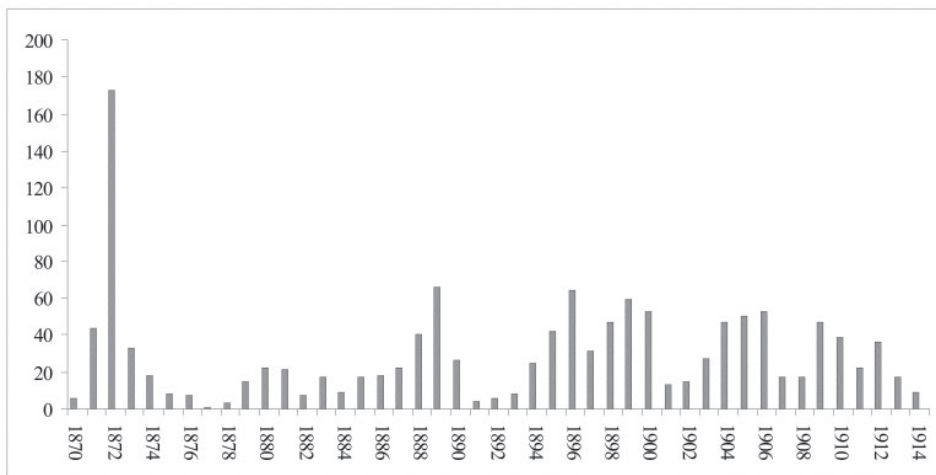






Jahr. Auffallend sind auch die erheblichen Schwankungen der Emissionstätigkeit im Zeitablauf. Vergleicht man die Zahl der zwischen 1870 und 1914 durchgeführten Neuemissionen mit der Zahl von IPOs in späteren Perioden, so wurde diese Intensität der Emissionstätigkeit am deutschen Kapitalmarkt mit Ausnahme des „Hot-issue“-Marktes zwischen 1998 und 2001 nicht mehr erreicht.

Abbildung 1: Erstnotierungen von Unternehmen in der Historischen Kapitalmarktdatenbank als Proxy für IPOs im Zeitraum 1870 bis 1914 (N=1321)



## 2. Börseneinführungen von 1950 bis 1959<sup>5</sup>

Während für den deutschen Aktienmarkt seit Beginn der Achtzigerjahre verlässliche Daten über Neuemissionen deutscher Unternehmen vorliegen,<sup>6</sup> wurden IPOs in den Fünfzigerjahren bisher noch nicht im Detail untersucht. Auch die IPOs der Sechziger- und Siebzigerjahre wurden nur in sehr wenigen wissenschaftlichen Studien analysiert.<sup>7</sup>

konnten der Emissionspreis und der erste Börsenkurs am Sekundärmarkt ermittelt werden. Die 297 IPOs des von Weigt verwendeten Datensatzes fanden zwischen 1882 und 1914 statt.

5 Unseres Wissens liegt für den Zeitraum zwischen beiden Weltkriegen keine IPO-Zeitreihe vor.

6 Vgl. die jährlichen IPO-Listen der Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen bzw. der Deutschen Börse AG.

7 Vgl. Christian Wittleder, *Going public: Die Publikumsnotierung deutscher Aktiengesellschaften (Untersuchungen zur Wirtschaftspolitik 80)*. Köln 1989; Richard Stehle/ Olaf Ehrhardt, Renditen bei Börseneinführungen am deutschen Kapitalmarkt, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* (1999), S. 1395-1412; Richard Stehle/ Olaf Ehrhardt/ René Przyborowsky, Long-Run Stock Performance of German Initial Public Offerings and Seasoned Equity Issues, in: *European Financial Management* (2000), S. 111-196.

Eine erste grobe Schätzung für die Zahl der IPOs in den Fünfzigerjahren kann auf Basis der vom Deutschen Aktieninstitut veröffentlichten Liste von Neuemissionen (DAI-Liste) erfolgen. Für die Jahre 1950 bis 1959 enthält die DAI-Liste 36 Neuemissionen (3,6 Emissionen pro Jahr). In der Liste sind allerdings nur die Unternehmen enthalten, die im Jahr 1994 noch börsennotiert waren. Unternehmen, die zwischenzeitlich die Börsennotierung eingestellt haben, konnten nach eigenen Angaben des DAI nicht mehr vollständig ermittelt werden. Unter diesen Umständen ist die auf Basis der DAI-Zeitreihe ermittelte Zahl von Neuemissionen als Untergrenze zu interpretieren.

