingenommen und besitzt nun bei Verbindlichkeiten in Höhe von weniger als 350 Mio. Euro ein Umlaufvermögen von 1.700 Mio. Euro und Finanzanlagen im Anlagevermögen in Höhe von 430 Mio. Euro (Stand 30. 6. 2002). Diese „Kriegskasse“ erlaubt ihr, im Zusammenspiel mit ihrer eigenen Börsenbewertung in Höhe von über 4,2 Mrd. Euro, auf Veränderungen in der europäischen Börsen- und Abwicklungslandschaft rasch zu reagieren und Kaufgelegenheiten wahrzunehmen.

So muss die Deutsche Börse im Falle einer Fusion nicht als Juniorpartner agieren, trotz der Überlegenheit der LSE und Euronext in punkto Marktkapitalisierung und Aktienumsatz. Das Gegenteil ist der Fall: Das diversifizierte Geschäftsmodell der Deutschen Börse sorgt dafür, dass die Einnahmen der Deutschen Börse deutlich höher sind als die ihrer Konkurrenten (Abbildung 26).

Abbildung 26 Einnahmen europäischer Börsen in 2001

Quelle: Deutsche Börse Roadshow Presentation April 2002.

Trotz der deutlich größeren Marktkapitalisierung der gehandelten Aktien ist daher die Eigen-Marktkapitalisierung der LSE mit ca. 2 Milliarden Euro niedriger als die der Deutschen Börse (knapp 5 Mrd. Euro) und Euronext (ca. 2,6 Mrd. Euro; Stand Mitte Juni 2002). Als wahrscheinlichster großer Übernahme- bzw. Fusionskandidat gilt daher die wenig diversifizierte London Stock Exchange. Mögliche Käufer sind Euronext und die Deutsche Börse AG.⁶² Dem – im Jahr 2000 gescheiterten – Versuch der Fusion von Deutscher Börse und LSE wird nach wie vor eine hohe innere Logik zugesprochen, konkrete Pläne bestehen jedoch zur Zeit offenbar nicht. Aufgrund des großen Interesses und der enormen strategischen Bedeutung sowohl für Euronext als auch für die Deutschen Börse an der LSE wird letztendlich der Preis entscheiden, den die beiden Kontrahenten bereit sind zu zahlen.

Für den Fall einer Fusion zwischen Deutscher Börse AG und LSE – aber auch zwischen Deutscher Börse und Euronext – ist die Verlagerung von wichtigen Abteilungen der Deutschen Börse, insbesondere Vorstand, Finanzabteilung und Produktentwicklung, nach London wahrscheinlich. In London haben die wichtigsten institutionellen Kunden der Deutschen Börse ihren Sitz. Der räumlich enge Kontakt mit ihnen ist für eine Börse wichtig, um die Bedürfnisse der Marktteilnehmer früh zu erkennen und entsprechend darauf zu reagieren. Die gut eingespielten Abwicklungs- und Computerabteilungen samt der technischen Infrastruktur blieben hingegen vermutlich in Frankfurt.

⁶² Euronext selbst ist durch seine Eigentümer- und Vertragsstruktur zumindest mittelfristig vor Übernahmen geschützt.

Die Anteilseigner der Deutschen Börse sind ebenfalls nicht mehr wie früher ausschließlich deutsche Banken, andere Börsen und Auslandsbanken in Deutschland („strategische Investoren“), sondern mehr und mehr internationale Anleger, die keinerlei „patriotische Gefühle“ mehr für den Finanzplatz Frankfurt hegen, sondern ihre Anlageentscheidung einzig auf die erzielbare Rendite ausrichten. Die Geschäftspolitik der Deutschen Börse ist entsprechend darauf ausgerichtet.

4.8 Regulatorische Gesichtspunkte der Konsolidierung in Europa

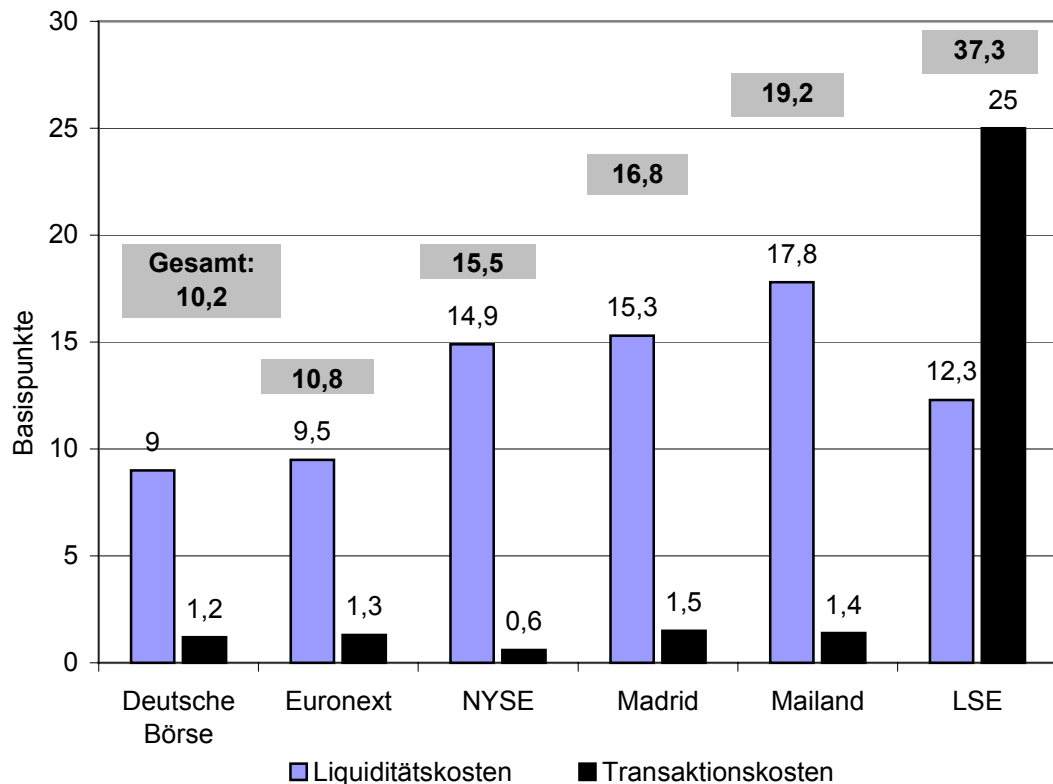
Demutualisierung: Mit der Demutualisierung der Börsen wurde das Recht, an der Börse zu handeln, vom Eigentum an der Börse getrennt. Das Ziel der Profitmaximierung rückt somit für die Börsen in den Vordergrund. In einem für Börsen wettbewerblichen Umfeld haben sich zudem die Umstände für das Listing von Unternehmen geändert: Waren früher die Unternehmen bestrebt, die von der Börse geforderten Standards einzuhalten, müssen nun die Börsen versuchen, Unternehmen zu attrahieren. Heute benötigt eine Börse die Unternehmen vielleicht sogar mehr, als die Unternehmen die Börse benötigen.

Die Interessen der Anteilseigner von Börsen können somit durchaus mit der einer adäquaten Regulierung in Konflikt geraten. Möglicherweise können auf – kurzfristigen – Gewinn ausgerichtete Bestrebungen dazu führen, dass die regulatorischen (Kontroll-) Funktionen einer Börse nicht mehr ausreichend verfolgt werden. Ebenso besteht die Möglichkeit, dass große Marktteilnehmer – entweder Banken, welche einen starken „order flow“ generieren und somit eine direkte Einkommensquelle für die Börsen darstellen, oder auch die gelisteten Unternehmen, die Gebühren zahlen und ebenfalls indirekt für order flow sorgen – nicht ausreichend reguliert und kontrolliert werden (Elliott 2002, 16).

Konsolidierung: Die hauptsächlichsten regulatorischen Bedenken liegen nicht in der Demutualisierung direkt begründet, sondern in den möglichen Auswirkungen einer Konsolidierung der europäischen Börsenlandschaft. Diese ist allerdings von allen Parteien ausdrücklich gewollt: Handel, Clearing und Settlement von Aktien über Ländergrenzen in Europa hinweg verursacht deutliche Mehrkosten gegenüber den rein inländischen Geschäften, die Beseitigung dieser Mehrkosten setzt eine Konsolidierung voraus.

Die europäischen Märkte sind gemessen an den inländischen Transaktions- und Liquiditätskosten generell durch einen relativ hohen Effizienzgrad gekennzeichnet. Eine im Jahr 2001 von der Unternehmensberatung Elkins/McSherry durchgeführte Vergleichsanalyse ergab das in Abbildung 27 dargestellte Ergebnis.

Abbildung 27 Kosten für den Aktienhandel an verschiedenen Börsen



Quelle: Clearstream International 2002, S. 8.

Die reinen Transaktionskosten – Handel, Clearing und Settlement – der New York Stock Exchange (NYSE) sind im internationalen Vergleich die niedrigsten. Aufgrund der Marktorganisation (Parketthandel) sind die Liquiditätskosten nach dieser Studie in New York jedoch vergleichsweise hoch. Die hohen Transaktionskosten der London Stock Exchange LSE erklären sich durch die „stamp duty“ auf den Kauf von inländischen Aktien in Großbritannien (Clearstream International 2002, S. 7-8). Ein Vergleich der Kosten nur beim Verkauf von Aktien – dort fällt die stamp duty nicht an – zeigt, dass auch hier die Deutsche Börse bei den Gesamtkosten immer noch um knapp ein Drittel günstiger ist als die LSE (Murray 2002-2, S. 40).

Die Gesamtkosten für den Handel mit ausländischen Aktien liegen für einen Großauftrag durchschnittlich etwa 30 Prozent über dem entsprechenden Handel mit inländischen Aktien, für einen Kleinauftrag etwa 150 Prozent darüber. Großanleger kaufen eine Aktie typischerweise dort, wo die größte Liquidität vorhanden ist, in der Regel also in ihrem Heimatmarkt. Zusätzliche Kosten fallen dann sowohl beim Handel, als auch im Clearing- und Settlement-Bereich an. Diese zusätzlichen Kosten sind für Kleinanleger viel zu hoch. Sie entscheiden sich daher in der Regel für den Handel der ausländischen Aktie an der Inlandsbörse. Die höheren Kosten sind dann vor allem auf die höheren Liquiditätskosten (insbesondere den höheren Unterschied zwischen Ankaufs- und Verkaufskurs) zurückzuführen. Aktien, die eine hohe Liquidität auch an

ausländischen Börsen aufweisen – insbesondere ist dies bei der finnischen Nokia-Aktie der Fall – können zu erheblich geringeren Kosten gehandelt werden.

Zusätzliche Kosten für das grenzüberschreitende Clearing und Settlement entstehen durch direkte Kosten in Form höherer Gebühren, indirekte Kosten für die zusätzlichen Verwaltungsstellen im Ausland, welche entweder selbst bereitgestellt oder von Intermediären bezogen werden müssen, und den Opportunitätskosten, die durch die ineffiziente Verwendung (längerer Verweildauer in der Abwicklung) von Wertpapieren entstehen, durch das Risiko fehlgeschlagener Abwicklung oder die schlichte Nicht-Durchführung von Geschäften aufgrund höherer Kosten. Lediglich die direkten Kosten lassen sich – theoretisch – einigermaßen quantifizieren, obwohl diese vermutlich nur einen kleinen Teil der tatsächlichen Kosten ausmachen. Die zusätzlichen Transaktionskosten für den internationalen Aktienhandel in Europa werden von der Deutschen Börse auf 4,3 Milliarden Euro geschätzt (Clearstream International 2002, S. 18-26). Im Giovannini-Report wird jedoch mehrfach betont, dass die Kostenvergleiche für Clearing und Settlement aufgrund unterschiedlicher Verträge, unterschiedlicher Leistungen und einer unübersichtlichen und nur teilweise öffentlichen Gebührenstruktur nur schwer vergleichbar sind (Giovannini Group 2001, S. i-ii).

Grenzüberschreitende Systeme für das Settlement von internationalen Anleihen bieten die beiden europäischen Anbieter Euroclear und Clearstream International. Diese Gesellschaften entstanden in den Jahren 1970 bzw. 1968 als europäische Clearinghäuser für die damaligen Eurobonds (besser: Anleihen des Xeno-Marktes). Seitdem hat sich die Spannweite der Dienstleistungen der beiden internationalen Abwickler auf andere Produkte erweitert, aber auch heute noch liegt der Schwerpunkt des internationalen Clearings beider Gesellschaften auf Anleihen. In anderen Feldern ist ihr Marktanteil am internationalen Handel recht gering (Giovannini Group 2001, S. 39).

Für das grenzüberschreitende Clearing und Settlement von Aktien in Europa werden drei Gruppen von Hindernissen identifiziert, insbesondere technischer Art und Marktpraktiken betreffend, aber auch unterschiedliche steuerliche Behandlung und rechtliche Unsicherheiten. Die einem einheitlichen, integrierten europäischen Kapitalmarkt entgegenstehenden unterschiedlichen Marktpraktiken und die bisherige Notwendigkeit der Vorhaltung verschiedener technischer Systeme könnten durch die Konsolidierung der Clearing- und Abwicklungsstrukturen verringert werden.

Die Vorteile einer horizontalen Integration bestehen in der Erreichung von Skalenerträgen. Allerdings stehen dem die Nachteile einer Monopolisierung gegenüber, insbesondere der Mangel an Anreizen für weitere Innovationen. Zudem erhöht sich durch die Monopolstellung das systemische Risiko. Die vertikale Integration bietet hingegen Gelegenheit des effizienten „straight-through processing“, wobei die Schnittstellen zwischen den einzelnen Schritten der Wertschöpfungskette aufeinander

abgestimmt werden können; dies erlaubt gleichzeitig eine stärkere Automatisierung sämtlicher Prozesse. Durch die vertikale Integration wird zudem die rechtliche Situation besser einschätzbar, die Geschwindigkeit höher, die Sicherheit einzelner Prozesse größer. Dieses Geschäftsmodell wird vor allem von der Deutschen Börse, und in kleinerem Maßstab von der Mailänder Börse, verfolgt. Allerdings gibt es starke Bedenken, nicht zuletzt in der Europäischen Kommission, gegen eine vertikale Integration.

4.9 Bedenken gegenüber der vertikalen Integration in Europa

Eine schnelle vertikale Konsolidierung macht eine spätere horizontale Konsolidierung schwieriger: In dem Ausmaß, in dem ein System die gesamte Wertschöpfungskette von Handel, Clearing und Settlement umfasst, wird eine Zusammenarbeit mit anderen Systemen in verschiedenen Ländern komplizierter, da das System autonomer wird und technische Anpassungen kostspieliger werden (EZB 2000, S. 10). Die Europäische Kommission betont, dass eine vertikale Struktur den Wettbewerb zwischen den verschiedenen Anbietern beeinträchtigen könnte. So hat die Kommission bereits eine Reihe zu klärender Wettbewerbsfragen ausgemacht, die ganz eindeutig auf das Geschäftsmodell der Deutschen Börse abzielen (Europäische Kommission 2002, S. 17-18):

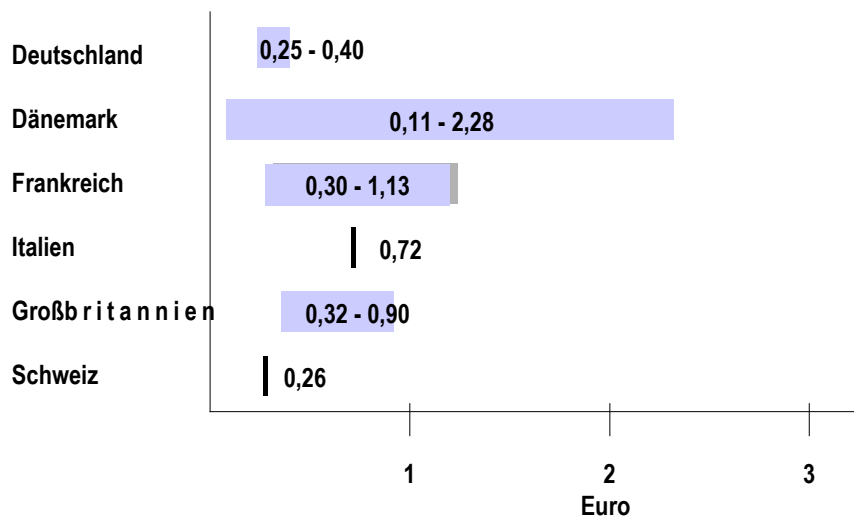
- Diskriminierende Tarifpolitik bestimmter Abrechnungssysteme;
- Exklusivvereinbarungen zwischen Börsen und *Clearing*- und *Settlement*-Systemen, die den Wettbewerb zwischen *Clearing*- und *Settlement*-Dienstleistungen einschränken können, sowie
- das Risiko übermäßig hoher Tarife, die für *Clearing*- und *Settlement*-Dienstleistungen berechnet werden könnten, wenn
 - a) ein *Clearing*- und/oder *Settlement*-System von einer Handelsplattform kontrolliert wird und
 - b) die Abwicklung auf dieser Plattform über das System das *Clearing* durchlaufen und/oder abgerechnet werden muss („vertikale Silos“).

Darüber hinaus könnten die – dann als überhöht angenommenen – Gebühren aus dem generell geringeren Wettbewerbsdruck ausgesetzten Clearing und Settlement-Bereich dazu benutzt werden, das Handelssegment zu subventionieren.

Solche Befürchtungen werden jedoch von der empirischen Evidenz bislang nicht gestützt: Die vertikal integrierte Deutsche Börse gehört mit dem Xetra-System im Handel zu den billigsten Anbietern in Europa. Dies lässt wenig Spielraum für versteckte Kosten zu Lasten der Marktteilnehmer zu (vgl. Abbildung 28). Die Kosten für das

(inländische) Settlement in Europa sind bei Clearstream, der Tochter der deutschen Börse, ebenfalls am unteren Rand.

Abbildung 28 Settlement-Gebühren für Inlandstransaktionen in Europa, Aktien



Quelle: Giovannini-Report 2001, S. 37.

Dies stützt die These, dass ein straight-through processing, wie es von der Deutschen Börse angestrebt wird, eine effiziente Marktlösung darstellt. An vielen Finanzplätzen ist die Wertschöpfungskette bereits zu einem gewissen Grad vertikal integriert (Clearing und Settlement in den USA; Handel und Clearing in Frankreich; Handel, Clearing und Settlement in Deutschland). Dennoch schlägt das European Shadow Financial Regulatory Committee – eine Gruppe unabhängiger akademischer Experten aus Europa – vor, Handelsplattformen (Börsen) generell zu verbieten, wesentliche Anteile an zentralen Wertpapierabwicklern- und verwahren zu halten. Dieser Vorschlag würde den Verkauf von Anteilen an Abwicklern, insbesondere der Deutschen Börse, nach sich ziehen (ESFRC 2001).

BOX: Clearing und Settlement in Aktien in den USA

Die Situation in den Vereinigten Staaten wird oft als Referenz für die Entwicklung in Europa herangezogen, daher soll sie hier kurz vorgestellt werden. Clearing und Settlement bis 1977 war unterteilt nach verschiedenen Wertpapierarten und nach verschiedenen Finanzzentren. In einer gemeinsamen Aktion erzwangen die Securities and Exchange Commission (SEC) und der amerikanische Kongress die Fusion der privaten Gesellschaften in zwei Gesellschaften, die Depository Trust Company (DTC) und die

National Securities Clearing Corporation (NSCC). Beide wurden 1999 unter dem Namen Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC) zusammengeführt. In Folge der Zusammenführung sind die Kosten für Clearing und Settlement stark gesunken (Levin 2001). Die rechtlichen Barrieren in Europa sind allerdings deutlich größer als in den USA, zudem ist der politische Wille in Richtung eines erzwungenen Zusammenschlusses kaum zu erkennen.

Der Sprecher der London Stock Exchange, Don Cruickshank, propagiert eine Lösung nach dem Vorbild der USA für Europa, mit der Begründung, dass Clearing und Settlement die Charakteristika eines „natürlichen Monopols“ aufwiesen. Allerdings besitzt die LSE keine Anteile an dem London Clearing House und nur einen geringen Anteil (knapp 3 Prozent) an Crest, wohingegen die Deutsche Börse eine integrierte Struktur besitzt und Euronext zumindest ein integriertes Clearing-System und starke Verbindungen zur Settlement-Organisation Euroclear hat.

Eine weniger eingriffsintensive Möglichkeit der Regulierung bestünde darin, die Einhaltung gewisser Standards für den Austausch zwischen verschiedenen nationalen Clearing- und Settlement-Systemen zu fordern und zu fördern. Somit wäre die Wahlmöglichkeit bei Clearing- und Settlement-Systemen unabhängig von der Wahl der Handelsplattform. Obwohl beim Übergang zwischen den Systemen Kosten entstehen, die beim „straight-through processing“ nicht anfallen (und somit eine gewisse Vorrangstellung der vertikal integrierten Anbieter verbleibt), bliebe der Wettbewerb zwischen verschiedenen Clearing- und Settlement-Anbietern mit dieser Lösung gesichert. Dies ist inzwischen sogar Realität. Bereits heute besteht eine Vielzahl von Querverbindungen zwischen den einzelnen Abwicklern.

Freilich ist es bei momentan über 20 Anbietern von Settlement-Dienstleistungen weder effizient noch praktikabel, eine direkte Verbindung zwischen allen Teilnehmern herzustellen. Trotz technologischer Fortschritte ist die Einrichtung einer direkten Verbindung immer noch mit hohen Kosten verbunden. Kostengünstiger ist daher ein Nabe-und-Speichen- („hub and spokes“-) Modell, also Verbindungen der einzelnen Abwickler zu nur einem oder wenigen anderen, die dann als „Drehscheibe“ bzw. Nabe agieren. Diese Lösung wird von den großen europäischen Clearing- und Settlement-Häusern bevorzugt – welche sich allemal selbst als „hub“ anbieten.

Insgesamt erscheint der Eingriffs- und Regulierungsbedarf in diesem Bereich jedoch gering. Technologischer Fortschritt, Marktkräfte, potenzielle Konkurrenz und die Anstrengungen der Kommission, die verbleibenden rechtlichen Hemmnisse aus dem Weg zu räumen und nationale Regulierungen zu harmonisieren, wirken in ausreichendem Maße auf eine effiziente Konsolidierung der europäischen Handels-, Clearing- und Settlement-Strukturen hin.

4.10 Konsequenzen für den Finanzplatz Frankfurt

Die Auswirkungen der Konsolidierung der europäischen Börsen- und Abwicklungslandschaft auf den Finanzplatz Frankfurt erscheinen zunächst wenig dramatisch: Bereits heute hat die weitgehende „Virtualisierung“ der Handelsaktivitäten der Deutschen Börse die Notwendigkeit ihrer physischen Anwesenheit in Frankfurt eliminiert. Banken von außerhalb Europas haben ihre deutschen Handelsabteilungen bereits zum Teil aus Frankfurt nach London verlagert, europäische Banken nach London und an ihre Zentralen. Dies ist insbesondere bei Banken mit geringer Beratungstätigkeit in Deutschland der Fall, etwa japanische Banken, die am deutschen Markt mehr oder weniger exklusiv für japanische Kunden tätig werden (Grote 2002).

Die pionierhafte Entwicklung der neuen Börsentechnologien hat für Frankfurt mithin zweischneidige Konsequenzen: Während der Finanzplatz in gewisser Weise ein Handelszentrum bleiben wird, könnte er seine Funktion als Händlerzentrum verlieren – jedenfalls in dem Sinne, dass die Händler tatsächlich vor Ort bleiben. Allerdings steht eine vollständige Abwanderung der Kapitalmarktakteure aus Frankfurt dennoch nicht zu befürchten: Räumliche Nähe zu Unternehmenszentralen fördert die Errichtung persönlicher Netzwerke zwischen Unternehmensangehörigen und den Analysten bzw. Händlern (Lo und Grote 2002). Sie können zu zeitigen Informationen über das Unternehmen führen, was sich in Vorsprungsgewinnen im Handel niederschlagen kann. So weisen zum Beispiel Händler nahe dem Standort einer Unternehmenszentrale (etwa Xetra-Händler aus München beim Handel von Allianz-Aktien) höhere Handelsgewinne in diesen Aktien aus als Händler an anderen Standorten (vgl. Hau 2001).

Es ist nicht zu erwarten, dass viele Banken Händler nur für bestimmte Unternehmen vor Ort bereit stellen, so dass der Standort Frankfurt zumindest für deutsche Aktien an Bedeutung nicht so stark verlieren wird, wie es gelegentlich dargestellt wird. Dies gilt auch für die Beratung der Kunden. Hierzu sagte ein Interviewpartner:

„Die Beratung muss in Deutschland bleiben. Der selbe kulturelle Hintergrund, die selbe Sprache und das Wissen um die ‚Usancen‘ sind für diesen Prozess entscheidend: Wenn sie nach London verlagert werden, verlieren die Angestellten irgendwie die Verbindung zum ‚kulturellen Milieu‘ in Deutschland – deutsche Kunden sind dann einfach nicht mehr so wichtig“ (zitiert nach Grote 2002).

Ähnliches gilt für das Research: Dort spielt die räumliche Nähe sowohl zu den Händlern als auch zu den zu analysierenden Unternehmen eine wichtige Rolle: Die große Bedeutung, die den face-to-face-Gesprächen mit den zu analysierenden Unternehmen beigemessen wird, lässt vermuten, dass zumindest das Research für kleinere und mittlere Unternehmen im entsprechenden Land verbleibt, also eine Aufteilung der Research-Abteilung – etwa entlang einer Matrix-Struktur – erfolgt. Diese Überlegungen werden unterstützt von einer kürzlich veröffentlichten Studie von AQ

Publications: Dort wird gezeigt, dass Banken mit einer starken Forschungskapazität in Deutschland deutlich bessere Analysen über deutsche Aktien erstellen als die Häuser, die ihr Aktien-Research überwiegend aus London betreiben.

Bei einer eventuellen Fusion der Deutschen Börse mit der London Stock Exchange wird jedoch vermutlich die Leitung der neuen Börse in London etabliert werden. Auch die Produktentwicklung bedarf der Nähe zu den wichtigsten Marktteilnehmern (die in London ansässig sind), um ihre – eventuell noch gar nicht ausformulierten – Bedürfnisse zu erfahren (Grote/Lo/Harschar-Ehrnborg 2002). Die Umbrüche im Clearing- und Abwicklungsbereich werden weniger standörtliche Konsequenzen nach sich ziehen, da eine räumliche Nähe zu den Marktteilnehmern bislang (und auch in Zukunft) nicht notwendig ist. So werden die technischen Abteilungen der Deutschen Börse auch künftig im Raum Frankfurt bleiben. Über die längerfristigen Folgen einer Fusion für den Finanzplatz Frankfurt und der Abwanderung wichtiger Abteilungen nach London lässt sich derzeit nur spekulieren. Der direkte Verlust an Beschäftigten dürfte von der Anzahl her eher gering sein, wenn auch nicht völlig unerheblich, da es sich um Arbeitsplätze mit hoher Wertschöpfung handelt. Bedeutsamer scheinen demgegenüber die negativen indirekten Auswirkungen, die hier pointiert dargestellt werden:

- Kapitalmarkt-Sachverstand, der zu einem erheblichen Teil in der Börse vorhanden ist, würde nach London wandern – und möglicherweise andere hochqualifizierte Mitarbeiter in den entsprechenden Abteilungen der großen Banken in Frankfurt nach sich ziehen.
- Die Deutsche Börse würde weniger Rücksicht auf die Bedürfnisse deutscher Investoren und Marktteilnehmer nehmen, eher ist ein noch weitergehender Zuschnitt auf internationale Anleger wahrscheinlich.⁶³
- Damit einhergehend käme es möglicherweise zu einer Vernachlässigung der Bedürfnisse besonders kleinerer und mittlerer deutscher Unternehmen, welche aus dem Fokus der Geschäftstätigkeit der Börse fielen.
- Neue Kapitalmarktprodukte würden zu einem noch geringeren Teil als bisher schon in Frankfurt nur noch vertrieben, aber nicht mehr entwickelt.
- Der Einfluss auf die Regulierung der Börsentätigkeit wäre von deutscher Seite kaum noch möglich.
- Frankfurt würde als Börsenstandort von der Landkarte internationaler Investoren verschwinden, mit langfristig möglicherweise erheblichen Imageverlusten.

Den denkbaren negativen Auswirkungen steht die Verfügbarkeit von noch tieferen, moderneren und liquideren Märkten für die „blue chips“ gegenüber – für Aktien der

⁶³ Dies war schließlich der Grund für die Deutsche Börse, einen Umzug nach London überhaupt in Erwägung zu ziehen.

großen Unternehmen. Ein Umzug nach London ist aus Sicht des Finanzplatzes Frankfurt und aus Sicht der deutschen Volkswirtschaft jedoch insgesamt kaum zu begrüßen, auch wenn er aus betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten heraus für die Deutsche Börse durchaus sinnvoll erscheinen mag.

So wichtig die Preisstellungs- und Liquiditätsfunktion der Börse als Handelsplattform auch sein mag, man darf darüber nicht vergessen, dass die Börse weitere wichtige Funktionen wahrzunehmen hat, die für den Finanzplatz Frankfurt von Bedeutung sind. Bei differenzierterer Betrachtung treten folgende Funktionen besonders hervor:

- Die aktive und passive Betreuung der Emittenten;
- Die Erstellung von Informationsprodukten und die Wahrnehmung von Servicefunktionen (xLaunch);
- die Verrechnung und Abwicklung;
- kreditäre Elemente und Wertpapierverwahrung; und schließlich
- Forschung und Entwicklung.

Während die standortbezogene Leistungsfunktion der Preisstellungs- und Liquiditätsfunktion von Börsen angesichts der technisch gegebenen Möglichkeiten der Delokalisierung bezweifelt werden kann, hier also die These gelten mag, dass eine Börse am Finanzplatz Frankfurt nicht zwingend sei, so zeigt sich diese These doch mit Rücksicht auf die weiteren Funktionen der Börse in einem anderen Licht. Insbesondere die Betreuung der Emittenten von der Anleitung zum ersten Schritt eines Börsengangs (dem IPO) durch einen Kodex mit Verhaltensempfehlungen für Neuemittenten, über die Kontrolle der Zulassungsvoraussetzungen und der Anforderungen an den Emissionsprospekt, die Überwachung der Zulassungsfolgepflichten, bis hin zur Aufsicht über die ordnungsgemäße Marktabwicklung und ggf. den Marktausschluss ist ein kontinuierlicher und vertrauensvoller Dialog zwischen Emittent und Börse erforderlich. Dies unterstreicht die Notwendigkeit einer Nähe zum Finanzplatz und dem wirtschaftlichen, institutionellen und kulturellen Umfeld, in dem sich die Emittenten bewegen – vom Unternehmensrecht bis hin zur Steuergesetzgebung eines Landes.⁶⁴ Diese wichtigen Funktionen der Börse machen eine Präsenz „vor Ort“ unabdingbar, wobei diese allerdings möglicherweise auch durch eine schlagkräftige Außenstelle hergestellt werden kann.

Auch für die Erstellung von Informationsprodukten sowie von börsennahen Leistungen erscheint eine gewisse lokale Präsenz der Börse erforderlich. Sie ist angesichts sich ggf. abzeichnender Risiken im Markt (etwa der drohenden Insolvenz eines Index-

⁶⁴ So wurden auch die (gescheiterten) Pläne der Deutschen Börse AG, den Sitz nach London zu verlegen, von den Emittenten mit besonderem Argwohn verfolgt.

Unternehmens) sogar entscheidend für die Glaubwürdigkeit und damit die Überlebensfähigkeit solcher Informationsprodukte.

Während Abwicklung und Verrechnung aufgrund des hohen Grads an Standardisierung der Prozesse wiederum leicht delokalisiert werden können, so erscheinen doch wiederum die in diesen Prozessen notwendigen kreditären Elemente sowie die Verwahrung stärker standortbezogen. Gerade auf dem Gebiet der Wertpapierverwahrung erscheint die Bundesrepublik Deutschland international gesehen offenbar als besonders zuverlässig und könnte sogar erfolgreich zu einer Benchmark werden.

Auch in der Forschung und Entwicklung des Börsensegments einschließlich seiner Technologie steht der Standort Frankfurt relativ gut dar. Die Beziehung zum Finanzplatz Frankfurt ist aber durch den Ausbau des entsprechenden wissenschaftlichen und berufsqualifizierenden Umfelds zu stärken, um diese Aktivitäten nachhaltig an Frankfurt zu binden. Hierzu ist die Landespolitik in erster Linie gefordert.

Stellt man die verschiedenen Funktionen der Börse einmal tabellarisch zusammen, so ergibt sich folgendes Bild (Tabelle 23):

Tabelle 23 Funktionen der Börse und der Grad ihrer Delokalisierbarkeit

Funktionen der Börse	Grad der Delokalisierbarkeit
Liquidität und Preisstellung	hoch
Betreuung der Emittenten	gering
Informationsprodukte und Service	begrenzt; abhängig von lokalen Informationssynergien
Verrechnung und Abwicklung	sehr hoch
Kreditäre Elemente und Verwahrung	begrenzt; abhängig vom Faktor Rechtssicherheit
Forschung und Entwicklung	begrenzt; abhängig von lokalem Humankapital

Quelle: Eigene Zusammenstellung

Tabelle 23 zeigt, dass der Grad der Delokalisierbarkeit lediglich für die (freilich sehr wichtigen) Funktionen im Zusammenhang mit der Liquiditätsbereitstellung und der Preisfindung sowie in der Verrechnung und Abwicklung sehr hoch ist. Andere Funktionen, insbesondere die der Begleitung von Emittenten, sind hingegen für den Finanzplatz Frankfurt von besonderer Bedeutung. Dem sollte bei der (noch lange nicht abgeschlossenen) Entwicklung künftiger Börsenstrategien besondere Beachtung geschenkt werden.

5 Institutioneller Rahmen für den Finanzplatz

5.1 Föderalismus und Finanzmarkt

Es war überraschend, dass fast alle am Finanzplatz Frankfurt Interviewten unter den vordringlichsten Themen auch das föderale System der Bundesrepublik Deutschland ansprachen. Im Gegensatz zu London oder Paris, wo im Rahmen eines unitarischen Systems die Konzentration von Finanzplatzaktivitäten auf ein Zentrum als natürlich empfunden wird, führe der Föderalismus der Bundesrepublik Deutschland zu einer deutlichen Schwächung ihres zentralen Finanzplatzes Frankfurt. Auch das föderale System der USA könne in diesem Zusammenhang nicht als Gegenbeweis verwendet werden, da der amerikanische Föderalismus wettbewerblich angelegt ist, während in Deutschland eine Art Konsens-Demokratie eingekehrt sei, die zu kartellähnlichen Beziehungen zwischen Bund und Ländern sowie den Ländern untereinander geführt habe. Dies habe zu einer dem Finanzmarkt abträglichen Aufspaltung von Kompetenzen und der Bewahrung überkommener Strukturen geführt, sowohl funktional wie regional.

Die Nachteile des deutschen föderalistischen Systems werden insbesondere in Folgendem gesehen:

- Die föderale Gesetzgebung sei schwerfällig und der Bundesrat habe in der vergangenen Dekade häufig eine blockierende Rolle eingenommen. Dies verhindere notwendige, tiefer greifende Reformen auf allen Ebenen, besonders aber auch in der Rahmengesetzgebung für die Wirtschaft.
- Regionale Egoismen der Bundesländer, durch kartellähnliche Absprachen untereinander verstrebt, führten zu strukturkonservierenden staatlichen Interventionen in der regionalen Wirtschaft, auch und gerade in der Finanzwirtschaft. Als Beispiele werden nicht nur regionalpolitisch motivierte Subventionen angeführt, sondern auch die Regionalbörsen und die Landesbanken; auch der Sparkassensektor sei über Gebühr in die dezentrale politische Struktur verwoben, was dessen Mobilisierung behindere. Im Hinblick auf die wettbewerbverschärfenden Effekte der Globalisierung spielen Anreizmechanismen wieder eine Rolle. Dem widerspricht die in der Bundesrepublik Deutschland vorhandene Tendenz zur regionalen Umverteilung von Mitteln und zur Quersubventionierung überholter Wirtschaftsstrukturen.
- Die Befriedung regionaler „Fürsten“ führe immer wieder zu Konzessionen und bürde der Volkswirtschaft der Bundesrepublik Deutschland unzumutbare Kosten auf, die den regionalen Vorteil bei Weitem übersteigen können. Als Beispiel wird

hierzu regelmäßig auf die unangemessene Standortentscheidung für das BAFin hingewiesen.

- Die fehlende Flexibilität der Länder schränke deren Handlungsmöglichkeiten durch eine Uniformisierung der Steuerpolitik ungebührlich ein und behindere den staatlichen Wettbewerb. Insbesondere beschneide es Möglichkeiten des Ausbaus regionaler Infrastruktur, was besonders das Rhein-Main-Gebiet als eine der wirtschaftskräftigsten und dynamischsten Regionen Deutschlands treffe. Ein begrenztes – und gegen Finanzausgleich immunisiertes – Besteuerungsrecht der Länder (etwa in Form eines Zuschlagsrechts zur Einkommensteuer) könnte dem sachgerechteren Ausbau der regionalen Infrastruktur eines der dynamischsten Wirtschaftsräume der Republik dienlich sein und Wachstumspotenziale erschließen, die der Volkswirtschaft insgesamt zugute kämen.
- Die fehlende Flexibilität in der Steuerpolitik der Länder wiege umso schwerer, als eine übertriebene Umverteilungsmentalität in der Bundesrepublik Deutschland, besonders markant im Länderfinanzausgleich, zur Schwächung der dynamischen Zentren der deutschen Wirtschaft führe. Dies müsse sich letztlich auch in einer Schwäche des gesamtwirtschaftlichen Wachstums niederschlagen. Das nach dem Kriege gut begründete verfassungsmäßige Mandat der Herstellung „einheitlicher Lebensverhältnisse“ hat sich bei der Wiederherstellung und dem Ausbau einer breiten öffentlichen Infrastruktur bewährt, ist allerdings nach einem halben Jahrhundert überholt.
- Schließlich führe die verfassungsmäßige und durch Rechtsprechung bekräftigte (in der Welt einzigartige) Institutionalisierung von zwischenstaatlichen „bail-outs“ zu offenen Ausfallbürgschaften des Steuerzahlers im Falle von moralischem Risiko (*moral hazard*) und der offiziellen Feststellung von Haushalts“notständen“. Als ältere Beispiele werden hier Bremen und das Saarland angeführt; als jüngeres das Land Berlin und das Debakel der Bankgesellschaft Berlin. Es müsse auf Dauer zu einer schleichenden Erhöhung von Steuerbelastung führen und längerfristige Investitionen abschrecken.

Es steht außer Frage, dass Vorschläge zu einer Reform des deutschen Föderalismus den Rahmen dieser Studie überschreiten würden. Auch ist derzeit nicht erkennbar, dass das Thema „Föderalismus“ von der Politik überhaupt als problematisch empfunden wird. Überwiegend hält die Politik das Grundgesetz in dieser Hinsicht für „bewährt“. Dennoch bleibt festzuhalten, dass die Marktteilnehmer am Finanzplatz Frankfurt erhebliche Defizite auf diesem Gebiet sehen, was eine eingehendere Beschäftigung mit diesem Thema empfiehlt.