Eine genaue Analyse der DAI-Zeitreihe zeigt einige Besonderheiten, die für die Beurteilung der Emissionstätigkeit in den 1950er Jahren von Bedeutung sind. Erstens ist festzustellen, dass es sich bei einigen der als IPO ausgewiesenen Ereignissen um keine Börseneinführungen handelte. So wurden die Aktien der Allianz bereits 1895 an der Berliner Börse eingeführt. Auch die Aktien der Pittler Maschinenfabrik AG notieren erstmals im März 1906 unter der Firma Leipziger Werkzeugmaschinenfabrik (Börsenkürzel: Pittler) an den Wertpapierbörsen in Berlin und Leipzig. Die Gruschwitz Textilwerke AG ist erst seit 1959 eine Aktiengesellschaft (vorher GmbH), sodass ein IPO im Jahre 1956 nicht stattgefunden haben kann. Die Börseneinführung der Altenburger und Stralsunder Spielkartenfabrik erfolgte 1931.<sup>8</sup>

Zweitens sind in der DAI-Liste elf Erstnotierungen enthalten, die im Zusammenhang mit den Entflechtungen der deutschen Montanindustrie (Klößner-Werke 1953, Klößner-Humboldt-Deutz 1953, Mannesmann 1953, Thyssen 1954, Rheinisch-Westfälische Kalkwerke 1956), der I.G. Farben (Wasag-Chemie 1953, BASF 1953, Hoechst 1953, Cassella 1953)<sup>9</sup> und der Großbanken (Dresdner Bank 1957, Commerzbank 1958)<sup>10</sup> durch die Alliierten nach dem Ende des Zweiten Weltkrieges stehen. Die Aktionäre der zu entflechtenden Gesellschaften erhielten dabei in einem bestimmten Verhältnis Aktien der Nachfolgersellschaften im Umtausch für die bereits börsennotierten Aktien der Vorgängergesellschaften.<sup>11</sup>

### *Entflechtung der Montanindustrie<sup>12</sup>*

Aus der Klößner-Werke AG, deren Vorgängergesellschaften Humboldt AG und Gasmotoren-Fabrik Deutz seit 1872 an den Börsen zu Köln und Berlin bzw. seit

8 Telefonische Auskunft des Unternehmens.

9 Zusätzlich müsste im Jahre 1953 noch die Notierung der Bayer AG aufgeführt sein (DAI-Liste: IPO 1948). Die Wiedereinführung der Aktie der Bayer AG fand am 2. Oktober 1953 unter „Farbenfabriken Bayer AG“ statt.

10 In der DAI-Liste fehlt im Jahr 1957 auch die Aktie der Deutschen Bank, die in der DAI-Liste ebenfalls 1948 als IPO ausgewiesen ist. Der angegebene Zusatz, dass die Deutsche Bank bis 1957 als Süddeutsche Bank firmierte, ist ebenfalls nicht korrekt. Vgl. Kapitel IV.

11 Vgl. im Zusammenhang mit der Rückberechnung des DAX für die Jahre 1948 bis 1954 Richard Stehle/ Christian Wulff/ Yvett Richter, Die Rendite deutscher Blue-chip-Aktien in der Nachkriegszeit – Rückberechnung des DAX für die Jahre 1948 bis 1954 (Working Paper, Humboldt-Universität zu Berlin), Juli 1999 [www.wiwi.hu-berlin.de/Professuren/bwl/bb/Material/Forschung/Rendite\_dt\_Blue-Chips\_1948-54-NEU\_201004.pdf].

12 Gesetzliche Grundlage war das Alliierten-Gesetz Nr. 27 zur Neuordnung der Montanindustrie von 1951.

1900 an den Wertpapierbörsen Berlin und Frankfurt notiert waren, ging als Hauptnachfolger der Nordwestdeutsche Hütten- und Bergwerksverein hervor. Gemäß dem Hauptversammlungsbeschluss vom Dezember 1954 wurde die Gesellschaft wieder in Klöckner Werke AG umbenannt. Als eine weitere Nachfolgesellschaft wurde die Klöckner-Humboldt-Deutz AG wiedergegründet.

Die Börseneinführung der Mannesmannröhren AG erfolgte 1907 an den Wertpapierbörsen in Berlin und Frankfurt. Im Rahmen der Entflechtung der Montanindustrie wurde die Mannesmannröhren AG liquidiert. Als Nachfolgesellschaften entstanden die Mannesmann AG, die Consolidation Bergbau AG sowie die Stahlindustrie und Maschinenbau AG. Die drei Nachfolgesellschaften fusionierten 1955 zur Mannesmann AG.

Im Jahre 1926 wurden große Teile des Thyssen-Konzerns und die Rheinisch-Westfälischen Kalkwerke in die Vereinigten Stahlwerke eingebracht. Im Zusammenhang mit der Liquidation der Vereinigte Stahlwerke AG wurden 1953 die August Thyssen-Hütte AG und die Rheinisch-Westfälischen Kalkwerke (IPO: 1895 an den Börsen Berlin und Frankfurt) neu gegründet.

### *Entflechtung der I.G. Farben*

Die I.G. Farben AG war bei Kriegsende die größte börsennotierte Aktiengesellschaft in Deutschland und wurde 1945 unter alliierte Kontrolle gestellt. Im Januar 1952 wurde die I.G. Farben-Aktien i. L. (in Liquidation) gegründet. Im Dezember 1953 begann der Umtausch der I.G. Farben-Aktien, bei denen die Aktionäre der I.G. Farben Anteile der Nachfolgesellschaften BASF, Bayer, Cassella und Hoechst sowie einen Liquidationsschein erhielten.<sup>13</sup> Die IPOs der Vorgängergesellschaften der I.G. Farben fanden bereits 1883 (Farbenfabriken vorm. Friedrich Bayer & Co.), 1886 (BASF) und 1888 (Hoechst) statt.

### *Entflechtung der Großbanken*

Aufgrund alliierter Militärgesetze wurden die Deutsche Bank (IPO: 1871), die Dresdner Bank (IPO: 1873) und die Commerzbank (IPO: 1880 unter Hamburger Commerz- und Disconto-Bank) in zunächst 30 regionale Niederlassungen aufgespalten, die 1952 wieder zu jeweils drei Nachfolgesellschaften zusammengefasst wurden (vgl. auch Kapitel IV). Zu Beginn des Jahres 1954 erhielten die Aktionäre der „Altbanken“ entsprechende Anteile an den Nachfolgesellschaften und eine auf Reichsmark lautende Aktienurkunde (so genannte „Restquoten“), die einen Anspruch auf das enteignete Restvermögen der Altbanken in der DDR und Polen

13 Vgl. Stehle/ Wulff/ Richter, Rendite (wie Anm. 11), S. 28. Die I.G. Farben-Nachfolgesellschaften BASF, Bayer und Hoechst erhielten jeweils eine Beteiligung von 25,1 Prozent der Anteile der Cassella AG.

verbrieften.<sup>14</sup> Im Jahre 1957 kam es zur Fusion der Nachfolgegesellschaften und somit zur Wiederherstellung der Großbanken.<sup>15</sup>

Nach den oben genannten Ausführungen verbleiben nach der DAI-Liste für den Zeitraum 1950 bis 1959 noch 21 Erstnotierungen (2,1 Emissionen pro Jahr), die als „echte“ IPOs in Frage kommen. Möglicherweise liegt die Zahl der IPOs aber höher, da in der DAI-Zeitreihe diejenigen Unternehmen nicht enthalten sind, die ihre Börsennotierung vor 1994 eingestellt haben.

*Tabelle 1: Börseneinführungen am deutschen Kapitalmarkt 1950 bis 1959 (korrigierte DAI-Liste)*

<b>1950</b>	
<b>1951</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vereinigte Versicherung</li> </ul>
<b>1952</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Concordia Industrie Holding</li> <li>• KWS vorm. Rabbethge &amp; Giesecke</li> <li>• Keramag</li> </ul>
<b>1953</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Allerthal-Werke</li> </ul>
<b>1954</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Stahlwerke Bochum</li> <li>• Gebr. Bernhard</li> <li>• Edelstahlwerk Witten</li> <li>• Harnborner Bergb.</li> </ul>
<b>1955</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• F. Reichelt</li> <li>• IKB Deutsche Industriebank</li> </ul>
<b>1956</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• F. A. Günther &amp; Sohn</li> <li>• MLF Holding für Umweltechnologien</li> </ul>
<b>1957</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Allgemeine Privatkundenbank</li> <li>• Langbein-Pfanhauser Werke</li> <li>• Anterra Vermögensverwaltungs AG</li> <li>• Gemeinnützige AG für Wohnungsbau Köln</li> </ul>
<b>1958</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• SEL AG</li> </ul>
<b>1959</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mannheimer Versicherung</li> <li>• Grünzweig + Hartmann</li> <li>• PREUSSAG</li> </ul>

14 So erhielten beispielsweise die Aktionäre der Deutschen Bank für jede alte Aktie im Nennwert von 1.000 RM nominal 625 DM neue Aktien, und zwar 125 DM Aktien der Norddeutschen Bank, 250 DM Aktien der Rheinisch-Westfälischen Bank und 250 DM Aktien der Süddeutschen Bank. Des Weiteren erhielten die Aktionäre eine auf Reichsmark lautende Aktienurkunde (Restquote) der „alten“ Bank. Vgl. Was von der alten Bank blieb, in: Bank und Geschichte. Historische Rundschau 7/ Februar 2005, S. 2 [[www.bankgeschichte.de/downloads/hr\\_2005\\_01.pdf](http://www.bankgeschichte.de/downloads/hr_2005_01.pdf)].

15 Das Beispiel der Deutschen Bank weiterverfolgend, ist festzuhalten, dass 1957/58 die Aktien der drei Nachfolgebanken im Verhältnis 1:1 in Inhaberaktien der Deutschen Bank umgetauscht wurden. Vgl. ebd.