5.2 Spezifische finanzmarktrelevante Gesetze

Die nationalen gesetzlichen Rahmenbedingungen sind für die Attraktivität eines Finanzplatzes von erheblicher Relevanz und stellen zudem einen gezielt politisch zu gestaltenden Standortfaktor dar. In diesem Zusammenhang stellen insbesondere das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, das derzeit geltende Übernahmegesetz und die Steuerfreiheit von Beteiligungsveräußerungen bei Kapitalgesellschaften wichtige Neuregelungen dar, die zusammen mit weiteren Gesetzesinitiativen der Bundesregierung das Ziel verfolgen, Deutschlands Attraktivität als leistungsfähiger Wirtschaftsstandort und Finanzplatz zu steigern.

Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz

Mit dem am 1. Juli 2002 in Kraft getretenen Gesetz wollte die Bundesregierung einen weiteren Meilenstein für die Reform des deutschen Kapitalmarktrechts setzen. Das Gesetz soll den Finanzplatz Deutschland, und mit ihm Frankfurt als deutsches Finanzzentrum, weiter entwickeln und dessen Wettbewerbsfähigkeit im europäischen und weltweiten Konkurrenzkampf der Finanzplätze stärken. Durch dieses Gesetz sollen zahlreiche Deregulierungen, Klarstellungen und Bereinigungen in den jeweils relevanten Gesetzen und Verordnungen erreicht werden.

Erklärte Ziele des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes sind die Verbesserung der Position der deutschen Börsen und ihrer Marktteilnehmer, die Erweiterung der Geschäftsmöglichkeiten von Kapitalanlagegesellschaften, der Anlegerschutz und die Erhöhung der Rechtssicherheit, die vor dem Hintergrund der Globalisierung zu einem immer bedeutenderen Faktor im Wettbewerb der Finanzplätze wird. Außerdem soll die Effizienz der Aufsicht verbessert werden.

Erreicht wurde im Rahmen des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes, dass Hypothekenbanken sowie Wertpapier- und Immobilienfonds neue Geschäfts- und Ertragspotenziale erschlossen⁶⁵ und Anpassungen an das veränderte Marktumfeld ermöglicht werden sowie Börsen künftig flexibler agieren können. Darüber hinaus wurde die Aufsicht durch eine Erweiterung ihrer Kompetenzen nachhaltig gestärkt.

Im Einzelnen sehen die Änderungen wie folgt aus:

- **Hypothekenbanken:** Hypothekenbanken, deren Kreditvergabegeschäft bislang auf die EU beschränkt war, dürfen erstmals auch Staatskredite als pfandbriefrefinanziertes Geschäft an die USA, Kanada und Japan ausreichen, und das nicht nur an Zentralregierungen, sondern auch an untergeordnete Gebietskörperschaften. Auch das Hypothekengeschäft wird auf die USA, Kanada und Japan ausgeweitet. Darüber hinaus sollen Hypothekenbanken künftig die Möglichkeit erhalten, ihr spezielles Know-how auch außerhalb des Kerngeschäfts

⁶⁵ Die Aussichten dieser Fonds – insbesondere die der Immobilienfonds – haben sich jedoch potenziell durch die jüngsten Koalitionsvereinbarungen der Regierungsparteien inzwischen wieder erheblich verschlechtert.

zu nutzen, um auf diese Weise Kundenbindung und Cross-Selling-Effekte erzielen und ihre Ertragslage durch eigenkapitalunabhängige Provisionserträge stabilisieren zu können.

- Diese Gesetzesänderungen wurden notwendig, um die Refinanzierungs- und Wettbewerbsstärke der Hypothekenbanken angesichts sich wandelnder Marktbedingungen zu erhalten. Dieser Wandel ergibt sich zum einen aus dem erheblich intensiveren Wettbewerb infolge Europäisierung, Globalisierung und technischen Fortschritts; zum anderen aus Änderungen des internationalen rechtlichen Umfelds. Zahlreiche Nationen wie Frankreich, Irland, Finnland und Luxemburg haben ihre Pfandbrief- und Hypothekenbankgesetze umgestaltet, so dass sie einen deutlich größeren Handlungsspielraum bieten als das deutsche Gesetz. Als Beispiel für mögliche Auswirkungen unterschiedlicher Rahmenbedingungen sei die strategische Neuausrichtung der DePfa-Gruppe genannt. Diese vollzog im vergangenen Jahr die Trennung von Staatsfinanzierungs- und Immobiliengeschäft, was mit der Gründung einer Staatsfinanzierungsbank im irischen Dublin einherging. Die Wahl dieses Standorts liegt nicht zuletzt im dort gegebenen günstigeren regulatorischen Umfeld begründet.⁶⁶
- **Offene Immobilienfonds:** Auch für Offene Immobilienfonds wird der gesetzliche Rahmen an die Globalisierungstendenzen auf den Immobilienmärkten angepasst. Ziel ist auch hier eine Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit durch höhere Flexibilität. Diese Fonds können nach der neuen Gesetzeslage praktisch unbegrenzt auch Objekte außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums erwerben, wodurch ihnen, besonders vor dem Hintergrund aktuell hoher Mittelzuflüsse, dringend benötigte Anlagemöglichkeiten eröffnet werden. Bislang war der Erwerb solcher Objekte auf 20 Prozent des Anlagevermögens beschränkt.
- Darüber hinaus wird auch die Begrenzung für Grundstücke mit Erbbaurechten erweitert: Es sollen bis zu 25 Prozent der Objekte des Sondervermögens außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) liegen dürfen. Von zentraler Bedeutung ist diese Regelung für Aktivitäten in all den Regionen, in denen kein Erwerb von Volleigentum, sondern lediglich von Teileigentum oder Erbbaurechten möglich oder gängig ist, wie beispielsweise in Südamerika, Hongkong oder Singapur. Neu ist zudem – neben einer Aufstockung der Obergrenze für Mehrheitsbeteiligungen – auch die Erlaubnis zu einer beschränkten Beteiligung an Objektgesellschaften, an denen die deutsche Beteiligungsgesellschaft nicht die Mehrheit hält. Die neuen Anlagemöglichkeiten dürften einerseits zu einer deutlichen Senkung der Liquiditätsquoten führen, andererseits könnten sie die Nachfrage nach Offenen Immobilienfonds stärken,

⁶⁶ Für nähere Informationen zur strategischen Neuausrichtung der DePfa-Gruppe siehe www.depfa.com.

da Anleger von den im Ausland zumeist niedrigeren Steuersätzen profitieren können.

- Trotz der umfangreichen Neuerungen besteht nach Ansicht verschiedener Experten mit Rücksicht auf Entwicklungen an den internationalen Immobilienmärkten weiterer Bedarf an Marktöffnung. Zudem bedarf es einer unbürokratischen Haltung der Aufsichtsbehörde in dem Sinn, dass bestehende Sondervermögen nicht schlechter behandelt werden als neu aufzulegende, da nur so auch bereits am Markt befindliche Immobilienfonds die neuen Handlungsmöglichkeiten nutzen können.
- **Börsen:** Allgemeines Ziel ist es, den Börsen durch größere Flexibilität bei der Gestaltung des Börsenhandels Möglichkeiten zur Reaktion auf Marktveränderungen einzuräumen. Hierfür wird das Börsenrecht auf eine neue Grundlage gestellt. Die Kopplung der Zulassung von Wertpapieren in einem Marktsegment mit einer bestimmten Art der Preisfeststellung wird aufgegeben. Stattdessen sollen verschiedene Handelsarten ermöglicht werden. Es kommt zur Liberalisierung bei der Gestaltung der beiden erstangigen Marktsegmente, amtlichem und geregelter Markt, die die Voraussetzungen eines geregelten Marktes im Sinne der europäischen Wertpapierdienstleistungsrichtlinie erfüllen. Nach der neuen gesetzlichen Regelung besteht künftig die Möglichkeit, die gesetzlichen Standards der Börsensegmente in Abstimmung mit der Aufsicht für bestimmte Teilbereiche zu erhöhen. Unternehmen, die diese Standards nicht erfüllen, können weiter im Freiverkehr gehandelt werden.
- **Maklerrecht:** Notwendige Konsequenz der Neuordnung ist auch die Änderung des Maklerrechts, die die Notwendigkeit der amtlichen Kursfeststellung durch öffentlich-rechtlich bestellte Kursmakler aufhebt. Die möglichen Handelsformen – Präsenzhandel oder vollelektronischer Handel – können die Börsen in Abstimmung mit den Börsenaufsichtsbehörden künftig durch Festlegung in der jeweiligen Börsenordnung bestimmen. Die wichtigen Funktionen der neutralen Preisfeststellung und des Anlegerschutzes, sowie die Verpflichtung, auf einen geordneten Marktverlauf hinzuwirken, bleiben jedoch erhalten. Durch die Neuordnung des Maklerrechts kommt es zu der bereits seit langem geforderten Wettbewerbsgleichheit der Kursmakler mit den Freimaklern (Skontroführern), die sich besonders im Wegfall der Tätigkeits- und Beteiligungsverbote ausdrückt.
- **Zentralisierung von Aufsichtsfunktionen:** Positiv bewertet wird auch die Weiterentwicklung in der Positionierung der zentralen *Aufsicht*, deren Betätigungsfeld insbesondere durch die Einführung der Tatbestände der Kurs- und Marktpreismanipulation deutlich erweitert wurde. Die Zuständigkeit der Verfolgung dieser Tatbestände wurde auf die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) übertragen, da das Bundesaufsichtsamt

für den Wertpapierhandel als Teil der neuen Aufsichtsbehörde bereits über die notwendigen Erfahrungen in Sachen Insiderverfolgung verfügt.

- **Internationale Standards bei Geldwäsche:** Im Rahmen des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes erfolgte zudem die Anpassung der deutschen Regelungen zur Bekämpfung der Geldwäsche an internationale Standards, aufgestellt vom Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht und der Financial Action Task Force on Money Laundering, kurz FATF. Diese verpflichten die Kreditinstitute, bestimmte Kundenkonteninformationen in einer gesonderten Datenbank bereitzustellen. Auf sie kann die BAFin, im Gegensatz zur bislang erforderlichen Einzelabfrage von Konteninformationen bei den jeweiligen Instituten, automatisiert zugreifen und so den Missbrauch durch Geldwäscher rascher erkennen.

Trotz der mit dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz erzielten Fortschritte darf nicht übersehen werden, dass das Gesetz nicht als reines Ergebnis einer im großen Rahmen abgestimmten Gesamtstrategie gelten kann. Es setzt lediglich punktuell an den Stellen an, wo seit dem letzten Reformansatz offensichtliche Mängel zutage getreten sind.

Angesprochen sind an dieser Stelle beispielsweise die Konkretisierung der Vorschriften zur Ad-hoc-Publizität, die Meldepflicht von directors' dealings – hierzulande auch bekannt als „Lex Haffa“ –, oder die neu eingeführte Schadenersatzpflicht für vorsätzliche oder grob fahrlässige unvollständige oder unrichtige Publikation kursbeeinflussender Tatsachen.⁶⁷

Zudem wurde es versäumt, wichtige Regelungen, die auf dem Umweg über Brüssel früher oder später ohnehin umgesetzt werden müssen, frühzeitig im deutschen Rechtsrahmen zu etablieren.

Hierzu sei beispielhaft der Entwurf einer europäischen Richtlinie über Insidergeschäfte und Marktmanipulation genannt, der eine breite Palette von Zielgruppen abdeckt. Auch in Deutschland gibt es Bedarf an neuen Regelungen für Research und Kapitalmarktkommunikation. Die Börsensachverständigenkommission und die Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) haben sich mit dieser Thematik intensiv beschäftigt. Ein Gutachten der Professoren Gerke und von Rosen empfiehlt einen freiwilligen Verhaltenskodex für sämtliche Kapitalmarktkommunikatoren. Jedoch haben nicht alle betroffenen Gruppen diesem Kodex zugestimmt, so dass eine breite Ausrichtung verfehlt wurde und die Regelung

⁶⁷ Einschränkung muss hier gesagt werden, dass dies nur Äußerungen der Unternehmensvertreter im Rahmen der Ad-hoc-Publizität betrifft, während alle anderen Äußerungen wie beispielsweise Stellungnahmen auf der Hauptversammlung und in den Medien, außen vor bleiben. Auch können Ansprüche nur gegenüber der Gesellschaft, nicht jedoch gegenüber dem Management geltend gemacht werden, was dazu führen kann, dass Aktionäre ihrem eigenen Unternehmen durch eine Klage Schaden zufügen müssen.

mittels freiwilliger Selbstverpflichtung zunächst vom Tisch ist. Die erfolgte gesetzliche Verankerung eines Teils der im freiwilligen Kodex vorgeschlagenen Regelungen ist ein Fortschritt, der Analysten anhand des Pflichtenkatalogs dazu zwingt, bei ihrer Tätigkeit nicht nur sorgfältig und gewissenhaft zu agieren, sondern auch vorhandene Interessenskonflikte offen zu legen.

Weiterhin blieb die Definition des Börsenbegriffs erneut aus, obwohl die immer stärker auftretenden alternativen Transaktionssysteme der Großbanken genügend Anlass geboten hätten, sich mit der Abgrenzung öffentlich-rechtlicher Börsen von privatrechtlichen Transaktionsplattformen zu beschäftigen.

Insgesamt gilt das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz als ein wichtiger Schritt zur Internationalisierung des Finanzplatzes Deutschland, was auch die milden Reaktionen und Beurteilungen der Verbände und Sachverständigen deutlich machen. Allerdings sollten schon jetzt Vorbereitungen für ein Fünftes Finanzmarktförderungsgesetz folgen, denn das vorliegende Gesetz ist nach übereinstimmender Meinung von Experten noch weit von einer Regelung entfernt, die dem Finanzplatz Frankfurt im internationalen Vergleich entsprechende Chancen bietet.⁶⁸ Auch die Modernisierung des Terminrechts sollte dann in Angriff genommen werden.

Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz

Unternehmensübernahmen haben als Instrument zur Stärkung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit für den erhofften Strukturwandel in Deutschland große Bedeutung. Da die Funktionsfähigkeit des Marktes für Unternehmenskontrolle entscheidend vom gesetzlichen Rahmen abhängt, muss mit dem Übernahmegesetz eine der zentralen Regelungen hierzu näher betrachtet werden.

Allgemeines Ziel des Übernahmegesetzes ist es, Deutschland im Interesse qualifizierter Arbeitsplätze zu einem attraktiveren Standort für internationale Konzernzentralen zu machen. Um aber als Wirtschaftsstandort auch international Beachtung zu finden, ist Rechtssicherheit unerlässlich. Die vor dem Übernahmegesetz herrschende Rechtsunsicherheit durch den nicht allgemein anerkannten freiwilligen Übernahmekodex erstickte Übernahmeüberlegungen häufig schon im Keim. Eine verbindliche Regelung war erforderlich.

Gewollt war anfangs eine liberale gesetzliche Regelung, die Deutschland zu einem international vergleichsweise offenen Land machen, also Übernahmen von Unternehmen nicht erschweren sollte. Auch sollte das internationale Interesse am Standort Deutschland nicht durch weitere Stärkung von Arbeitnehmerrechten geschmälert werden. Mit dem neuen Regelwerk sollten faire, transparente Regeln für

⁶⁸ Bezeichnend hierfür sei die folgende Aussage eines Beamten des Finanzministeriums auf die Frage, wie es um die anhaltend geforderte Definition des Börsenbegriffs stehe, zitiert: „Das kommt im Fünften Finanzmarktförderungsgesetz.“

M&A-Transaktionen entstehen, die auch dem Schutz der Rechte von Aktionären gegenüber opportunistischen Eigeninteressen der Manager dienen sollten.

Das seit dem 1. Januar 2002 geltende neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) löst den seit 1995 geltenden und 1998 erweiterten freiwilligen Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission ab. Die nationale Regelung brachte der Gesetzgeber auf den Weg, nachdem die Bemühungen um eine europaweite Lösung im Sommer 2001 am Streitpunkt Abwehrmaßnahmen gescheitert waren. Auch Deutschland hatte sich damals dem vorgesehenen Neutralitätsgebot für Leistungsorgane der Zielgesellschaft widersetzt.

Für die plötzliche Abkehr vom zuvor auch von Deutschland unterstützten liberalen Entwurf gab es durchaus Argumente. So hätte die europäische Übernahmerichtlinie nicht zur Schaffung eines level playing field beigetragen, sondern es vielmehr relativ einfach gemacht, deutsche Unternehmen aufzukaufen. Der Grund lag darin, dass hierzulande verschiedene, in einigen anderen europäischen Ländern häufig genutzte Übernahmehemmnisse seit In-Kraft-Treten des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (NaStraG) im Jahr 1998 weitgehend abgeschafft sind.

Die jetzt gültige gesetzliche Regelung räumt dem Management des Target-Unternehmens – entgegen der ursprünglich gewollten Neutralitätspflicht – weitreichende Möglichkeiten zur Abwehr feindlicher Übernahmen ein und stärkt so die Position der Unternehmensführung. Dies geschieht einerseits zu Lasten der Aktionäre, andererseits zu Lasten liberalerer Regeln, die der Beschleunigung der gewünschten Entflechtung der sogenannten „Deutschland AG“ sicher zuträglich gewesen wären.

Ein am 11. Juli 2001 vom Kabinett beschlossener Gesetzesentwurf sah zunächst vor, dem Management lediglich die sogenannten Vorratsbeschlüsse zur Verfügung zu stellen.⁶⁹ Das im November desselben Jahres verabschiedete Gesetz enthält jedoch eine deutliche Erweiterung der Vorstandsbefugnisse. Der Vorstand benötigt künftig nur noch dann die Zustimmung der Hauptversammlung in Form einer Dreiviertel-Mehrheit, wenn die Abwehrmaßnahmen laut Gesetz in deren Zuständigkeit fallen. In allen anderen Fällen genügt die Zustimmung des Aufsichtsrats, um Abwehrmaßnahmen einzuleiten; d.h. der Vorstand kann (neben der Suche nach einem „White Knight“ gemäß § 33 Abs. I WpÜG) bei Zustimmung des Aufsichtsrats Maßnahmen ergreifen, die dem Erfolg des Angebots entgegenwirken. Darüber hinaus gilt für den Aufsichtsrat nicht mehr die Neutralitätspflicht.

Die Frage der Neutralitätspflicht von Vorstand und Aufsichtsrat war umstritten. Befürworter des neuen Gesetzes argumentieren, dass der Aufsichtsrat, der auch die

⁶⁹ So war anfangs vorgesehen, dass der Vorstand im Fall eines Übernahmeversuchs nur bei Vorliegen eines Hauptversammlungsbeschlusses für einen Zeitraum von 18 Monaten konkrete Abwehrmaßnahmen, wie Kapitalerhöhungen unter Bezugsrechtsausschluss (*poison pill*) oder Aktienrückkaufprogramme, ergreifen könne.

Kapitalseite vertrete, als Kontrollorgan ausreiche. Die Schar der Kritiker bemängelt jedoch, dass dieser in Deutschland häufig nicht im Sinne der Aktionäre entscheide, so dass Aktionärsinteressen nur eine untergeordnete Berücksichtigung fänden. Gründe hierfür seien zum einen, dass der Aufsichtsrat zur Hälfte von Arbeitnehmervertretern besetzt ist, die ohnehin tendenziell gegen Übernahmen stimmen und oft nur durch Zugeständnisse in anderen Bereichen zur Zustimmung in bestimmten Fragen bewegt werden können. Zum anderen gelte, dass Vorstandsvorsitzende häufig an die Spitze des Aufsichtsrates wechseln, so dass in der Regel enge Beziehungen zwischen Vorstand und Aufsichtsrat bestehen.

Als positiv zu wertende Änderung lässt sich unter anderem die Senkung der Kontrollerwerbsschwelle von 50 Prozent auf 30 Prozent nennen. Dies stellt eine sinnvolle Reaktion auf die rückläufige Präsenz auf Hauptversammlungen dar, was bereits bei geringeren Aktienanteilen eine beherrschende Stellung ermöglicht. Darüber hinaus stärkt das Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Übernahmen die Rechte der Minderheitsaktionäre. Es erreicht dies durch ein strenges Gleichbehandlungsgebot, das für öffentliche Übernahmen einen einheitlichen Preis für alle Aktien vorschreibt, Kontrollprämien für Mehrheitsaktionäre zu Lasten der Minderheitsaktionäre also ausschließt.

Zwar brachte das Gesetz Rechtssicherheit, aber es beinhaltet im Hinblick auf eines der Hauptziele, die Förderung eines funktionsfähigen Marktes für Unternehmenskontrolle, eine deutliche Schwäche. Diese betrifft die deutliche Erweiterung des Abwehrinstrumentariums des Vorstands. Mit der ursprünglich geplanten Neutralitätspflicht wurde einer der wichtigsten Punkte gestrichen und die Aktionärsrechte geschwächt. Die von Befürwortern des Gesetzes gern als Gegenargument ins Feld geführte Vergleiche mit den USA hinken hier, denn einerseits müssen die US-amerikanischen Manager, denen eine Vielzahl von Abwehrmaßnahmen zur Verfügung stehen, – im Gegensatz zu deutschen Managern – für Fehler haftbar gemacht zu werden. Andererseits besteht dort auch kein Mitbestimmungsrecht seitens der Arbeitnehmer. Darüber hinaus scheint es in den USA, ganz anders als hierzulande, keine Furcht vor einem „Ausverkauf“ amerikanischer Unternehmen zu geben.

Auch wenn die primäre Orientierung am Übernahmepreis nicht unbedingt erstrebenswert ist, so wäre doch die – in Deutschland schwach ausgeprägte – Ausrichtung an den Aktionärsinteressen nicht zuletzt für die Unternehmen selbst wichtig. Diese brächte im Zuge einer deutlich höheren Marktbewertung für die Unternehmen das benötigte Kapital und damit eine nachhaltige Verringerung von Übernahmewahrscheinlichkeiten. Letzteres würde der Lobby für das Erschweren von Unternehmensübernahmen denn auch die Grundlage entziehen.

Entsprechendes gilt für das Ziel der Entflechtung. Auch diesem sind die im Gesetz verankerten Abwehrmaßnahmen nicht dienlich, so dass ausländische Investoren angesichts dieser Schutzmechanismen weiterhin zurückhaltend bleiben dürften.⁷⁰

Schließlich wurde kürzlich erst ein weiterer Schwachpunkt des Gesetzes deutlich: Nach Ansicht der BAFin besitzt das Gesetz nicht nur für klassische Übernahmen Gültigkeit, sondern auch für Aktienrückkaufprogramme. Dies ist genau dann der Fall, wenn den Aktionären ein öffentliches Angebot unterbreitet wird, die Aktien also nicht über die Börse erworben werden. Folglich müssten Unternehmen, die eigene Aktien vom Markt nehmen wollen, ihren Aktionären ein explizites Angebot unterbreiten und den Rückkauf beim Bundesaufsichtsamt zur Prüfung einreichen.⁷¹ Neben einer Überarbeitung des strittigen Punktes im WpÜG könnte auch eine einheitliche Regelung auf europäischer Ebene, um die man sich aktuell intensiv bemüht, die angestrebte Verbesserung der Rahmenbedingungen für Übernahmen bewirken.

Steuerfreiheit von Beteiligungsveräußerungen bei Kapitalgesellschaften

Wie schon bei den zuvor betrachteten Gesetzen galt die Aufmerksamkeit der Regierung auch im Rahmen der großen Steuerreform 2000 einer gezielten Förderung der Attraktivität des Standorts Deutschland. Ein Bestandteil dieser Reform war die Unternehmenssteuerreform.

Angesichts der vollzogenen Abschaffung des Anrechnungsverfahrens und einer definitiven Körperschaftsteuer mussten kumulative Mehrfachbelastungen innerhalb von Konzernen und Beteiligungsstrukturen, die zu einem erheblichen strukturkonservierenden Einfluss des Steuersystems auf Umstrukturierungsentscheidungen der Unternehmen führen würden, vermieden werden. Unternehmerische Gewinne, die komplexe Beteiligungsstrukturen durchlaufen, bevor sie den Anteilseigner erreichen, wären sonst steuerlich gegenüber Gewinnen diskriminiert, die unmittelbar an einen Anteilseigner ausgeschüttet werden. Daher müssen Dividendenzahlungen von Kapitalgesellschaften an Kapitalgesellschaften steuerfrei bleiben. Die Besteuerung erfolgt erst dann, wenn die Gewinne den Unternehmenssektor verlassen und den Anteilseigner erreichen.

Die Steuerfreiheit von Gewinnen, die Kapitalgesellschaften bei der Veräußerung ihrer Beteiligungen an anderen Kapitalgesellschaften erzielen – den sogenannten Veräußerungsgewinnen – ist ein weiteres Ergebnis der konsequenten Umsetzung des Systemwechsels vom Vollarrechnungsverfahren zum Halbeinkünfteverfahren zur Vermeidung einer Doppelbesteuerung.

⁷⁰ Stellvertretend für die Meinung der zahlreichen Kritiker sei Ulrich Hocker, Hauptgeschäftsführer der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW), zitiert. Er sagte auf die Frage, wie Deutschland mit diesem Übernahmegesetz im internationalen Vergleich dastehe: „Das ist ein Rückschritt in der Entwicklung des deutschen Kapitalmarkts und der Aktienkultur. ... Dauerhaft kann sich Deutschland jedoch nicht gegen die Forderungen des internationalen Kapitalmarkts abschotten, sonst legen ausländische Investoren ihr Kapital eben an anderen Märkten an.“

⁷¹ Zu den Schwierigkeiten bei Aktienrückkäufen siehe beispielsweise Fabricius 2002.

Die Neuregelung der Steuerfreiheit von Beteiligungsveräußerungen bei Kapitalgesellschaften ist zum 1. Januar diesen Jahres in Kraft getreten. Die Ankündigung der Möglichkeit einer steuerfreien Veräußerung von Beteiligungen führte bereits vor In-Kraft-Treten des Gesetzes zu Kurssteigerungen bei allen Unternehmen, die in nennenswertem Umfang über Beteiligungen verfügten, da deren stille Reserven nun steuerfrei gehoben werden konnten. Allerdings war dies in vielen Fällen auf anderem Wege, wie beispielsweise mittels Wandelanleihen, bereits vor 2002 möglich. Dementsprechend steht eher eine lang andauernde Entflechtungsphase zu erwarten, sofern sich diese Regelung angesichts knapper Kassen der öffentlichen Haushalte überhaupt halten lassen wird.

Zudem hoffte man, mit der gesetzlichen Maßnahme auch ausländische Investoren für Anlagen in Deutschland zu gewinnen, weil größere Aktienpakete auf den Markt kämen, die zuvor aus steuerlichen Gründen nicht veräußert wurden. Ordnungspolitischer Nebeneffekt ist die Chance einer Entzerrung des in Deutschland auf einige Großkonzerne konzentrierten Beteiligungsgeflechts, der sogenannten „Deutschland AG“, welche internationale Investoren durch die ihr eigene, mangelnde Transparenz bislang abschreckte. Auf längere Sicht dürfte die neue Regelung ihre Wirkung nicht verfehlen und zur Intensivierung des Wettbewerbs führen.

Die hier betrachteten Entwicklungen zukunftsorientierter gesetzlicher Rahmenbedingungen verkörpern nur einen kleinen Bestandteil der Maßnahmen zur Verbesserung der Rahmenbedingungen für den deutschen Finanzmarkt. Zahlreiche weitere, zu denen unter anderem Bestrebungen bezüglich der weiteren Verbesserung der Transparenz für Investoren, wie z.B. die Einrichtung der Regierungskommission „Corporate Governance – Unternehmensführung – Unternehmenskontrolle – Modernisierung des Aktienrechts“, aber auch die strikte Haushaltskonsolidierung und die stabilitätsorientierte Geldpolitik der Europäischen Zentralbank zählen, leisten einen wichtigen Beitrag zum Erreichen dieses Ziels.

5.3 Allfinanzaufsicht

Zentralisierung und Vereinheitlichung der Finanzaufsicht

Zu den für den Finanzplatz Frankfurt wichtigen Neuregelungen zählt auch die Schaffung der Allfinanzaufsicht, die im Gesetz über die integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht vom 22. April 2002 beschlossen wurde. Es führte (mit Wirkung vom 1. Mai 2002) die drei ehemaligen Bundesaufsichtsämter für das Kreditwesen (BAKred), das Versicherungswesen (BAV) und den Wertpapierhandel (BAWe) in die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BAFin) zusammen. Die neue Bundesanstalt beaufsichtigt derzeit etwa 2.700 Kreditinstitute, 800 Finanzdienstleistungsinstitute und mehr als 700 Versicherungsunternehmen.

Ziel der Arbeit der neuen Institution ist die Sicherstellung der Funktionsfähigkeit des deutschen Finanzsektors, die nicht nur der Solvenzsicherung von Banken, Finanzdienstleistungsinstituten und Versicherungsunternehmen, sondern auch dem Schutz der Kunden und Anleger dient.

Der Trend zu einer allumfassenden Aufsicht von Finanzdienstleistern entspricht den Gegebenheiten auf globalisierenden Märkten. Aktuelle Entwicklungen auf der Kapitalnachfrageseite, insbesondere das mit dem Strukturwandel einhergehende wachsende Bedürfnis der Kunden von Banken, Versicherungen und anderen Finanzdienstleistungsinstituten nach ganzheitlichen Finanzierungsansätzen, zwingt die Anbieter zur Entwicklung von Allfinanzprodukten und -strategien.

Dies muss dazu führen, dass die ehemals klaren Trennlinien zwischen Kredit- und Versicherungsgeschäft und anderen Finanzdienstleistungen in zunehmendem Maß verschwimmen und die Geschäftsbereiche ursprünglich verschiedener Institute immer stärker konvergieren. Daraus resultiert ein verschärfter Wettbewerb unter ehemals heterogen ausgerichteten Anbietern um die gleichen Kunden mit ähnlichen oder gar identischen Produkten. Diese Tendenz erfährt durch die Nutzung elektronischer Vertriebskanäle eine zusätzliche Intensivierung und trägt zur Bildung sogenannter Allfinanzkonzerne bei.

Infolge dieser Veränderungen der Geschäftsmöglichkeiten für Finanzdienstleister ändern sich auch die von diesen zu tragenden Risiken, so dass neue Formen der Aufsicht notwendig werden, um die Stabilität des Finanzsystems zu gewährleisten. Mit dem Zusammenwachsen von Produkten kommt es zu einem Verschmelzen der Risikopotenziale. Die praktizierte Teilung der Aufsichtskompetenzen zwischen BAKred, BAV und BAWe war daher nicht länger sinnvoll.

Ähnliche Vermischungstendenzen von Bank- und Versicherungsgeschäft waren und sind auch international erkennbar. Zudem bewirkt die Globalisierung ein deutlich internationaleres Verhalten der Investoren. Hinzu kommen Veränderungen der Kriminalität im Finanzbereich, die auch die Grenzen zur virtuellen Welt des World Wide Web überschreiten. Um unter diesen Gegebenheiten den Finanzplatz für Anleger interessant zu gestalten, bedarf es der Garantie eines ordnungsgemäßen, internationalen Standards genügenden Handlungsrahmens, wie er nur unter Einbindung einer effizienten zentralen Allfinanzaufsicht errichtet werden kann. Dies hat international zu einer zentralisierten Allfinanzaufsicht geführt.⁷²

⁷² Einige Staaten, wie Großbritannien und Japan, haben in den letzten Jahren moderne Allfinanz-Aufsichtsstrukturen eingeführt. Seit Dezember 2001 führt in Großbritannien die – anders als in Deutschland privatwirtschaftlich organisierte – Financial Services Authority (FSA) die alleinige Aufsicht. Sie finanziert sich ebenso wie die BAFin vollständig durch Gebührenzahlungen der überwachten Institute, erlaubt aufgrund der privatwirtschaftlichen Organisation jedoch die Zahlung deutlich höherer, wettbewerbsfähiger Bezüge, was die Attraktivität einer Aufsichtstätigkeit für Spitzenkräfte deutlich erhöht.

Dem Trend zur Zentralisierung der Aufsicht hat sich nun auch die Bundesrepublik Deutschland angeschlossen. Die Vorteile werden insbesondere in Folgendem gesehen:

- Ein unmittelbar die Finanzdienstleistungsanbieter betreffender Vorteil der Allfinanzaufsicht ist die Einheitlichkeit der Regulierung. Während bei Einzelaufsichten leicht Wettbewerbsverzerrungen infolge von Regulierungsdifferenzen entstehen können, kann eine Allfinanzaufsicht solche Verzerrungen aufgrund ihrer umfassenden Kompetenzen und vollständiger Marktübersicht im Rahmen einer einheitlichen Aufsichtspraxis prinzipiell vermeiden.
- Ein weiterer wichtiger Aspekt besteht in der Tatsache, dass in Deutschland nun eine zentrale Anlaufstelle für alle Marktteilnehmer existiert. Dies gilt nicht nur für inländische Kunden und Finanzdienstleister, sondern auch und gerade für Finanzdienstleistungsinstitute aus dem Ausland, die sich in der Vergangenheit oft an verschiedene Aufsichtsämter wenden mussten, wenn sie ihre Produkte in Deutschland anbieten wollten.
- Auch der Informationsaustausch mit den Aufsichtsbehörden anderer Staaten lässt sich durch die Zentralisierung leichter gestalten. Man darf erwarten, dass deutschen Interessen durch die Vertretung einer ganzheitlichen Behörde im Rahmen internationaler Aufsichtsgremien mehr Gewicht zukommt. Dies kann zur Stärkung der Stellung des Finanzplatzes Deutschland beitragen.
- Ein weiteres Argument zugunsten einer Allfinanzaufsicht ist, dass durch die Zusammenführung der einzelnen Aufsichtsämter Synergieeffekte freigesetzt werden. Durch eine gemeinsame Nutzung zentraler Datenbanken entfällt auch die Koordination zwischen den einzelnen Aufsichtsämtern.

Die BAFin kann nach der Zusammenlegung auch branchenspezifischen Unterschieden zwischen dem Bank- und Versicherungsgeschäft Rechnung tragen. Schließlich hat der Gesetzgeber im Zuge der Neuorganisation das der Aufsicht zugrunde liegende materielle Recht bewusst nicht geändert.

Schließlich kann die Schaffung einer zentralen Aufsichtsbehörde auch als Schritt in Richtung auf eine von der EU-Kommission langfristig geplante europäische Aufsicht interpretiert werden. Diese scheitert derzeit noch an verschiedenen Punkten wie beispielsweise an unterschiedlichen rechtlichen Regelungen in den einzelnen Ländern oder an der Sorge, eine europäische Aufsichtsbehörde könnte sich zu weit von den zu überwachenden Gesellschaften entfernen, um effektiv operieren zu können.

Die Zusammenlegung von Funktionen in eine zentrale Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht wird von Marktteilnehmern und Experten überwiegend

begrüßt. Dennoch darf die Schaffung der BAFin noch nicht als abschließender Schritt betrachtet werden. Es besteht weiterhin Grund für eine sinnvolle Weiterentwicklung der Finanzaufsicht im Interesse des Finanzplatzes Deutschland.

Perspektiven für die Weiterentwicklung der Finanzaufsicht

Börsenaufsicht: Trotz der zentralisierenden Tendenzen ist die Finanzaufsicht in der Bundesrepublik Deutschland nicht vollständig konzentriert. Die Aufsicht über die acht Wertpapierbörsen bleibt aufgrund der Tatsache, dass diese der Verwaltungshoheit der einzelnen Länder unterliegen, bislang weiterhin zersplittert. Nach wie vor unterliegt die Aufsicht über die acht Wertpapierbörsen dezentral den Behörden der einzelnen Bundesländer. Ob auch dieser Bereich der Aufsicht zentralisiert werden soll, wird kontrovers diskutiert. Unabhängig von der Sachfrage nach der Zweckmäßigkeit und Sinnhaftigkeit einer Zentralisierung der Börsenaufsicht, erlauben verfassungsrechtliche Vorgaben derzeit keine Übertragung auf eine Bundesbehörde. Sie sehen vielmehr die Aufsichtsführung durch Landesbehörden vor.

Befürworter des bestehenden Börsenaufsichtssystems führen als Argument an, dass die räumliche Nähe zu den Einrichtungen der Börse und den Börsenorganen, wie sie eine föderal strukturierte Aufsicht durch Landesbehörden mit sich bringt, für eine effiziente Überwachung unerlässlich sei. Auch das bestehende System aus Handelsüberwachungsstellen als börslichen Selbstverwaltungsorganen und den Börsenaufsichtsbehörden der Länder habe sich bewährt. Eine Bundesbehörde könne dementsprechend nur ergänzend geschaffen werden, was zu einer weiteren Verwaltungsebene führe und damit nicht zur gewollten Vereinfachung der derzeit auf Bund, Länder und Börsen aufgeteilten Aufsicht. Dies müsse zu einer Überregulierung beitragen. Argumente wie Vorteile durch Größe und „Verbund“ einer solchen Bundesbehörde, die wiederum von Befürwortern einer zentralen Aufsicht ins Feld geführt werden, könnten so nicht vorbehaltlos positiv bewertet werden.

Befürworter einer Zentralisierung der Börsenaufsicht argumentieren jedoch längst nicht ausschließlich über den umstrittenen Punkt, dass eine Aufsicht auf Länderebene durch das Fehlen von Größen- und Verbundvorteilen ineffizient sei. Vielmehr sehen sie weiter gehende Vorteile im Vorhandensein einer zentralen Stelle, darunter z.B. eine erhebliche Erleichterung der internationalen Zusammenarbeit der Börsenaufsichtsbehörden, ein Aspekt der auch bei Schaffung der BAFin eine Rolle gespielt hat. Auch beklagen gerade ausländische Investoren immer wieder, dass die Rechtslage am Finanzplatz Deutschland nicht nachzuvollziehen sei, was sich für den Standort nachteilig auswirken muss. So könnte die Reform der Börsenaufsicht zu einem einfacheren, transparenteren System führen und damit einen wichtigen Beitrag dazu leisten, einen Standortnachteil für den Finanzplatz zu vermeiden.

Wie für die in die BAFin integrierten Bestandteile der Aufsicht existieren durchaus auch für die Börsenaufsicht Argumente, die eine Ansiedlung in Frankfurt als dem deutschen

Banken- und Finanzplatz sinnvoll erscheinen lassen. Räumliche Nähe spielt für die Effizienz der Börsenaufsicht tatsächlich eine entscheidende Rolle. Schwieriger wiegt jedoch, dass die fachliche Kompetenz einer regionalisierten Börsenaufsicht in den anderen Bundesländern schwächer ausgebildet ist, als in Hessen, dem Standort der Frankfurter Wertpapierbörse, der mit weitem Abstand umsatzstärksten deutschen Börse. Hessen nimmt daher bei der Börsenaufsicht auch eine Art Leitfunktion für andere Bundesländer ein. Auch bei der Vertretung deutscher Interessen in internationalen Gremien führt an Hessen kein Weg vorbei.