### 3. Börseneinführungen von 1960 bis 2001

In Abbildung 2 sind die Börseneinführungen deutscher Unternehmen und die dazugehörigen Emissionsrenditen im Zeitraum 1960 bis 2001 abgebildet. Die Börseneinführungen wurden den seit 1986 verfügbaren Jahresberichten bzw. Factbooks der Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen bzw. der Deutschen Börse AG entnommen. Zudem wurden weitere Quellen einbezogen, z. B. die Hoppenstedt Kurstabellen, der Saling-Aktienführer, der Hoppenstedt Aktienführer, die jährlichen Ausgaben der Commerzbank „Rund um die Börse“, die Veröffentlichungen des Sparkassenverbandes „Kapitalmarkt und Börse“ sowie die von der Frankfurter Wertpapierbörse auf Anfrage zur Verfügung gestellten Listen, welche die Börseneinführungen an allen deutschen Wertpapierbörsen (ab 1977) und die Zu- und Abgänge an der Frankfurter Wertpapierbörse enthielten. Für die Angaben vor 1977 wurde zusätzlich auf die Arbeit von Christian Wittleder zurückgegriffen.<sup>16</sup> Da bei den durchgeführten Untersuchungen Underpricing- und langfristige Renditeeffekte von IPO-Aktien im Vordergrund standen, blieben allerdings einige IPOs unberücksichtigt.<sup>17</sup>

Die Abbildung 2 zeigt erstens, dass am deutschen Aktienmarkt in den 1960er und 1970er Jahren nur wenige Börseneinführungen stattgefunden haben. Zusammen mit den Ergebnissen des vorhergehenden Abschnitts ist somit festzuhalten, dass die Zahl der am deutschen Aktienmarkt durchgeführten IPOs über einen Zeitraum von drei Jahrzehnten sehr gering war. Zweitens ist der Abbildung 2 zu entnehmen, dass seit Anfang der 1980er Jahre bis Mitte der Neunzigerjahre eine deutlich höhere Zahl von Börseneinführungen beobachtet werden konnte, die in der Größenordnung zwischen zehn und 30 IPOs pro Jahr lag.

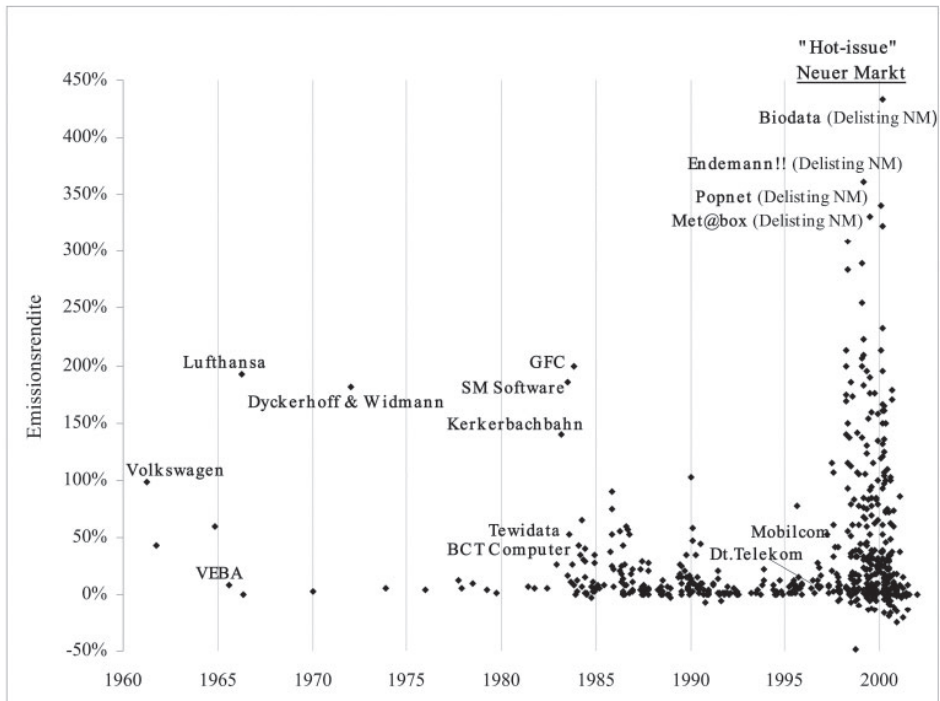
In der Wirtschaftspresse der damaligen Zeit haben insbesondere die Börseneinführung der Wella AG im Jahre 1983 und die von der Portfolio Management GmbH begleiteten Börsengänge für Aufsehen gesorgt. Bei den letztgenannten Emissionen sind gewisse Parallelen zu den späteren Ereignissen am Neuen Markt zu erkennen. Die Portfolio Management GmbH führte als Konsortialführer zwischen 1981 und 1984 zehn kleine Unternehmen mit einer durchschnittlichen Emissionsrendite von 66,7 Prozent in den geregelten und ungeregelten Freiverkehr ein. Von den zehn Börsenneulingen mussten sieben Unternehmen kurze Zeit nach der Börseneinführung das Konkursverfahren eröffnen. Aufgrund dieser Konkurse beschlossen die Börsen 1984, im Rahmen von IPOs auf ein börsenbegleitendes Kreditinstitut zu bestehen, was mit der Konsequenz verbunden war, dass der ungeregelte Freiverkehr für IPOs an Bedeutung verlor.<sup>18</sup>

16 Vgl. Wittleder, Going public (wie Anm. 7).

17 Zu den Ausschlusskriterien siehe Olaf Ehrhardt, Börseneinführungen von Aktien am deutschen Kapitalmarkt. Mit einem Geleitwort von Richard Stehle. Wiesbaden 1997, S. 77 f.

18 Hartmut Schmidt, Wertpapierbörsen. Strukturprinzip, Organisation, Kassa- und Terminmärkte. München 1988, S. 39.

Abbildung 2: Börseneinführungen am deutschen Kapitalmarkt 1960-2001



Quelle: Stehle/ Ehrhardt, Renditen (wie Anm. 7), zwischenzeitlich aktualisiert.

Mit dem Anstieg der IPOs in den 1980er Jahren können – wie in Kapitel III noch gezeigt wird – keine wesentlichen Veränderungen in den institutionellen Rahmenbedingungen in Verbindung gebracht werden. Bernd Rudolph führt hierzu aus: „Die Wiederentdeckung der Aktie [in den Achtzigerjahren, Anm. d. Verf.] ist also vermutlich eher ein Reflex der breiten realwirtschaftlichen Dynamik als das Ergebnis originärer Veränderungen gewesen.“<sup>19</sup> Allerdings ist die Zahl der IPOs im internationalen Vergleich immer noch als gering einzustufen.

Eine zeitliche Häufung von Börseneinführungen mit zum Teil sehr hohen Emissionsrenditen zeigt die Abbildung 2 für die Jahre 1997 bis 2001. In diesen fünf Jahren lag die Zahl der Börseneinführungen mit 426 IPOs erheblich über den Werten für den Gesamtzeitraum von 1960 bis 1996 (246 IPOs).

19 Bernd Rudolph, Effekten- und Wertpapierbörsen, Finanztermin- und Devisenbörsen seit 1945, in: Hans Pohl (Hrsg.), Deutsche Börsengeschichte. Frankfurt am Main 1992, S. 291-375, hier S. 323.



### III. Anlegerschutz und Kapitalmarktentwicklung

In diesem Kapitel wird der Überlegung nachgegangen, ob die vergleichsweise geringe Zahl von Börseneinführungen deutscher Unternehmen im Zeitraum 1950 bis 1980 mit der Qualität des Anlegerschutzes in Zusammenhang steht. Hierzu wird in einem ersten Schritt auf bestehende Studien verwiesen, die den Nachweis des Zusammenhangs zwischen Kapitalmarktentwicklung und Anlegerschutz erbringen. Auf Basis dieser theoretischen Fundierung unserer eingangs formulierten These wird in einem zweiten Schritt die Qualität des Anlegerschutzes am deutschen Kapitalmarkt für den Zeitraum 1950 bis 1980 analysiert.

#### *1. Ergebnisse länderübergreifender Studien*

Ein zentrales Element der Corporate-Governance-Literatur ist der Agency-Konflikt zwischen einem kontrollierenden Großaktionär und den Minderheitsaktionären börsennotierter Kapitalgesellschaften.<sup>20</sup> Dieser Agency-Konflikt materialisiert sich in Vermögenstransfers, die ein Großaktionär zu Ungunsten von Minderheitsaktionären durchführen kann. Diese Vermögenstransfers werden in der Corporate-Governance-Literatur häufig als „Self-dealing“, „Tunneling“ oder – in einer diplomatischeren Variante – als private Kontrollrenten bezeichnet.<sup>21</sup>

Das Ausmaß, in welchem Vermögenstransfers zwischen kontrollierendem Großaktionär und den Minderheitsaktionären möglich ist, hängt von den bestehenden Kapitalmarktregulierungen und der gerichtlichen Durchsetzbarkeit von Rechtsansprüchen in den einzelnen Ländern ab, die ihrerseits wiederum in einer bestimmten Rechtstradition stehen.<sup>22</sup> Die Qualität des Anlegerschutzes wird als essenziell für das Vertrauen von Anlegern in einzelne Wertpapieranlagen und somit für den erreichten Entwicklungsstand einzelner nationaler Kapitalmärkte angesehen – ein Zusammenhang, der in einer Vielzahl länderübergreifender empirischer Studien übereinstimmend bestätigt wurde.<sup>23</sup> Im Einzelnen zeigen diese Studien, dass die

20 Andrei Shleifer/ Robert W. Vishny, A Survey of Corporate Governance, in: Journal of Finance 52 (1997), S. 737-783.

21 Vgl. für viele Simeon Djankov/ Rafael La Porta/ Florencio Lopez de Silanes/ Andrei Shleifer, The Regulation of Entry, in: The Quarterly Journal of Economics 67 (2002), S. 1-37; Olaf Ehrhardt/ Eric Nowak, Private Benefits and Minority Shareholder Expropriation (or What Exactly are Private Benefits of Control) (EFA 2003 Annual Conference Paper No. 809), Juni 2003, entwickeln auf Basis der bestehenden Literatur, die bis zu Adam Smith (1776) zurückreicht, eine Typologie von privaten Kontrollrenten und sehen Self-dealing und Tunneling nur als Varianten eines breiter zu fassenden Begriffs von privaten Kontrollrenten.