Dass eine zentrale Börsenaufsicht in Frankfurt lokalisiert sein sollte, wird insbesondere dann deutlich, wenn man zusätzlich zur dominanten Stellung der Frankfurter Wertpapierbörse im Präsenzhandel das rasche Voranschreiten der Elektronisierung des Handels mit berücksichtigt. So konnte das elektronische Handelssystem Xetra, wie Zahlen zur Entwicklung der Umsatzanteile der einzelnen Börsenplätze belegen, den übrigen deutschen Börsen in den vergangenen Jahren beachtliche Teile ihres Handelsvolumens streitig machen.⁷³ Neben sämtlichen Handelsteilnehmern am Frankfurter Parkett und denjenigen, die für den Handel auf Xetra zugelassen sind, unterliegen auch die Handelsteilnehmer an der Eurex der Aufsicht über den Börsenplatz Frankfurt. Auch die nachhaltige Entwicklung hin zur vermehrten Nutzung virtueller Handelsräume, die mit einem weiteren Bedeutungsverlust der Regionalbörsen einhergehen dürfte, erscheint eine zentrale Börsenaufsichtsbehörde trotz des Gegenarguments der dann fehlenden räumlichen Nähe sinnvoll.

Trägt man den verfassungsmäßig gegebenen Einschränkungen Rechnung, so kommen derzeit als sinnvolle – wohl aber durch die faktischen Gegebenheiten legitimierte – Lösungen nur zwei in Frage:

- *Die vertragliche Wahrnehmung der deutschen Börsenaufsicht durch das Land Hessen.* Die Wahrnehmung einer übergreifenden Börsenaufsicht auch für die Börsen anderer Bundesländer könnte durch einen entsprechenden Staatsvertrag geregelt werden. Das Land Hessen tritt dann in Sachen Börsenaufsicht als alleiniger Beauftragter der anderen Länder auf. Trotz föderaler Egoismen müsste eine solche Lösung konsensfähig sein, weil durch die höhere Transparenz die Akzeptanz *aller* Börsen zunehmen dürfte.
- *Die bundeseinheitliche Neuregelung des Börsenwesens bei Übertragung der Börsenaufsicht auf einen „geborenen“ Träger.* Es wurde bereits betont, dass es wünschenswert wäre, im Rahmen eines Fünften Finanzmarktgesetzes auch eine Klarstellung des Börsenbegriffs vorzunehmen. Dies könnte dazu führen, dass zwischen delegierten Funktionen im Rahmen eines zentralisierten deutschen

⁷³ Der Anteil aller Regionalbörsen außer Frankfurt am gesamten Aktienhandel liegt heute bei nur etwa fünf Prozent, ihr Anteil in den verschiedenen Segmenten übersteigt in keinem Bereich mehr, auch nicht im Bereich der kleineren Werte (SMAX), die Marke von zehn Prozent.

Börsenkonzepts und eigenständigen börsennahen oder –ähnlichen Funktionen von Regionalbörsen unterschieden wird. Die Regionalbörsen würden dann zum Einen als abhängige „Börsenagenturen“ der Deutschen Börse fungieren und sich auf diese Weise Liquiditätsvorteile erschließen können; zum Anderen könnten sie unabhängig ihre eigenständigen börsennahen und -ähnlichen Aktivitäten entfalten, die ggf. unter der Aufsicht des jeweiligen Landes verbleiben. Auf diese Weise ergäbe sich für die Börsenaufsicht die Zentralisierung auf den „geborenen Träger“, das Land Hessen, von selbst.

Selbstverständlich ergibt sich als weitere Möglichkeit immer eine Änderung der Verfassung mit Übertragung von Aufsichtsfunktionen auf den Bund. In diesem Falle muss darauf geachtet werden, dass die Börsenaufsicht standortnah, d.h. in Frankfurt, angesiedelt wird.

Verfolgung von Finanz- und Kapitalmarktdelikten: Für einen funktionierenden Kapitalmarkt ist eine effektive Verfolgung und Ahndung von Delikten ebenso wichtig wie ihre Aufdeckung durch die Aufsichtsbehörden. Während der Gesetzgeber im zuletzt genannten Bereich bereits tief greifende Umstrukturierungen vorgenommen hat, stehen die Bemühungen im Bereich der Strafverfolgung noch am Anfang.

Bezüglich der Zuständigkeiten bei Finanz- und Wertpapiermarktdelikten gestaltet sich die Situation bislang wie folgt: Wird im Rahmen der Finanzaufsicht ein Regelverstoß aufgedeckt, so fällt dessen Verfolgung, der örtlichen Zuständigkeiten vergangener Zeiten entsprechend, in die Verantwortung des Amtsgerichts am Wohnort des Verdächtigen. Die Behandlung solcher Vergehen verlangt jedoch spezifisches Fachwissen der Verantwortlichen, die außerhalb der Finanzzentren in den seltensten Fällen vorhanden ist. Dies führt zur häufig beklagten geringen Effektivität bei der Verfolgung solcher Finanz- und Wertpapiermarktdelikte.

Über das erforderliche Fachwissen verfügen zweifelsfrei die Aufsichtsbehörden, die jedoch aufgrund des Grundsatzes der Gewaltenteilung über keine weitreichenden Sanktionsmöglichkeiten verfügen. Eine Lösung nach Muster der amerikanischen Securities and Exchange Commission (SEC) scheidet damit für Deutschland aus.

Dennoch verlangt die Finanzkriminalität, die sich heute infolge zunehmender Elektronisierung verändert, indem sie neben regionalen Grenzen auch die zur virtuellen Welt überschreitet, die Schaffung einer zentralen, in Aufsichtsnähe lokalisierten Spezialbehörde zur Strafverfolgung. Nur diese besitzt die erforderlichen Sachkenntnisse und kann durch konsequente Verfolgung von Regelverstößen einen verlässlichen Rahmen für das Marktgeschehen schaffen.

Während eine zufrieden stellende Lösung auf Bundesebene derzeit noch in weiter Ferne liegt, erfolgen auf Landesebene bereits Schritte in Richtung auf eine Zentralisierung der Verfolgung von Finanz- und Wertpapiermarktdelikten an

Deutschlands größtem Finanzplatz: So soll am Finanzplatz Frankfurt mit der Einrichtung einer Schwerpunktstaatsanwaltschaft zur Bekämpfung der Kriminalität im Kapitalmarktbereich in Verbindung mit einer Rundverfügung des hessischen Generalstaatsanwalts eine Zusammenfassung der Ermittlungszuständigkeiten erreicht werden. Dieser zugeordnet sollen alle Fälle sein, in denen kriminelle Handlungen über den Börsenplatz Frankfurt abgewickelt werden oder der Verdächtige im Zuständigkeitsbereich, also in Hessen, wohnhaft ist.

Angesichts dieser breiten Zuständigkeit dürfte das Gros künftiger Verfahren der Frankfurter Staatsanwaltschaft zufallen, die ihre Erfahrungen dann mit dem Ziel der Schaffung einer bundesweit zentralen Zuständigkeit in Frankfurt an den Gesetzgeber weiterleiten könnte.

Neben der angesprochenen Problemstellung besteht nach übereinstimmender Meinung von Experten auch die Notwendigkeit, verschiedene Strafvorschriften zu konkretisieren und Ordnungswidrigkeitstatbestände zu schaffen. Diese Punkte sind jedoch kaum umstritten. Es kann davon ausgegangen werden, dass es in dieser Hinsicht bald zu einer Umsetzung der erforderlichen Änderungen kommt.

Europäische Aufsicht: Die aktuell schwierige Lage in der Bankenbranche hat zu einer Belebung der Diskussionen um eine europäische Finanzaufsicht, wie sie von den international tätigen Finanzdienstleistern gefordert wird, beigetragen. Dennoch liegt deren Schaffung in weiter Ferne, viele Punkte erfordern noch intensive Diskussion. Zudem wäre für eine europäische Aufsicht die Änderung des EU-Vertrages erforderlich.

Diesen Umständen entsprechend arbeitet man derzeit „nur“ an einer Verbesserung der Koordination der Aufsichtsgremien auf europäischer Ebene und an einer Modifikation des Gefüges aus Gesetzgebung und Aufsicht, um die Regulierung flexibler an den Wandel anpassen zu können.

Stark umstritten bleibt hierbei neben der künftigen Rolle der Notenbanken, die in fast allen europäischen Ländern Aufsichtsaufgaben wahrnehmen, die Frage, wie stark eine europäische Aufsicht zentralisiert werden sollte, um die zunehmend grenzüberschreitenden Finanzkonzerne effektiv überwachen zu können.

Dennoch scheint die Neuordnung der Finanzmarktaufsicht in Europa bereits konkrete Formen anzunehmen. Man erwartet eine Ausweitung des Lamfalussy-Modells⁷⁴ auf die gesamte Finanzbranche, wobei man mit „erheblicher Effizienzsteigerung in der europäischen Gesetzgebung“ rechnet.⁷⁵ Trotz dieser Dynamik der politischen

⁷⁴ Das „Lamfalussy-Modell“ sieht ein vereinfachtes Verfahren zur Rahmengesetzgebung durch die europäischen Regierungen und das Europa-Parlament vor. Der frühere Präsident des Europäischen Währungsinstituts hat jedoch vor einer überhasteten Übertragung des Modells auf die Finanzmarktgesetzgebung gewarnt (Roche 2002).

⁷⁵ Caio Koch-Weser zitiert in Börsen-Zeitung, 5. Oktober 2002, S. 1.

Koordinierung in Europa dürfte eine künftige europäische Finanzaufsicht nicht in einem einzigen Schritt umsetzbar sein.

Die Standortfrage einer künftigen zentralen europäischen Finanzaufsicht ist dabei von strategischer Bedeutung und sollte schon im Vorfeld kommender Entwicklungen gestellt werden. Qualifizierte Finanzaufsicht in Europa verlangt von ihrem Standort eine positive Grundhaltung zur Finanzwirtschaft, marktorientiertes politisches Engagement, technisch kompetentes Know-how und international geschultes Personal mit verhandlungsfähigen Sprachkenntnissen sowie qualifizierte Dienstleistungen im Bereich Finanzmarktforschung, Accounting, Wirtschafts- und Finanzrecht, EDV, Netzwerktechnik und andere finanznahe Service-Bereiche. Allein um diesen Anforderungen gerecht zu werden, muss der Finanzplatz Frankfurt erhebliche Anstrengungen auf sich nehmen. Darüber hinaus bezweifeln maßgebliche Akteure am Finanzplatz, ob die Finanzaufsicht der BRD derzeit überhaupt alle von der BIS für die Finanzaufsicht aufgestellten „Core Principles“ erfüllt.⁷⁶ Jedenfalls ist die Finanzaufsicht in Deutschland weit davon entfernt, im internationalen Kontext etwa als Benchmark gelten zu können.

Was die Aufsicht über die Wertpapiermärkte angeht, so wird erwartet, dass sich das CESR (Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières) durchsetzt, womit sich Paris als zukünftiger Sitz einer künftigen europäischen Wertpapieraufsicht etablieren würde. Auch dies reflektiert die derzeit noch mangelnde Präsenz deutscher Interessen auf internationalen Plattformen der zwischenstaatlichen Kooperation des Finanzwesens.

Personal: Die Finanzaufsicht in Deutschland leidet derzeit noch an einem akuten Rückstand bei ihrer personellen Ausstattung, sowohl in quantitativer als in qualitativer Hinsicht. Die jüngsten Entwicklungen lassen allerdings eine deutliche Erweiterung des Personalbestandes der BAFin zu, was sich angesichts der entspannteren Bedingungen auf den Arbeitsmärkten vermutlich auch in qualitativer Hinsicht positiv auswirken wird. Dennoch muss betont werden, dass gerade im Hinblick auf die Qualität des Humankapitals und dessen marktnahe Ausrichtung und Weiterentwicklung eine räumliche Nähe zum Finanzplatz Frankfurt vorteilhaft wäre. Innovative Ansätze entstehen nun einmal seltener „in der Provinz“.⁷⁷

Ein weiteres Problem entsteht durch das recht rigide öffentliche Besoldungssystem, das sich als Hindernis bei der flexiblen Anpassung der Tätigkeit der Finanzaufsicht

⁷⁶ Diese Prinzipien wurden in erster Linie im Hinblick auf Transformations-, Schwellen- und Entwicklungsländer aufgestellt. Eine Überprüfung der Erfüllung der Prinzipien durch die Aufsichtsgremien der Bundesrepublik Deutschland wird der Internationale Währungsfonds in Kürze vornehmen. Sollten sich die Zweifel erhärten, muss dem unverzüglich mit durchgreifenden Maßnahmen begegnet werden.

⁷⁷ Das Gegenargument, Bonn sei von Frankfurt nur eine Zugstunde entfernt, kann hier lediglich formal gelten. Die Vertreter der Finanzwirtschaft weisen immer wieder auf Informationssynergien hin, die nur im laufenden Dialog mit den Akteuren zustande kommen können. Dies verlangt Präsenz, nicht Besuch.

herausstellen könnte, insbesondere im Vergleich zu London, wo die Beschäftigten der FSA eine marktgerechte Entlohnung im Verhältnis zu privaten Finanzinstituten erhalten (und in der Vergangenheit dennoch eine hohe Rotation aufwiesen). Das Einheitskorsett des Besoldungssystems in Deutschland könnte sich hier als zu eng erweisen. Andererseits hat die Leitung der BAFin begründete Scheu vor Einführung eines dualen (oder multiplen) Besoldungssystems, was zu Spannungen in der Belegschaft führen müsste.

Es kann dabei hilfreich sein, bei den Tätigkeiten der Aufsicht zwischen verschiedenen Kategorien von Funktionen zu unterscheiden: Soweit die Aufsicht hoheitliche Funktionen vornimmt (etwa bei Schließungen von Bankinstituten), können diese auch nur von Beamten/Beamtinnen durchgeführt werden. Hier muss das allgemeine Besoldungsrecht des öffentlichen Diensts gelten. Werden andererseits hochspezialisierte und komplexe Prüfungen am Markt erforderlich, bei denen die Anwerbung von qualifiziertem Personal in unmittelbarem Wettbewerb mit der Privatwirtschaft erfolgt, so empfiehlt sich die punktuelle Zusammenarbeit mit ausgegliederten Einheiten (outsourcing) bei kompetitiven Preisen bzw. Gehältern. Dies vermeidet „duale“ Entgeltstrukturen in house. Dennoch erfordert diese Art der Zusammenarbeit eine wirksam einsetzbare „strategische Gruppe“ mit permanentem Einsatzort am Finanzplatz Frankfurt, eine „Elite-Einheit“ als Brückenkopf. Ihr sollte auch die Überwachung der Einhaltung der „Core Principles“ obliegen. Angehörige dieser Gruppe müssen dann freilich auch mit erfolgsabhängigen Zulagen rechnen können, wie sie in der privaten Finanzwirtschaft üblich sind. Administrative „Back-office“-Aktivitäten schließlich könnten vorläufig in Bonn verbleiben, wobei eine nach der für Angestellte/-innen im öffentlichen Dienst übliche Bezahlung angemessen erscheint.

Aktuelle Entwicklungen: In einer angespannten Lage befinden sich derzeit nicht nur die Banken, sondern auch die internationalen Finanzmärkte. Diese geht infolge von Bilanzskandalen, Insolvenzen und Schieflagen mit einer schweren Vertrauenskrise einher und hat weitere, umfassende Bemühungen zur Wiedergewinnung des Anlegervertrauens erforderlich gemacht.

Das Anfang September vorgestellte Zehn-Punkte-Programm der Bundesregierung zählt zu einer Reihe gezielter Maßnahmen zur Schaffung von Rahmenbedingungen für funktionierende Kapitalmärkte.

Zentrales Anliegen des Entwurfs ist – neben der Einführung persönlicher Haftung von Managern bei Falschinformation – die Einrichtung einer sogenannten „Enforcement-Stelle“, die der BAFin unterstehen und die Rolle einer Bilanzpolizei einnehmen soll. Sie verkörpert eine Ausweitung der Kompetenzen der BAFin, welche – im Fall der Umsetzung – nicht mehr nur bei Banken und Versicherungen, sondern auch bei Unternehmen, die nicht dem Kreditwesen-Gesetz unterliegen, nach Kontrolle der

Bilanzen Sonderprüfungen veranlassen und bei Verdachtsfällen einen Austausch des Konzernprüfers herbeiführen könnte.⁷⁸

Darüber hinaus ist an eine Lizenzierung und regelmäßige Überprüfung der Befähigung von Finanzanalysten zu denken, die sich überdies regelmäßig auf einen Ehrenkodex verpflichten müssen. Entsprechend müssen Tatbestände definiert werden, die mit klaren Sanktionen belegt werden.

Die Umsetzung dieser Pläne, die von der Fachöffentlichkeit in ersten Stellungnahmen überwiegend positiv beurteilt wurden, hätte das Entstehen einer sehr einflussreichen Behörde zur Folge, die neben Banken und Versicherungen auch non-financial corporations überwacht. Allerdings dürfte die Implementierung einer solchen Aufsichtsstruktur nur mittelfristig möglich sein.

5.4 Zusammenfassung und Bedeutung für den Finanzplatz Frankfurt

In diesem Kapitel wurden beispielhaft einige Aspekte zur Diskussion gestellt, die den institutionellen Rahmen für den Finanzplatz Frankfurt betreffen. Dabei muss ein umfassenderer Ansatz gewählt werden, der weit über das enge Thema „Finanzplatz“ hinausgehende Überlegungen nach sich zieht. So trägt beispielsweise die deutsche Spielart eines inzwischen institutionell verhärteten Föderalismus dazu bei, dass der Standort Frankfurt im internationalen Vergleich als weniger anpassungsfähig gilt, was sich zum Nachteil nicht nur der Finanzwirtschaft, sondern der gesamten volkswirtschaftlichen Entwicklung auswirken muss. An dieser Stelle sind weiterführende Überlegungen erforderlich, die zu einer größeren Flexibilität durch wettbewerbverstärkende institutionelle Reformen führen.

Spezifischere Regeln für den Finanzmarkt finden sich in den verschiedenen Finanzmarktförderungsgesetzen, zuletzt in dem in diesem Jahr in Kraft getretenen Vierten Finanzmarktförderungsgesetz. Das Gesetz soll den Finanzplatz Deutschland, und mit ihm Frankfurt als deutsches Finanzzentrum, weiter entwickeln und dessen Wettbewerbsfähigkeit im europäischen und weltweiten Konkurrenzkampf der Finanzplätze stärken. Dies soll durch zahlreiche Deregulierungen, Klarstellungen und Bereinigungen in den jeweils relevanten Gesetzen und Verordnungen erreicht werden.

Die Einzelregelungen der jüngsten Finanzmarktförderungsgesetzgebung sind von den Akteuren überwiegend positiv aufgenommen worden. Trotz der erzielten Fortschritte darf nicht übersehen werden, dass das Gesetz nicht als reines Ergebnis einer im großen Rahmen abgestimmten Gesamtstrategie gelten kann. Es sind weitere Reformansätze erforderlich, die beispielhaft in Kapitel 6 angesprochen sind.

⁷⁸ Zum Inhalt des Zehn-Punkte-Programms siehe Eichel 2002.

Die im Mai 2002 vollzogene Schaffung der Allfinanzaufsichtsbehörde BAFin wird von der Fachöffentlichkeit begrüßt. Dennoch warnen einige Experten vor übertriebener Euphorie. Sie fürchten beispielsweise die Schwerfälligkeit einer derart großen Behörde sowie die Tatsache, dass die für die Eindämmung von Missständen am Kapitalmarkt erforderlichen härteren Gesetze und deren Umsetzung ausbleiben und die Aufsicht somit wirkungslos machen könnten.

Zudem bleibt festzuhalten, dass die Schaffung der BAFin nicht als ein abschließender Schritt in der Entwicklung der Aufsicht gesehen werden kann. Finanzaufsicht muss einem dynamischen Prozess der Weiterentwicklung unterliegen.

Bezüglich der Frage, wie diese Weiterentwicklung sinnvollerweise aussehen könnte, herrscht bislang kein Konsens. Dennoch gibt es einige Punkte, die zweifelsfrei zu einer Steigerung der Aufsichtseffizienz beitragen dürften.

Hierzu zählt im Hinblick auf die BAFin insbesondere eine Abkehr vom föderalistischen „Mehr-Standorte-System“ hin zur Platzierung der Banken- und Versicherungsaufsicht an Deutschlands bedeutendstem Bankenstandort Frankfurt am Main.

Hier könnte auch eine angesichts der zu beobachtenden Zentralisierungstendenzen im Börsenhandel konsolidierte Börsenaufsicht ihren Sitz haben. Dafür spricht neben dem Argument der räumlichen Nähe zu dem wichtigsten deutschen Börsenplatz die aus der Arbeit mit dieser Börse resultierende größere Erfahrung der Aufseher. Gegen die Zentralisierung der Börsenaufsicht auf Bundesebene spricht derzeit noch das Grundgesetz der Bundesrepublik Deutschland. Sollte eine Angliederung der Börsenaufsicht an die BAFin nicht gewünscht sein, kommen zwei weitere Möglichkeiten in Frage: die federführende Übernahme der Börsenaufsicht durch das Land Hessen im Rahmen eines Staatsvertrags; und die Integration von Teilen des Regionalbörsengeschäfts in die Deutsche Börse, womit das Land Hessen der „geborene“ Aufseher würde. Regionalbörsen würden in letzterem Fall teils als Agenturen einer nationalen Börse, teils eigenständig für verbliebene börsennahe oder –ähnliche Geschäfte handeln.

Auf lange Sicht sollte allerdings die Integration der Börsenaufsicht in die BAFin kein Tabu sein. Schließlich werden unter ihrem Dach durch die Säule Wertpapieraufsicht/Asset Management Aufsichtsaufgaben über Kapitalmarktangelegenheiten wahrgenommen, so dass dadurch Synergien nutzbar gemacht werden könnten. Dies bedingte jedoch eine Verfassungsänderung. Verfassungsrechtliche Fragen werden aber im Zuge einer Harmonisierung bzw. Zentralisierung von Finanzaufsicht in Europa ohnehin auf der Tagesordnung stehen.

Bezüglich der Strafverfolgung bei Kapitalmarktdelikten besteht dringender Handlungsbedarf. Um diese effizient und verlässlich zu gestalten, müssen die Zuständigkeiten auf eine spezialisierte Bundesbehörde übertragen werden, die sich

ausschließlich mit juristischen Fragestellungen in Kapitalmarktangelegenheiten beschäftigt. Sinnvoll wäre eine Ansiedlung dieser Behörde am Finanzplatz Frankfurt vor allem deshalb, weil sie neben der Nähe zum Marktgeschehen selbst die Möglichkeit einer engen Zusammenarbeit mit den die Vergehen aufspürenden Stellen eröffnet.

Um die Leistungs- und Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland zu erhalten bzw. zu stärken, ist die Vertrauenswürdigkeit des deutschen Finanzsystems von zentraler Bedeutung. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund des mit der globalen Instabilität einhergehenden Phänomens des Schwindens des Anlegervertrauens.

Aus diesem Grund arbeitet man in Kommissionen wie der Corporate Governance-Kommission und im Rahmen verschiedener Gesetzesinitiativen mit Nachdruck an Regelungen, die zu einer Steigerung der Integrität, Stabilität und Transparenz des Marktes und somit zur Vertrauenswürdigkeit des Finanzplatzes beitragen. Auch die Verfolgung von Finanz- und Kapitalmarktdelikten spielt in diesem Zusammenhang eine wichtige Rolle.

6 Handlungsempfehlungen für die Politik

6.1 Vorbemerkungen

Grenzen politischer Verantwortung. Ein Finanzplatz ist in erster Linie eine Veranstaltung privatwirtschaftlicher Akteure. Zwar werden die Rahmenbedingungen für diese Aktivitäten von der Politik gesetzt, die damit einen wesentlichen Anteil am Erfolg oder Misserfolg der Veranstaltung hat. Dennoch ist unbestreitbar, dass die Politik dort ihre Grenzen findet, wo die Privatwirtschaft nicht bereit ist mitzuwirken. Wenn es im Folgenden um Handlungsempfehlungen an die Politik geht, so muss dem vorausgeschickt werden, dass der Finanzplatz Frankfurt nur durch wechselseitige Unterstützung von Wirtschaft und Politik weiter entwickelt und gestärkt werden kann. Alles andere wäre einseitig und wirkungslos.

Die Akzentuierung von Handlungsempfehlungen an die Politik bedeutet ebensowenig, dass staatliche Entscheidungsträger ihrer Verantwortung für den Finanzplatz Frankfurt nicht nachgekommen wären. Im Gegenteil: Die Akteure am Markt erkennen weitgehend an, dass der Gesetzgeber sich ihrer Anliegen immer wieder angenommen und wesentliche Beiträge zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Finanzmarktes geleistet hat. Insbesondere die vier verabschiedeten Finanzmarktförderungsgesetze werden hierzu beispielhaft genannt. Es bedeutet aber auch nicht, dass es mit gesetzgeberischen Maßnahmen alleine getan ist. Die entscheidenden Impulse setzen die Akteure am Markt. Auch für sie besteht Handlungsbedarf in Hinsicht auf die Stärkung des Frankfurter Finanzplatzes, zumal sie die vom Gesetzgeber geschaffenen Handlungsspielräume in der Vergangenheit nicht immer ausgenutzt haben. So scheiterte etwa eine geplante Fusion zweier am Markt ansässiger Großbanken an Umständen, die ausschließlich von privaten Akteuren – nicht von der Politik – zu vertreten sind. Unter strategischen Gesichtspunkten wichtige Kooperationen bzw. Unternehmenszusammenschlüsse im Sparkassen- und Genossenschaftsbankensektor unterbleiben trotz gesetzlich vorhandener Möglichkeiten. Auch das Scheitern des Neuen Marktes ist kein Resultat von Politikversagen. Politik stößt an Grenzen, wo man von ihr verlangte zu richten, was den Akteuren am Markt misslang.

Darüber hinaus muss gesagt werden, dass die Politik, insbesondere die des Hessischen Landtags und der Landesregierung, in weiten Teilen die ihr gebotenen Möglichkeiten auch genutzt hat. So gibt es inzwischen ein klares Bekenntnis des Landes Hessen zur Stiftungs- und zur Elite-Formung in der universitären Ausbildung und zur schwerpunktorientierten Ausrichtung von Forschung und

Entwicklung auf die Wirtschaftsstruktur des Rhein-Main-Gebietes. Es gibt richtungsweisende Entscheidungen zur Restrukturierung des öffentlich-rechtlichen Bankensektors, die nun von den Akteuren selbst ausgeschöpft werden müssen. Das Land Hessen nimmt heute bereits in der Bundesrepublik Deutschland eine führende Rolle in bestimmten Segmenten – etwa bei der Börsenaufsicht und sogar bei der Interessensvertretung der deutschen Finanzwirtschaft auf europäischer Ebene – ein. Aber Politik kann in diesen Fällen immer nur Anstöße liefern. Was daraus wird, entscheiden die Akteure am Markt.

Auch mehr Aufeinanderzugesehen von Wirtschaft und Politik ist erforderlich. Die Politik muss die Finanzwirtschaft stärker in ihren unmittelbaren und mittelbaren (d.h. systemischen) Beiträgen zur volkswirtschaftlichen Wertschöpfung begreifen; die Finanzwirtschaft muss dann und wann mehr Verständnis für Interventionen des Staates in regelungsbedürftigen Bereichen zeigen. Wenn ein Gesprächsteilnehmer beispielsweise von "übertriebenem Anlegerschutz" sprach, so mag sich dies auf die notwendige Bereitschaft der Anleger zur Übernahme von Risiken bezogen haben, was unstrittig ist. Sollte damit jedoch gemeint sein, dass gesetzlichen Regelungen zum Anlegerschutz grundsätzlich misstraut wird, so wäre dies ein Ausdruck falsch verstandener Marktfreiheiten. Schließlich sind Kapitalmärkte in besonderem Maße durch asymmetrische Information gekennzeichnet, was staatliche Regelung erforderlich macht, damit Marktergebnisse überhaupt erst zustande kommen können. Gerade in Zeiten gestörten Vertrauens zwischen den Kapitalmarktteilnehmern sollte diese Erkenntnis in der Finanzwirtschaft leichter fasslich sein als noch vor wenigen Monaten.

Grundtendenzen: Vergleicht man die Interviews, die für dieses Gutachten geführt wurden, mit denen von vor elf Jahren, so gibt es einen fundamentalen Unterschied: Zu Anfang der 1990er Jahre waren die Interviewpartner von den Entwicklungsmöglichkeiten des Finanzplatzes Frankfurt überzeugt. Alle zogen „an einem Strang“ und es gab gemeinsame und koordinierte Aktivitäten – so z.B. die Europäische Zentralbank für Frankfurt zu holen; oder die Börse von der nationalen in die internationale Liga aufsteigen zu lassen. Alle blickten optimistisch in die Zukunft, ja man war sogar so verwegen, gegen den führenden Finanzplatz London anzutreten.

Ein solches „Wir-Gefühl“ war diesmal rar. Das heißt nicht, dass sich die Akteure am Finanzplatz nicht engagierten! Im Gegenteil: Es gibt weiterhin Initiativen, Gesprächskreise oder auch informelle Treffen von Teilnehmern der Finanzwirtschaft, die sich für die Interessen des Finanzplatzes Frankfurt einsetzen. Diesen Aktivitäten fehlen allerdings meist gemeinsame Ziele, und man ist sich über die Schritte uneinig, mit denen man die Position des Finanzplatzes Frankfurt nachhaltig stärken könnte. Auch sind diese Initiativen zersplittert und unkoordiniert: Jedes Institut, jede Organisation, jeder einzelne Akteur von Prominenz möchte ein bisschen „dabei sein“,

aber eben nur „ein bisschen“! Es fehlt an einer klaren Bündelung der Kräfte im Hinblick auf ein gemeinsames Ziel.

Stimmungstief: Hinzu kommen eine durch die Konjunkturflaute gedrückte Stimmung und die bleibenden Strukturprobleme der deutschen Wirtschaft. Auch dies war vor einer Dekade anders, als man nach der erfolgten Wiedervereinigung Deutschlands noch optimistisch in die Zukunft blicken durfte. Damals sahen sich die positiven Erwartungen zunächst sogar bestätigt: Die EZB kam tatsächlich nach Frankfurt; Konsumenten und Produzenten verfielen dem Technologierausch einer „New Economy“; Investoren stellten geradezu „verschwenderisch“ Venture-Capital bereit; und junge, kreative Unternehmen konnten sich mühelos Zugang zu den Kapitalmärkten verschaffen. Auch fielen in dieser Dekade wichtige politische Entscheidungen: Die Liberalisierung von Märkten; Privatisierungen (nicht nur des Staatsvermögens der vormaligen DDR, sondern etwa auch das der Telekom); die Wegbereitung einer gemeinsamen europäischen Währung; und das weitere Vorantreiben des europäischen Binnenmarktprojekts. All dieses beflügelte Hoffnungen auf den längst überfälligen Strukturwandel der deutschen Volkswirtschaft und auf eine wirtschaftliche Dynamisierung Europas.

Inzwischen ist deutlich geworden, dass die „roaring nineties“ kein nachhaltiges Wachstum erzeugen konnten. Schlimmer noch: Man hatte über die stürmischen Entwicklungen wichtige Strukturreformen im Arbeitsmarkt, im Bereich der Alterssicherung, der Sozialpolitik, im Gesundheits- und Bildungswesen und in der Haushalts- und Finanzpolitik vernachlässigt und schließlich versäumt. Die wenigen Reformansätze, die dann kamen, waren säumig und zaghaft. Es fehlten Entschlossenheit und visionäres (d.h. hier lediglich: über eine Wahlperiode hinausgehendes) politisches Handeln. Dazu wären freilich tragfähige (und möglicherweise sogar kurzfristig unpopuläre) Konzepte nötig gewesen. Sie waren (und bleiben) rar in Deutschland.

Auch internationale Störungen kamen hinzu. Gewiss sieht sich die Welt nach dem 11. September 2001 gänzlich neuen Risiken und Herausforderungen ausgesetzt. All dies darf aber nicht darüber hinweg täuschen, dass die Bundesrepublik Deutschland schwerwiegende hausgemachte Strukturprobleme mit sich schleppt, die nur sie allein lösen kann. Im Hinblick darauf sehen die Akteure der Finanzwirtschaft akuten politischen Handlungsbedarf, allerdings schwindet ihr Vertrauen in die Politik mehr und mehr. So ist es nicht verwunderlich, dass sich auch am Finanzplatz Frankfurt eine gewisse Resignation breit gemacht hat, die nicht selten in den Gesprächen auch zum Ausdruck kam.

Vor dem Hintergrund dieses Stimmungsbilds muss begrüßt werden, dass die Hessische Landesregierung das Thema „Finanzplatz Frankfurt“ aufgegriffen und um Handlungsanweisungen für die Politik gebeten hat. Ansätze hierzu finden sich in der

vorliegenden Studie. Doch nun müssen Konsequenzen gezogen werden – mit Entschlossenheit und Nachdruck. Denn auch für Frankfurt gilt Roman Herzogs Diktum; „Es muss ein Ruck durch Deutschland gehen!“ Dieser „Ruck“ muss alle politischen Ebenen, organisierte Interessenvertreter und Verbände, und schließlich die einzelnen Unternehmen sowie deren Beschäftigte dazu bringen, die unbestreitbar vorhandenen enormen Potenziale des Finanzplatzes Frankfurt zu entfalten und zu nutzen. Schließlich ist und bleibt Frankfurt die Finanzmetropole der größten Volkswirtschaft Europas und einer der führenden Exportnationen der Welt.

6.2 Strategische Grundausrichtung

Eine auf die Stärkung des Finanzplatzes Frankfurt gerichtete Politik bedarf einer intrinsisch positiven Grundhaltung gegenüber der Finanzwirtschaft. Ohne diese muss eine Reformpolitik halbherzig – und damit Stückwerk – bleiben. Diese Grundhaltung muss auf allen Ebenen vermittelt werden: in der Politik, der Wirtschaft, der Gesellschaft: bei jedem einzelnen Bürger und jeder einzelnen Bürgerin.

Grundhaltung: Nach Auffassung der Akteure am Finanzplatz Frankfurt mangelt es in der Bundesrepublik Deutschland, im Gegensatz etwa zu Großbritannien, an einer positiven Grundeinstellung gegenüber der Finanzwirtschaft und am Verständnis ihrer Bedeutung für die Wirtschaft als ganze. Die Finanzwirtschaft werde in Deutschland – mit Ausnahmen wie der Hessischen Landesregierung oder – mit Einschränkungen - der Stadt Frankfurt – nicht an ihrem Beitrag zur Wertschöpfung der Volkswirtschaft und noch seltener in ihrer zentralen Funktion als Dienstleister gesehen, sondern oft nur als zu regelnder und zu überwachender Bereich – so die weit verbreitete Meinung unter den Akteuren am Platz. Dafür spricht objektiv auch die Tatsache, dass es im Bundeswirtschaftsministerium nicht einmal eine Abteilung „Finanzwirtschaft“ gibt.

Die politische Beeinflussung von Grundeinstellungen ist nicht einfach. Dennoch steht der Politik eine Reihe von Instrumenten zur Verfügung, die zumindest längerfristig Wirkung zeitigen können.

- **Ein klares politisches Bekenntnis des Bundes und der Länder zu Frankfurt** als *dem* zentralen Finanzplatz der Bundesrepublik Deutschland und die Bereitschaft Aller, diesen Finanzplatz im gemeinsamen Interesse zu stärken, ist eine Grundvoraussetzung für erfolgreiche Politik. Es bedeutet in erster Linie eine Konzentration von erforderlicher Infrastruktur auf das nationale Finanzzentrum, nicht ihre regionale Aufsplitterung zur Befriedung von „Regionalfürsten“. Dazu müssen alle Länder bereit sein, bestimmte regionale Interessen zurückzustellen, wenn immer die Umstände eine Konzentration von Finanzaktivitäten auf den Standort Frankfurt verlangen. Die Zusammenfassung der Kräfte in diesem Bereich wird angesichts der Globalisierungstendenzen zunehmend dringlicher. Ein falsch verstandener Wettbewerb der Länder untereinander mag zwar

kurzfristig regionales Image schaffen,⁷⁹ muss aber angesichts der Konstellationen auf den internationalen Kapitalmärkten den Finanzplatz Deutschland – und damit die deutsche Wirtschaft insgesamt – auf Dauer schwächen.

- Die Schaffung geeigneter Infrastruktur am Finanzplatz Frankfurt gilt auch für den Handel mit osteuropäischen Aktien und die mit dem EU-Beitritt der osteuropäischen Länder generell zu erwartenden Geschäftspotenziale für das Finanzgewerbe. Frankfurt verfügt bereits jetzt über gute Voraussetzungen, zum Zentrum des Aktienhandels und der Finanzierung osteuropäischer Unternehmen in Deutschland zu werden. Diese Konzentration schafft Liquidität und erhöht dadurch die Attraktivität für institutionelle Anleger, sich im Osteuropageschäft noch stärker am Finanzplatz Frankfurt zu engagieren, als dies bisher der Fall ist.
- Das Land Hessen ist zum einen gefordert, **Überzeugungsarbeit** auf **Bundes- und Länderebene** zu leisten, damit das ehrgeizige Ziel, Frankfurt als nationales Finanzzentrum weiter auszubauen, auch von potenziellen Konkurrenten auf nationaler Ebene mitgetragen wird. Zum anderen gilt es, Interessenskonflikte auf kommunaler Ebene zu schlichten und institutionelle Rahmenbedingungen zu schaffen, von denen der Finanzplatz Frankfurt und die gesamte Rhein-Main-Region profitieren können.
- Von den Interviewpartnern wurde in diesem Zusammenhang Kritik am City-Management geäußert, aber auch an der unbefriedigenden Zersplitterung kommunaler Gebietskörperschaften im südhessischen Raum. Nachdem der „Umlandverband Frankfurt“ gescheitert ist, erwartet man von der Landesregierung ein klares Bekenntnis zur **regionalen Konsolidierung** (und ggf. Neugliederung) **von Gemeinden und Gemeindeverbänden im Rhein-Main-Gebiet**, etwa als „Städtenetzwerk“, verbunden mit einer Stärkung des City-Managements eines Großraums Frankfurt durch Zuweisung demokratisch legitimierter, regional übergreifender Kompetenzen. Konkretere Vorschläge hierzu zu entwickeln, ist nicht Aufgabe dieser Studie. Es wird der Landesregierung nahe gelegt, ein Gutachten in Auftrag zu geben mit dem Ziel, ein tragfähiges Konzept für eine Regionalreform zu entwickeln, das mit allen potenziell Betroffenen abgestimmt ist. Danach sollte die Landesregierung das Konzept politisch auch umsetzen.
- Auch die **Haltung der Politik gegenüber der Finanzwirtschaft bedarf dringend einer Aufbesserung**, etwa durch die Schaffung einer entsprechenden Abteilung im Bundeswirtschaftsministerium. Es würde die Stellung der Finanzwirtschaft in ihrer Bedeutung für die Volkswirtschaft und als

⁷⁹ Die (wahrscheinlich zum Scheitern verurteilten) Aktivitäten der Berliner Börse mit Nasdaq Europe zusammen eine neue Börsenplattform in Konkurrenz zu Frankfurt zu etablieren, lassen sich hierfür als jüngstes Negativbeispiel nennen.

wertschöpfender Wirtschaftssektor unterstreichen. Auch die Abteilung „Geld und Kredit“ des Bundesfinanzministeriums sollte personell aufgestockt werden – quantitativ wie qualitativ.⁸⁰ Zudem könnte man erwägen, sie als Außenstelle des Ministeriums in Frankfurt anzusiedeln – zusammen mit dem Bundesaufsichtsamt für Finanzdienstleistungen. Dies wäre ein wichtiger Schritt zur Stärkung der Schlagkraft dieser Institutionen – nicht allein im nationalen Kontext, sondern besonders auch mit Hinsicht auf die immer wichtiger werdende Bedeutung europäischer Regulierung und die Vertretung deutscher Interessen auf supranationaler Ebene.