22 René David, Major Legal Systems in the World Today. An Introduction to the Comparative Study of Law. London 1985, schlägt eine Unterscheidung zwischen dem angelsächsischen Common Law und dem aus dem römischen Recht abgeleiteten französischen, deutschen und skandinavischen Zivilrecht (Civil Law) vor. Diese Klassifikation hat sich in länderübergreifenden empirischen Studien zur Qualität des Anlegerschutzes durchgesetzt.

23 Vgl. u. a. Rafael La Porta/ Florencio Lopez de Silanes/ Andrei Shleifer/ Robert W. Vishny, Legal Determinants of External Finance, in: Journal of Finance 52 (1997), S. 1131-1150; dies., Law and Finance, in: Journal of Political Economy 106 (1998), S. 1113-1155; Franco Modigliani/ Enrico C. Perotti, Security versus Bank Finance. The Importance of a Proper Enforcement of Legal Rules, in: International Review of Finance 1 (2000), S. 81-96;

Qualität des Anlegerschutzes verbunden ist mit

- einer größeren Breite und Tiefe der Kapitalmärkte und einem verbesserten Zugang zu externen Finanzierungsquellen,<sup>24</sup>
- höheren Dividendenzahlungen,<sup>25</sup>
- einer besseren Kapitalallokation,<sup>26</sup>
- höheren Unternehmenswerten in Relation zu den vorhandenen Vermögensgegenständen,<sup>27</sup>
- geringeren privaten Kontrollrenten,<sup>28</sup>
- einem einfacheren Markteintritt in neue Märkte und Branchen<sup>29</sup> sowie
- einem höheren Anteil von externen Kapitalmarktfinanzierungen im Vergleich zu Kreditfinanzierungen.<sup>30</sup>

Das deutsche Corporate-Governance-System wird in den genannten länderübergreifenden Studien als ein System mit einem ausgeprägten Gläubigerschutz, aber zugleich mit einem im Vergleich zu Common-Law-Staaten geringen Schutz von Minderheitsaktionären beschrieben.<sup>31</sup> Da es sich beim deutschen Zivilrechtssystem um ein kodifiziertes Recht handelt, ist eine erfolgreiche Verhinderung bzw. Sanktionierung von Vermögenstransfers zwischen Groß- und Minderheitsaktionären an die Verletzung einer konkreten Gesetzesnorm geknüpft.<sup>32</sup> Um zu einer Einschätzung der Qualität des Anlegerschutzes in der Bundesrepublik Deutschland im Zeitraum 1950 bis 1980 zu gelangen, sollen nachfolgend die Entwicklung der Gesetzgebungsverfahren und die Regeldichte von Gesetzen im Bereich des Anlegerschutzes betrachtet werden.

Djankov/ La Porta/ Lopez de Silanes/ Shleifer, Regulation (wie Anm. 21); ferner die modelltheoretischen Überlegungen von Andrei Shleifer/ Daniel Wolfenzon, Investor Protection and Equity Markets, in: *Journal of Financial Economics* 66 (2002), S. 3-27.

24 La Porta/ Lopez de Silanes/ Shleifer/ Vishny, Determinants (wie Anm. 23).

25 Rafael La Porta/ Florencio Lopez de Silanes/ Andrei Shleifer/ Robert W. Vishny, Agency Problems and Dividend Policies Around the World, in: *Journal of Finance* 55 (2000), S. 1-33.

26 Jeffrey A. Wurgler, Financial Markets and the Allocation of Capital, in: *Journal of Financial Economics* 58 (2000), S. 187-214.

27 Stijn Claessens/ Simeon Djankov/ Joseph P. H. Fan/ Larry H. P. Lang, Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings, in: *Journal of Finance* 57 (2002), S. 2379-2408; Rafael La Porta/ Florencio Lopez de Silanes/ Andrei Shleifer/ Robert W. Vishny, Investor Protection and Corporate Valuation, in: *Journal of Finance* 57 (2002), S. 1147-1170.

28 Tatiana Nenova, The Value of a Corporate Vote Rights and Control: A Cross-Country Analysis, in: *Journal of Financial Economics* 68 (2003), S. 325-352.

29 Djankov/ La Porta/ Lopez de Silanes/ Shleifer, Regulation (wie Anm. 20).

30 Modigliani/ Perotti, Security (wie Anm. 23).

31 Rafael La Porta/ Florencio Lopez de Silanes/ Andrei Shleifer/ Robert W. Vishny, Investor Protection and Corporate Governance, in: *Journal of Financial Economics* 58 (2000), S. 3-27, hier S. 3 ff.

32 Interessante Beispiele für Vermögenstransfers aus der neueren deutschen Kapitalmarktgeschichte finden sich z. B. in Ekkehard Wenger/ Renate Hecker, Der Vorzugsaktionär als bevorzugtes Plünderungsoffer, in: Hans Dirrigl/ Dietmar Wellisch/ Ekkehard Wenger (Hrsg.), *Steuern, Rechnungslegung und Kapitalmarkt. Festschrift für Franz W. Wagner zum 60. Geburtstag*. Wiesbaden 2004, S. 265-295.

## 2. Qualität des Anlegerschutzes am deutschen Kapitalmarkt

### *Ausgangssituation nach dem Ende des Zweiten Weltkrieges*

Der Börsencrash von 1929 und die Weltwirtschaftskrise wurden in einer Reihe von Ländern zum Anlass genommen, über Ursachen und Konsequenzen der Geschehnisse nachzudenken und im Ergebnis substanzielle Veränderungen in der Kapitalmarktregulierung durchzuführen. In den USA fanden diese Überlegungen im Securities Act von 1933 und im Securities Exchange Act von 1934 ihren Niederschlag. In Deutschland bestimmten in dieser Zeit die politisch-ideologischen Interessen der nationalsozialistischen Machthaber die wirtschaftspolitische Gesetzgebung, sodass keine zeitgemäße Ausgestaltung des Corporate-Governance-Systems erfolgte.

Nach Ende des Zweiten Weltkrieges entstand in Deutschland eine spezielle Situation, die von Bestrebungen gekennzeichnet war, die Eigentumsrechte an Wertpapieren zu klären und einen funktionsfähigen Kapitalmarkt wieder aufzubauen. So unterlagen Wertpapieremissionen zunächst strengen Kontrollen und wurden durch Genehmigungsverfahren behindert.<sup>33</sup> Auch die seit 1941 gültige Dividendenabgabeverordnung und die 1943 erlassene Kursstoppverordnung gelten als anfängliche Hemmnisse für die Wiederbelebung eines funktionsfähigen Kapitalmarktes.<sup>34</sup> Mit dem Wertpapierbereinigungsgesetz von 1949 wurde die rechtliche Grundlage geschaffen, um die Besitzverhältnisse alter Aktien zu klären. Ein Handel von Aktien an den nach Kriegsende wiedereröffneten Börsen war nach dem Wertpapierbereinigungsgesetz nur bei geprüften Besitzverhältnissen erlaubt.<sup>35</sup> Ferner wurden die ersten Jahre der Nachkriegszeit durch die Währungsreform und die damit zusammenhängende Reichsmark-/ DM-Umstellung geprägt. Insgesamt haben die für die Kriegs- und Nachkriegszeit genannten Regulierungsvorschriften das Aktienemissionsgeschäft für einige Jahre fast völlig zum Erliegen gebracht.

### *Entwicklung des Anlegerschutzes in der Bundesrepublik 1950-1980*

Die wichtigsten Änderungen zur Verbesserung des Anlegerschutzes im Zeitraum 1950 bis 1980 waren die Novellierung des Aktiengesetzes (1966), die Reformvorschläge des Bundesministeriums für Wirtschaft (1967) und die Börsengesetznovelle (1975). Darüber hinaus gab es im Betrachtungszeitraum die Verabschiedung einer Reihe neuer Gesetzeswerke bzw. Novellierungen,<sup>36</sup> die im Folgenden aber nicht

33 Rudolph, Effekten- und Wertpapierbörsen (wie Anm. 19), S. 293.

34 Stehle/ Wulff/ Richter, Rendite (wie Anm. 11), S. 15.

35 Ab Oktober 1947 musste für den Börsenhandel die Rechtmäßigkeit des Aktienbesitzes anhand einer von den Geldinstituten ausgestellten Lieferbarkeitsbescheinigung nachgewiesen werden. Vgl. ebd., S. 14.