- **Eine räumliche Konzentration von Bildungseinrichtungen** auf Frankfurt zur Entwicklung eines finanzspezifischen Humankapitals ist die unverzichtbare Voraussetzung für eine Stärkung des Finanzplatzes. Ebenso wie die Konzentration von Infrastruktur ist auch die räumliche Zusammenfassung von Experten im Bereich von Finanzdienstleistungen entscheidend für den Erfolg einer Finanzmetropole – wie das Beispiel London zeigt. Nur durch Bildung „kritischer Massen“ von qualifizierten Spezialisten kann die Dynamik eines Finanzplatzes aufrechterhalten bzw. gesteigert werden. Vorteile entstehen dabei auf beiden Seiten des Arbeitsmarkts: beim Anbieter durch die Aussicht auf verbesserte Karrierechancen; beim Nachfrager durch ein größeres und zugleich diversifizierteres Angebot an qualifiziertem Personal.⁸¹
- Ebenso wichtig ist die Aufbesserung des Image der Finanzwirtschaft in der öffentlichen Wahrnehmung, etwa durch Information breiter Bevölkerungskreise über ihre Bedeutung für Wirtschaft und Gesellschaft und die Förderung einer positiven Grundhaltung zu diesem Wirtschaftssektor. Dies spricht u. a. dafür, das **Fach „Wirtschaft“ bereits in der Grundschule – auf jeden Fall aber in den Gymnasien** – in die Curricula aufzunehmen – wie z.B. auch in Großbritannien. Ein besseres Verständnis für Wirtschaftsabläufe und deren Finanzierung gehört zu den Grundvoraussetzungen zur Vorbereitung künftiger Generationen auf das moderne Wirtschaftsleben und erhöht nicht nur die Akzeptanz der Finanzwirtschaft in der Bevölkerung, sondern auch die Chancen eines(r) jeden Einzelnen am Arbeitsmarkt.
- Eine **Bildungsoffensive im Bereich der Finanzwirtschaft** ist auch im **postsekundären Bildungsbereich** erforderlich. Wie an verschiedenen Stellen der Studie dargelegt, nehmen die Qualifikationsanforderungen im Bereich der Finanzdienstleistungen ständig zu. Hinzu kommen neue Aktivitäten in finanznahen Sektoren etwa in unabhängigen Forschungsinstituten, Rating-

⁸⁰ So besteht etwa das Wertpapierreferat im Bundeswirtschaftsministerium insgesamt nur aus drei Personen, denen es obliegt, die gesamten relevanten EU-Richtlinien in nationale Politik umzusetzen bzw. vorzubereiten.

⁸¹ Wenn beispielsweise das Bundesaufsichtsamt für Finanzdienstleistungen beabsichtigt, seinen Personalstand zu erhöhen – wie derzeit der Fall –, so wird dies sicher in einem Umfeld, das durch Finanzdienstleistungen geprägt ist, leichter gelingen als am jetzigen Standort Bonn.

Agenturen, bei Wirtschafts- und Finanzberatern, Finanzanalysten, Wirtschafts- und Anwaltskanzleien, allgemeinen Informationsdienstleistern und Wirtschaftsmedien. Mit den Umwälzungen im Bereich der Unternehmensfinanzierung werden diese Qualifikationen immer wichtiger. Frankfurt muss nicht nur Finanzzentrum, sondern auch IT-Kapitale und Hauptstadt der Wirtschaftsmedien sein.

- In bestimmten Bereichen sind derzeit **neue Berufsbilder im Entstehen**, um die sich die Bildungspolitik rechtzeitig kümmern muss. So entsteht etwa wegen der zunehmenden Bedeutung der privaten Alterssicherung ein erheblicher Beratungsbedarf – sowohl für den Einzelnen als auch für Unternehmen. Dies legt es nahe, in der Region frühzeitig Beratungspersonal („Pension Consultants“) für den wachsenden Altersvorsorgemarkt aus- bzw. fortzubilden. Auch im Bereich Portfoliomanagement und im Rating gibt es zunehmenden Bedarf. Frankfurt hinkt hier den Entwicklungen auf internationaler Ebene noch hinterher.
- Gerade der Bildungsbereich erfordert die besondere Aufmerksamkeit der Hessischen Landesregierung. Erfolge können nur die regionale Bündelung von spezifischem Bildungsangebot im Rhein-Main-Gebiet mit klarer Schwerpunktsetzung im Bereich „Finanzen“ bringen. Eine Bildungspolitik nach dem Prinzip der regionalen Einförmigkeit von Bildungschancen wäre hier kontraproduktiv. Auch das Bekenntnis zur Elite-Ausbildung gehört dazu.
- Bei den bildungspolitischen Innovationen ist auch auf **eine synergetische Verzahnung von Wissenschaft und Praxis** zu achten. Obwohl in der Vergangenheit beim Ausbau des Bildungswesens für Bedarfe des Finanzsektors bereits Fortschritte erzielt wurden (etwa durch die Angebote des Center for Financial Studies und neuerdings des Institute for Law and Finance), muss das Angebot – am internationalen Maßstab gemessen – noch breiter und tiefer gestaltet werden. Von Interviewpartnern ausländischer Institute wurde etwa angeregt, noch häufiger Gastvorlesungen von leitenden Mitarbeitern aus der Finanzwirtschaft in die universitären Angebote einzubinden, was einen praxisbezogenen Wissenstransfer in die Hochschulen ermöglicht. Hier könnten Wege nach erfolgreichem angelsächsischem Vorbild relativ einfach beschritten werden. Dies fordert aber nicht allein die Landespolitik, sondern auch die Frankfurter Finanzwirtschaft selbst. Es müssen hervorragende Mitarbeiter für eine Mitwirkung an Bildungsangeboten gewonnen und frei gestellt werden; andererseits müssen viel versprechende Bildungsinitiativen im Frankfurter Raum noch stärker finanziell unterstützt werden.⁸²

⁸² Es muss gewürdigt werden, dass sich die Finanzwirtschaft in Teilen auf diesem Gebiet bereits engagiert. Vergleicht man allerdings ihre in der Vergangenheit gezeigte Bereitschaft, sich mit Milliarden-Beträgen in fragwürdige Akquisitionen zu stürzen, mit den bescheidenen Summen, die sie für den Ausbau von Ausbildungskapazitäten im Frankfurter Raum zur Verfügung stellt, so relativiert sich dieses Engagement beträchtlich. Für eine wirkliche „Bildungsoffensive“ sind erheblich größere Mittel erforderlich, als sie derzeit fließen.

- Schließlich sollte die Landesregierung versuchen, alle vorhandenen Aktivitäten zur Stärkung des Finanzplatzes Frankfurt zu bündeln und eine **Plattform für Informationsaustausch und Kooperation** schaffen. Dies kann durch eine kontinuierliche Beobachtung des Geschehens am Finanzplatz unterstützt werden – z.B. durch **ein laufendes Monitoring**. Auf diese Weise könnten aktuelle Entwicklungen identifiziert und kommentiert, sowie rechtzeitig auf Fehlentwicklungen reagiert werden.

Für die Beurteilung von aktuellen Entwicklungen am Finanzplatz Frankfurt und innerhalb der europäischen und internationalen Finanzsysteme wäre der Aufbau eines laufenden Monitoring in der Tat sehr hilfreich. Dabei könnten statistische Daten und Informationen, die an verschiedenen Stellen bereits erhoben werden (z. B. auf nationaler Ebene von der Deutschen Bundesbank und deren Hauptstelle Frankfurt; dem Hessischen Statistischen Landesamt; dem Landesarbeitsamt Hessen; der Wirtschaftsförderung Frankfurt und den Industrie- und Handelskammern; dem Hessischen Ministerium für Wirtschaft, Verkehr und Landesentwicklung; dem Deutschen Aktieninstitut; den Verbänden des Finanzgewerbes) systematisch zusammengeführt und analytisch aufbereitet werden. Auf dieser Grundlage ließen sich quantitative und qualitative Indikatoren entwickeln, die den Entscheidungsträgern am Finanzplatz in regelmäßiger Berichterstattung vorgestellt werden. Auf dieser Plattform für Information und Kooperation im Finanzwesen könnten Strategien zur nachhaltigen Stärkung des Finanzplatzes Frankfurt diskutiert und Einzelinteressen übergreifend auch umgesetzt werden.

6.3 Steuerpolitische Maßnahmen

Es ist bemerkenswert, dass fast alle Gesprächsteilnehmer **das Thema „Steuern“** an erster Stelle anführten, wenn die Frage nach den Schwächen des Finanzplatzes Frankfurt gestellt wurde. Dabei muss freilich gesehen werden, dass die Handlungsspielräume der Landesregierung auf diesem Gebiet sehr begrenzt sind, weil die Bundesrepublik Deutschland trotz ihrer föderalen Struktur weltweit insofern eine Sonderstellung einnimmt, als das Grundgesetz den Ländern nicht einmal eine – wenigstens begrenzte – Steuerautonomie zugesteht. In Frage kommt in dieser Hinsicht aber etwa eine Bundesratsinitiative des Landes Hessen.

Aktuelle Tendenzen: Zur Steuerpolitik haben die Interviewpartner eine Reihe von Vorstellungen geäußert, wie der steuerpolitische Rahmen in der Bundesrepublik Deutschland im Verhältnis etwa zu den Bedingungen der Londoner City aufgebessert werden könnte. Inzwischen – d.h. nach Bekanntwerden der steuerpolitischen Absichten der neuen Bundesregierung – geht es allerdings nicht mehr so sehr um eine aktive, positive Umgestaltung des Steuerrechts mit Ziel einer Stärkung des Finanzplatzes Deutschland als vielmehr um die Verhinderung seiner Schwächung durch bislang noch unausgereifte – und insbesondere für Finanzdienstleistungen –

kritische steuerpolitische Pläne. Allerdings scheint sich nach einer anfänglichen, überstürzt wirkenden Planlosigkeit nunmehr langsam steuerpolitische Vernunft durchzusetzen, so dass Hoffnungen auf eine ausgewogenere Steuerpolitik aufkeimen können. Freilich hat die widersprüchliche und sich von Tag zu Tag ändernde steuerpolitische Linie der Bundesregierung nicht gerade vorteilhaft auf die Erwartungen der Marktteilnehmer ausgewirkt. Eine gewisse Verunsicherung dürfte geblieben sein – besonders bei ausländischen Investoren. Der Steuerpolitik kommt daher im Augenblick eine besondere Bedeutung für die deutsche Finanzwirtschaft zu.

Wie in Kapitel 2 dieser Studie näher ausgeführt, macht sich der durch Globalisierung verstärkte Wettbewerbsdruck auf den Finanzmärkten mit besonderer Schärfe bemerkbar. Negative Anreize – wie eine fehlerhaft konzipierte Steuerpolitik – müssen daher bei hoher internationaler Kapitalmobilität zwangsläufig Ausweichreaktionen auslösen, die das nationale Finanzzentrum dauerhaft schädigen. Besonders kritisch ist, dass negative Entwicklungen in den Kapitalmärkten praktisch irreversibel sind, wenn die Aktivitäten erst einmal verlagert sind.

Zur aktuellen steuerpolitischen Diskussion ist im Einzelnen Folgendes anzumerken:

Negativliste: Es muss verhindert werden, dass

- das **Bankgeheimnis** in der Bundesrepublik Deutschland ausgehebelt wird. Die verzweifelte Suche der politisch Verantwortlichen nach Mitteln, die unter globalen Bedingungen immer schwieriger werdende Kapitalbesteuerung in den Griff zu bekommen, ruft in der Bundesrepublik Deutschland leider zu oft die falsche Reaktion hervor: mehr Kontrolle, mehr Bürokratie, weniger Freiheit. Es muss daher immer wieder daran erinnert werden, dass der Markt sich seine Wege sucht und findet, gerade auf den Finanzmärkten. In der Steuerpolitik sollten daher marktkonforme, nicht bürokratische Lösungsansätze gesucht werden.
- die **Kapitalgewinnbesteuerung** – wie geplant – ausgedehnt wird. Die Kapitalgewinnbesteuerung ist in der Bundesrepublik Deutschland bereits jetzt unsauber konzipiert, weil nicht sorgfältig zwischen dem Wachstum des Realkapitalwerts (der im Rahmen eines Reinvermögenszugangskonzepts der Einkommensteuer zu besteuern wäre) und der Nominalwertsteigerung einer Anlage unterschieden wird, die dem Ausgleich von Substanzverlust bei Inflation dient (und nicht besteuert werden darf). Durch die Ausweitung des Konzepts käme es zu einer Verschärfung der Besteuerung von Inflations“gewinnen“ und damit zu einer verfassungsmäßig bedenklichen „Substanzbesteuerung“. Sie fällt umso gravierender aus, je länger der Zeitraum zwischen Erwerb und Veräußerung einer Anlage ist. Positiv kann an den derzeit bekannten Vorschlägen allenfalls der gegenüber unsprünglichen Vorstellungen abgemilderte Steuersatz gelten – freilich nur unter der Voraussetzung, dass es sich dabei um

einen Abgeltungssteuersatz handelt und bei Grundstücken eine steuerliche Freistellung von Inflationsgewinnen erreicht wird.

Weiterhin ist es politisch fragwürdig, den jüngst erfolgten Einstieg in die kapitalgedeckte private Altersvorsorge mit einer steuerpolitischen Maßnahme zu verquicken, die die Erträge der Altersvermögensbildung schon im Vorfeld beschneidet, insbesondere wenn der Inflationsausgleich nicht berücksichtigt wird. Die Antizipation dieser Substanzbesteuerung dürfte die Anleger verunsichern und die Akzeptanz der Riester-Produkte weiter herabsetzen. Außerdem übersieht die Bundesregierung, dass es – insbesondere bei Aktien – über eine längere Zeit durchaus auch zu Kapitalverlusten kommen kann, der fiskalische „Erfolg“ dieser Maßnahme also nicht einmal gesichert ist. Hinzu treten die erheblichen Kosten einer Überwachungsbürokratie und der Verwaltungsaufwand in der Privatwirtschaft.

Die Pläne der Bundesregierung sind im Hinblick auf die weitere Entwicklung der deutschen Volkswirtschaft und der Finanzwirtschaft im Besonderen derart kontraproduktiv, dass ihre Realisierung bei vernünftiger Betrachtung eigentlich nicht zu erwarten ist. Da dies jedoch nicht garantiert ist, sollen hier nur die wichtigsten Nachteile der bekannt gewordenen „Reform“vorstellungen der Bundesregierung aufgezeigt werden:

- Die Besteuerung von realisierten Kapitalgewinnen führt bekanntlich zu einem „**Einsperreffekt**“ (*lock in*), das heißt, dass Portfolioumschichtungen aus steuerlichen Gründen unterbleiben. Die Steuerpolitik behindert damit wirtschaftlich sinnvolle Investitionsentscheidungen. Aktiva werden aus steuerlichen Gründen gehalten, nicht wegen des wirtschaftlichen Ertrags. Dies hemmt auf lange Sicht den Strukturwandel einer Volkswirtschaft und muss zu geringerem Wachstum, höherer Arbeitslosigkeit und zum Verfall des wirtschaftlichen Wohlstands führen. Dadurch wird auch eine Politik des ausgeglichenen Staatshaushalts unterhöhlt.
- Die **Aktienkultur**, in Deutschland ohnehin erst im Entstehen begriffen, würde durch eine undifferenzierte und unbegrenzte Kapitalgewinnbesteuerung bei Privaten einen herben Schlag erleiden, was sich auch in erschwerten Bedingungen für die Unternehmensfinanzierung äußern muss – und damit wiederum in der Gefährdung von Arbeitsplätzen. Auch müsste es die Liquidität der Aktienmärkte verringern, weil Privatanleger mit Portfolioumschichtungen zögern, was diese Märkte volatiler und damit anfälliger macht. Dies schmälert das Vertrauen der Anleger in die Aktie und behindert diese Form der Unternehmensfinanzierung zusätzlich.
- Die Kapitalgewinnbesteuerung müsste sich negativ insbesondere auf die **Finanzierungsbedingungen kleinerer und mittlerer Unternehmen** auswirken, weil deren Aktien in erster Linie von heimischen (~~steuerpflichtigen~~) Anlegern

gehalten werden, während Großunternehmen stärker auf internationale Kapitalmärkte zurückgreifen können, die von der deutschen Steuergesetzgebung nicht betroffen sind. Hinzu kommt, dass diese Mittelständler von der Maßnahme doppelt getroffen werden, weil für die Anleger ein Anreiz besteht, sich von ihren Aktien zu trennen.⁸³

- Die Finanzwirtschaft Deutschlands würde durch die Kapitalgewinnbesteuerung ausgerechnet an einer Stelle getroffen, wo sich für den Finanzplatz im internationalen Vergleich gewisse Chancen abzeichnen: im **Asset Management und im Privatkundengeschäft**. Längerfristige Produkte wie Investmentfonds, Fondssparpläne, Immobilienfonds oder Lebensversicherungen fördern – insbesondere auch wegen der Gefahr einer Doppelbesteuerung bei Fondsanteilen – zwangsläufig Finanzplätze wie London, Zürich oder Luxemburg, nicht aber den Finanzplatz Frankfurt.
- Besonders bei den **Immobilienfonds** ist die unbegrenzte und im Hinblick auf Inflations"gewinne" undifferenzierte Kapitalgewinnbesteuerung für die Rentabilität der Produkte kritisch. Damit könnten sich negative Auswirkungen auch für die Bauwirtschaft ergeben.
- Die in Erwägung gezogene **Einbeziehung von Vermögenserträgen** (Zinsen, Mieten und Kursgewinne) **in die Bemessungsgrundlage für die Sozialversicherungspflicht**, ist systemisch abwegig und läuft den erfreulichen, wenn auch erst schwach ausgeprägten Tendenzen entgegen, die Eigenverantwortlichkeit der Bürgerinnen und Bürger bei der privaten Vorsorge gegen Lebensrisiken zu stärken. Die Maßnahme müsste zudem zu einer weiteren Belastung der deutschen Finanzwirtschaft und damit des Finanzplatzes Frankfurt führen. Es käme zu zusätzlichen Kostenbelastungen der Finanzinstitute, da diese verpflichtet würde, umfassende Kontrollmitteilungen zu erstellen und den Trägern der Sozialversicherung zuzutragen. Es brächte auch eine weitere Aushöhlung des Persönlichkeitsschutzes mit sich und zöge damit zwangsläufig Ausweichreaktionen nach sich, die den Finanzplatz Frankfurt insgesamt schwächen müssen.
- Schließlich sind auch die diskutierten Vorschläge zur **Reform der Unternehmensbesteuerung** – etwa die Einschränkungen beim zwischenperiodischen Verlustausgleich – insgesamt und für die Finanzwirtschaft im Besonderen kontraproduktiv. Sie könnten erforderliche Wertberichtigungen der Banken einschränken und damit die Stabilität des Finanzsektors gefährden. Die in der vergangenen Legislaturperiode erfolgte Neuregelung der Steuerfreiheit

⁸³ Ekkehard Wenger hat auf diesen interessanten Aspekt und auf die Probleme im Zusammenhang mit sogenannten „Squeeze-outs“ hingewiesen, bei denen Aktionäre zwangsweise aus dem Unternehmen geworfen werden oder zuvor auf ein Abfindungsangebot eingehen müssen. (FAZ vom 14.11.2002, S. 27).

von Beteiligungsveräußerungen bei Kapitalgesellschaften wurde hingegen von der Finanzwirtschaft begrüßt. Sie erleichtert den wirtschaftlichen Strukturwandel und die Entflechtung ineffizienter Unternehmensbeteiligung. Es ist zu hoffen, dass diese Regelung angesichts knapper Kassen der öffentlichen Haushalte Bestand haben wird.

Insgesamt erscheinen die steuerpolitischen Vorstellungen der Bundesregierung bisher noch unausgegoren und sie zeugen nicht gerade von Professionalismus. Die Steuerneutralität des Systems – in Deutschland ohnehin nur schwach ausgeprägt – droht in einem Maße verletzt zu werden, bei dem eine strukturell angeschlagene Wirtschaft ernsthaft Schaden nehmen kann.

Positivliste: Es sollte angestrebt werden, dass

- die Fairness zwischen Finanzplätzen bei der steuerlichen Behandlung von hochqualifizierten Expatriates hergestellt wird. Dies erfordert Aktionen auf zwei unterschiedlichen Handlungsebenen:
 - Auf **europäischer Ebene** muss erreicht werden, dass Großbritannien die bestehenden Sonderregelungen für die in London tätigen ausländischen Spezialisten an die international üblichen Spielregeln bei der persönlichen Einkommensteuer angleicht.
 - Auf **nationaler Ebene** könnte der derzeit für beschränkt Steuerpflichtige geltende Minimalsteuersatz von 25 Prozent auf das zu versteuernde Einkommen als einheitlicher Regelsatz einer (möglicherweise europäisch harmonisierten) proportionalen Abgeltungssteuer eingeführt werden.⁸⁴
 - **der Verlagerung von Kapitalerträgen** in Niedrigsteuerländer dadurch **begegnet wird**, dass die Bundesrepublik Deutschland – ähnlich wie in anderen Ländern wie Italien, Österreich oder der Schweiz – eine Quellensteuer mit niedrigem Steuersatz als *Abgeltungssteuer* auf Kapitalerträge einführt. Damit entfielen ein erheblicher bürokratischer Kontrollaufwand, die Anreize zur Verlagerung von Kapital würden herabgesetzt und das Bankgeheimnis bliebe geschützt. Da Kapitalbewegungen extrem preiselastisch sind, darf man sogar davon ausgehen, dass ein moderater Abgeltungssteuersatz sogar zu fiskalischem Mehraufkommen in der Bundesrepublik Deutschland führt.
 - **die Kapitalgewinnbesteuerung** im Rahmen der Einkommensteuer **nicht erneut angetastet wird**. Ein häufiger Wechsel von steuerlichen Regeln verunsichert nur die Märkte. Zudem trifft er die Käufer bestimmter Finanzprodukte einseitig und führt so zu Ungerechtigkeiten zwischen Anlegergruppen. Eine Vielzahl von

⁸⁴ In einigen Teilen der Finanzwirtschaft herrscht die – von den Erfahrungen mit London geprägte – Vorstellung vor, man müsse ausländische Fachkräfte speziell der Finanzwirtschaft steuerlich begünstigen. Dies widerspricht dem allgemeinen Charakter der Einkommensteuer. Die Steuergesetzgebung erfordert eine nicht diskriminierende Gleichbehandlung von ausländischen Fachkräften *aller* Wirtschaftssektoren.

Produkten längerer Laufzeit ist nur mit Rücksicht auf bestehende steuerliche Regeln rentabel. Schließlich reduzieren die angekündigten Maßnahmen auch die für die Investitionstätigkeit so wichtige Bereitstellung von Langfristkapital. Als positives Signal könnte eine steuerliche Freistellung von Wertsteigerungen zum Inflationsausgleich bei indexierten Produkten beitragen, den Finanzplatz Frankfurt attraktiver werden zu lassen.

- im Rahmen der Unternehmensbesteuerung gezielte **steuerliche Maßnahmen zur Stärkung der Eigenkapitalbasis** besonders von mittelständischen Unternehmen geschaffen werden. Hierzu könnte beispielsweise ein ermäßigter Steuersatz auf thesaurierte Gewinne beitragen. Auch die steuerfreie oder – begünstigte Verwendung von Sanierungsgewinnen sowie die Schaffung von Anreizen zur Überführung von bilanzierten Pensionsrückstellungen in außerbetriebliche Pensionsfonds oder die steuerliche Erleichterung bei Betriebsveräußerungen und –übergaben könnten die Eigenkapitalbasis des Mittelstands wieder stärken. Schließlich ist eine Erhöhung von Freibeträgen bzw. die Einrichtung von Bewertungsabschlägen bei der Unterwerfung von Betriebsvermögen unter die Erbschaft- bzw. Schenkungsteuer zu befürworten.
- Die Stärkung der Eigenkapitalbasis des Mittelstandes ist angesichts sich verschärfender Wettbewerbsbedingungen auf globalisierten Märkten überlebenswichtig geworden. Sie liegt nicht nur im betriebswirtschaftlichen Interesse dieser Unternehmen, deren enorme Bedeutung für die Gesamtwirtschaft unumstritten ist; sie stärkt auch den Finanzplatz Frankfurt in seinen Bemühungen, diesem wichtigen Wirtschaftssegment über kostengünstige Refinanzierungsbedingungen der Finanzinstitute Zugang zu den Kapitalmärkten zu erschließen oder zu erleichtern.
- die steuerliche Belastung mit eng konzipierten (und damit bestimmte Wirtschaftssektoren einseitig treffende) Abgaben wie die **Gewerbebeertragsteuer** abgebaut wird. Die Gewerbesteuer leidet nicht nur unter einer zu schmalen Steuerbasis, und damit einem tendenziell zu hohen Steuersatz (was zu Ineffizienzen führt), sondern auch darunter, dass sie als Instrument zur nachhaltigen Finanzierung von Gemeindehaushalten im Zuge der Globalisierung stumpf geworden ist. Ihre Streuung spiegelt die örtliche Steuerkraft nur noch ungenau wider und sie schwankt zudem zu stark im Konjunkturverlauf.
- Bereits seit längerem wird die Notwendigkeit einer umfassenden Gemeindesteuerreform gesehen und diskutiert. Geschehen ist bisher noch wenig. Ziel muss es sein, den Gemeinden eine relativ stabile und verlässliche eigene Einkommensquelle zuzuweisen, die einseitige Belastungen bestimmter Wirtschaftssektoren und Unternehmenstypen vermeidet. Auch sollte das Hebesatzrecht beibehalten werden. Zwar wird der Wettbewerb der Kommunen

um die Ansiedlung von Finanzinstitutionen aus Sicht der Unternehmen positiv aufgenommen. Die durch den Ausfall von Gewerbesteuereinnahmen verursachten Finanzprobleme der Stadt Frankfurt und anderer südhessischer Kommunen wirken sich jedoch nachteilig auf die Bereitstellung notwendiger Infrastruktur aus – auf harte wie weiche Standortfaktoren. Auch dies muss gesehen werden. Um einer Erosion des kommunalen Infrastrukturkapitals entgegen zu wirken, könnte der ruinöse Steuerwettbewerb zwischen den Kommunen durch eine geeignete Zusammenfassung von Kompetenzen und deren Übertragung auf eine übergreifende Gebietskörperschaft neuen Typs – einen Städteverbund oder „Städtenetzwerk“ (siehe oben Abschnitt 6.2) – verhindert werden.

6.4 Der Faktor Arbeit

Qualifiziertes Humankapital ist der „Rohstoff“ für eine moderne Dienstleistungsgesellschaft. Dies gilt besonders auch für den Finanzplatz Frankfurt.

Das Finanzgewerbe zeichnet sich allgemein durch ein **hohes Qualifikationsniveau** seiner Beschäftigten aus, ganz besonders aber am zentralen Finanzplatz. Dabei spielt Weiterqualifizierung der Mitarbeiter in vielen Instituten eine zentrale Rolle bei der Personalentwicklung.⁸⁵ Angesichts der Notwendigkeit Kosten zu senken, ist aber auch hier mit Einsparungen zu rechnen. Einschränkungen im Weiterbildungsbereich wurden – wie Gesprächsteilnehmer berichteten – teilweise schon realisiert. Mit Blick auf die Zukunft des Finanzplatzes stellt diese – in der Ökonomie als „Schweinezyklus“ bekannte – Entwicklung eine ernsthafte Bedrohung für den Finanzplatz dar. Er verliert dabei die Fähigkeit, schnell und flexibel auf Marktveränderungen reagieren zu können. Hier sind vor allem die Unternehmen selbst gefordert, **Schulungen und Weiterbildungsmaßnahmen** anzubieten und Mitarbeiter zu motivieren, daran teilzunehmen. Allerdings steht auch der Landesregierung eine Reihe von Instrumenten im Bildungsbereich zu Verfügung, die zuvor bereits angesprochen wurden. Sie gilt es zu nutzen und auszubauen.

Über den unmittelbaren Zugriff auf die Qualifizierung junger Menschen für eine spätere Tätigkeit im Finanzwesen hinaus, wird der Arbeitsmarkt von **institutionellen Besonderheiten** geprägt, die über die Kompetenzen einer Landesregierung hinaus reichen. Diese werden von der konkurrierenden Gesetzgebung des Bundes im Arbeitsrecht, aber auch von der Autonomie der Tarifpartner stark beschränkt. Nach Einschätzung der Interviewpartner leidet der Finanzplatz Frankfurt – wie der Standort Bundesrepublik Deutschland insgesamt – besonders unter der vergleichsweise geringen Flexibilität seines Arbeitsmarkts. Dabei sind weniger die Tariflöhne

⁸⁵ Nach einer Untersuchung des ZEW sind – bei insgesamt rückläufiger Beschäftigung im Finanzsektor – Geschäftsfelder mit hohen Anteilen hoch-qualifizierter Mitarbeiter als besonders wachstumsstark einzuschätzen (vgl. Gerke 2001 u. a., S. 101).

angesprochen – die Finanzwirtschaft leistet sich bei hoher Wertschöpfung pro Kopf sogar außertarifliche Zulagen und Prämien – als vielmehr die starren Regeln im Kündigungsschutz und eine oftmals geringe Bereitschaft der Gewerkschaften, betriebsbedingte Umstrukturierungsmaßnahmen zu unterstützen. Auch das Betriebsverfassungsgesetz wurde gelegentlich als einschränkend empfunden – allerdings in erster Linie von Auslandsbanken.

Die in Deutschland vorhandene Inflexibilität im Arbeitsmarkt führt international gesehen zu einem „dualen System“ der Arbeitsteilung: Aktivitäten mit hoher Wertschöpfung pro Kopf aber hohem Risiko werden wegen zu erwartender Fluktuationen bei den Arbeitsplätzen außerhalb Deutschlands – vor allem in London – etabliert; dort sind die Kosten des Auf- und Abbaus von Beschäftigung deutlich geringer als hier. Aktivitäten mit geringerem Risiko und stetigerem Verlauf, aber wahrscheinlich geringerer Wertschöpfung pro Kopf, belässt man hingegen in Deutschland – zumindest vorläufig noch.⁸⁶

Eine einfache, aber wirkungsvolle Gegenmaßnahme wäre die gesetzliche Möglichkeit zum freiwilligen Verzicht auf den Kündigungsschutz (Opting out). Dies würde insbesondere jüngeren, risikofreudigen Arbeitnehmern und Arbeitnehmerinnen den Einstieg ins Berufsleben fühlbar erleichtern. Zugleich würde ein solches Opting out als „Signal“ an den Arbeitgeber verstanden, der dann ein Interesse daran bekommt, den Verzicht auf die Schutzklausel durch eine höhere „Risikoprämie“ zu entlohnen. Es käme darauf an zu prüfen, ob der Landesgesetzgeber zu einer solchen Maßnahme verfassungsmäßig legitimiert ist.

Andere Vorschläge zur Verbesserung der Attraktivität des Arbeitsmarktes am Finanzplatz Frankfurt betreffen insbesondere die Anwerbung von ausländischen Arbeitskräften und sind stärker organisatorischer Natur. So besteht etwa ein Vorschlag, der in mehreren Gesprächen auftauchte, in der Forderung nach Einrichtung einer zentralen Servicestelle für ausländische Arbeitskräfte am Finanzplatz Frankfurt. Als „One-Point-Stop“ könnte diese Stelle alle Formalitäten zur Aufnahme einer Beschäftigung erledigen – von der Hilfe bei der Wohnungssuche und polizeilichen Anmeldung bis hin zur Erleichterung beim Schulwechsel oder der Kinderbetreuung. Insbesondere das Angebot an internationalen Schulen und Kindergärten wurde dabei als wichtiger weicher Standortfaktor betont.

6.5 Föderalismus

Ganz im Gegensatz zu der Selbstgefälligkeit, mit der die Politik in Deutschland die Thematik des Föderalismus der Bundesrepublik zu behandeln pflegt, wurde dieses

⁸⁶ Sollten sich die Rahmenbedingungen für die Finanzwirtschaft deutlich verschlechtern, wie es nach den Ankündigungen der neuen Bundesregierung den Anschein hat, so ist auch am Finanzplatz Frankfurt, der von der Konjunkturlaute bislang kaum betroffen wurde, in Kürze mit Entlassungen zu rechnen.

Thema von den Interviewpartnern der Frankfurter Finanzwirtschaft in aller Regel kritisch betrachtet, und es rangiert – zusammen mit der Steuer- und Arbeitsmarktpolitik – an vorderster Stelle bei der Analyse von Schwächen des Finanzplatzes.

Es ist kaum verwunderlich, dass ein Wirtschaftssektor, der wie kein anderer internationalem Wettbewerb ausgesetzt und damit besonders verwundbar ist, auf Bedingungen setzt, die dem „level playing field“ – also der Gleichheit von Wettbewerbschancen – Vorrang einräumen. Politische Strukturen, die diesem Prinzip entgegenstehen und damit einer Marktsegmentierung Vorschub leisten, müssen sich dabei als Schwächung der nationalen Finanzwirtschaft insgesamt und des Finanzplatzes Frankfurt im Besonderen auswirken.

- Als äußeres **Merkmal dieser Marktaufsplitterung** wurde immer wieder auf die großen und kleinen Sparkassen, Regionalverbände, Landesbanken, Verbundunternehmen und Gewährträger im **öffentlich-rechtlichen Bankensektor** hingewiesen. Zwar scheint der Druck schwindender Gewinnmargen jetzt auch diesen Bereich in Bewegung gebracht zu haben: Man setzt jetzt stärker auf Kooperation und die Arbeitsteilung zwischen den Landesbanken und der Deka-Bank als Spitzeninstitut (in der Produktion) und den regionalen und kommunalen Sparkassen (im Vertrieb). Dennoch werden von diesen Instituten Fusionen – sowohl horizontal wie vertikal – noch immer abgelehnt. Auch das Thema „Privatisierung“ ist tabuisiert. So sehen viele der privaten Kreditinstitute den öffentlich-rechtlichen Sektor trotz des „Drucks von außen“ – insbesondere vom Markt und von der Europäischen Kommission und dem zeitlich gestreckten Wegfall der Gewährträgerhaftung und der Anstaltslast – noch immer als strukturkonservierend und wettbewerbsfeindlich an. Hier sind die Marktteilnehmer selbst gefordert. Der erforderlichen Umstrukturierung stehen etwa rechtliche Hürden nicht entgegen.
- Auch in den **Regionalbörsen** (und der damit regionalisierten Börsenaufsicht) erkennt man Merkmale eines dezentralisierten Staatswesens, das noch immer von politischen Eigeninteressen regionaler Amtsträger geprägt ist. Allerdings sieht man hier die Dinge gelassener, weil sich die Marktliquidität aus Kostengründen tendenziell ohnehin auf nationale oder internationale Börsenplattformen konzentriert und den Regionalbörsen damit auf Dauer die Grundlage für Börsenaktivitäten entzogen wird. Lediglich ein börsenähnliches oder –nahes Nischengeschäft dürfte ihnen verbleiben. Dennoch sieht man auch hierin eine Schwächung des Finanzplatzes Frankfurt, weniger faktisch als vom Image im Ausland her, das für diese Komplexität kein Verständnis hat.
- Schließlich schlägt sich regionales Eigeninteresse in einem föderalen System auch in Fehlentwicklungen wie der politischen Entscheidung für Bonn als **Standort der BAFin** nieder. Die volkswirtschaftlichen Kosten dieser

Standortwahl liegen nach Ansicht der Akteure am Finanzplatz weit über den Zeit- und Wegekosten ihrer Bediensteten und mit Sicherheit auch drastisch über den erdenklichen Vorteilen des Landes Nordrhein-Westfalen.

Jenseits der Auswirkungen des föderalen Staatswesens auf die Zersplitterung von Märkten und staatliche Einrichtungen werden seine Kosten auch in der **Schwerfälligkeit von Entscheidungsprozessen** und in der in den letzten Jahren zunehmend hervor getretenen blockierenden Rolle des Bundesrates in der Gesetzgebung gesehen. Wichtige Reformvorhaben würden in Deutschland blockiert und auf die „lange Bank geschoben“.

Auch der in der deutschen Politik beobachtbare Hang zur **Gleichförmigkeit** sei der wirtschaftlichen Entwicklung der Bundesrepublik Deutschlands abträglich. Im Hinblick auf die wettbewerbverschärfenden Effekte der Globalisierung spielen in einer modernen Volkswirtschaft Anreizmechanismen wieder eine stärkere Rolle. Dem widerspricht die in der Bundesrepublik Deutschland vorhandene Tendenz zur Quersubventionierung überholter Wirtschaftsstrukturen und zur regionalen Umverteilung von Ressourcen.⁸⁷ Entsprechend kommt es zu einem im Verhältnis zur Leistungsfähigkeit der Wirtschaft stark unterproportionalen Ausbau regionaler Infrastruktur. Dies muss sich längerfristig nachteilig auf die Stellung des Finanzplatzes Frankfurt auswirken.

Konkrete Handlungsempfehlungen an die Landesregierung richten sich in diesem Zusammenhang auf folgende Punkte:

Da eine Änderung des Grundgesetzes – und damit ein modernisiertes Föderalismusmodell – nicht unmittelbar zu erwarten ist, muss **innerhalb des gegebenen verfassungsmäßigen Rahmens ein gewisser Pragmatismus** gepflegt werden. Hierin hat das Land Hessen wegen der engen Verzahnung von Finanz- und Börsenaufsicht auch eine gewisse Erfahrung. Freilich sollte diese de facto Führungsrolle auch nach außen hin deutlicher hervor treten. Auch müssen die Leitungs-, Planungs- und Strategieinstrumente angemessen ausgestattet werden – sowohl hinsichtlich ihres Personals als auch einer größeren Budgetautonomie. Soweit das Land Hessen Leistungen für andere föderative Gebietskörperschaften erbringt, sollten diese im Sinne eines Kontraktföderalismus spezifisch entgolten werden – und zwar außerhalb jeden Finanzausgleichs.

- Im Rahmen des vorgeschlagenen „Städtenetzwerks“ soll der Versuch unternommen werden, den **Sparkassensektor im Rhein-Main Gebiet zu konsolidieren** und zu einem modernen, schlagkräftigen und für die

⁸⁷ So verbleibt etwa dem Land Hessen von einem zusätzlich vereinnahmten Euro an Steuern nach Umverteilung ein Rest von netto nur noch €19,2 (Baretti/Huber/Lichtblau 2000, S. 19).

Bundesrepublik Deutschland modellhaften Finanzdienstleistungsbereich auszubauen. Fusionen dürfen in diesem Kontext nicht sakrosankt sein. Wichtiges Ziel ist dabei in jedem Fall die Schaffung von Verbund- und Größenvorteilen im Retail-Bereich und eine wettbewerbliche Ausrichtung der Produktion im auf den Finanzplatz Frankfurt bezogenen Regionalverbund. In diesem Bereich könnte das Land Hessen entsprechende Anreize setzen und auf nationaler Ebene eine tonangebende Führungsrolle übernehmen.

- Die notwendige Präzisierung von Börsenaktivitäten in einem künftigen Fünften Finanzmarktförderungsgesetz kann für die Landesregierung den Anlass bieten, den **Regionalbörsen eine neue, duale Rolle zuzuweisen**: als nachgeordnete Stellen eines zentralisierten deutschen Börsensystems mit Agenturfunktion; und zugleich als selbständige Einrichtungen mit spezialisierten börsennahen oder börsenähnlichen Funktionen. Als Börsenagenturen verlören sie ihre unabhängige Stellung, würden aber durch Anbindung an eine umfassende Handelsplattform Vorteile gewinnen.

Was die **allgemeineren Aspekte** des Themas Föderalismus angeht, so sind die Einflussmöglichkeiten des Landes verständlicherweise gering. Dennoch kann die Landespolitik hierzu eine klare Position beziehen und diese in Diskussionen auf Bundesebene einbringen. Eine solche Position könnte lauten:

„Es muss ein begrenztes – und gegen den Finanzausgleich immunisiertes – Besteuerungsrecht der Länder (etwa in Form eines Zuschlagsrechts zur Einkommensteuer) geben. Wettbewerb in den Märkten muss sich auch im Wettbewerb zwischen den Regierungen um die Gewinnung regionaler Finanzkraft widerspiegeln.“

In der Tat ist es – bei allem Respekt vor zwischenstaatlicher Solidarität – an der Zeit darüber nachzudenken, ob eine **Umverteilung zu Lasten der dynamischsten Wirtschaftsregionen** Deutschlands einem regional sachgerechten Ausbau von nationaler Infrastruktur auf Dauer zuträglich ist. Durch allzu große Umverteilung könnten nämlich Wachstumspotenziale verschüttet werden, die der Volkswirtschaft insgesamt zugute kommen. Blockt man regionale „Wachstumspole“ durch Beschneidung ihrer Einnahmen zu sehr ab, so bedeutet der dadurch bewirkte Verlust an allgemeiner wirtschaftlicher Dynamik Nachteile für Alle.

Um die übergreifenden Probleme des Föderalismus deutscher Prägung bewusst zu machen und Lösungsansätze zu entwickeln, könnte die Landesregierung die Diskussion um das Thema vorantreiben, indem sie beispielsweise einer **internationalen Föderalismuskonferenz** mit hochrangigen Experten aus anderen

Föderationen eine Plattform bietet. Dies könnte zu einer Initialzündung für eine befruchtende Diskussion um das Thema in der Bundesrepublik werden.⁸⁸

6.6 Der Markt und seine Rahmenbedingungen

Kapitalmarktentwicklungen

Es ist ein Gebot der Politik, sich auf wichtige Veränderungen in den sich dynamisch entwickelnden Finanzmärkten rechtzeitig einzustellen. Hierzu stellt diese Studie ausführliche Analysen von Entwicklungstendenzen im Kapitalmarkt zur Verfügung.

Kapitalangebot: Auf der Kapitalangebotsseite werden sich auch weiterhin strukturelle Änderungen ergeben. Die wohl bedeutendste betrifft den Einstieg in die Privatisierung der Altersvorsorge. Er wird dazu führen, dass dem Kapitalmarkt in zunehmendem Maße Sparkapital zufließt, das nach professionellem Management verlangt. Durch die Mobilisierung dieser Mittel über verbrieftete Großhandelsprodukte (*Asset-backed securities*) könnte der Finanzplatz Frankfurt in besonderem Maße von der Entwicklung profitieren, sofern dies nicht durch institutionelle Hemmnisse behindert wird.

Aus Sicht der Akteure am Finanzplatz sollte der Gesetzgeber die eingeschlagene Richtung auf eine verstärkte private Altersvorsorge beibehalten, allerdings dem Einzelnen eine größere Dispositionsfreiheit zugestehen. Dies kann durch Ausweitung der staatlichen Förderung auf Standardprodukte der Vermögensbildung geschehen, oder durch einfache, weniger verwaltungsaufwändige Produkte wie etwa die US-amerikanischen „*individual retirement accounts*“ (IRA) oder Pensionsfonds. Auch die Mobilisierung von Pensionsrückstellungen in Unternehmensbilanzen sollte gefördert werden. Um sie wirkungsvoll an den Kapitalmarkt heranzuführen zu können, muss sich der Gesetzgeber freilich der Frage einer steuerneutralen oder –begünstigten Auflösung solcher Rückstellungen zuwenden.

Vor diesem Hintergrund sind für die Finanzinstitute zwei vorrangige Handlungsfelder absehbar: einerseits die Vermarktung und Organisation eigener Finanzprodukte im Rahmen des AVmG-begünstigten Bereichs und die Fortführung „AVmG-freier“ Produkte (z.B. klassischer Banksparrpläne, Investmentfonds). Andererseits das Engagement in dem mit Sicherheit stark wachsenden Markt der Vermögensverwaltung und der Anlagesteuerung für die neuen institutionellen Anleger. Hier ist die Position des Finanzplatzes Frankfurt mit Blick auf die Palette der hier tätigen Investmentbanken und die volumenstärkste deutsche Börse ausgesprochen stark, allerdings durch die derzeit diskutierten Pläne der Bundesregierung gefährdet.

⁸⁸ So veranstaltete das internationale „Forum of Federations“ seinen ersten Weltkongress in Kanada (unter Beteiligung des amerikanischen Präsidenten) und den zweiten in der Schweiz (mit führenden Repräsentanten wie die Bundespräsidenten Deutschlands und der Schweiz sowie einer Reihe von prominenten Regierungschefs). Künftige Kongresse werden in Belgien und in Indien statt finden. Eine Anfrage bei der Bundesregierung, ob Deutschland Interesse daran habe, einen der folgenden Kongresse zu „hosten“, wurde abschlägig beschieden.

Für den Finanzplatz Frankfurt ergibt sich daraus die Notwendigkeit, starke „Pension-Consult“-Einheiten aufzubauen. Daneben dürfte mit hoher Wahrscheinlichkeit der Markt für Rating-Agenturen, Research- und Beratungsunternehmen innerhalb des wachsenden Altersvorsorgemarktes stark expandieren. Der Präsenz von Informationsdienstleistern am Finanzplatz Frankfurt kommt geradezu strategische Bedeutung zu. Diese Entwicklungen erfordern von der Landesregierung höchste Aufmerksamkeit und unterstützende politische Entscheidungen.

Kapitalnachfrage: Auf der Kapitalnachfrageseite wurden in dieser Studie zwei Bereiche näher betrachtet, die für die künftige Entwicklung der deutschen Volkswirtschaft bedeutend sind: die Finanzierung des Mittelstands; und die Finanzierung staatlicher Aktivität über den Kapitalmarkt.

Mittelstandsfinanzierung: Für Unternehmen des Mittelstandes besitzt der klassische Bankkredit nach wie vor besondere Bedeutung. Auch die Investitionsfinanzierung stützt sich bei Mittelständlern in stärkerem Maß auf Fremdkapital als bei Großunternehmen. Dabei steht dem Mittelstand oft nur eine „Hausbank“ gegenüber. Durch den Rentabilitätsdruck, dem sich der Bankensektor insgesamt ausgesetzt sieht, wird allerdings das für die deutsche Mittelstandsfinanzierung typische Hausbankprinzip an Bedeutung verlieren. Auch institutionelle Neuerungen – verbunden mit dem Stichwort: Basel II – werden die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen verändern. Unternehmen müssen sich in Zukunft einem Rating, also einer formalen Kreditwürdigkeitseinschätzung, unterziehen, wenn sie einen Kredit beantragen.

Die in dieser Studie angesprochenen Handlungsempfehlungen zur Stärkung der Finanzkraft mittelständischer Unternehmen und zur Erprobung neuer Finanzierungsformen betreffen in erster Linie die Privatwirtschaft selbst – weniger die Politik. Dennoch gibt es einige Punkte, bei denen die Politik unterstützend mitwirken kann:

- Zur Stärkung der Eigenkapitalbasis deutscher Unternehmen spielen insbesondere die steuerrechtlichen Regelungen eine große Rolle. Sie wurden in diesem Kapitel bereits angesprochen und klarer skizziert.
- Die zunehmende Bedeutung des Rating macht nicht nur zeitgemäße Controlling-Systeme im Mittelstand erforderlich, sondern auch den Einsatz geschulter Fachkräfte und ein entsprechendes Beratungsangebot. Dies stellt auch staatliche und andere öffentliche Einrichtungen (wie die IHKs und Verbände) vor neue Aufgaben. Eine staatliche Ausbildung und Zertifizierung von qualifizierten Dienstleistern, deren Beratung letztlich über die Zukunftsfähigkeit eines Unternehmens entscheiden kann, erscheint dringend geboten. Diese Entwicklung muss im Einvernehmen mit der Wirtschaft hergestellt werden.

- Von einigen Unternehmen – auch der Finanzwirtschaft – wurden Klagen über eine zu aufwändige bürokratische Genehmigungspraxis und hohe Kosten durch ein schwerfälliges Antrags- und Formularwesen laut. Diese Kosten können durch elektronische Datenverarbeitung und automatisierte Kommunikationswege weitgehend reduziert werden. Es sollten aber auch noch stärkere Anstrengungen unternommen werden, staatliche und kommunale Bedienstete auf wirtschafts- und bürgerfreundliche Service-Funktionen vorzubereiten, die sich unterstützend – und nicht hindernd – auf die Wirtschaftstätigkeit im Rhein-Main-Gebiet auswirken. Hierzu sind Schulung auf einen Paradigmenwechsel und Gesinnungswandel hin erforderlich. Sobald dieser Wandel in der Öffentlichkeit wahrgenommen wird, sollte sich im Vergleich zwischen den Bundesländern auch die Attraktivität Hessens und seines Finanzplatzes Frankfurt erhöhen.

Insgesamt dürften sich die neueren Entwicklungen in der Unternehmensfinanzierung positiv auf den Finanzplatz Frankfurt auswirken. Dies liegt u.a. an der Tendenz, Forderungen von Banken – auch solche an den Mittelstand - zu standardisieren und zu verbrieften, um auf dem Großhandelsmarkt Frankfurt Refinanzierungskosten zu senken. Inwieweit sich in Frankfurt weitere, eher national fokussierte Rating-Agenturen niederlassen, ist derzeit noch nicht absehbar. Es dürfte aber klar sein, dass die Landesregierung bei der Anwerbung von Research- und Analysekapazitäten sowie von Rating-Agenturen eine Offensive starten muss, um Vorteile des Finanzplatzes Frankfurt nachhaltig auszubauen.

Staatsfinanzierung: Neben dem Unternehmenssektor tritt insbesondere der Staat mit seinen verschiedenen Ebenen als Nachfrager am Kapitalmarkt auf, insbesondere durch verbrieftete Schuldtitel. Zur Belebung der Kapitalmärkte für öffentliche Wertpapiere hat auch das professionelle Schuldenmanagement des Bundes beigetragen. Allerdings eignen sich staatliche Wertpapiere – insbesondere die des Bundes – auch hervorragend als Standardtitel im internationalen Interbankenhandel; eine Bindung an den Finanzplatz Frankfurt ist damit nicht notwendig gegeben.

Um den nationalen Markt für staatliche Wertpapiere unterschiedlicher Art zu festigen und auch für Kleinanleger interessant zu machen, ist in erster Linie größere Transparenz erforderlich. Des Weiteren ist eine größere Diversifizierung für die Stärkung des Finanzplatzes Frankfurt von Vorteil. Dazu kann ein integriertes Schuldenmanagement – unter Einbeziehung der Bundesländer – beitragen, aber auch eine Stärkung des Marktes für Wertpapiere subnationaler Gebietskörperschaften.

In diesem Zusammenhang wurden zwei Segmente herausgestellt, in denen das Land Hessen eine Pionierrolle übernehmen könnte: im Markt für Kommunalobligationen; und im Markt für inflationsgesicherte Indexpapiere. Insbesondere erscheinen Kommunalobligationen viel versprechend, weil sie in besonderem Maße auf lokale Informationsvorteile setzen und damit den Finanzplatz Frankfurt stärken würden. Beide

Instrumente sind nicht nur hervorragend zur Finanzierung geeignet, sondern auch zur Verbesserung des staatlichen Schuldenmanagements und der größeren Transparenz von Staatshaushalten und ihrer Finanzierungsbedingungen.

Die Schaffung innovativer Finanzierungsinstrumente im öffentlichen Sektor ist vor dem Hintergrund der sich verringernenden Diversifizierungsmöglichkeiten nach der Einführung des Euro auch für die Anleger interessant.

Institutionen

Für den Finanzplatz Frankfurt ist eine weitere positive Entwicklung der rechtlichen und institutionellen Rahmenbedingungen essentiell.

Finanzmarktförderungsgesetz: Trotz der mit dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz erzielten Fortschritte darf nicht übersehen werden, dass das Gesetz nicht als reines Ergebnis einer im großen Rahmen abgestimmten Gesamtstrategie gelten kann. Es setzt überwiegend punktuell an den Stellen an, wo seit dem letzten Reformansatz offensichtliche Mängel zutage getreten sind. So wurde versäumt, wichtige Regelungen, die auf dem Umweg über Brüssel früher oder später ohnehin umgesetzt werden müssen, frühzeitig im deutschen Rechtsrahmen zu etablieren. Als Beispiel dient der Entwurf einer europäischen Richtlinie über Insidergeschäfte und Marktmanipulation. Auch gibt es Bedarf an neuen Regelungen für Research und Kapitalmarktkommunikation. Schließlich blieb die Definition des Börsenbegriffs erneut aus. Auch die Modernisierung des Terminrechts sollte in Angriff genommen werden.

Übernahmegesetz: Zwar brachte das Übernahmegesetz eine lang erwartete Rechtssicherheit, aber es beinhaltet im Hinblick auf eines seiner Hauptziele, der Förderung eines funktionsfähigen Marktes für Unternehmenskontrolle, eine deutliche Schwäche. Diese betrifft besonders die Erweiterung des Abwehrinstrumentariums des Vorstands. Eine stärkere Ausrichtung an den Aktionärsinteressen könnte zu einer höheren Marktbewertung von Unternehmen führen und den Aktienmarkt beflügeln. Auch der Entflechtung sind die im Gesetz verankerten Abwehrmaßnahmen nicht dienlich, so dass ausländische Investoren angesichts dieser Schutzmechanismen weiterhin zurückhaltend bleiben dürften. Schließlich besitzt das Gesetz nach Auffassung maßgeblicher Stellen nicht nur für klassische Übernahmen Gültigkeit, sondern auch für Aktienrückkaufprogramme. Dies muss im Rahmen einer europaeinheitlichen Neuregelung bereinigt werden.

Finanzaufsicht: Die Schaffung einer allumfassenden Aufsicht von Finanzdienstleistern wurde von der Finanzwirtschaft einhellig begrüßt. Diese Entwicklung entspricht den Gegebenheiten auf globalisierenden Märkten. Dennoch besteht Grund für eine sinnvolle Weiterentwicklung der Finanzaufsicht im Interesse des Finanzplatzes Deutschland. Insbesondere die Festlegung des Standorts der BAFin wirkt sich nach

einheitlicher Meinung der Finanzwirtschaft für den Finanzplatz Deutschland – und damit für Frankfurt – negativ aus.

Auch die räumliche Aufteilung der Finanzaufsicht (Deutsche Bundesbank und ehemaliges Bundesaufsichtsamt für Wertpapierhandel in Frankfurt, restliche Abteilungen des BAFin in Bonn und die Börsenaufsicht bei den jeweiligen Landesbehörden) ist aufgrund eines in Zukunft wachsenden Abstimmungsbedarfs zwischen Aufsichtsbehörden und Marktteilnehmern nachteilig. Eine Konzentration auf das Rhein-Main-Gebiet ist dringend geboten und nach Auffassung aller Marktteilnehmer unverzichtbar.

Entscheidend für den Erfolg der BAFin ist auch eine ausgewogene Beschäftigungsstruktur mit entsprechenden Anreizen zur Anwerbung qualifizierten Personals. Dies kann nur durch eine klare Trennung von funktionalen Kompetenzen geschehen. Es muss unterschieden werden zwischen hoheitlichen Funktionen (etwa bei Schließungen von Bankinstituten); administrativen „Back-Office“-Aktivitäten; und hoch-spezialisierten und komplexen Analysetätigkeiten am Markt. Letztere sollten ausgegliedert bleiben und „eingekauft“ werden, was „duale“ Entgeltstrukturen *in house* vermeidet. Dennoch erfordert diese Art der Zusammenarbeit eine wirksam einsetzbare „strategische Gruppe“ mit permanentem Einsatzort am Finanzplatz Frankfurt, eine „Elite-Einheit“ als Brückenkopf. Angehörige dieser Gruppe sollten entsprechend auch mit erfolgsabhängigen Zulagen rechnen können, wie sie in der privaten Finanzwirtschaft üblich sind.

Auch die Standortfrage einer künftigen zentralen europäischen Finanzaufsicht ist für Frankfurt und damit die Hessische Landesregierung von strategischer Bedeutung. Sie muss schon im Vorfeld künftiger Entwicklungen gestellt werden. Qualifizierte Finanzaufsicht in Europa verlangt von ihrem Standort eine positive Grundhaltung zur Finanzwirtschaft, marktorientiertes politisches Engagement, technisch kompetentes Know-how und international geschultes Personal mit verhandlungsfähigen Sprachkenntnissen sowie qualifizierte Dienstleistungen im Bereich Finanzmarktforschung, Accounting, Wirtschafts- und Finanzrecht, EDV, Netzwerktechnik und andere finanznahe Service-Bereiche. Um diesen Anforderungen gerecht zu werden, muss der Finanzplatz Frankfurt noch erhebliche Anstrengungen unternehmen.

Verfolgung von Finanzmarktdelikten: Erforderlich erscheint insbesondere auch eine Zentralisierung der Verfolgung von Finanz- und Wertpapiermarktdelikten an Deutschlands größtem Finanzplatz: Die Einrichtung einer Schwerpunktstaatsanwaltschaft zur Bekämpfung der Kriminalität im Kapitalmarktbereich erscheint hierzu der richtige Weg. Daneben besteht nach übereinstimmender Meinung von Experten auch die Notwendigkeit, verschiedene Strafvorschriften zu konkretisieren und Ordnungswidrigkeitstatbestände festzustellen.

Die Umsetzung des Anfang September vorgestellten Zehn-Punkte-Programms der Bundesregierung ist zur Wiederherstellung des Vertrauens von Anlegern dringend erforderlich und wurde von der Fachöffentlichkeit in ersten Stellungnahmen auch überwiegend positiv beurteilt. Zentrales Anliegen des Entwurfs ist – neben der Einführung persönlicher Haftung von Managern bei Falschinformation – die Einrichtung einer sogenannten „Enforcement-Stelle“, die der BAFin unterstehen und die Rolle einer Bilanzpolizei einnehmen soll. Dies könnte zum Entstehen einer einflussreichen Behörde führen, die neben Banken und Versicherungen auch *non-financial corporations* überwacht. Allerdings dürfte die Implementierung einer solchen Aufsichtsstruktur nur längerfristig möglich sein. Sie muss lokal eng an den Finanzplatz angekoppelt werden.

Börsenaufsicht: Die Aufsicht über die acht Wertpapierbörsen bleibt aufgrund der Tatsache, dass diese der Verwaltungshoheit der einzelnen Länder unterliegen, bislang weiterhin zersplittert. Eine zentrale Börsenaufsicht scheint allerdings für den Finanzplatz Deutschland auf Dauer unabdingbar. Angesichts der verfassungsmäßig gegebenen Einschränkungen kommen derzeit nur zwei Lösungen in Frage:

- Die vertragliche Wahrnehmung der deutschen Börsenaufsicht durch das Land Hessen auf der Grundlage eines Staatsvertrags zwischen den Ländern.
- Die bundeseinheitliche Neuregelung des Börsenwesens im Sinne der angesprochenen Dualisierung der Regionalbörsen bei Übertragung der zentralen Börsenaufsicht auf einen „geborenen“ Träger: das Land Hessen.

Auf längere Sicht ist auch eine Verfassungsänderung nicht auszuschließen, wobei die Börsenaufsicht im BAFin integriert werden könnte. Entscheidend ist jedoch, dass diese Aufsicht finanzplatznah erfolgt. In dieser Hinsicht erwarten die Akteure der Finanzwirtschaft ein wirksames Engagement der Hessischen Landesregierung mit dem Ziel, das BAFin so bald wie möglich an den Finanzplatz Frankfurt zu holen. Dies erfordert u.a. auch eine angemessene Ausstattung der Strukturierungsgruppen mit Ressourcen (personelle wie finanzielle) sowie größere Handlungsspielräume bei der Budgetgestaltung.

Kompetenzen für Europa: Die Präsenz und die Rolle der Bundesrepublik Deutschland in den internationalen Gremien zur Erarbeitung von Richtlinien für die nationale Gesetzgebung auf dem Gebiet der Regulierung von Finanzdienstleistungen muss deutlich gestärkt werden. Hier gibt es nach übereinstimmender Meinung der Akteure am Finanzmarkt eindeutige Defizite. Als notwendig wird der Ausbau der Abteilung „Geld und Kredit“ beim Bundesfinanzministerium gesehen sowie – die inzwischen eingeleitete – personelle Verstärkung des BAFin. Auch das Land Hessen, das in dieser Hinsicht im nationalen Rahmen eine Führungsrolle einnimmt und die Bundesrepublik Deutschland in wichtigen finanzmarktrelevanten Fragen auf europäischer Ebene vertritt, muss an dieser Stelle weitere Anstrengungen

unternehmen. Solange es an einer Zentralisierung der Aufsicht in verschiedenen Marktsegmenten noch mangelt, ist auch eine bessere Abstimmung und Koordination erforderlich. Die in der Bundesrepublik Deutschland gegebene Aufsplitterung von Kompetenzen bei der staatlichen Begleitung von Finanzdienstleistungen macht es den konkurrierenden Finanzplätzen in Europa leicht, sich als Standorte für eine künftige Europäische Finanzaufsicht zu empfehlen.

Was eine künftige europäische Aufsicht über die Wertpapiermärkte angeht, so scheint derzeit Paris mit dem CESR (*Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières*) die „Nase vorn“ zu haben. Sollte sich überdies Euronext bei einer möglichen Übernahme der LSE gegen die Deutsche Börse AG durchsetzen, so könnte dies – zusammen mit der europäischen Finanzaufsicht – zum entscheidenden Coup des Finanzplatzes Paris gegen Frankfurt werden. Diesen Entwicklungen entgegen zu arbeiten, ist daher für den Finanzplatz Frankfurt elementar.

6.7 Das städtische Umfeld

Ein **positives städtisches Umfeld Frankfurts und die Attraktivität der Rhein-Main-Region** sind in vieler Hinsicht entscheidend auch für das Wirtschaftsleben im Allgemeinen und für den Finanzplatz im Besonderen. So spielen beispielsweise die Verkehrsinfrastruktur, die IT-Knotenpunkte und die Telekommunikationsnetze eine große Rolle bei der Entstehung von Wertschöpfung der privaten Wirtschaft. Auch qualitativ hochwertige kommunale Dienstleistungen und ein interessantes Freizeit- und Kulturangebot wirken sich positiv auf den Standort aus – insbesondere auch bei der Gewinnung ausländischer Arbeitskräfte mit hochwertigem Wertschöpfungs- und Vernetzungspotenzial. Während Frankfurt im Vergleich zu rivalisierenden Finanzplätzen in vieler Hinsicht objektiv gewisse Vorteile aufweist – so z.B. durch den nahe gelegenen Flughafen oder ein attraktives und gut erreichbares Umland zur Freizeitgestaltung, so gibt es dennoch eine Reihe von Schwächen, die politisches Handeln erforderlich machen.

- An erster Stelle wurde von den Interviewpartnern die unzureichende **Imagepflege** genannt. Im Bereich des internationalen „*branding*“ der Stadt und der Region sind offenbar – trotz Anwesenheit der EZB, trotz verschiedener Messe- und Kongress-Aktivitäten, trotz Werbung für Tourismus – noch immer Schwächen auszumachen. So berichteten die Interviewpartner u.a. von den Schwierigkeiten ausländische Spezialisten zum Arbeiten am Finanzplatz Frankfurt zu gewinnen. Als Grund wurde – neben anderen – das negative Bild angeführt, das offenbar im Ausland über das Alltagsleben in Frankfurt und im Rhein-Main-Gebiet existiert. Gleichzeitig gibt man allerdings zu, dass dieses Bild der tatsächlich gelebten Realität *nicht* entspricht. Ein Partner formulierte dies so: „Jeder ausländische Kollege, der nach Frankfurt muss, weint zweimal: Das erste Mal, wenn er nach Frankfurt kommt; das zweite Mal, wenn er die Stadt wieder

verlässt.“ Der Charme der „kleinen Metropole“ – die insgesamt zentrale Lage in Deutschland; die kurzen Wege; die schnelle Erreichbarkeit des Flughafens; die relativ niedrigen Lebenshaltungskosten; hohe Lebensqualität in der Stadt und im Umland – sind zwar objektiv Pluspunkte, insbesondere im Vergleich zu London. Im Ausland werden diese Vorteile jedoch häufig nicht gesehen. Hier ist besseres und gezieltes Marketing erforderlich. Eine gemeinsame Kampagne von Land und Stadt bzw. „Städtenetzwerk“ könnte dazu beitragen, die verzerrte Wahrnehmung des Finanzplatzes Frankfurt im Ausland zu korrigieren.

- Das Angebot an internationalen Schulen und internationalen Kindergärten wurde als wichtiger weicher Standortfaktor des Finanzplatzes hervorgehoben. Es wird durch die Ansiedlung der EZB und im Hinblick auf die Gewinnung internationaler Spitzenkräfte für die Finanzwirtschaft immer bedeutender. Hier haben sich in der letzten Dekade erfreuliche Entwicklungen vollzogen, insbesondere durch eigene Initiativen der Wirtschaft und ausländischer im Rhein-Main-Gebiet ansässiger Gruppen. Auch diese Entwicklungen sind im Ausland viel zu wenig bekannt; auch dies ist Teil einer Image-Aufbesserung.
- Die auf dem Gebiet internationaler Schulen erreichten Fortschritte sind aber noch nicht ausreichend. Auch im Hinblick auf die Vorbereitung jüngerer Altersgruppen in Deutschland auf den zunehmend internationaler werdenden Arbeitsmarkt im oberen Qualitätssegment ist das Schulwesen Hessens noch immer zu provinziell. Ziel der Landesregierung muss es sein, - beginnend im Rhein-Main Gebiet, aber mit dem Anspruch einer Flächendeckung auf mittlere Sicht -, bereits in den Grundschulen die Fächer „Englisch“ und „Wirtschaft“ einzuführen und im sekundären Schulbereich den zweisprachigen Unterricht mit ausländischen Fachlehrern zu propagieren.⁸⁹ Ziel müsste es sein, in ca. 10 Jahren etwa ein Drittel der hessischen Gymnasien als zweisprachige Schulen zu führen.
- Der Flughafen Frankfurt, mit seiner im Vergleich zu Paris und London sehr guten Erreichbarkeit von der Innenstadt ebenso wie aus dem Umland und den Direktverbindungen in alle Finanzmetropolen der Welt, wurde in der überwiegenden Mehrzahl aller Interviews als herausragender Standortfaktor für das Finanzgewerbe bezeichnet. Sein weiterer Ausbau wurde als absolut notwendig für den Finanzplatz Frankfurt erachtet.
- Ein relativ geringer zeitlicher Aufwand für den Weg vom Wohnort zum Arbeitsplatz wird in Frankfurt im Vergleich zu Paris und insbesondere zu London als besonderer Standortvorteil gesehen. Dabei hat der Öffentliche Personennahverkehr (ÖPNV) angesichts der Dichte des Individualverkehrs in den Hauptverkehrszeiten eine große Bedeutung für den Finanzplatz Frankfurt.

⁸⁹ Ausländische Fachlehrer müssen durch geeignete Vereinbarungen mit ausländischen Schulträgern – zumindest zeitweise – für Frankfurt gewonnen werden.

Die Gründung des Rhein-Main-Verkehrsverbunds wurde ausdrücklich positiv gewürdigt. Verbesserungsbedarf wurde jedoch bei der Erhöhung der Taktfrequenz, der Modernisierung des Fuhrparks und des Schienennetzes sowie durch größere Sauberkeit in den Zügen und in den Bahnhöfen gesehen. Speziell in den peripher gelegenen Bürozentren, wie z. B. Eschborn oder Frankfurt-Niederrad, wurde zudem die Anbindung an die S-Bahnstationen mit Bussen als unzureichend bezeichnet.

- In den Interviews wurde das allgemeine kulturelle Umfeld als sehr wichtiger Standortfaktor charakterisiert. Das Rhein-Main-Gebiet biete dabei eine „Grundversorgung auf hohem Niveau“. Das Angebot an Ausstellungen und Veranstaltungen von internationalem Rang habe jedoch spürbar abgenommen. Insbesondere die Schließung des TAT und die Ausstellungen in der Schirn wurden dabei genannt. Mit Unverständnis wurden z. B. auch die Querelen um das Ballett Frankfurt und die gescheiterten Vertragsverhandlungen mit William Forsythe kommentiert. Sie seien ein Indiz für eine kleinmütige und an internationalem Renommee wenig interessierte Kulturpolitik der Stadt. Auch dieses könnte sich durch eine Gebietsreform im Rhein-Main Gebiet und durch eine stärkere Bündelung von Ressourcen im Kulturbereich verbessern.⁹⁰
- Schließlich wurde auch dem Spitzensport eine hohe Bedeutung für die regionale Identifikation beigemessen. Einige Interviews wurden gerade in der Zeit geführt, als ein möglicher Lizenzentzug der Eintracht Frankfurt drohte.⁹¹ Keine einzige hessische Profifußballmannschaft wäre dann in den beiden obersten Spielklassen mehr vertreten gewesen. Dies wurde als ein für eine der wirtschaftlich stärksten Regionen Europas unangemessener Provinzialismus erklärt. Politiker und Unternehmen seien aufgefordert, solche Entwicklungen durch gemeinsame und koordinierte Aktionen zu verhindern.

⁹⁰ Es wurde beispielsweise darauf hingewiesen, dass das Kulturangebot der Region etwa in einem der Stadt London entsprechenden Radius um Frankfurt zumindest quantitativ gar nicht so schlecht dasteht. So gibt es etwa Opernhäuser in Frankfurt, Darmstadt, Mainz, Wiesbaden. Allerdings wird auch dies angesichts der regionalen Zersplitterung von außen nicht gesehen.

⁹¹ Dabei wurde dieser mögliche Abstieg in die Regionalliga in gewissem Maße sogar als symptomatisch für die Entwicklung des Finanzplatzes Frankfurt gesehen. Anfang der 1990er Jahre verfehlte Eintracht Frankfurt nur knapp die Meisterschaft und spielte nach Einschätzung vieler Experten den schönsten Fußball der Liga; zugleich etablierte sich Frankfurt als führender Finanzplatz in Kontinentaleuropa. Heute wird die Stellung des Finanzplatzes Frankfurt in Europa kritischer gesehen, was Parallelen zur Entwicklung des lokalen Fußballvereins nahe legt.

Anhang

A 1 Listen mit den Gesprächsteilnehmern

Tabelle A 1 Gesprächsteilnehmer in der ersten Interviewrunde

	Teilnehmer	Funktion / Institution (zum Zeitpunkt der Interviews)
1	Dr. Dr. h.c. Rolf Breuer	Sprecher des Vorstands, Deutsche Bank
2	Dr. Peter Coym	Mitglied des Vorstandes, Lehmann Brothers
3	Prof. Dr. Bernd Fahrholz	Vorsitzender des Vorstandes, Dresdner Bank
4	Dr. Hartmuth A. Jung	Sprecher des Vorstandes, UBS Warburg
5	Dr. Martin Kohlhaussen	Vorsitzender des Aufsichtsrats, Commerzbank
6	Dr. Thomas Mackenthun	Geschäftsführer, Interessengemeinschaft Frankfurter Kreditinstitute
	Wolfgang Stern	General Manager, Merrill Lynch
	Wolfgang Weber	Mitglied des Vorstandes, UBS Private Banking
	Dr. Dirk Mattes	Regionalvorstand, Commerzbank und Bankenverband Hessen e.V.
7	Dr. Günther Merl	Vorsitzender des Vorstandes Landesbank Hessen-Thüringen
	Dr. Sabine Lapp	Vorstandsstab, Konzernstrategie Landesbank Hessen-Thüringen
	Hans Wolfgang Kuß	Leiter Presse und Kommunikation Landesbank Hessen-Thüringen
8	Friedrich von Metzler	B. Metzler seel. Sohn & Co. KG auf Aktien
	Jörg-Matthias Butzlaff	Direktor, B. Metzler
9	Klaus-Peter Müller	Sprecher des Vorstandes, Commerzbank
10	Dennis Philips	International Media, Commerzbank
11	Dr. Hans Reckers	Präsident der Landeszentralbank in Hessen
12	Jürgen Hettinger	Vizepräsident der Landeszentralbank in Hessen
	Dr. Bernd Amann	Leiter der Abteilung Finanzmärkte der Landeszentralbank in Hessen
	Werner Pink	Leiter des Bereichs Banken der Landeszentralbank in Hessen
13	Dr. Dirk Schlochtermeyer	Geschäftsführer, Finanzplatz e.V.
	Kerstin Désor	Public Relations Manager, Finanzplatz e.V.
14	Manfred Zaß	ehem. Vorstandsvorsitzender, DGZ/Deka Bank
	Markus Mehling	Vorstandsstab DGZ/Deka Bank
15	Dr. Michael Heise	Chefvolkswirt DZ BANK AG
	Rolf Michael Betz	Generalbevollmächtigter Bereichsleitung Equities DZ BANK AG
	Oliver Görke	Leiter Grundsatz Investment Banking Equities DZ BANK AG
16	Werner Klebe	Stv. Verbandsgeschäftsführer, Sparkassen- und Giroverband Hessen-Thüringen (SGVHT)
	Dr. Michael Auge	Leiter der Abteilung Information und Kommunikation des SGVHT
17	Gerhard Grandke	Verbandsvorsitzender, Sparkassen- und Giroverband Hessen-Thüringen
18	Dr. Dr. Claus Becker	Vorstand, Volksbank Darmstadt

Tabelle A 2 Gesprächsteilnehmer in der zweiten Interviewrunde

	Teilnehmer	Funktion / Institution (zum Zeitpunkt der Interviews)
1	Dr. Werner G. Seifert	Vorsitzender des Vorstands, Deutsche Börse AG
2	Jürgen Blitz	Vorsitzender des Vorstands, Clearstream AG
3	Rudolf W. Ferscha	Vorsitzender des Vorstands, Eurex Frankfurt AG
4	Rainer Roubal	Vorsitzender des Vorstands Kursmakler, ICF Intermediär Center Frankfurt Kursmakler AG
	Dr. Patricia Weisbecker	ICF Intermediär Center Frankfurt Kursmakler AG
	Marcel Schuster	Direktor, ICF Intermediär Center Frankfurt Kursmakler AG
5	Prof. Dr. Rüdiger von Rosen	Geschäftsführendes Vorstandsmitglied, Deutsches Aktieninstitut
6	Dr. Ekkehard Kurth	Leiter der Abteilung Wirtschaftsordnung, Finanzdienstleistungen, Börsen im Hessischen Ministerium für Wirtschaft, Verkehr und Landesentwicklung (HMWVL)
7	Holger Daum	Referatsleiter Grundsatzfragen der Börsenaufsicht im HMWVL
	Karsten Histermann	Referatsleiter Rechtsaufsicht Börsen im HMWVL
8	Jochen Sanio	Präsident, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen (BAFin)
	Georg Dreiling	1. Direktor, BAFin
	Kirsten Straus	Regierungsdirektorin, BAFin
9	Dr. Ernst Welteke	Präsident, Deutsche Bundesbank
10	Gudrun Schmidt	Landesfachbereichsleiterin, ver.di
11	Herbert Bayer und andere	Sekretär der Dienstleistungsgewerkschaft ver.di; sowie rund 20 Mitglieder des Arbeitskreises der Betriebsräte von in Frankfurt ansässigen Finanzinstituten
12	Udo Behrenwaldt	Sprecher der Geschäftsführung DWS Investment GmbH
	Dr. Eckhard Bergmann	Leiter Kommunikation, DWS Investment GmbH
13	Dr. Rüdiger Ginsberg	Mitglied des Vorstandes, Union Investment
14	Sameeh S. El-Din	Vorstand, Reuters AG
	Hans Obermeier	Chefredakteur, Reuters AG
15	Michael Stammler	Vorstand, FERI Finance AG
	Dr. Min Sun	Managing Partner, FERI Trust Gesellschaft für Finanzplanung mbH
16	Ulrike Diehl	Geschäftsführerin, Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Anlageberatung (DVFA)
	Dorkas Anette Kistler	Konferenzmanagement, DVFA
	Markus Brümmer, M.A.	Unternehmenskommunikation, DFVA
	Christina Bogs	Leiterin Aus- und Weiterbildung, DFVA

A 2 Zur Standortwahl von Finanzinstitutionen: Ergebnisse der Befragungen von Harrschar-Ehrnberg (1999)

A 2.1 Standortfaktoren

Bei der Beurteilung der Potenziale eines Finanzplatzes spielen die Standortfaktoren eine wesentliche Rolle, wobei sich die Frage stellt, welche Standortfaktoren für die Standortwahl von Finanzinstitutionen von Bedeutung sind. Bei spezialisierten Finanzzentren wie beispielsweise Luxemburg fällt es relativ einfach, diese Frage zu beantworten, da die wesentlichen Standortfaktoren eng mit dem originären Wettbewerbsfaktor verbunden sind. Die Position Luxemburgs als eine der führenden „Heimathäfen“ für Fonds in Europa basiert auf den besonderen steuerlichen und regulatorischen Vorschriften, die sich günstig auf sowohl die Registrierung der Fonds als auch die Besteuerung der Fondserträge auswirken. Sollte sich diese relativ zu anderen Finanzplätzen verschlechtern, wäre auch die führende Rolle Luxemburgs in diesem Bereich gefährdet. Im Gegensatz dazu ist es deutlich schwerer die Standortfaktoren für solche Finanzplätze zu analysieren, an denen eine Vielzahl verschiedener Finanztransaktionen getätigt wird und keine einzelnen Bereiche des Bank- und Börsengeschäfts im Vordergrund stehen. Die folgenden Ergebnisse einer Befragung von Führungskräften in London, Paris und Frankfurt (Häuser et al. 1990; Harrschar-Ehrnberg 2002) lassen jedoch Rückschlüsse auf die Bedeutung verschiedener Standortfaktoren zu (Tabelle A 3). Insgesamt wurden dabei 27 Standortfaktoren hinsichtlich ihrer Bedeutung für den Finanzplatz untersucht.

Betrachtet man zunächst die Ergebnisse aus der Befragung von 1999, so fällt die starke Betonung der „Verfügbarkeit von qualifiziertem Personal“ auf. Diese Meinung wurde auch in den begleitenden Interviews stark vertreten und betont, dass es dabei nicht nur um den Ausbildungsstand der Mitarbeiter, sondern insbesondere um die erworbene relevante Berufserfahrung geht. Dies zeigt sich auch in der Beurteilung des gesonderten Faktors „Ausbildungsstand von Berufsanfängern“, der nur eine geringe Bewertung erhielt. Ebenfalls eine hohe Bedeutung wurde der „Liquidität“ am Finanzplatz beigemessen. Insgesamt fällt auf, dass aus Sicht der Finanzinstitute vor allem solche Standortfaktoren eine hohe Bedeutung haben, die sich auf die Agglomeration von Finanzexperten, Handel und Marktgeschehen, sowie spezialisierte Dienstleister beziehen. Weiterhin wird die Rolle der „*governance*“ des Finanzplatzes sowohl im Bereich der Börse als auch für Bankprodukte allgemein betont, d.h. die Bereiche Regulierung, Steuer, Transparenz, Organisation und Struktur des Börsenwesens. Dagegen wird kostenbezogenen Faktoren wie Kommunikations- oder Bürokosten nur eine vergleichsweise geringe Bedeutung beigemessen.

Tabelle A 3 Gegenüberstellung der Rangfolge der Standortfaktoren (1990) und (1999)

Rang	Ergebnisse 1999 - alle Befragungsorte -	Ergebnisse 1999 - nur Frankfurt -	Ergebnisse 1990 - alle Befragungsorte -
1	Verfügbarkeit von qualifiziertem Personal	Liquidität der Märkte	Liquidität des Finanzplatzes
2	Liquidität der Märkte	Verfügbarkeit von qualifiziertem Personal	Konvertibilität der Finanzplatzwährung
3	Transparenz der Märkte	Transparenz der Märkte	Stabilität des politischen Systems
4	Anlegerfreundliche Regulierung	Unternehmensbesteuerung	Verfügbarkeit von qualifiziertem Personal
5	Anwesenheit anderer Banken	Einkommensbesteuerung	Stand der Deregulierung
6	Organisation und Struktur des Börsenwesens	Höhe der Transaktionskosten	Verfügbarkeit von Informations- und Kommunikationstechnologien
7	Innovationsfreudigkeit	Organisation und Struktur des Börsenwesens	Stabilität des wirtschaftlichen Systems
8	Einkommensbesteuerung	Technisierungsgrad der Börse	Organisation und Struktur des Börsenwesens
9	Anwesenheit spezialisierter Dienstleister	Stabilität des wirtschaftlichen Systems	Anwesenheit ausländischer Finanzinstitute
10	Bankenfreundliche Regulierung	Innovationsfreudigkeit	Transparenz der Märkte am Finanzplatz
11	Technisierungsgrad der Börse	Bankenfreundliche Regulierung	Vielfalt handelbarer Finanzprodukte
12	Höhe der Transaktionskosten	Anlegerfreundliche Regulierung	Qualität der Back-Office-Aktivitäten
13	Anwesenheit ausländischer Banken	Anwesenheit anderer Banken	Innovationsfreudigkeit
14	Infrastruktur	Infrastruktur/Anbindung	Infrastruktur
15	Stabilität des politischen Systems	Kommunikationskosten	Besteuerung von Kapitaltransfers
16	Unternehmensbesteuerung	Ausbildungsstand von Berufsanfängern	Höhe der Transaktionskosten
17	Vielfalt der gehandelten Produkte	Anwesenheit spezialisierter Dienstleister	Gewicht der Finanzplatzwährung
18	Stabilität des sozialen Systems	Stabilität des politischen Systems	Besteuerung der Kapitalerträge
19	Stabilität des wirtschaftlichen Systems	Vielfalt der gehandelten Produkte	Unternehmens- und Einkommensbesteuerung
20	Kommunikationskosten	Anwesenheit ausländischer Banken	Stärke und Größe der Volkswirtschaft
21	Personalkosten	Personalkosten	Informations- und Kommunikationskosten
22	Ausbildungsstand der Berufsanfänger	Stärke der Volkswirtschaft	Personalkosten
23	Lebensqualität, Kultur- und Freizeitangebot	Lebensqualität, Kultur- und Freizeitangebot	Autonomie der Zentralbank
24	Stärke der Volkswirtschaft	Stabilität des sozialen Systems	Büro- und Wohnraumkosten
25	Büro- und Wohnraumkosten	Büro- und Wohnraumkosten	Anwesenheit der Zentralbank
26	Ersparnisbildung	Anwesenheit der EZB	Lebensqualität, Kultur- und Freizeitangebot
27	Anwesenheit der EZB	Ersparnisbildung	Ersparnisbildung

Gleiches gilt auch für allgemeine wirtschaftliche Faktoren wie Stärke der Volkswirtschaft oder Stabilität des wirtschaftlichen und sozialen Systems. Zum Zeitpunkt der Befragung wurde zudem der „Sitz der Europäischen Zentralbank“ als Standortfaktor für einen Finanzplatz als gering eingeschätzt. Die Ergebnisse der Befragung der Frankfurter Führungskräfte unterscheiden sich nicht grundlegend von den Ergebnissen der Gesamtbefragung. Allerdings wird das Thema „Steuern“ deutlich höher gewichtet als bei den Londoner und Pariser Banken. Dagegen wird der Regulierung etwas weniger Bedeutung beigemessen. Auffallend ist die relativ geringere Bedeutung spezialisierter Dienstleister, wobei unklar geblieben ist, ob dies daran liegt, dass die Zahl der Dienstleister als ausreichend eingeschätzt wird oder die Arbeitsprozesse das Einschalten von Dienstleistern relativ zu London und Paris weniger häufig erfordern.

Auch im Vergleich zu den Ergebnissen der Befragung von 1990 zeigen sich in den Einschätzungen der Führungskräfte viele Übereinstimmungen. Auch zum jetzigen Zeitpunkt werden die Bedeutung von qualifiziertem Personal und Marktliquidität besonders betont, wobei die Bedeutung von qualifiziertem Personal, im Vergleich zu 1990, in der zweiten Studie noch weiter gestiegen ist. Im Gegensatz zu den Ergebnissen von 1990 ist die Rolle der politischen Stabilität stark gesunken. Umgekehrt sind die steuerlichen Rahmenbedingungen 1999 stärker in den Vordergrund gerückt worden.

A 2.2 Frankfurts Stärken und Schwächen: Die Analyse

Aufbauend auf den bisher diskutierten Standortfaktoren wurde auch die relative Qualität dieser Standortfaktoren untersucht. Die folgende Darstellung der Ergebnisse beschreibt zur pointierten Darstellung die Stärken und Schwächen geordnet nach den Faktorengruppen. Eine Zusammenfassung findet sich in Tabelle A 4.

Volkswirtschaftliche Standortfaktoren – Frankfurt bzw. Deutschland weist im Bereich der volkswirtschaftlichen Faktoren traditionell eine relativ starke Position auf. Die Stärke bezieht sich hierbei insbesondere auf die allgemeine volkswirtschaftliche Stärke (Bruttosozialprodukt), welche für eine starke Kundenbasis sorgt. Die bisher relativ geringe Ausnutzung der Kapitalmarktfinanzierung deutscher Unternehmer gilt als großes Potenzial des Finanzplatzes Frankfurt. Allerdings ist durch die derzeitige Schwäche des Kapitalmarktes unklar, wann und in welchem Maß dieses Potenzial genutzt werden kann. Daneben galt Deutschland bisher als ein sehr stabiles Land sowohl in sozialer als auch wirtschaftlicher Hinsicht. Dies bestätigt sich auch in den Ergebnissen der Befragungen von 1999 und 1990. Allerdings wird der Bereich der Steuerpolitik als ein Problem identifiziert. Im Rahmen der Befragung wurde dieser Bereich als deutliche Schwäche bezeichnet. Da Frankfurt im nötigen in seiner Bedeutung noch an die Potenziale der deutschen Wirtschaft gekoppelt ist, haben

Entscheidungen, die die Geschäftsmöglichkeiten in Deutschland verbessern auch einen Einfluss auf die Potenziale Frankfurts.

Kapitalmarktorientierte Standortfaktoren – Neben den volkswirtschaftlichen Faktoren werden Frankfurts Stärken vor allem im Kapitalmarktbereich gesehen. Während Frankfurt 1990 in diesem Bereich nach Ansicht der Befragten noch deutliche Defizite aufwies, hat sich die Wahrnehmung inzwischen geändert. Bezüglich des „Technisierungsgrads der Börse“ sowie der „Höhe der Transaktionskosten“ liegt Frankfurt nach Einschätzung der Befragten sogar vor London. Gleichzeitig hat dies zu dem Ruf Frankfurts geführt, dass am Finanzplatz ein großes technisches *Know-How* verfügbar ist. In den Jahren des Aktien-Booms galt die Deutsche Börse denn auch als Aushängeschild des Finanzplatzes Frankfurt.

Von der Politik wurde von den Teilnehmern der Studie besonders auf die Etablierung einer im internationalen Standard modernen Regulierung gefordert. Hier gilt Frankfurt als relativ zu den anderen internationalen Finanzplätzen im Nachteil, da die Regulierung zu wenig auf die Gegebenheiten des Marktes ausgerichtet sei.

Bankorientierte Standortfaktoren und der Arbeitsmarkt für Experten der Finanzwirtschaft – Im Bereich der bankorientierten Faktoren weist Frankfurt noch einige Defizite auf. Insbesondere die Schwierigkeiten bei der Rekrutierung von qualifiziertem Personal wurden von den Teilnehmern wiederholt beklagt. Im Gespräch wurde der Arbeitsmarkt denn auch allgemein als größte Schwäche Frankfurts angegeben. Dabei lagen die Ursachen zum einen in der Höhe der Einkommensteuerbelastung, die auf potenzielle Bewerber abschreckend wirkt. Zum anderen hängt der Stadt noch immer der Ruf an, relativ ausdruckslos zu sein. Aus Sicht der Arbeitgeber bedeuten die relativ hohen Lohnnebenkosten auch, dass es lohnenswert sein kann, Arbeitnehmer eher in London als in Frankfurt einzustellen. Regelmäßige Reisen nach Frankfurt bzw. Deutschland sollen versuchen, den direkten Kundenkontakt herzustellen.

In Teilen wird auch eine Strategie verfolgt, nach der lediglich die Kundenkontakte aus Frankfurt heraus betreut werden und die eigentliche Bearbeitung der Finanztransaktionen von Spezialisten in bspw. London erfolgt. Insgesamt wurde in diesem Bereich die fehlende kritische Masse kritisiert, wobei anerkannt wurde, dass hier kaum direkte Einflussmöglichkeiten bestehen. Kritische Masse entsteht durch Ansiedlung von Finanzinstituten und Finanzexperten, die ihre Standorte nach den jeweils vorhandenen Geschäftspotenzialen ausrichten.

Kritische Masse umfasste nach Ansicht der Befragten auch die Internationalität der Geschäftspartner. Hier zeigt sich zwar eine positive Entwicklung für Frankfurt zwischen 1990 und 1999, aber dennoch bleibt Frankfurt sehr dem deutschen Geschäft verhaftet.

Tabelle A 4 Vergleich der Finanzzentren 1999 und 1990

Kriterien	Frankfurt		London		Paris	
	1999	1990	1999	1990	1999	1990
Volkswirtschaftliche Faktoren						
Stärke der Volkswirtschaft	1	1	2	3	3	2
Stabilität des wirtschaftlichen Systems	1	1	2	3	3	2
Stabilität des politischen Systems	2	2	1	1	3	3
Stabilität des sozialen Systems	1	k.A.	2	k.A.	3	k.A.
Unternehmensbesteuerung	3	3	1	1	2	2
Einkommensbesteuerung	2	3	1	1	3	2
Ersparnisbildung	1	1	3	3	2	2
Kapitalmarktorientierte Faktoren						
Organisation und Struktur des Börsenwesens	2	3	1	1	3	2
Technisierungsgrad der Börse	1	k.A.	3	k.A.	2	k.A.
Höhe der Transaktionskosten	1	3	2	1	3	2
Liquidität der Märkte	2	2	1	1	3	3
Transparenz der Märkte	2	3	1	1	3	2
Anlegerfreundliche Regulierung	2	k.A.	1	k.A.	3	k.A.
Vielfalt der gehandelten Produkte	2	3	1	1	3	2
Innovationsfreudigkeit	2	3	1	1	3	2
Bankenorientierte Faktoren						
Anwesenheit der EZB	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.
Verfügbarkeit von qualifiziertem Personal	2	3	1	1	3	2
Ausbildungsstand von Berufsanfängern	2	k.A.	1	k.A.	3	k.A.
Anwesenheit anderer Banken	2	k.A.	1	k.A.	3	k.A.
Anwesenheit ausländischer Banken	2	2	1	1	3	3
Bankenfreundliche Regulierung	2	k.A.	1	k.A.	3	k.A.
Anwesenheit spezialisierter Dienstleister	2	k.A.	1	k.A.	3	k.A.
Allgemeine Faktoren						
Infrastruktur/Anbindung	1	2	2	1	3	3
Kommunikationskosten	2	2	1	1	3	2
Büro- und Wohnraumkosten	1	1	3	3	2	2
Personalkosten	3	2	1	3	2	1
Lebensqualität, Kultur- und Freizeitangebot	3	3	1	2	2	1

Europäische Zentralbank als Standortfaktor – Die Entscheidung, Frankfurt als Sitz der Europäischen Zentralbank zu wählen, war mit vielen Hoffnungen für die Entwicklungen des führenden deutschen Finanzzentrums verbunden. Allerdings zeigen die Ergebnisse, die während der Einführungsphase der EZB durchgeführten Befragung, zu diesem Zeitpunkt ein skeptisches Bild über die Bedeutung der EZB für

einen Finanzplatz. Die den Ergebnissen zugrunde liegende Frage lautete, ob die Europäische Zentralbank für einen Finanzplatz einen wichtigen Standortfaktor darstellt, der Geschäft und Banken anzieht. Die Teilnehmer in London und Paris verneinten diese Frage mit 26 Prozent bzw. 31 Prozent, während der Anteil in Frankfurt nur 11 Prozent betrug. Allerdings wird die eigentliche Bedeutung der EZB für einen Finanzplatz in allen drei Zentren hauptsächlich als „Prestige-Faktor“ gesehen. Als Ursachen für die geringen Bedeutung der EZB für den Finanzplatz wurde in Paris übereinstimmend darauf verwiesen, dass alle relevanten Entscheidungen der Europäischen Zentralbank zeitgleich in Frankfurt und Paris elektronisch verfügbar seien und somit eine physische Nähe zu der Europäischen Zentralbank nicht notwendig sei. In London wurde dieser Punkt ebenfalls genannt, wobei zudem darauf hingewiesen wurde, dass sich die Rolle der Zentralbank noch finden müsse und sich daher die Bedeutung durchaus noch weiter verstärken könne, insbesondere, wenn sie auf dem Geldmarkt eine aktivere Rolle spiele. Daneben sei die EZB in ihrer Ausrichtung zu „politisch“ und für das tägliche Geschäft kaum relevant.

Die Teilnehmer in London und Paris, die der EZB eine Bedeutung für den Finanzplatz zusprachen, gaben hierfür neben dem Faktor „Macht“ auch die Rolle der EZB als Arbeitgeber qualifizierter Analysten und *Researcher* an. Weder die Rolle als Arbeitgeber noch die Funktion als „Machtzentrum“ wurde in Frankfurt betont. Statt dessen wurde in Frankfurt die Möglichkeit zu informellen Kontakten zu den Entscheidungsträgern hervorgehoben. Diese Art der Kommunikation könnte durch elektronische Medien nicht ersetzt werden. Zudem habe Frankfurt durch die internationale Visibilität der EZB als Standort auf der Weltkarte der Finanzzentren einen festen Platz eingenommen.

Allgemeine Faktoren – Bei den allgemeinen Faktoren zeigt sich deutlich, dass Frankfurt nach Einschätzung der Befragten in Bezug auf Lebensqualität nicht mit den internationalen Metropolen London und Paris konkurrieren kann. Dies kann auch nicht dadurch aufgefangen werden, dass die Lebenshaltungskosten in Frankfurt geringer sind als in den beiden anderen Städten. So lange die Erträge ausreichen, um die Kosten zu decken, werden auch die Preise für Büro- und Wohnraum nur eine untergeordnete Rolle spielen.

A 2.3 Frankfurts Position in Europa – ein Vergleich mit London und Paris

Bei der Gesamtbetrachtung der Faktoren (vgl. Tabelle A 5) zeigt sich, dass Frankfurt zwar deutlich hinter London, aber noch vor Paris liegt. Dies bedeutet gegenüber den Ergebnissen aus der Studie von Häuser et al. (1990) eine Verbesserung der relativen Position Frankfurts und eine Verschlechterung der relativen Position von Paris.

Tabelle A 5 Rangfolge der Finanzzentren 1999 (geordnet nach Bedeutung der Standortfaktoren)

Rang	Kriterium	Frankfurt	London	Paris
1	Verfügbarkeit von qualifiziertem Personal	2	1	3
2	Liquidität der Märkte	2	1	3
3	Transparenz der Märkte	2	1	3
4	Anlegerfreundliche Regulierung	2	1	3
5	Anwesenheit anderer Banken	2	1	3
6	Organisation und Struktur des Börsenwesens	2	1	3
7	Innovationsfreudigkeit	2	1	3
8	Einkommensbesteuerung	2	1	3
9	Anwesenheit spezialisierter Dienstleister	2	1	3
10	Bankenfreundliche Regulierung	2	1	3
11	Technisierungsgrad der Börse	1	3	2
12	Höhe der Transaktionskosten	1	2	3
13	Anwesenheit ausländischer Banken	2	1	3
14	Infrastruktur/Anbindung	1	2	3
15	Stabilität des politischen Systems	2	1	3
16	Unternehmensbesteuerung	3	1	2
17	Vielfalt der gehandelten Produkte	2	1	3
18	Stabilität des sozialen Systems	1	2	3
19	Stabilität des wirtschaftlichen Systems	1	2	3
20	Kommunikationskosten	2	1	3
21	Personalkosten	3	1	2
22	Ausbildungsstand von Berufsanfängern	2	1	3
23	Lebensqualität, Kultur- und Freizeitangebot	3	1	2
24	Stärke der Volkswirtschaft	1	2	3
25	Büro- und Wohnraumkosten	1	3	2
26	Ersparnisbildung	1	3	2
27	Anwesenheit der EZB	k.A.	k.A.	k.A.

Für keinen der Standortfaktoren wird Paris auf den ersten Rang gesetzt und auch die Anzahl der Platzierungen auf dem zweiten Rang sind sehr gering. Im Bereich der kapitalmarkt- und bankenorientierten Standortfaktoren gibt es nur eine einzige zweite Platzierung für Paris, nämlich bei dem Technisierungsgrad der Börse. Auch wenn nicht von einem ausgeglichenen Verhältnis zwischen London und Frankfurt gesprochen werden kann, so hat Frankfurt doch einige erste Platzierungen vorzuweisen. Diese liegen insbesondere im Bereich der hier als volkswirtschaftlich bzw. allgemein bezeichneten Faktoren.

Die Untersuchung der Einzelwerte zeigt allerdings auch, dass der Vorsprung Londons vor Frankfurt deutlich markanter ist, als jener von Frankfurt vor Paris. An dem Ergebnis erstaunt jedoch weniger die deutliche Überlegenheit Londons im Vergleich zu sowohl Frankfurt als auch Paris, sondern dass Paris in fast allen Bereichen relativ schlecht abschneidet. Die meisten Veränderungen treten im Bereich der Beurteilung der französischen Wirtschaft und des französischen Kapitalmarktes auf. Hier wird die britische Wirtschaftskraft inzwischen höher eingeschätzt als zuvor die französische.

Auf der Kapitalmarktseite verliert Paris gegenüber Frankfurt in der Bewertung der entsprechenden Standortfaktoren. Trotz dieser Veränderungen ist nicht zu verkennen, dass sich die Einschätzung bei einem Drittel der Standortfaktoren nicht geändert hat. So gilt Frankfurt noch immer als in der stärksten und stabilsten Volkswirtschaft verankert, und London ist weiterhin führend bezüglich der Transparenz und der Liquidität der Märkte am Finanzplatz. Auch an Frankfurts schlechtem Abschneiden in Bezug auf die hier (angeblich nicht) vorhandene Lebensqualität und das Freizeit- und Kulturangebot hat sich nichts geändert.⁹²

Für den Großteil der untersuchten Faktoren (7 von 22) gilt die Wettbewerbssituation als ausgeglichen zwischen den 3 Finanzzentren oder es kann kein eindeutiger Wettbewerbsvergleich vorgenommen werden (4 von 22). Die Ergebnisse zeigen, dass ähnlich wie in der Darstellung der direkten Befragung von Marktteilnehmern die Wettbewerbsvorteile Londons gegenüber Frankfurt überwiegen. Allein bezogen auf den Terminmarkt kann Frankfurt einen nachhaltigen Wettbewerbsvorteil gegenüber London vorweisen. Umgekehrt überwiegen die Wettbewerbsvorteile Frankfurts gegenüber Paris. Zwar ist die Position Paris in Bezug auf die Rechtsstruktur börsennotierter Gesellschaften und die Lebensqualität in Relation zu Frankfurt besser gestellt; aber Frankfurt weist insbesondere im Bereich der Marktgröße und -liquidität, der Börsenhandelssysteme und des Humankapitals Wettbewerbsvorteile auf.

⁹² Die Untersuchung der relativen Stärken und Schwächen Frankfurts anhand eines ressourcenorientierten Ansatzes von Dielt et al. (1999) kommt zu ähnlichen Ergebnissen.

Tabelle A 6 Vergleich der Rangfolge der Standortfaktoren 1999

Rang	Gesamt	Frankfurt	London	Paris
1	Verfügbarkeit von qualifiziertem Personal	Liquidität der Märkte	Verfügbarkeit von qualifiziertem Personal	Liquidität der Märkte
2	Liquidität der Märkte	Verfügbarkeit von qualifiziertem Personal	Anlegerfreundliche Regulierung	Verfügbarkeit von qualifiziertem Personal
3	Transparenz der Märkte	Transparenz der Märkte	Bankenfreundliche Regulierung	Personalkosten
4	Anlegerfreundliche Regulierung	Unternehmensbesteuerung	Innovationsfreudigkeit	Organisation und Struktur des Börsenwesens
5	Anwesenheit anderer Banken	Einkommensbesteuerung	Anwesenheit spezialisierter Dienstleister	Stärke der Volkswirtschaft
6	Organisation und Struktur des Börsenwesens	Höhe der Transaktionskosten	Vielfalt der gehandelten Produkte	Anwesenheit anderer Banken
7	Innovationsfreudigkeit	Organisation und Struktur des Börsenwesens	Liquidität der Märkte	Transparenz der Märkte
8	Einkommensbesteuerung	Technisierungsgrad der Börse	Anwesenheit anderer Banken	Stabilität des sozialen Systems
9	Anwesenheit spezialisierter Dienstleister	Stabilität des wirtschaftlichen Systems	Transparenz der Märkte	Stabilität des wirtschaftlichen Systems
10	Bankenfreundliche Regulierung	Innovationsfreudigkeit	Einkommensbesteuerung	Anlegerfreundliche Regulierung
11	Technisierungsgrad der Börse	Bankenfreundliche Regulierung	Anwesenheit ausländischer Banken	Anwesenheit spezialisierter Dienstleister
12	Höhe der Transaktionskosten	Anlegerfreundliche Regulierung	Stabilität des sozialen Systems	Stabilität des politischen Systems
13	Anwesenheit ausländischer Banken	Anwesenheit anderer Banken	Infrastruktur/Anbindung	Innovationsfreudigkeit
14	Infrastruktur/Anbindung	Infrastruktur/Anbindung	Technisierungsgrad der Börse	Einkommensbesteuerung
15	Stabilität des politischen Systems	Kommunikationskosten	Stabilität des politischen Systems	Höhe der Transaktionskosten
16	Unternehmensbesteuerung	Ausbildungsstand von Berufsanfängern	Unternehmensbesteuerung	Anwesenheit ausländischer Banken
17	Vielfalt der gehandelten Produkte	Anwesenheit spezialisierter Dienstleister	Höhe der Transaktionskosten	Technisierungsgrad der Börse
18	Stabilität des sozialen Systems	Stabilität des politischen Systems	Lebensqualität, Kultur- und Freizeitangebot	Infrastruktur/Anbindung
19	Stabilität des wirtschaftlichen Systems	Vielfalt der gehandelten Produkte	Organisation und Struktur des Börsenwesens	Ausbildungsstand von Berufsanfängern
20	Kommunikationskosten	Anwesenheit ausländischer Banken	Ausbildungsstand von Berufsanfängern	Ersparnisbildung
21	Personalkosten	Personalkosten	Kommunikationskosten	Unternehmensbesteuerung

Fortsetzung der Tabelle A 6

22	Ausbildungsstand von Berufsanfängern	Stärke der Volkswirtschaft	Stabilität des wirtschaftlichen Systems	Vielfalt der gehandelten Produkte
23	Lebensqualität, Kultur- und Freizeitangebot	Lebensqualität, Kultur- und Freizeitangebot	Personalkosten	Lebensqualität, Kultur- und Freizeitangebot
24	Stärke der Volkswirtschaft	Stabilität des sozialen Systems	Büro- und Wohnraumkosten	Büro- und Wohnraumkosten
25	Büro- und Wohnraumkosten	Büro- und Wohnraumkosten	Stärke der Volkswirtschaft	Kommunikationskosten
26	Ersparnisbildung	Anwesenheit der EZB	Ersparnisbildung	Bankenfreundliche Regulierung
27	Anwesenheit der EZB	Ersparnisbildung	Anwesenheit der EZB	Anwesenheit der EZB

A 2.4 Finanzplatzwettbewerb in Deutschland

Im Gegensatz zu den meisten anderen europäischen Ländern gibt es in Deutschland neben der Diskussion der Frage nach der Wettbewerbssituation in Europa auch eine Diskussion des Finanzplatzwettbewerbs innerhalb Deutschlands. Obwohl Frankfurt aufgrund der Größe der Börse und der Zahl der in Frankfurt ansässigen Banken und Finanzdienstleister bei weitem jeden anderen Standort in Deutschland als Finanzplatz dominiert, wird diese Diskussion nicht zuletzt durch die fortwährende Existenz der Regionalbörsen am Leben erhalten.

Im Zuge der Wiedervereinigung Anfang der Neunziger Jahre wurde zudem Berlin eine gewisse Chance eingeräumt, zu einem bedeutenden Finanzzentrum in Deutschland heranzuwachsen. Diese Diskussion gründete auf der Vormachtstellung Berlins im Finanzsektor in den Jahren 1870 bis 1945. Allerdings konnte Berlin sich trotz seiner führenden politischen Rolle in Deutschland bisher nicht zu einem bedeutenden Finanzstandort entwickeln. Auch für die Zukunft werden Berlin als Finanzzentrum keine Chancen gegenüber Frankfurt eingeräumt.

Auf die Frage nach dem deutschen Finanzplatzwettbewerb wurde noch 1999 kein ernsthafter Konkurrent für Frankfurt in Deutschland identifiziert (Harrschar-Ehrnberg 2002). 86 Prozent der Befragten gaben an, dass es in Deutschland kein anderes relevantes Finanzzentrum gebe. Immerhin 14 Prozent der Befragten erklärten, dass Düsseldorf durch seine Lage nahe der nordrhein-westfälischen Industrie ein wichtiger Standort sei. Berlin wurde trotz des zu dieser Zeit dort noch ansässigen Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen von keinem der Befragten genannt. Außerdem sah keiner Anzeichen dafür, dass sich eine Verlagerung der Banken nach Berlin (oder einem anderen deutschen Finanzplatz) ergeben würde.

Seit etwa einem Jahr wird inzwischen München als „Herausforderer“ Frankfurts diskutiert, da die bayerische Metropole als Standort der Hauptverwaltungen der Allianz und er Münchner Rück als Versicherungsplatz Nr. 1 in Deutschland gelten darf. Dazu kommt die in den letzten Jahren gewachsene Bedeutung von Versicherungsgesellschaften als Kapitalanleger, die Übernahme der Dresdner Bank durch die Allianz und die finanziellen Beteiligungen, mit denen die Versicherungsgesellschaften mit der deutschen Industrie verbunden sind. München nimmt darüber hinaus eine besondere Stellung im Bereich *Venture Capital* ein.

Insgesamt lässt sich hieraus zum gegenwärtigen Zeitpunkt kein Wechsel an der Spitze der deutschen Finanzplatzhierarchie ableiten. München nimmt im Bereich des Kapitalmarktes keine bedeutende Stellung ein, auch wenn es (freilich mit erheblichem Abstand) Börsenplatz Nr. 3 in Deutschland ist. Daneben gilt München weiterhin als wenig international. Die Diskussion um München als möglicher Rivale Frankfurts ist wohl lediglich Ausdruck einer fragmentierten Finanzplatzstruktur in Deutschland, die zudem politisch noch gefördert wird. Dies macht es Frankfurt und Deutschland insgesamt bedeutend schwerer, sich durch den Aufbau einer „kritischen Masse“ im internationalen Finanzgeschäft zu profilieren, als beispielsweise Paris oder London, die im eigenen Land keinen nennenswerten Wettbewerb verspüren.

A 3 Institutionelle Regelungen des Altersvermögensgesetzes (AVmG) und erste Reaktionen von Marktteilnehmern

A 3.1 Begünstigte, Produkte, Förderrahmen

Mit dem Altersvermögensgesetz (AVmG) werden ab 2002 schrittweise steigende Mittel für die Förderung der kapitalgedeckten Altersvorsorge eingesetzt. Zum Kreis der Begünstigten gehören alle Personen, die Pflichtbeiträge zur Gesetzlichen Rentenversicherung (GRV) entrichten sowie deren Ehepartner. Ausgeschlossen sind damit die meisten Selbständigen sowie freiwillig Versicherte der GRV. Nicht begünstigt sind nach dem AVmG neben den Beamten, Richtern und Soldaten die rentenversicherungspflichtigen Arbeitnehmer(innen) des öffentlichen Dienstes und vergleichbar durch Zusatzversorgungssysteme abgesicherte Bereiche (Kirchen, Wohlfahrtsverbände, Sozialversicherungen). Es wurde jedoch vorgesehen, dass nach einer „wirkungsgleichen Übertragung“ der Absenkungsmaßnahmen die Förderung auch hier greifen sollte. Dies ist zwischenzeitlich durch Korrekturen in der Beamtenversorgung sowie durch tarifvertragliche Beendigung der Gesamtversorgung und deren Ersetzung durch eine neue Betriebsrentenlösung erreicht worden. Nach dieser Öffnung sind rund 35 Millionen Personen vom AVmG begünstigt.

Förderfähige Produkte können von Kreditinstituten, Finanzdienstleistern und Kapitalgesellschaften angeboten werden. Förderfähig wird ein Produkt durch eine vorangehende Zertifizierung, die durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BAFin) erfolgt. Infrage kommen Anlagen, die an die Vollendung des 60. Lebensjahres der Berechtigten oder den Beginn einer GRV-Rente wegen verminderter Erwerbsfähigkeit oder Alters gebunden sind. Eine steigende oder gleich bleibende monatliche Leibrente muss garantiert werden. Auch entsprechende Leistungen aus Fonds oder Bankguthaben sind zulässig; müssen dann aber für die Altersphase ab 85 eine Rentenversicherung enthalten. Zum Beginn der Leistungen müssen mindestens der Nominalbetrag der eingezahlten Beiträge und anschließend die laufenden Zahlungen garantiert werden. Förderrahmen ist eine Vorsorgeaufwendung, die von 2002 bis 2008 stufenförmig von 1 bis auf 4 Prozent des Bruttoentgelts bis zur Beitragsbemessungsgrenze anwächst. Alternativ zur Zulage, die nach Familienstand und Kinderzahl gestaffelt ist, kommt ein Sonderausgabenabzug in Frage.⁹³

Die Riester-Förderung greift auch für mehrere Formen der betrieblichen Altersvorsorge (BAV). Diese wird allerdings noch durch weitere Maßnahmen begünstigt. Eine Zertifizierung durch das BAFin ist hier nicht erforderlich. Die BAV wird

⁹³ Da die Zulagen auf niedrige Einkommen (sowie Kindererziehende) zentriert sind und die Wirkungen des Sonderausgabenabzugs vom Grenzsteuersatz abhängen, hat die Begünstigung einen U-förmigen Effekt.

weiterhin durch einen neuen individuellen Rechtsanspruch der Beschäftigten auf steuerfreie – und bis 2008 zudem beitragsfreie – Entgeltumwandlung gestärkt. Die Entgeltumwandlung ist im Gegensatz zur Riester-Förderung schon ab 2002 mit bis zu vier Prozent des Bruttoentgelts bis zur Beitragsmessungsgrenze der GRV zulässig. Die BAV wird zusätzlich durch den neuen Durchführungsweg Pensionsfonds nach angelsächsischem Vorbild gestärkt. Im Gegensatz zu den traditionellen Durchführungswegen sind Anlageentscheidungen hier weit weniger eingengt (was vor allem die Aktienkomponente betrifft). Die Begünstigung der Zusatzvorsorge von Beschäftigten wird dadurch noch weiter verstärkt, dass Riester-Förderung und Betriebsrentenpläne nebeneinander in Anspruch genommen werden können.⁹⁴

A 3.2 Bisherige Reaktionen von Tarifparteien, Unternehmen und Förderberechtigten⁹⁵

Das AVmG hat die Tarifparteien unter einen gewissen Handlungsdruck gesetzt, neue Vorsorgelösungen auf Branchenbasis zu schaffen. Soweit Entgeltansprüche von Beschäftigten tarifvertraglich geregelt sind, sind tarifliche Regelungen (bzw. Öffnungen) nach dem Gesetz unabdingbare Voraussetzung für die Nutzung der Entgeltumwandlung⁹⁶. Seit der Verabschiedung des AVmG ist eine breite Tarifbewegung in Gang gekommen.

Inzwischen sind 170 Tarifverträgen für branchenbezogene Zusatzangebote für ca. 18 Mio. Beschäftigte installiert worden. Diese Zahl steigt kontinuierlich weiter an. Als tarifliche „Schwergewichte“ sind die Branchenlösungen Metall und Elektro in Zusammenarbeit der Tarifparteien mit der Allianz (München), Chemie/Pharma in Zusammenarbeit der Tarifparteien mit der HypoVereinsbank (München) und Bauwirtschaft (tarifvertragliche gemeinsam verwaltete Pensionskasse SOKA-Bau, Wiesbaden) zu nennen. Anfang 2002 ist auch - wie erwähnt - der zunächst vom AVmG nicht begünstigte im weiteren Sinne öffentliche Sektor (Staat, Kirchen, Wohlfahrtsverbände, Sozialversicherungen) für die Riester-Förderung geöffnet worden. Diese Öffnung gilt jedoch bis dato nicht für die Bruttoentgeltumwandlung, weshalb hier rund 4,8 Millionen Beschäftigte herausfallen. Im öffentlichen Sektor treten die bisherigen Zusatzversorgungskassen – als Schwergewicht sei die Versorgungsanstalt des Bundes und der Länder (VBL, Karlsruhe) genannt – seit September 2002 als Anbieter von Altersvorsorgeprodukten auf.

⁹⁴ Da der Rahmen für die Riester-Förderung 2002-08 schrittweise von 1 Prozent auf 4 Prozent steigt, die Entgeltumwandlung jedoch sofort 4 Prozent ausschöpfen kann, entwickelt sich das Maximum des begünstigten Einkommensbereichs von 2002/3 5 Prozent über 6 Prozent 2004/5, 7 Prozent 2006/7 auf 8 Prozent ab 2008. Diese Prozentsätze beziehen sich auf die heutige Beitragsbemessungsgrenze, nicht auf das persönliche Bruttogehalt. Bezogen auf das Durchschnittsbruttogehalt erreicht damit der Förderrahmen 2008 nahezu 14 Prozent. Dieser Wert kann mittels weiterer Kumulationsmöglichkeiten innerhalb der BAV noch weiter hinaufgeschoben werden.

⁹⁵ Den folgenden Ausführungen liegen eine größere Zahl von Hintergrundgesprächen des für diesen Abschnitt verantwortlichen Autors zugrunde (Diether Döring).

⁹⁶ Tarifvertragliche Angebote können auch Nichttarifgebundenen durch Zusatzvereinbarung zum Arbeitsvertrag zugute kommen.

Die bis dato ausgehandelten Altersvorsorgetarifverträge zeigen eine große Bandbreite von ausschließlich arbeitnehmerfinanzierten (z.B. Metall und Elektro), arbeitgeberbezuschussten (z.B. Chemie) bis hin zu wenigen überwiegend arbeitgeberfinanzierten Lösungen (z.B. Bau). Die genauere Analyse zeigt, dass Tarifpartner und Unternehmen die Bruttoentgeltumwandlung mit Blick auf die Steuer- und Beitragsfreiheit und die nachgelagerte Besteuerung als den Königsweg der Zusatzvorsorge betrachten. Bezüglich der Inanspruchnahme der tariflichen Branchenangebote kann eine verlässliche Einschätzung vor Jahresende 2002 kaum abgegeben werden, zumal die volle Förderung noch bis zu Jahresende erlangt werden kann und offenbar viele Beschäftigte vorrangig das Weihnachtsgeld für die Entgeltumwandlung nutzen wollen. Beispielhaft können „Zwischenstände“ für die „Metallrente“ genannt werden, die 7.000 Unternehmen mit rund 4,2 Millionen Beschäftigten offen steht: hier haben sich bis Anfang Oktober 800 Unternehmen mit rund 800.000 Beschäftigten beteiligt. Im Chemie/Pharma-Bereich haben bis Ende August 2002 von rund 1,5 Millionen Berechtigten rund 400.000 gezeichnet.

Entgegen den Erwartungen haben sich zum Teil auch Großunternehmen solchen Branchenlösungen angeschlossen (z.B. Daimler-Chrysler, Porsche, Henkel, Schering). Möglicherweise durch die enttäuschende Entwicklung des Aktienmarktes beeinflusst, scheinen zunächst die traditionellen Durchführungswege der BAV stärker genutzt zu werden als die „riskanteren“ Pensionsfonds, die sehr hohe Aktienengagements erlauben.⁹⁷

Die neuen Branchenangebote der Tarifparteien, die nicht verpflichtend sind, stehen im Wettbewerb zu unternehmensbezogenen Lösungen und der Individualvorsorge à la Riester. In einzelnen international tätigen Großunternehmen sind im Übrigen neuerdings Bestrebungen zur Gründung international aufgestellter Pensionsfonds feststellbar. Als Beispiel seien die Überlegungen der Volkswagen AG für einen europäischen Unternehmenspensionsfonds genannt.

Für die Individualvorsorge sind bisher rund 3.600 „Riester-Verträge“ vom BAFin zertifiziert worden. Diese sind bis zur Jahresmitte 2002 von rund 2,5 Millionen Begünstigten gezeichnet worden⁹⁸. Zum zögerlichen Vorgehen vieler Förderberechtigter in der betrieblichen wie der Individualvorsorge mag neben der Tatsache, dass die Förderung noch bis Jahresende erlangt werden kann, auch die Unsicherheit beigetragen haben, ob das AVmG nach der inzwischen stattgefundenen Bundestagswahl nochmals verändert würde. Darüber hinaus darf nicht übersehen werden, dass die neuen Riester-Renten trotz der Renditevorteile, die sich aus der

⁹⁷ Eine Rolle mag hier allerdings auch die etwas zögerliche Genehmigungspraxis des BAFin spielen. Bis Mitte Oktober sind erst 14 Pensionsfonds zugelassen worden (u.a. Telekom, Bosch, Gerling, Branchenfonds Chemie). 13 Anträge sind noch in der Prüfung.

⁹⁸ Davon allein rund 20 Prozent bei der Allianz (München); vgl. Interview mit dem Vorstandsvorsitzenden der Allianz Lebensversicherung Rupprecht in der FAZ vom 05.09.02; sowie das Gespräch des Autors (Diether Döring) mit der Leitung der Allianz Dresdener Pension Consult GmbH.

Förderung ergeben, weiterhin im Wettbewerbs zu anderen Sparformen (z.B. Investmentfonds, Banksparplänen) stehen, die den Vorteil einer größeren Wahlfreiheit bieten. Außerdem weist die gesamte Angebotspalette der Altersvorsorge eine große Unübersichtlichkeit auf, was die persönliche Entscheidung wie auch die Entscheidung in den Unternehmen erschwert (und verzögert). Mit großer Wahrscheinlichkeit darf jedoch mit einer Art „Jahresend-Rally 2002“ gerechnet werden.

A 3.3 Modellrechnungen zur Abschätzung von Sparvolumina nach dem Altersvermögensgesetz

Tabelle A 7 Gegenüberstellung von zwei Modellrechnungen zum Netto-AVmG-Potenzial in Euro: Fall A der Entgeltumwandlung und Fall B der Riesterförderung)

	Netto-AVmG-Potenzial Fall A (Entgeltumwandlung)	Netto-AVmG-Potenzial Fall B (Riesterförderung)
2.002	30.490.305.816	8.785.360.631
2.003	61.007.290.649	17.894.461.800
2.004	91.562.640.386	37.030.869.818
2.005	122.168.061.343	56.884.220.080
2.006	152.835.284.753	88.172.174.851
2.007	183.576.071.267	120.650.492.130
2.008	214.402.215.466	166.156.832.088
2.009	245.325.550.388	213.419.408.373
2.010	276.357.952.076	262.532.858.710
2.011	307.511.344.138	313.596.462.953
2.012	338.797.702.335	366.714.376.367

Quelle: Eigene Berechnungen

Tabelle A 8 Berechnung des Netto-AVmG-Potenzials: Entgeltumwandlung (Fall A)

Spalte 1	Spalte 2	Spalte 3	Spalte 4	Spalte 5	Spalte 6	Spalte 7	Spalte 8	Spalte 9
Berechnungs-jahr	durchschnittl. Jahresbruttolohn/-gehalt	jährl. Anstieg (Basis: Spalte 2)	Ergebnis 1	Entgeltumwandlung (aus Spalte 4; Abführung am 1.07.)	Vermögensbestand (Spalte 11)	Ergebnis 2 (Entgeltumwandlung und Verm.-Bestand)	Rendite (aus Spalte 7)	Ergebnis 3 (Spalte 7+8)
2002	26.560,80	0,00	26.560,80	1.062,43	0,00	1.062,43	17,26	1.079,70
2003	26.560,80	531,22	27.092,02	1.083,68	1.025,71	2.109,39	50,95	2.160,34
2004	27.092,02	541,84	27.633,86	1.105,35	2.052,32	3.157,68	84,66	3.242,34
2005	27.633,86	552,68	28.186,53	1.127,46	3.080,22	4.207,68	118,43	4.326,11
2006	28.186,53	563,73	28.750,26	1.150,01	4.109,80	5.259,82	152,26	5.412,07
2007	28.750,26	575,01	29.325,27	1.173,01	5.141,47	6.314,48	186,16	6.500,64
2008	29.325,27	586,51	29.911,77	1.196,47	6.175,61	7.372,08	220,15	7.592,23
2009	29.911,77	598,24	30.510,01	1.220,40	7.212,62	8.433,02	254,24	8.687,26
2010	30.510,01	610,20	31.120,21	1.244,81	8.252,89	9.497,70	288,45	9.786,15
2011	31.120,21	622,40	31.742,61	1.269,70	9.296,84	10.566,55	322,78	10.889,33
2012	31.742,61	634,85	32.377,47	1.295,10	10.344,86	11.639,96	357,25	11.997,21

Jahresbruttolohn/-gehalt der Arbeitnehmer

im Jahr 2002 in Euro (Durchschnitt) ¹	26.560,80
Arbeitnehmer ²	29.726.000
Jahr (Tage)	360

Annahmen:

jährl. Anstieg des Jahresbruttolohns/-gehalts	2%
Entgeltumwandlung	4%
Rendite (Verzinsung; auf Spalte 7)	3,25%
Verwaltungskosten (auf Spalte 9)	5%

Fortsetzung der Berechnung des Netto-AVmG-Potenzials: Entgeltumwandlung (Fall A)

Berechnungs- jahr	Spalte 10 Verwaltungs- kosten aus Spalte 7)	Spalte 11 Ergebnis 4 (Spalte 7+8-10)	Spalte 12 Arbeit- nehmer	Spalte 13 Entgeltum- wandlungs- potential (auf Arbeitnehmer bezogen; jew. Jahr)	Spalte 14 kumuliertes Brutto-AVmG- Potential (ohne Rendite, jew. Jahr)	Spalte 15 netto AVmG- Potential (Spalte 11* Spalte 12; p.a.)	Spalte 16 Verw.- Kosten- potential (jew. Jahr)
2002	53,98	1.025,71	29.726.000	31.581.853.632,00	31.581.853.632,00	30.490.305.815,84	1.604.752.937,68
2003	108,02	2.052,32	29.726.000	32.213.490.704,64	63.795.344.336,64	61.007.290.649,28	3.210.910.034,17
2004	162,12	3.080,22	29.726.000	32.857.760.518,73	96.653.104.855,37	91.562.640.386,41	4.819.086.336,13
2005	216,31	4.109,80	29.726.000	33.514.915.729,11	130.168.020.584,48	122.168.061.343,24	6.429.897.965,43
2006	270,60	5.141,47	29.726.000	34.185.214.043,69	164.353.234.628,17	152.835.284.753,36	8.043.962.355,44
2007	325,03	6.175,61	29.726.000	34.868.918.324,56	199.222.152.952,73	183.576.071.267,42	9.661.898.487,76
2008	379,61	7.212,62	29.726.000	35.566.296.691,05	234.788.449.643,79	214.402.215.466,10	11.284.327.129,79
2009	434,36	8.252,89	29.726.000	36.277.622.624,88	271.066.072.268,66	245.325.550.388,22	12.911.871.073,06
2010	489,31	9.296,84	29.726.000	37.003.175.077,37	308.069.247.346,04	276.357.952.075,80	14.545.155.372,41
2011	544,47	10.344,86	29.726.000	37.743.238.578,92	345.812.485.924,96	307.511.344.137,89	16.184.807.586,20
2012	599,86	11.397,35	29.726.000	38.498.103.350,50	384.310.589.275,46	338.797.702.334,70	17.831.458.017,62

Quellen:

¹ Eigene Berechnung aus dem mit 2 v.H. erhöhten durchschnittlichen Bruttolohn 2001; siehe Anlage. Durchschnittlicher Bruttolohn 2001: Arbeitnehmerentgelt, Löhne und Gehälter (Inländer), Tabelle 1.8 (Spalte 8), in: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung, Vierteljahresergebnisse der Inlandsproduktberechnung, 2. Vierteljahr 2002, Fachserie 18, Reihe 3, Wiesbaden, August 2002

² Bevölkerung und Erwerbstätigkeit, Tabelle 1.10 (Spalte 5), in: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung, Vierteljahresergebnisse der Inlandsproduktberechnung, 2. Vierteljahr 2002, Fachserie 18, Reihe 3, Wiesbaden, August 2002. Eigene Berechnung: Arbeitnehmerzahl um Beamte und Arbeitnehmer im öffentlichen Dienst reduziert.

Tabelle A 9 Berechnung des Netto-AVmG-Potenzials: Riesterförderung (Fall B)

Spalte 1	Spalte 2	Spalte 3	Spalte 4	Spalte 5	Spalte 6	Spalte 7	Spalte 8	Spalte 9
Berechnungs-jahr	durchschnittl. Jahresbruttolohn/-gehalt	jährl. Anstieg (Basis: Spalte 2)	Ergebnis 1	Entgeltum-wandlung (aus Spalte 4; Abführung am 1.07.)	Vermögens-bestand (Spalte 11)	Ergebnis 2 (Entgeltum-wandlung und Verm.-Bestand)	Rendite (aus Spalte 7)	Ergebnis 3 (Spalte 7+8)
2002	26.040,00	0,00	26.040,00	260,40	0,00	260,40	2,60	263,00
2003	26.040,00	1.302,00	27.342,00	273,42	254,46	527,88	7,82	535,70
2004	27.342,00	1.367,10	28.709,10	574,18	518,29	1.092,47	16,11	1.108,58
2005	28.709,10	1.435,46	30.144,56	602,89	1.072,55	1.675,44	27,48	1.702,92
2006	30.144,56	1.507,23	31.651,78	949,55	1.647,58	2.597,13	42,45	2.639,58
2007	31.651,78	1.582,59	33.234,37	997,03	2.553,79	3.550,82	61,05	3.611,87
2008	33.234,37	1.661,72	34.896,09	1.395,84	3.494,48	4.890,33	83,85	4.974,17
2009	34.896,09	1.744,80	36.640,90	1.465,64	4.812,51	6.278,15	110,91	6.389,06
2010	36.640,90	1.832,04	38.472,94	1.538,92	6.181,41	7.720,33	139,02	7.859,35
2011	38.472,94	1.923,65	40.396,59	1.615,86	7.603,92	9.219,78	168,24	9.388,02
2012	40.396,59	2.019,83	42.416,42	1.696,66	9.082,91	10.779,56	198,62	10.978,19

Jahresbruttolohn/-gehalt der Arbeitnehmer im Jahr 2001 in Euro (Durchschnitt) ¹	Umwandlungssatz (Riester-Förderung)	Jahr	in %
26.040,00		2002	1%
Jahresbruttolohn/-gehalt der Arbeitnehmer im Jahr 2002 in Euro (Durchschnitt) ²		2003	1%
26.560,80		2004	2%
Arbeitsnehmer ³	34.526.000	2005	2%
Jahr (Tage)	360	2006	3%
		2007	3%
Annahmen:		2008	4%
jährl. Anstieg des Jahresbruttolohns/-gehalts	2,00%	2009	4%
Rendite (Verzinsung; auf Spalte 7)	3,25%	2010	4%
Verwaltungskosten (auf auf Spalte 8)	5%	2011	4%
		2012	4%

Fortsetzung der Berechnung des Netto-AVmG-Potenzials: Riesterförderung (Fall B)

Berechnungs- jahr	Spalte 10	Spalte 11	Spalte 12	Spalte 13	Spalte 14	Spalte 15	Spalte 16
	Verwaltungs- kosten aus Spalte 7)	Ergebnis 4 (Spalte 7+8-10)	Arbeit- nehmer	Entgeltum- wandlungs- potential (auf Arbeitnehmer bezogen; jew. Jahr)	kumuliertes Brutto-AVmG- Potential (ohne Rendite, jew. Jahr)	netto AVmG- Potential (Spalte 11* Spalte 12; p.a.)	Verw.- Kosten- potential (jew. Jahr)
2002	8,55	254,46	34.526.000	8.990.570.400,00	8.990.570.400,00	8.785.360.630,62	295.115.473,38
2003	17,41	518,29	34.526.000	9.440.098.920,00	18.430.669.320,00	17.894.461.800,48	601.105.951,95
2004	36,03	1.072,55	34.526.000	19.824.207.732,00	38.254.877.052,00	37.030.869.818,32	1.243.931.027,49
2005	55,34	1.647,58	34.526.000	20.815.418.118,60	59.070.295.170,60	56.884.220.080,25	1.910.839.434,22
2006	85,79	2.553,79	34.526.000	32.784.283.536,80	91.854.578.707,40	88.172.174.851,26	2.961.856.002,76
2007	117,39	3.494,48	34.526.000	34.423.497.713,63	126.278.076.421,03	120.650.492.130,29	4.052.858.908,77
2008	161,66	4.812,51	34.526.000	48.192.896.799,09	174.470.973.220,12	166.156.832.088,43	5.581.495.651,55
2009	207,64	6.181,41	34.526.000	50.602.541.639,04	225.073.514.859,16	213.419.408.372,60	7.169.127.413,03
2010	255,43	7.603,92	34.526.000	53.132.668.721,00	278.206.183.580,16	262.532.858.709,94	8.818.933.238,32
2011	305,11	9.082,91	34.526.000	55.789.302.157,05	333.995.485.737,20	313.596.462.953,21	10.534.248.109,54
2012	356,79	10.621,40	34.526.000	58.578.767.264,90	392.574.253.002,10	366.714.376.367,45	12.318.570.782,37

Quellen:

- ¹ Durchschnittlicher Bruttolohn 2001, in: Arbeitnehmerentgelt, Löhne und Gehälter (Inländer), Tabelle 1.8 (Spalte 8), in: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung, Vierteljahresergebnisse der Inlandsproduktberechnung, 2. Vierteljahr 2002, Fachserie 18, Reihe 3, Wiesbaden, August 2002
- ² Eigene Berechnung aus dem mit 2 v.H. erhöhten durchschnittlichen Bruttolohn 2001; siehe Anlage. Durchschnittlicher Bruttolohn 2001: Arbeitnehmerentgelt, Löhne und Gehälter (Inländer), Tabelle 1.8 (Spalte 8), in: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung, Vierteljahresergebnisse der Inlandsproduktberechnung, 2. Vierteljahr 2002, Fachserie 18, Reihe 3, Wiesbaden, August 2002.
- ³ Bevölkerung und Erwerbstätigkeit, Tabelle 1.10 (Spalte 5), in: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung, Vierteljahresergebnisse der Inlandsproduktberechnung, 2. Vierteljahr 2002, Fachserie 18, Reihe 3, Wiesbaden, August 2002.

A 4 Ansätze zur Unternehmensfinanzierung

Finanzierungsproblemen im Unternehmensbereich muss in zweifacher Hinsicht entgegengewirkt werden: durch Eigenkapitalbildung und durch neue Wege bei der Beschaffung von Fremdkapital.

A 4.1 Eigenkapital

Die verbreitete und – wie empirische Untersuchungen zeigen – berechtigte Furcht vor einer künftig mangelhaften Versorgung vor allem mittelständischer Unternehmen mit Liquidität in Form traditioneller Bankkredite verweist – ebenso wie die Diskussionen um Rating und die neuen Eigenkapitalrichtlinien für Banken – immer wieder das eigentliche Problem der Unternehmensfinanzierung in Deutschland: die Bankenlastigkeit oder – anders ausgedrückt – die unzureichende Eigenkapitalausstattung der Unternehmen.

Angesichts der Unausweichlichkeit strukturellen Wandels können Mittelständler ihre Finanzierung nur dann dauerhaft sichern, wenn sie die Eigenkapitalfinanzierung zur tragenden Säule ihrer Finanzierung machen. Nur dann können sie sich auch die mit dem Wandel im Finanzsektor entstehenden Vorteile alternativer Finanzierungsformen zu Nutze machen.

Allerdings ist die Stärkung der Eigenkapitalbasis kein kurzfristig umsetzbares Vorhaben. Dies gilt insbesondere angesichts der bedeutenden Zahl von Personengesellschaften in Deutschland. Für diese gestaltet sich die Beschaffung frischen Eigenkapitals ungleich schwieriger als für Kapitalgesellschaften, welchen mit dem Verkauf von Unternehmensanteilen, dem Eintritt neuer Gesellschafter und dem Herantreten an den Kapitalmarkt größere Möglichkeiten zur Stärkung des Eigenkapitals zur Verfügung stehen.

Private Equity-Märkte – Die wachsende Bedeutung des Eigenkapitals tritt insbesondere bei Betrachtung junger, innovativer Unternehmen hervor. Aufgrund ihres Risikoprofils sehen sie sich oft nicht in der Lage, ausreichende Kreditvolumina zu mobilisieren. Sie müssen den durch die Innovation entstehenden Kapitalbedarf aus dem erwirtschafteten Cash Flow finanzieren. Angesichts immer kürzer werdender Produktzyklen sowie intensiverem internationalen Wettbewerb gewinnt eine starke Eigenkapitalbasis dieser Unternehmen für ihre Durchsetzungsfähigkeit am Markt besondere Bedeutung.

Da kleine und mittlere Unternehmen bei der Erschließung von Innovationen in besonderem Maße aktiv sind, muss angesichts ihrer Relevanz für die Innovationskraft auch von staatlicher Seite ein besonderes Interesse daran bestehen, diese Unternehmensgruppe bei der Beschaffung der erforderlichen Mittel zu unterstützen. Gemeint ist hier die Schaffung starker Private Equity-Märkte, auf denen sich

Unternehmer bzw. Unternehmensgründer als Nachfrager und Investoren als Anbieter privaten Eigenkapitals zusammenfinden.

Aktienemissionen und Venture Capital – Betrachtet man zunächst gründungsnahe Unternehmen, so geht es um die Schaffung bzw. Förderung von Venture Capital (VC) zur Bereitstellung einer Finanzierung noch nicht börsenreifer Unternehmen. Erforderlich hierfür sind möglichst günstige rechtliche und institutionelle Rahmenbedingungen, zu welchen in erster Linie die gezielte Gestaltung der Besteuerung zählt. Die vorherrschende Rechtsunsicherheit hinsichtlich der Besteuerung von Veräußerungsgewinnen bzw. erfolgsabhängigen Provisionen beim Exit stellt hierbei ein im Standortinteresse dringend zu beseitigendes, speziell deutsches Problemfeld dar. Ein weiterer für die Venture Capital-Finanzierung existenzieller Punkt besteht in der Schaffung von Exit-Möglichkeiten, insbesondere in Form liquider Sekundärmärkte.

Hier leistete die Einführung des Neuen Marktes, mit der der Börsengang und mit ihm der Zugang zu Public Equity einen wichtigen Beitrag. Allerdings ist der Exit-Kanal Börse – ähnlich anderen Exit-Möglichkeiten – angesichts der schwierigen wirtschaftlichen Lage derzeit verschlossen. Neben der für funktionierende VC-Märkte wichtigen Funktion eines Exit-Kanals für den VC-Geber erfüllt dieser Zugang zu börsengehandeltem Eigenkapital auch die Funktion einer dauerhaften Sicherung der Eigenkapitalbasis im Anschluss an die VC-finanzierte gründungsnahe Phase.

Diese Finanzierung über Aktienemissionen wird in Wachstumssegmenten – unabhängig von der andauernden Emissionsflaute infolge der aktuellen wirtschaftlichen Schwäche und der Baisse an den Kapitalmärkten – auch in Zukunft eine wichtige Rolle spielen.

Die Stärkung der Eigenkapitalbasis ist nicht nur für junge, sondern auch und angesichts der aktuellen Finanzierungsstruktur gerade für bereits gereifte Unternehmen von Bedeutung. Da diese Unternehmen die Umstrukturierung der Unternehmensfinanzierung kaum alleine bewerkstelligen können, stellt für sie die umfassende Betreuung eine Voraussetzung für die erfolgreiche Umstellung dar. Deshalb ist der Rückgriff auf einen verlässlichen Partner erforderlich. Dies gilt insbesondere angesichts der Tatsache, dass die Unternehmensfinanzierung künftig aus zahlreicheren und teilweise neuartigen Komponenten bestehen dürfte als bislang. Sinnvollerweise könnte die bisherige Hausbank diese Funktion des kompetenten Beraters und Finanzierungsdienstleisters einnehmen und diesem bei der Erstellung des individuellen Finanzkonzepts zur Seite stehen.

Mezzanine-Finanzierung – Einen besonders viel versprechenden, rechtsform-unabhängigen Ansatz für etablierte Unternehmen liefert der Einsatz verschiedener Eigenkapital-Fremdkapital-Mischformen, sogenannter Mezzanine-Finanzierungen.

Diese sind durchaus zur Lösung der Eigenkapitalproblematik geeignet, da sie bilanziell, trotz ihrer grundsätzlichen Hybrid-Stellung, als Eigenkapital verbucht werden können.

Zudem verkörpern Mezzanine-Instrumente aufgrund ihres besonderen Gestaltungsspielraums eine vielseitig einsetzbare Form der Finanzierung. Sie kann vor allem dort sinnvoll eingesetzt werden, wo trotz erwarteter Cash Flows in ausreichender Höhe die maximal beschaffbare Menge an Fremdkapital nicht ausreicht, um den Finanzierungsbedarf zu decken. Solche Finanzierungslücken schließt die Mezzanine-Finanzierung, indem dem Unternehmen zusätzliches Kapital zur Verfügung gestellt wird. Es räumt den Kapitalgebern, ganz im Sinne einer mittelstandstypischen „Herr-im-Hause-Mentalität“, nur wenig Mitspracherechte ein und wird im Insolvenzfall nachrangig bedient. Für das im Vergleich zu Fremdkapital höhere Risiko entschädigen diese Finanzierungsinstrumente die Kapitalgeber durch eine Risikoprämie in Form eines Equity Kickers, der unter anderem in Optionsrechten zum Ausdruck kommen kann. Bezüglich der genauen Gestaltung der Mezzanine-Instrumente ist der Einsatz einer Vielzahl verschiedener Konstruktionen, wie Wandelanleihen oder Genussscheine, denkbar, die flexibel an die jeweilige Finanzplanung angepasst werden können und der spezifischen Rendite-Risiko-Situation des Unternehmens Rechnung tragen. Obwohl sich Wandelanleihen stark wachsender Nutzung erfreuen, zeigen schon die Emissionsvolumina deutlich, dass dieser Markt noch am Anfang seiner Entwicklung steht.

Kapitalbeteiligung – Eine weitere Eigenkapital-Finanzierungskomponente, die nicht-gründungsnahen Unternehmen zur Verfügung steht, ist – als Analogon zum Venture Capital für Jungunternehmen – die Kapitalbeteiligung. Sie kommt vor allem dort zum Einsatz, wo die spezifischen unternehmerischen Risiken derart hoch sind, dass eine traditionelle Finanzierung durch Banken oder den öffentlichen Kapitalmarkt ausscheidet. Dies kann besonders bei Expansions-, Restrukturierungs- und Ablösefinanzierungen der Fall sein.

Solche „privaten“, d.h. nicht börsengehandelten Beteiligungsfinanzierungen durch Beteiligungsgesellschaften weisen in ihren Charakteristika viele Ähnlichkeiten zu Venture Capital auf. Sie stellen eine zeitlich begrenzte Bereitstellung risikotragenden Eigenkapitals dar und gehen in der Regel mit einer aktiven Managementbeteiligung des Kapitalgebers einher. Diese steht zwar in Konflikt mit der mittelstandstypischen „Herr-im-Hause-Mentalität“, was der Verbreitung dieser Finanzierungsform entgegenstehen mag. Allerdings sind auch die privaten Equity-Kapitalgeber derzeit nicht an Beteiligungsfinanzierung als Massengeschäft interessiert. Ihr Interesse gilt vielmehr einer Minderheit von Unternehmen, die neben einer gewissen Mindestgröße – genannt werden hier 50 Mio. Euro Jahresumsatz – außergewöhnliches Wachstumspotenzial oder hohe, stabile Cash Flows aufweisen. Ein geeignetes Finanzierungsinstrument stellt die Beteiligungsfinanzierung dementsprechend nur bei Vorliegen sehr spezifischer Bedingungen dar, die nach Aussage des Bundesverbandes

deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften nur etwa 10 Prozent der Unternehmen erfüllen.

Anders – und für Unternehmen mit zeitlich begrenztem Bedarf an Entwicklungskapital günstiger – gestaltet sich die Situation bei einer Finanzierung durch öffentlich geförderte Beteiligungsgesellschaften, die eine geringere Renditeorientierung aufweisen und – ebenso wie stille Gesellschafter – auf eine aktive Investorenrolle verzichten. Mittel dieser Art können durchaus als risikotragendes Kapital betrachtet werden.

Eigenkapital-Fonds – Ein weiterer, auf stillen Beteiligungen basierender Ansatz, trat erst kürzlich in die öffentliche Diskussion. Vergleichbar mit dem Pooling von Krediten zur Verbriefung im Fremdkapitalbereich sieht er die Bündelung einer großen Zahl kleiner Beteiligungen aus verschiedenen Branchen und Regionen in einem Fonds vor.⁹⁹ Um eine möglichst breite Anlegerbasis ansprechen zu können, ist das Angebot mehrerer Tranchen verschiedener Rendite-Risiko-Eigenschaften sinnvoll, die von den Charakteristika eines besicherten Kredites bis hin zu einer Equity-Tranche reichen. Obwohl der Ansatz sicher nicht als flächendeckende Lösung angesehen werden kann, könnte er doch grundsätzlich für gesunde, erfolgreiche Unternehmen ein geeignetes Finanzierungsinstrument darstellen.

Börsengang – Ein weiteres Mittel zur Beschaffung dauerhaft verfügbaren Eigenkapitals ist der Börsengang. Um diesen auch für mittelständische Unternehmen attraktiver zu gestalten, hat die Deutsche Börse AG – nach dem Misserfolg des 1987 eingeführten geregelten Marktes – 1999 mit dem SMAX (Small Cap Exchange Index) ein spezielles Qualitätssegment für den etablierten Mittelstand aus traditionellen Branchen geschaffen. Dennoch steht ein nachhaltiger Zustrom von Mittelstandsunternehmen an den öffentlichen Kapitalmarkt – wie entsprechende Unternehmensbefragungen belegen – nicht zu erwarten. Dass traditionelle Mittelstandsunternehmen den Börsengang weit seltener nutzen als junge, innovative Unternehmen mit Zugang zum früheren Neuen Markt, dürfte neben einem aufgrund des Risikoprofils tendenziell leichteren Zugang zu alternativen Finanzierungsformen auch mit der Angst vor einer Beschneidung der Entscheidungsbefugnisse zusammenhängen. Darüber hinaus lassen die Kosten ein IPO erst ab einer Unternehmensgröße interessant erscheinen, die weit oberhalb der Grenze für den Zugang zu Private Equity liegt. Auch deshalb stehen traditionelle mittelständische Unternehmen einem „Going Public“ häufig zurückhaltend gegenüber.

Rahmenbedingungen – Das Schließen der Eigenkapitallücke stellt längerfristig das Hauptziel in der Neugestaltung der Unternehmensfinanzierung dar, das unter dem Aspekt der Bonitätsverbesserung auch für die Fremdkapitalversorgung Relevanz

⁹⁹ Nach Berechnungen von Morgan Stanley und dem Konzeptentwickler und Präsidenten des Bundesverbandes des Deutschen Groß- und Außenhandels, Börner, ergäbe sich für die Unternehmen eine Belastung von 13,25 Prozent.

besitzt. Erreicht werden kann es aber nur durch eine gezielte Gestaltung der Rahmenbedingungen seitens des Staats, die eine Verbesserung der Eigenmittelsituation fördert. Gerade angesichts der Tatsache, dass der Zugang zu Public Equity einer großen Zahl von Personengesellschaften verschlossen ist, liegt der zentrale Ansatzpunkt hierfür in der Steuerpolitik. Neuere steuerliche Regelungen, die die Thesaurierung von Gewinnen begünstigen, haben in Frankreich bereits in den 90er Jahren zu einer Stärkung der Eigenkapitalbestände beigetragen, sind allerdings volkswirtschaftlich angesichts der Gefahr suboptimaler Mittelallokation nicht uneingeschränkt positiv zu beurteilen. Fördernd könnte auf die Eigenkapitalbasis auch die im Rahmen der Steuerreform beschlossene Steuerfreiheit von Gewinnen aus Beteiligungsveräußerungen wirken, da die im Rahmen der Optimierung des Beteiligungsportfolios frei werdenden Mittel für die Unternehmensfinanzierung frei zur Verfügung stehen.

A 4.2 Fremdkapital

Veränderungen im Bereich der Unternehmensfinanzierung vollziehen sich auch im Fremdkapitalbereich. So erhalten bzw. beschaffen sich Unternehmen das benötigte Fremdkapital immer seltener über den traditionellen Bankkredit. Vielmehr dürften künftig – auch für die Mittelstandsfinanzierung – alternative Finanzierungsformen eine wesentlich wichtigere Rolle spielen. Einen ersten Anhaltspunkt bezüglich der möglichen Gestalt der Veränderungen könnte ein Blick in die USA bringen, da der Strukturwandel dort schon weiter fortgeschritten ist als in Europa.

Zu erkennen sind im Bereich der Fremdkapitalbeschaffung im Groben zwei Trends: Disintermediation, also der direkte Zugriff von Unternehmen auf die Fremdkapitalmärkte, und Securitization oder Verbriefung im Sinne einer Transformation nicht handelbarer Titel (wie Unternehmensforderungen oder Kredite) in handelbare Asset Backed Securities.

Corporate Bonds – Auch in Europa haben solche Entwicklungen statt gefunden und zu einer spürbaren Verbesserung der Möglichkeiten einer direkten Fremdkapitalaufnahme am Kapitalmarkt geführt. So markierte das Jahr 2001 ein Rekordjahr bei der Ausgabe neuer Unternehmensanleihen am Bondmarkt, wobei der deutsche Markt mit einem Volumen von weniger als 2 Prozent des Bruttoinlandsprodukts freilich deutlich hinter anderen europäischen Märkten zurückbleibt. Auch steht die noch relativ junge Finanzierungsform des Corporate Bond bisher längst nicht allen Unternehmen offen. Während bei großen, international ausgerichteten Aktiengesellschaften bereits eine Substitution von Bankkrediten durch Anleihen zu beobachten ist, bleibt diese Mittelquelle kleinen und mittleren Unternehmen noch verschlossen. Dies liegt einesteils an einem noch unzureichend entwickelten Markt, andererseits gibt es aber auch starke Defizite im Bereich der

Unternehmenskommunikation. Trotzdem eignen sich High Yield-Bonds grundsätzlich auch für die Mittelstandsfinanzierung.

Transparenz – Die Kapitalmarktfähigkeit der Unternehmen dürfte für die künftige Dynamik der Disintermediation im deutschen Finanzsystem, und damit für die Möglichkeit eines direkten Zugangs kleinerer Unternehmen zu Fremdkapitalmärkten, entscheidend sein. Sie wird zwar teilweise durch Entwicklungen in der Datenverarbeitung und Kommunikationstechnologie erleichtert, dürfte aber in erster Linie von der Bereitschaft der Unternehmen zu einer nachhaltigen Erhöhung der Transparenz bestimmt werden.

Eine solche Forderung nach einem Mindestmaß an Transparenz, wie der Anleihemarkt sie stellt, geht auch mit Basel II einher.¹⁰⁰ In sie müssen gerade kleine und mittlere Unternehmen hinsichtlich ihrer Kommunikationsbereitschaft und des Einsatzes der für die Informationsweitergabe erforderlichen Instrumente, Systeme und Organisationsstrukturen noch hineinwachsen. Dieser Forderung nach mehr Transparenz könnten Unternehmen durch externes Rating begegnen, was angesichts Basel II zwar nicht zwingend erforderlich ist, für den Zugang zum Markt für Corporate Bonds aber notwendig sein dürfte. Dem stehen zwar derzeit noch hohe Kosten des Rating entgegen; angesichts der zu erwartenden nachhaltigen Senkung dieser Kosten und dem Bedarf an neuen Finanzierungswegen dürfte die Bereitschaft zu externem Rating jedoch zunehmen.

Es steht außer Frage, dass das externe Rating für mittelständische Unternehmen eine besondere Herausforderung darstellt; so verlangt es vom Unternehmen zum einen die Offenlegung von Informationen, die über die Angaben der Unternehmensbilanz hinaus gehen; zum anderen zieht es eine Beurteilung der Unternehmensperformance anhand von Bilanz-, Ertrags- und Cash-Flow-Kennzahlen nach sich, an denen sich das Unternehmen fortan orientieren muss.

Gelingt es – durch entsprechendes Kommunikationsverhalten und für mittelständische Unternehmen bezahlbaren Ratings –, die Informationsproblematik zu überwinden und damit für den Kapitalmarkt eine Informationsbasis zur Beurteilung von Risiken bereit zu stellen, und gelingt es zudem, die Problematik der Losgrößeneffekte zu entschärfen, so kann mit einem nachhaltigen Aufholen vor allem mittelgroßer Unternehmen in Sachen Anleihefinanzierung gerechnet werden. Entsprechend werden sich auch die Märkte für Unternehmensanleihen entwickeln.

Bankkredit – Bisher steht dem Kapitalmarkt freilich oft keine ausreichende Informationsbasis für eine Kreditwürdigkeitsprüfung und die laufende Überwachung zur Verfügung. Dem entsprechend dürfte der Bankkredit für typische

Mittelstandsunternehmen vorläufig noch das wichtigste Finanzierungsinstrument (neben der Innenfinanzierung) bleiben.

Allerdings wird auch der Bankkredit künftig nur unter verschärften Anforderungen an Transparenz vergeben werden. Dies ist erforderlich, wenn die Banken die Möglichkeiten zur Steigerung der Rentabilität des Kreditgeschäfts nutzen wollen, wie sie durch Verbriefung erreicht werden kann. Dadurch können nicht marktfähige Kredite mittels Pooling und Strukturierung zu marktfähigen gemacht werden.

Ob hierfür die Einschätzung der Kreditwürdigkeit durch die Bank auf Basis eines nachweislich leistungsfähigen internen Rating-Systems ausreicht oder ob diese durch die Bonitätsbeurteilung einer externen Rating-Agentur ergänzt werden muss, hängt vom Maß der Transparenz ab, zu dem die Unternehmen gegenüber der kreditgebenden Bank bereit sind. Entscheidend ist, dass eine verlässliche Einschätzung des unternehmerischen Risikos möglich ist.

Unabhängig von der genauen Ausprägung der künftigen Informationsanforderung stellt eine nachhaltige Verbesserung der Transparenz eine Grundvoraussetzung für die Erschließung des Verbriefungspotenzials durch die Bank dar. Auch ein dauerhafter Zugang zu Bankkrediten, die bei späterer Verbriefung durch die Bank einen indirekten Zugang zum Kapitalmarkt darstellen, wird künftig – ähnlich dem Zugang zum Anleihemarkt, wenn auch in abgeschwächter Form – nur durch ein entsprechendes transparentes Kommunikationsverhalten sichergestellt werden können.

Asset Backed Securities – Alternativ zu den bereits vorgestellten Fremdfinanzierungsformen besteht in zunehmendem Maß die Möglichkeit, auch Formen der Kapitalmarktfinanzierung zu nutzen, die kein Auftreten unter eigenen Namen mit den entsprechenden hohen Anforderungen an die Unternehmen erfordern. Gemeint ist die Finanzierung mittels Asset Backed Securities, in deren Rahmen sich Unternehmen ähnlich dem bereits intensiv genutzten, kapitalmarktunabhängigen Factoring, durch Verkauf ihrer Forderungen Kapital beschaffen können. Wie Factoring verbessert auch die Nutzung von Asset Backed Securities die rating-relevanten Bilanzrelationen, bietet im Vergleich zum Factoring allerdings den Vorteil, den Forderungsverkauf ohne Kenntnisnahme des Schuldners durchführen zu können. Vorteilhaft ist die Nutzung von Asset Backed Securities auch für bonitätsschwächere Unternehmen, da diese durch strukturelle Sicherungsmaßnahmen Emissionen mit erstklassigen Ratings vornehmen und folglich günstigere Kapitalkosten erzielen können. Darüber hinaus steht dem Originator bereits vor Zahlung der Forderungen durch die Debitoren Liquidität für eventuelle Vorhaben zur Verfügung.

Nachdem Asset Backed Securities dem Mittelstand lange Zeit aufgrund zu hoher Mindestforderungsvolumina verschlossen waren, öffnet sich der Zugang zu diesem für die Mittelstandsfinanzierung zukunftssträchtigen Finanzierungsinstrument über erste mittelstandsspezifische ABS-Programme nun auch dieser Unternehmensgruppe.

Lagen die Mindestvolumina bislang im dreistelligen Millionenbereich, so sollen die Programme der Kreditversicherer Allgemeine Kreditversicherung AG und Gerling NCM, die ihr spezielles Know-how nun auch in diesem Bereich zum Einsatz bringen wollen, nach eigenen Angaben Verbriefungen in Form gerateter Commercial Papers bereits ab Forderungsbeständen von etwa 10 Mio. Euro möglich machen. Realisierbar wird dieses Angebot durch eine umfassende Senkung des Verwaltungsaufwands und die Standardisierung der Verträge und Prozesse. In jedem Fall muss die Wirtschaftlichkeit einer ABS-Finanzierung angesichts der einmaligen und laufenden Kosten für den Einzelfall anhand einer Nutzen-Kosten-Analyse geprüft werden.

Markt für verbrieft Produkte – Insgesamt entwickeln sich der europäische und insbesondere der deutsche Verbriefungsmarkt seit einigen Jahren sehr dynamisch, wie auch folgende Daten der Kreditanstalt für Wiederaufbau belegen: Während die erste Verbriefung in Deutschland erst im Jahr 1995 erfolgte, betrug das Emissionsvolumen fünf Jahre später, im Jahr 2000, bereits 26 Mrd. Euro. Damit nimmt Deutschland auf europäischer Ebene den zweiten Rang hinter Großbritannien ein.

Dass die Verbriefung von Krediten in großvolumigen liquiden Wertpapieren im Bereich des Kreditgeschäfts – sei es von Bankkrediten oder Unternehmensforderungen – eine nachhaltige und zukunftssträchtige Entwicklung darstellt, deuten nicht nur die Zahlen zur quantitativen Entwicklung an. Auch die Tatsache, dass die *qualitative* Entwicklung des Verbriefungsmarktes immer weiter voranschreitet, macht dies deutlich. So ist inzwischen eine Stufe erreicht, in der nicht nur leicht kalkulierbare Risiken wie Kreditkartenforderungen, sondern auch Mittelstandskredite und –forderungen aufgekauft und neu strukturiert am Markt platziert werden. Diese könnten in den nächsten Jahren einen nicht unerheblichen Beitrag zu einer weiterhin ähnlich dynamischen Entwicklung des Verbriefungsmarktes leisten, die auch durch die Tatsache gestützt wird, dass Asset Backed Securities aufgrund bestimmter Eigenschaften¹⁰¹ auch für institutionelle Investoren interessant sind.

Leasing – Betrachtet man den Bereich der Investitionsfinanzierung näher, so ist Leasing angesichts der restriktiveren Kreditvergabe politik der Banken eine besonders interessante Finanzform, die nach Meinung zahlreicher Experten einen weiteren Bedeutungszuwachs erfahren dürfte. Bereits 2001 stand Leasing bei außenfinanzierten Investitionen deutscher Unternehmen nach Aussage des Bundesverbandes Deutscher Leasingunternehmen mit ca. 50 Prozent an erster Stelle; für 2002 erwartet man ein Wachstum von 4 bis 5 Prozent und damit ein positives Absetzen von der allgemeinen Lage.

¹⁰¹ Z. B. kann empirisch ein Renditevorteil von Asset Backed Commercial Papers im Vergleich zu ungesicherten Corporated Commercial Papers der gleichen Ratingklasse nachgewiesen werden. Auch eignen sie sich vorzüglich zur Portfoliodiversifikation von Investoren.

Im Fremdkapitalbereich entwickelt sich die Unternehmensfinanzierung erkennbar weg von der fast ausschließlichen Finanzierung über im Bankportfolio verbleibende Kredite, hin zu neuen, deutlich kapitalmarktorientierten Finanzierungsformen.

Um die Verbreitung der neuen Arten der Fremdfinanzierung zu fördern, kann der Staat Leistungsfähigkeit und Attraktivität der Kapitalmärkte stärkende Maßnahmen ergreifen. Von besonderer Wichtigkeit ist in diesem Zusammenhang unter anderem die Stärkung der kapitalgedeckten Altersvorsorge (vgl. Kapitel 3.2 dieser Studie).

Diese könnte über eine wachsende Bedeutung von betrieblichen und privaten Pensionsfonds ein umfangreicheres Engagement institutioneller Investoren bewirken und auf diese Weise nicht nur die Nachfrage nach Wertpapieren stärken, sondern auch zu einer Reduktion der Informationsunterschiede beitragen. In diesem Fall würde auch das Potenzial für Unternehmensanleihen mittelständischer Unternehmen und verbriefte Mittelstandskredite gestärkt.

A 5 Der organisatorische Aufbau der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BAFin)

Der institutionelle Aufbau der neuen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BAFin) ist in Abbildung A 1 skizziert.

Abbildung A 1 Struktur der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

Fehler! Textmarke nicht definiert.

Quelle: Eigene Darstellung.

Die in Abschnitt 5.3 erwähnten branchenspezifischen Unterschiede bei Risiken werden im organisatorischen Aufbau der BAFin berücksichtigt. Dies erfolgt durch die drei getrennten Einheiten Bankenaufsicht und Versicherungsaufsicht – mit Sitz in Bonn – und Wertpapieraufsicht/Asset-Management – mit Sitz in Frankfurt. Diese „drei Säulen“ verbleiben nach der aktuellen Regelung an ihren bisherigen Standorten und erfüllen weiter ihre bisherigen Aufgaben.

Drei Querschnittsabteilungen übernehmen die sektorübergreifenden Aufgaben. Dieser organisatorische Aufbau soll garantieren, dass ein vernünftiges Gleichgewicht zwischen sektorspezifischen Besonderheiten und den sektorübergreifenden Problemen der Aufsicht besteht.

Die Aufgaben der einzelnen „Säulen“ haben sich durch die Neuordnung im Großen und Ganzen nicht verändert. Sie sind in Abbildung A 2 zusammengefasst dargestellt und werden nachstehend kurz erläutert.

Abbildung A 2 Aufgaben der Allfinanzaufsicht

Fehler! Textmarke nicht definiert.

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Deutsche Börse.

- Aufgabe der *Bankenaufsicht* ist es, die Funktionsfähigkeit des Kreditgewerbes im Rahmen der Solvenzaufsicht über die Kredit- und Finanzdienstleister zu erhalten und auf diese Weise den bestmöglichen Schutz der den Banken anvertrauten Depositen zu gewährleisten. Zu ihren vielfältigen Einzelaufgaben gehört unter anderem die Kontrolle der gesetzlichen Voraussetzungen für das Betreiben von Bankgeschäften, sowie die laufende Überwachung der Kreditinstitute. Letzteres beinhaltet beispielsweise die Kontrolle einer ausreichenden Eigenkapitalhinterlegung und Liquiditätshaltung sowie die Überprüfung der Einhaltung der gesetzlichen Risikobegrenzungen, zu denen beispielsweise Großkreditgrenzen zählen.

Die zunehmende Komplexität der Bankgeschäfte macht für die Institute geeignete Risikocontrolling- und -managementsysteme erforderlich, auf die die Aufsicht

besonderes Augenmerk legt. Zu diesem risikoorientierten Aufsichtsansatz gehört auch, dass der Bankaufseher sich ständig über die wirtschaftliche Situation des Instituts, seine Geschäftsstrategien und Geschäftsfelder sowie über geplante Projekte informiert und aufsichtsrechtliche Gesichtspunkte dieser Vorhaben beurteilt.

- Organisch getrennt bleiben nach wie vor die Bankenaufsicht durch das ehemalige BAKred – jetzt Teil der BAFin – und durch die Deutsche Bundesbank. Allerdings arbeiten beide Behörden eng zusammen, so dass die Bundesbank ihre Erkenntnisse, die auf ihren Beziehungen zu den Kreditinstituten und ihrer Marktnähe aufbauen, sinnvoll einbringen kann. Die räumliche Zusammenführung des bislang in Bonn ansässigen BAKred mit der in Frankfurt beheimateten Bundesbank könnte die Vorteile einer Allfinanzaufsicht intensivieren und ihre Schlagkraft weiter verbessern.
- Die *Versicherungsaufsicht* soll gewährleisten, dass die künftigen Verpflichtungen des Versicherungsunternehmens jederzeit erfüllbar sind, und so dazu beitragen, die Belange der Versicherten zu wahren.

Wie Banken dürfen auch Versicherungsunternehmen das Versicherungsgeschäft nur betreiben, wenn sie eine an rechtliche und finanzielle Voraussetzungen geknüpfte aufsichtsrechtliche Erlaubnis besitzen. Die BAFin überwacht das Geschäft der Versicherer hinsichtlich des Umfangs an Rückstellungen, der freien Finanzmittel und der angemessenen Inanspruchnahme von Rückversicherungen. Darüber hinaus wird überprüft, ob die Jahresabschlüsse nach einheitlichen Grundsätzen richtig aufgestellt sind und die finanzielle Lage der Versicherungsunternehmen zutreffend wiedergeben.

Auf der Grundlage des VAG verfügt die BAFin wie bei Kreditinstituten auch bei Versicherern über verschiedene Mittel, um bei Gefahren oder Missständen einzugreifen. Im schlimmsten Fall kann die Erlaubnis entzogen werden.

- Die dritte Säule *Wertpapieraufsicht/Asset-Management* ist mit der Sicherstellung der Funktionsfähigkeit der deutschen Märkte für Wertpapiere und Derivate für Transparenz, Marktintegrität und Anlegerschutz verantwortlich. Außerdem übernimmt sie bestimmte Aufgaben, wie beispielsweise die Vertriebsaufsicht ausländischer Investmentfonds nach dem Auslandsinvestment-Gesetz, die vor der Zentralisierung dem ehemaligen BAKred zugeteilt waren.

Auch die Kontrolle der Einhaltung konkreter Verhaltensregeln, denen Wertpapierdienstleister gegenüber ihren Kunden unterliegen und die dem Schutz der Anleger dienen, fällt in das Aufgabengebiet der „dritten Säule“. Sie erfolgt jährlich durch externe Prüfer im Auftrag der BAFin. Neben den Finanzinstituten unterliegen auch börsennotierte Unternehmen verschiedenen Pflichten – wie

beispielweise der Ad-hoc-Publizität oder der Meldepflicht beim Erreichen von Schwellenwerten bei Stimmrechtsanteilen. Sie werden ebenfalls durch die BAFin überwacht.

Weitere wesentliche Aufgaben dieser Säule sind die Überwachung und Verfolgung von Insidergeschäften und die Überwachung von Wertpapieranalysten.

Seit In-Kraft-Treten des neuen Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes sorgt die BAFin überdies für ordnungsgemäße Übernahmeverfahren und es überwacht die Veröffentlichungspflichten der Bieter.

Sektorübergreifende Tätigkeiten, die infolge der Allfinanz-Entwicklungen auf den Finanzmärkten erforderlich sind, werden – wie erwähnt – von drei von den klassischen Aufsichtssäulen getrennten *Querschnittsabteilungen* wahrgenommen.

- Die erste Querschnittsabteilung „Finanzmarkt/Internationales“ nimmt insbesondere sektorübergreifende Aufgaben im Hinblick auf Finanzmarktfragen, Finanzinstrumente und Finanzkonglomerate wahr. Durch die Beobachtung und Analyse sektorübergreifender Produkt- und Kapitalmarktentwicklungen und der bei den Finanzunternehmen für diese Zwecke implementierten Risikomanagementsysteme wird sichergestellt, dass relevante Neuerungen auf den Finanzmärkten zeitnah in die Aufsichtspraxis der BAFin einfließen. Zudem befasst sich die Querschnittsabteilung „Finanzmarkt/Internationales“ mit sektorübergreifenden Fragen der Rechnungslegung und nimmt koordinierende Aufgaben hinsichtlich der Mitarbeit der BAFin in internationalen Aufsichtsgremien, wie dem Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht oder dem CESR (Committee of European Securities Regulators), wahr. Sie ist auch an der Ausarbeitung von einheitlichen Aufsichtsstandards auf EU-Ebene beteiligt.
- Die zweite Querschnittsabteilung befasst sich mit den Fragen der Einlagensicherung, des Anleger- und Verbraucherschutzes und der Altersvorsorge. Außerdem werden sektorübergreifende Rechts- und Gesetzgebungsfragen in dieser Abteilung behandelt.
- Die dritte Querschnittsabteilung verfolgt unerlaubte Finanzgeschäfte und bekämpft Geldwäscheaktivitäten. Hierfür kann sie über ein automatisiertes Datenabrufverfahren auf bestimmte Informationen von Kundenkonten in einer gesonderten, von den Kreditinstituten bereitgestellten Datenbank zugreifen. Dies stellt einen großen Fortschritt dar, da solche Daten bislang jeweils einzeln bei den Instituten abgefragt werden mussten, was bei der großen Zahl von rund 2.700 Instituten zeit- und kostenintensiv war.

Der *Fachbeirat*, der sich aus Vertretern von Finanzunternehmen, Verbraucherschutzvereinigungen und der Wissenschaft zusammensetzt, wurde als

beratendes Organ eingerichtet, zu dessen Aufgaben insbesondere die Entwicklung von Empfehlungen für die Weiterentwicklung der Aufsichtspraxis zählt. Durch ihn soll eine umfassende Beteiligung von Wissenschaft, Wirtschaft und Verbraucherschutzvereinigungen erreicht und auf diese Weise eine dynamische Entwicklung der Aufsicht entsprechend den Gegebenheiten an den Kapitalmärkten ermöglicht werden.

Entscheidungsgewalt über das Budget der BAFin, das nach einem Finanzierungsanteil der Unternehmen von 90 Prozent im „alten System“ nach der neuen Regelung vollständig von den beaufsichtigten Instituten zu tragen ist, besitzt der *Verwaltungsrat*, der zudem die Funktion eines bedeutenden, die Anstaltsleitung beratenden und überwachenden Organs wahrnimmt. Er setzt sich aus Vertretern des Bundesministerium der Finanzen s und anderer Ministerien, Abgeordneten des deutschen Bundestags sowie Vertretern der Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute und der Versicherungsunternehmen zusammen.

Die Bundesbank, die an der Bankenaufsicht maßgeblich beteiligt ist, deckt ihre Aufwendungen durch Entgelte für die Inanspruchnahme ihrer Leistungen selbst.

Verwendete Literatur

ABEL 1998

Abel, K., Globalisierung der internationalen Finanzmärkte unter besonderer Berücksichtigung des Börsenwesens, Göttingen 1998.

ARCHNER 2001

Archner, Gernot: Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) aus Sicht der Investmentbranche, in: Kreditwesen, 18/2001, Seite 999-1003. 2001

BAFIN 2002-1

BAFin: - Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht:
„Erweiterte Kompetenzen der BAFin durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz“,
in: Pressemitteilung 12/2002 vom 28.06.2002.

BAFIN 2002-2

BAFin - Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht : „Wir über uns“, Informationsmaterial zur Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BAFin) “. 2002
Im Internet unter www.bafin.de .

BAFIN 2002-3

BAFin - Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht: „Erweiterte Kompetenzen der BAFin durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz“, Pressemitteilung 12/2002 vom 28. Juni 2002.

BAFIN 2002-4

BAFin - Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht: Durchbruch bei Basel II, Pressemitteilung 14/2002.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENT 2001

Bank for International Settlement: „Group of Ten - Consolidation in the Financial Sector“, Data Annex B, S. 453, <http://www.bis.org/index.htm>

BASELER AUSSCHUSS FÜR BANKENAUF SICHT 2001

Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht: Konsultationspapier: Überblick über die Neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung, Basel 2001.

BARETTI/ HUBER/ LICHTBLAU 2000

Baretti, Christian; Huber, Bernd; Lichtblau, Karl: "A Tax on Tax Revenue. The Incentive Effects of Equalizing Transfers: Evidence from Germany", CESifo Working Paper Series 333, CESifo, München 2000.

BAUER/ SPAHN 1991

Bauer, Gerhard; Spahn, Paul Bernd (unter Mitarbeit von Michael Haase und Marcus Stahlhacke): Chancen und Risiken des Finanzplatzes Frankfurt im Gemeinsamen Markt – Entwicklungsaussichten des Finanzsektors in Hessen, HLT-Report-Nr. 311, HLT Gesellschaft für Forschung Planung Entwicklung mbH, Wiesbaden 1991.

BEAVERSTOCK U. A. 2002

Beaverstock, J.V.; Hoyler, M.; Pain, K.; Taylor, P.J.: London and Frankfurt as world cities: A relational study of contemporary urban change, Bericht der Anglo-German Foundation for the study of industrial change, 2002

BÖRSEN-ZEITUNG 2001-1

Börsen-Zeitung: „Bundeskabinett billigt Übernahmegesetz: Vorratsbeschlüsse auf 18 Monate begrenzt“, 2001. Im Internet unter:
www.boersen-zeitung.com/online/redaktion/uebernahme/ueber120701.html .

BÖRSEN-ZEITUNG 2001-2

Börsen-Zeitung: „Novelle am Finanzplatz Deutschland“, in: Börsen-Zeitung, Ausgabe vom 2. Oktober 2001

BÖRSEN-ZEITUNG 2002

Börsen-Zeitung: „Ansätze zum Verfolgen kapitalmarktbezogener Delikte: Kriminalität im Finanzdienstleistungsbereich verändert sich durch das World Wide Web“, in: Börsen-Zeitung, Ausgabe vom 1. Februar 2002.

BREUER 1997

Breuer, Rolf-E: „Venture Capital – besseres Umfeld ist notwendig“, in: Die Bank, 6/1997, Seite 324-29.

BREUER 1999

Breuer, Rolf-E: Der Finanzplatz Deutschland im Wettbewerb, in: Büschgen, H. E. (Hrsg.), Finanzplatz Deutschland an der Schwelle zum 21. Jahrhundert. Schlaglichter, Herausforderungen, Visionen, Frankfurt/Main 1999, S. 145-57.

BUNDESBANK 2002

Bundesbank: „Bundesbank und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BAFin)“. 2002
Im Internet unter: www.bundesbank.de/bank/bank_bafin.php .

BUNDESMINISTERIUM DER FINANZEN 2000

Bundesministerium der Finanzen: „Steuerreform 2000 – Dokumentation“. 2000
Im Internet unter: [www.Bundesministerium der Finanzen .de/Anlage10295/Dokumentation.pdf](http://www.Bundesministerium_der_Finanzen.de/Anlage10295/Dokumentation.pdf) .

BUNDESMINISTERIUM DER FINANZEN 2001-1

Bundesministerium der Finanzen: „Pläne zur Reform der Bundesbank und für eine Allfinanzaufsicht“, Pressemitteilung des Bundesministerium der Finanzen s vom 12. April 2001.
Im Internet unter: www.bundesregierung.de/dokumente/Artikel/ix_36109.htm .

BUNDESMINISTERIUM DER FINANZEN 2001-2

Bundesministerium der Finanzen: „Zum Vierten Finanzmarktförderungsgesetz: Begründung (Allgemeiner Teil)“. 2001. Im Internet unter: [www.Bundesministerium der Finanzen.de/Aktuelle-Gesetze](http://www.Bundesministerium_der_Finanzen.de/Aktuelle-Gesetze) .

BUNDESMINISTERIUM DER FINANZEN 2002-1

Bundesministerium der Finanzen: „Steuerfreiheit von Dividenden und Beteiligungsveräußerungen bei Kapitalgesellschaften“.2001
Im Internet unter: [www.Bundesministerium der Finanzen.de/Service/Impressum-.581.12228/.htm](http://www.Bundesministerium_der_Finanzen.de/Service/Impressum-.581.12228/.htm) .

BUNDESMINISTERIUM DER FINANZEN 2002-2

Bundesministerium der Finanzen: „Die Unternehmenssteuerreform–ein überzeugendes Konzept!“. 2002. Im Internet unter: [www.Bundesministerium der Finanzen.de/BMF-.336.10621/.htm](http://www.Bundesministerium_der_Finanzen.de/BMF-.336.10621/.htm) .

BUNDESMINISTERIUM DER FINANZEN 2002-3

Bundesministerium der Finanzen: „Viertes Finanzmarktförderungsgesetz: Anlegerschutz stärken – Geldwäschebekämpfung effektivieren“. 2002. Im Internet unter: [www.Bundesministerium der Finanzen.de/Investment-und-Vermoeagen/Kapitalmarktpolitik](http://www.Bundesministerium_der_Finanzen.de/Investment-und-Vermoeagen/Kapitalmarktpolitik) .

BUNDESMINISTERIUM DER FINANZEN 2002-4

Bundesministerium der Finanzen: Monatsberichte 5, 7 und 8/2002.

BUNDESREGIERUNG 2002

Bundesregierung: „Firmenübernahmen werden gesetzlich geregelt“. 2002.
Im Internet unter: www.bundesregierung.de/dokumente/Themen_A-Z/Finanzen_und_Wirtschaft .

BUNDESTAG 2001

Bundestag: „Blickpunkt Bundestag: Mit breiter Mehrheit verabschiedet – Bundestag schafft rechtliche Vorgaben für die Übernahme von Unternehmen“. 2001

Im Internet unter: www.bundestag.de durch Titeleingabe unter „Suche“.

BUNDESVERBAND DER KAPITALBETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN (2002)

Bundesverband der Kapitalbeteiligungsgesellschaften: BKV-Statistik 2001, <http://www.byk-ev.de>

BUNDESVERBAND DEUTSCHER BANKEN 2002

Bundesverband deutscher Banken: „Übersicht über das Bankgewerbe im Euro-Währungsgebiet“ Statistik-Service, S. 47; <http://www.bdb.de>

CDU HESSEN 2002

CDU Hessen: Offensive zur Förderung des Finanzplatzes, Zukunftsforum „Finanzplatz Frankfurt“, Frankfurt, Oktober 2002.

CLEARSTREAM INTERNATIONAL 2002

Clearstream International: Cross-Border Equity Trading, Clearing & Settlement in Europe – White Paper, Frankfurt 2002.

CUSHMAN & WAKEFIELD 2002

Cushman & Wakefield, Healey & Baker: European Cities Monitor, Oktober 2002

DEPFA-GRUPPE 2002

DePfa-Gruppe: Informationsmaterial zur Geschäftsstrategie. 2002.

Im Internet unter: www.depfa.com .

DEUTSCHE BÖRSE 2001

Deutsche Börse: Geschäftsbericht 2001, Frankfurt 2001.

DEUTSCHE BÖRSE 2002-1

Deutsche Börse: Roadshow Presentation, April, Frankfurt 2002.

DEUTSCHE BÖRSE 2002-2

Deutsche Börse: Zwischenbericht, 2. Quartal, Frankfurt 2002.

DEUTSCHE BÖRSE 2002-3

Deutsche Börse: Cash Market – Monthly Statistics Juni 2002, Frankfurt.

DEUTSCHE BÖRSE 2002-4

Deutsche Börse: „Aufsicht unteilbar“. 2002. Im Internet unter:

www.deutsche-boerse.com/INTERNET/EXCHANGE/ex_news.nsf/Web+Hauptseiten/Covfolge1-04_2002_d?openDocument .

DEUTSCHE BUNDESBANK 2000-1

Deutsche Bundesbank: „Ertrags- und Finanzierungsverhältnisse westdeutscher Unternehmen im Jahr 1998“, in: Monatsbericht März 2000, Seite 31-53.

DEUTSCHE BUNDESBANK 2000-2

Deutsche Bundesbank: „Die Beziehung zwischen Bankkrediten und Anleihemarkt in Deutschland“, in: Monatsbericht Januar 2000, Seite 33-48.

DEUTSCHE BUNDESBANK 2001

Deutsche Bundesbank: Die neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung (Basel II), Monatsbericht April 2001, Seite 15-44.

DEUTSCHE BUNDESBANK 2002-1

Deutsche Bundesbank: „Die gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsströme im Jahr 2002“, in: Monatsbericht Juni 2002, Seite 15-40.

DEUTSCHE BUNDESBANK 2002-2

Deutsche Bundesbank: Deutscher Aktien-Index Monatsendstände, Frankfurt 2002.

DEUTSCHE BUNDESBANK 2002-3

Deutsche Bundesbank: Kapitalverflechtungen mit dem Ausland, Sonderveröffentlichung 10, 2002.

DEUTSCHE BUNDESBANK 2002-4

Deutsche Bundesbank: Bankenstatistik, September 2002.

DEUTSCHE BUNDESBANK 2002-5

Deutsche Bundesbank: Sonderauswertung zur Bilanz der Direktinvestitionsbeziehungen Deutschlands sowie Hessens zum Ausland.

DEUTSCHES AKTIENINSTITUT 2002-1

Deutsches Aktieninstitut : Factbook, Frankfurt 2002.

DEUTSCHES AKTIENINSTITUT 2002-2

Deutsches Aktieninstitut: Ethisch orientierte Aktienanlage - Nische oder Wachstumsmarkt, Frankfurt 2002.

DIE WELT 2001

Die Welt: „Verfassungsrechtlich höchst bedenklich“. Ausgabe vom 25.11.2001.

DIE WELT 2002

Die Welt: „Eichel plant Aufsicht nach SEC-Vorbild“, in: Die Welt , Ausgabe vom 4. September 2002.

DIEDERICH 2001

Diederich, Claus Jürgen: „Endlich Wettbewerbsgleichheit der Börsenmakler“, in: Börsen-Zeitung, Ausgabe vom 01.11.2001.

DIETL/ PAULI/ ROYER 1999

Dietl, H., Pauli, M.; Royer, S.: Frankfurts Position im internationalen Finanzplatzwettbewerb. Eine ressourcenorientierte Analyse, CFS Working Paper, Nr. 1999/10.

DÖRING 2002

Döring, Diether: Zukunft der Alterssicherung. Europäische Strategien und der deutsche Weg, Frankfurt a. M., Suhrkamp 2002.

DÖRING 2003

Döring, Diether: Sozialpolitische Optionen für Pensionsfonds, Düsseldorf 2003 (in Vorbereitung).

DRESDNER BANK 2002

Dresdner Bank: Die Märkte für Altersvorsorgeprodukte in Europa, Frankfurt 2002.

EICHEL 2002

Eichel, Hans: „Die Modernisierung des deutschen Kapitalmarkts – Rückblick und Ausblick“, Rede anlässlich der Kapitalmarktveranstaltung der Deutschen Börse am 3. September 2002 in Frankfurt am Main.

Im Internet unter: [www.Bundesministerium der Finanzen.de/Investment-und-Vermoeegen](http://www.Bundesministerium.de/Investment-und-Vermoeegen) .

EIGENDORF 2001

Eigendorf, Jörg: „Das neue Übernahmegesetz gibt die falschen Signale“. Ausgabe vom 1.12.2001.

ELLIOTT 2002

Elliott, Jennifer: Demutalization of Securities Exchanges: A Regulatory Perspective, IMF Working Paper WP/02/119. 2002

ELSAS 2001

Elsas, Ralf: „Die Bedeutung der Hausbank: Eine ökonomische Analyse“, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden 2001.

ESFRC 2001

ESFRC – European Shadow Financial Regulatory Committee: Re-Plumbing European Securities Markets, Statement No. 12, London 2001.

EUROPÄISCHE KOMMISSION 1999

Europäische Kommission: Aktionsplan für Finanzdienstleistungen, (Kom (1999) 232 endgültig) Der aktuelle Stand bei der Umsetzung des Aktionsplans wird im Internet veröffentlicht unter: http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/actionplan/index.htm

EUROPÄISCHE KOMMISSION 2001

Europäische Kommission: Zweites Konsultationspapier der Kommissionsdienststellen zur Überarbeitung der Eigenkapitalvorschriften für Kreditinstitute und Wertpapierfirmen, Europäische Kommission MARKT/2001/01000-01-00. 2001.

EUROPÄISCHE KOMMISSION 2002

Europäische Kommission: Clearing und Abrechnung in der Europäischen Union – Die wichtigsten politischen Fragen und künftigen Herausforderungen, Mitteilung der Kommission an den Rat und das Europäische Parlament, KOM (2002)257, Brüssel 2002.

EVERLING 2002

Everling, Oliver: Rating mittelständischer Unternehmen, in: Christoph Kolbeck und Rudolf Wimmer (Hrsg.): Finanzierung für den Mittelstand, Wiesbaden: Gabler Verlag 2002, S. 85-108.

EZB 2000

EZB - Europäische Zentralbank: The Euro area securities clearing and settlement infrastructure: Recent changes and issues for debate, paper prepared by I.R. Terol and D. Russo for the Conference on „The operational framework of the Eurosystem and financial markets“, 5-6 May 2000, ECB, Frankfurt 2000.

EZB 2001

EZB - Europäische Zentralbank: „Charakteristika der Unternehmensfinanzierung im Euro-Währungsgebiet“, in: EZB Monatsbericht Februar 2001.

FABRICIUS 2002

Fabricius, Michael: „Strenge Regeln für Aktienrückkäufe“. in: Die Welt vom 4.5.2002.

FAZ 2002-1

FAZ - Frankfurter Allgemeine Zeitung: Neue Märkte versinken in der Bedeutungslosigkeit, FAZ Nr. 177 vom 2. August 2002.

FAZ 2002-2

FAZ - Frankfurter Allgemeine Zeitung: Wachstumsmärkte der Regionalbörsen fristen ein Schattendasein, FAZ Nr. 177 vom 2. August 2002.

FAZ 2002-3

FAZ - Frankfurter Allgemeine Zeitung: „Corporate Raider: Die Finanzhaie fangen an zu beißen“, in: FAZ, Ausgabe vom 17.06.2002.

FAZ 2002-4

FAZ - Frankfurter Allgemeine Zeitung: „Ende des Dreigestirns“, in: FAZ, Ausgabe vom 30. April 2002.

FEDERAL RESERVE BANK NEW YORK 2002

Federal Reserve Bank New York: Securities Trading and Settlement in Europe: Issues and Outlook, Current Issues in Economics and Finance, Vol. 8, No. 4. 2002.

FEDERATION OF EUROPEAN STOCK EXCHANGES 2002

Federation of European Stock Exchanges: Statistics and Indices. 2002.
Im Internet unter: www.fese.be .

FINANZPLATZ E.V. 2002

Finanzplatz e.V.: Statistiken. 2002. Im Internet unter: www.finanzplatz.de .

GEBAUER 2001

Gebauer, Stefan: „Analystenregeln als Beitrag zur Verbesserung der Kapitalmarktbedingungen“, in: Börsen-Zeitung, Printausgabe vom 30.11.2001.

GERKE U. A. 2001

Gerke, Wolfgang u.a.: Beschäftigungsperspektiven im Finanzsektor, Schriftenreihe des ZEW, Band 58, Baden-Baden 2001.

GIOVANNINI GROUP 2001

Giovannini Group: Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union (Giovannini Report), Brüssel 2001.

GROTE 2002

Grote, Michael H.: Die Entwicklung des Finanzplatzes Frankfurt seit dem Zweiten Weltkrieg – Eine evolutionsökonomische Untersuchung, Dissertation, Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt 2002.

GROTE/ HARRSCHAR-EHRNBORG/ LO 1999

Grote, Michael H.; Harschar-Ehrnborg, Sofia; Lo, Vivien: Technologies and Proximities: Frankfurt's New Role in the European Financial System, Working Paper Series: Finance and Accounting, No. 46, Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt 1999.

GROTE/ HARRSCHAR-EHRNBORG/ LO 2002

Grote, Michael H.; Harschar-Ehrnborg, Sofia; Lo, Vivien: A value chain approach to financial centers - The case of Frankfurt, TEGS Journal of Economic and Social Geography, Vol. 93(4), S. 412-23, 2002.

GRUNERT U. A. 2001

Grunert, Jens; Kleff, Volker, Norden, Lars; Weber, Martin: Mittelstand und Basel II: Zwischen Mythos und Wahrheit, Arbeitsbericht 01-07, Dezember 2001, Universität Mannheim.

HACKETHAL 2000

Hackethal, Andreas: „Banken, Unternehmensfinanzierung und Finanzsysteme“, Verlag Lang, Frankfurt am Main 2000.

HAGEN 2001

Hagen, Louis: „Hypothekenbanken wünschen sich mehr“, in: Börsen-Zeitung, Ausgabe vom 24.10.2001.

HARHOFF/ KÖRTING 1998

Harhoff, Dietmar; Körting, Timm: „Lending Relationships in Germany – Empirical Evidence from Survey Data“, in: Journal of Banking & Finance, Vol. 22, Seite 1317-54, 1998.

HARRSCHAR-EHRNBORG 2002

Harrschar-Ehrnborg, S.: Finanzplatzstrukturen in Europa, Frankfurt u.a. 2002

HAU 2001

Hau, Harald: Location Matters: An Examination of Trading Profits, Journal of Finance, Vol. 56(5), S. 1959-83, 2001.

HÄUSER U. A. 1990

Häuser, K.; Götz, R.-J.; Müller, J.; Grandjean, B.: Frankfurts Wettbewerbslage als europäisches Finanzzentrum. Eine empirische Untersuchung, in: Informationsschrift des Instituts für Kapitalmarktforschung, Heft 8, Frankfurt/ Main 1990.

HESSISCHES STATISTISCHES LANDESAMT 2002-1

Hessisches Statistisches Landesamt: Bruttoinlandsprodukt und Bruttowertschöpfung in Hessen und in Deutschland 1991 bis 2001, Heft P I 1 – j/01, Juni 2002.

HESSISCHES STATISTISCHES LANDESAMT 2002-2

Hessisches Statistisches Landesamt: Sonderauswertung der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten in den hessischen Landkreisen und kreisfreien Städten.

HÜFNER/ KÖKE 2000

Hüfner, Felix, Köke, Jens: Handel in osteuropäischen Aktien, Finanzplatz e.V. (Hrsg.), Frankfurt am Main 2000.

JUNGNICKEL 2000

Jungnickel, Rolf: Direktinvestitionen – ein problematischer Standortindikator, Wirtschaftsdienst 2000/06.

KFW 2001-1

KfW – Kreditanstalt für Wiederaufbau: „Die Verbriefung von Mittelstandskrediten durch die KfW“, in: Mittelstands- und Strukturpolitik, Heft 21, Seite 24-30, 2001.

KFW 2001-2

KfW – Kreditanstalt für Wiederaufbau: Rating: Herausforderung für Kreditinstitute und Unternehmen, in: KfW-Beitragsreihe Mittelstands- und Strukturpolitik, Nr. 26, August 2001.

KFW 2002-1

KfW – Kreditanstalt für Wiederaufbau: „Unternehmensfinanzierung im Umbruch: Die Finanzierungsperspektiven deutscher Unternehmen im Zeichen von Finanzmarktwandel und Basel II“, 2002.

Im Internet unter: http://www.kfw.de/de/presse/2002_KfW_Unternehmensbefragung.pdf .

KFW 2002-2

KfW – Kreditanstalt für Wiederaufbau: „Die Entwicklung der Kreditneuzusagen“, 2002, anfordern bei: KfW Pressestelle, Palmengartenstraße 5-9, 60325 Frankfurt a. M.

KINDLEBERGER 1974

Kindleberger, C. P.: The formation of financial centres, Princeton Studies in International Finance, Nr. 36, 1974.

KOHL 2001

Kohl, David: „Übernahmegesetz: Kommt es zur großen Entflechtung?“, 2001.
Im Internet unter: www.brokerage.juliusbaer.com .

LANDESZENTRALBANK IN HESSEN 2001

Landeszentralbank in Hessen: „Rating am Finanzplatz Frankfurt“, Frankfurter Finanzmarktbericht Nr. 40, Frankfurt, 2001.

LANDESZENTRALBANK IN HESSEN 2000-1

Landeszentralbank in Hessen: „Entwicklung und Perspektiven der Auslandsbanken am Finanzplatz“
Frankfurt, Frankfurter Finanzmarktbericht Nr. 36, Frankfurt, 2001.

LANDESZENTRALBANK IN HESSEN 2000-2

Landeszentralbank in Hessen: „Finanzwirtschaftliche Ausbildung am Finanzplatz Frankfurt“,
Frankfurter Finanzmarktbericht Nr. 38, Frankfurt, 2001.

LEUTE/ TROMMESHÄUSER 2001

Leute, Karl; Trommehäuser, Michael: „Errichtung einer Allfinanzaufsicht“, Pressemitteilung des
Bundesaufsichtsamts für das Versicherungswesen vom 2. Juli 2001.

LEVIN 2001

Levin, Mattias: Clearing and settlement in the European Union, CEPS Commentary, Brüssel 2001.

LICHTBLAU/ UTZIG 2002

Lichtblau, Karl; Utzig, Siegfried: „Die Finanzierung des Mittelstands in der New Economy“, Deutscher
Instituts-Verlag GmbH, Köln 2002.

LINK/ REICHLING 2000

Link, Gerson; Reichling, Peter: „Mezzanine Money – Vielfalt in der Finanzierung“, in: Die Bank,
4/2000, Seite 266-69.

LIST 2002

List, Thomas: „Der europäische Finanzbinnenmarkt kommt“, in: Börsen-Zeitung, Ausgabe vom
02.07.2002.

LO/ GROTE 2002

Lo, Vivien und Michael H. Grote (2002): Where traders go when stock exchanges go virtual -
concentration, dissemination or persistence?, in: Andrew Mullineux et al. (eds): Technology and
Finance: challenges for financial markets, business strategies and policy makers, London:
Routledge.

LONDON STOCK EXCHANGE 2002

London Stock Exchange: Primary market fact sheet July 2002, London.

MIND-FINANCE 2000

MIND-Finance: „Mittelstand in Deutschland“, Tabellenband, Köln 2000.

MURRAY 2002-1

Murray, Alasdair: Key issues facing European Securities Exchanges, Paper prepared for FESE,
Brüssel 2002.

MURRAY 2002-2

Murray, Alasdair: The future of European stock markets, London: Centre for European Reform 2002.

NIEDING 2002

Nieding, Klaus: „Eine reine Aufsicht ändert nichts“, Interview in: FAZ, Ausgabe vom 30. April 2002.

OLSEN 2002

Olsen, Peter: „Abschied von der Hausbank“, in: Börsen-Zeitung, 8. 6. 2002.

PADOA-SCHIOPPA 2002

Padoa-Schioppa, Tommaso: „Eine Bankenkrise in Europa ist ausgeschlossen“, in: Die Welt,
Ausgabe vom 9. September 2002.

PARK 1989

Park, Y. S.: Introduction to International Financial Centers: Their Origin and recent Developments, in: Park Y. S./ M. Essayad (Hrsg.), International Banking and Financial Centers, Boston – Dordrecht – London S. 3-9, 1989.

PÄSLER 2001

Päsler, Rüdiger: „Größere Chancen für offene Immobilienfonds“, in: Börsen-Zeitung, Ausgabe vom 25.10.2001.

PORTES/ REY/ YONGH

Portes, Richard, Hélène Rey und Yonghyup Oh (2001): Information and capital flows: The determinants of transactions in financial assets, in: European Economic Review, Vol. 45, S. 783-96.

PRICEWATERHOUSECOOPERS 2001

PriceWaterhouseCoopers: „Fit für Rating“, Fachverlag Moderne Wirtschaft, Frankfurt am Main 2001.

RAIKES/ NEWTON 1994

Raikes, D.; Newton, A.: Competition and Financial Centres in Europe: London as a Case Study, in: Fair, D. E./R. Raymond (Hrsg.), The Competitiveness of Financial Institutions and Centres in Europe, Boston/Dordrecht/London, S. 313-34, 1994.

RAJAN/ ZINGALES 1995

Rajan, Raghuram; Zingales, Luigi: „What do we know about capital structure? Some evidence from international data“, in: Journal of Finance, 50, Seite 1421-60 1995.

REED 1981

Reed, H. C.: The Preeminence of International Financial Centres, New York 1981.

ROCHE 2002

Roche, Christof: „Heikles Lamfalussy-Modell“, Börsen-Zeitung, 25. 9. 2002, S. 8, 2002.

ROSEN 2001

Rosen, Rüdiger von: „Hase und Igel im Wettlauf um die Aktienkultur“, in: Börsen-Zeitung, Ausgabe vom 08.11.2001.

ROSEN/ GERKE 2001

Rosen, Rüdiger von; Gerke, Wolfgang: Kodex für anlegergerechte Kapitalmarktkommunikation, Gutachten, Frankfurt am Main / Nürnberg (Mai) 2001.

SVR 2002

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Zwanzig Punkte für Wachstum und Beschäftigung, Jahresgutachten 2002/2003, <http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/>

SASSEN 1988

Sassen, S.: Financial Centers. Caught between the new Eurozone and Asia's financial crisis, mimeo, The University of Chicago, July 1998.

SASSEN 1999

Sassen, S.: Global Financial Centers, in: Foreign Affairs, Vol. 78, Nr. 1, S: 75-87, 1999.

SCHAMP 1999

Schamp, Eike W.: The System of German financial places at the crossroads: from the national to the European scale, in: E. Wever (Hrsg.): Cities in perspective I. Economy, planning and the environment, Assen: Van Gorcum, S. 83-98 1999.

SCHILLER/ MAREK/ WEINEKÖTTER 2002

Schiller, Bettina; Marek, Michael; Weinekötter, Dirk: „Zukunftsszenarien des Markts für Corporate Finance im Jahr 2010“, in: Sparkasse, 03/2002, Seite 131-37.

SCHLÜTER 2001

Schlüter, Uwe: „Ein insgesamt gelungener Entwurf mit Mängeln im Detail“, in: Börsen-Zeitung, Ausgabe vom 06.12.2001.

SCHMIDT/PRIGGE 2002

Schmidt, Hartmut; Prigge Stefan: Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Deutsche Bank Research, Notes on Economics and Statistics, No. 4, 2002.

THE BANKER 2002

The Banker: „The Top 1000 World Banks“, July 2002

THEISSEN 2002

Theissen, Erik: Internalisierung und Marktqualität: Was bringt Xetra Best?, Center for Financial Studies Working Paper No. 2002/06, Frankfurt.

THIESSEN 1988

Thiessen, F.: Standorttheorie für internationale Finanzzentren. Köln 1988.

TRÖGER 2002

Tröger, Nils H.: Bestimmungsgründe für M&A-Transaktionen innerhalb des deutschen Bankensektors, Dissertation, European Business School, Oestrich-Winkel (im Erscheinen), 2002.

VERBAND DER AUSLANDSBANKEN IN DEUTSCHLAND E.V. 2002

Verband der Auslandsbanken in Deutschland e.V.: Unterlagen zur Jahrespressekonferenz am 7. März 2002.

WAGNER 2002

Wagner, Oliver: „Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)“, in: Die Bank, 01/2002, Seite 66-70, 2002.

WALLAU 2002

Wallau, Frank: „KMU-Finanzierung im Wandel: Gesamtwirtschaftliche Konsequenzen?“, in: Joachim Lange (Hrsg.), „Mittelstandfinanzierung im Umbruch: Intensivierter Wettbewerb, Basel II, Rating und die Auswirkungen auf kleine und mittlere Unternehmen, Rehburg-Loccum, Seite 15-62, 2002.

WALTER 1998

Walter, Ingo: Globalization of Markets and Financial-Center Competition, Manuskript für das Symposium „Challenges for Highly Developed Countries in the Global Economy“, Kiel, März 1998.

WULFKEN/ WELLER 1992

Wulfken, Jörg; Weller, Michael: „Securitisations als neue Finanzierungsform“, in: Die Bank, 11/1992, Seite 644-47.

ZSCHOCKE 2002

Zschocke, Christian: „Europapolitische Mission: Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz“, in: Der Betrieb, Heft 2 vom 11.1.2002, Seite 79-85.