36 Zu nennen sind insbesondere die Novellierung des Kreditwesengesetzes (1961), das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (1957) und das Auslandsinvestitionsgesetz (1969).

weiter thematisiert werden sollen, da sie vor allem die Stabilität des Finanzsystems und die rechtlichen Rahmenbedingungen für Kapitalanlagen betreffen.<sup>37</sup>

#### a) Aktienrechtsreform

Die im betrachteten Zeitraum mit Abstand umfangreichste Änderung eines für den Anlegerschutz relevanten Gesetzes wurde mit der Novellierung des Aktiengesetzes (AktG) von 1937 unternommen. Diese Regelung war das Ergebnis eines relativ langwierigen Verfahrens, das 1958 mit einem ersten Referentenentwurf begann und sich über zwei Regierungsentwürfe 1960 und 1962 bis zur endgültigen Verabschiedung des Gesetzes am 6. September 1965 hinzog. Am 1. Januar 1966 trat das neue Aktiengesetz in Kraft.<sup>38</sup>

Der Anlass für eine Überarbeitung des Aktiengesetzes von 1937 bestand dabei nach Ansicht des Gesetzgebers weniger in der Beseitigung tatsächlicher identifizierter Missstände und regelungstechnischer Mängel, sondern vielmehr in einer Anpassung des Aktienrechts an die verfassungsmäßig formulierte Wirtschaftsordnung, die den Schutz, die Anerkennung und die Verfügungsfreiheit des Privateigentums vorsieht. Im Gegensatz zu der Fassung von 1937, die die Unternehmenskontrolle im Wesentlichen in die Hände der Unternehmensverwaltung gelegt und dem einzelnen Aktionär verhältnismäßig geringe Mitspracherechte und Kontrolle eingeräumt hatte, konzentrierte man sich nun darauf, diese Aktionärsrechte in das Aktiengesetz zu integrieren.<sup>39</sup>

Ein weiterer wichtiger Anlass zur Überarbeitung des Aktiengesetzes war die Absicht des Gesetzgebers, die Rolle der Aktie als Finanzierungsinstrument nachhaltig zu stärken.<sup>40</sup> Dieses Ziel sollte primär durch eine erhöhte Publizitäts- und Informationspflicht der Gesellschaften gegenüber ihren Anteilseignern und der Öffentlichkeit erreicht werden. Hiervon waren eine Reihe von Berichtspflichten der Unternehmen betroffen, unter anderem Auskunftspflichten des Vorstandes, Rechnungslegungs- und Bewertungsvorschriften sowie Bilanz- und Anhangsangaben. Den Aktionären sollten auf diese Weise verbesserte Informationsmöglichkeiten eingeräumt werden, die eine bessere Kontrolle des investierten Kapitals erlaubten. Man erhoffte sich, dass die Anleger in der Folge verstärkt in Aktien investieren würden.<sup>41</sup>

Bereiche, die sehr kontroverse Meinungen und Reaktionen auslösten, waren die Behandlung von stillen Reserven und die damit einhergehenden Bewertungsregeln für Vermögensgegenstände des Anlage- und Umlaufvermögens. Nach dem Aktien-

37 Ein Ansatzpunkt für die Diskussion weiterer Emissionshemmnisse stellt auch die Körperschaftsteuerreform von 1976 dar, die mit der Einführung der Körperschaftsteuergutschrift eine Aufhebung der Doppelbesteuerung von Dividendenerträgen erreicht hat.

38 Vorangegangen war die im Dezember 1959 verabschiedete so genannte „kleine Aktienrechtsreform“ mit dem Gesetz zur Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln und dem Gesetz zur Gewinn- und Verlustrechnung.

39 Gerrit Fey, Unternehmenskontrolle und Kapitalmarkt. Die Aktienrechtsreformen von 1965 und 1998 im Vergleich (Studien zur Ordnungsökonomik 25). Stuttgart 2000.

40 Ebd., S. 27.

41 Ebd.

gesetz von 1937 hatten die Unternehmen die Möglichkeit, Bewertungsregeln für Aktiva relativ frei zu wählen, was zu der allgemeinen Praxis der Bildung stiller Reserven führte und somit die Einschätzungen der Aktionäre über die tatsächliche Ertrags- und Vermögenslage der Unternehmen erschwerte. Um dem Abhilfe zu schaffen, wurde im Regierungsentwurf von 1962 zunächst ein Kompromiss vorgeschlagen, der stille Reserven für das Umlaufvermögen erlaubte, für das Anlagevermögen aber nur noch in Ausnahmefällen gestattete. In der endgültigen Fassung des Gesetzes kam es dann sogar zu einem völligen Verbot der Neubildung von stillen Reserven durch die Implementierung des Anschaffungs- und Herstellungskostenprinzips. Dies geschah gegen den heftigen Widerstand der Wirtschaft, da die neue Regelung als Bruch mit den traditionellen Bewertungsmethoden angesehen wurde.

Bei der Überarbeitung der Kontrollstrukturen innerhalb der Aktiengesellschaft ging es dem Gesetzgeber einerseits darum, die seit dem Aktiengesetz von 1937 geltende Vormachtstellung des Vorstandes zu entkräften und den Anteilseignern umfangreichere Mitspracherechte zu gewähren. Andererseits sollte der Vorstand im Rahmen seiner unternehmerischen Tätigkeit über das ihm zur Verfügung gestellte Kapital relativ frei verfügen können.<sup>42</sup>

Besonders deutlich wurde die damit verbundene Problematik bei den Regelungen, die sich mit den Entscheidungsbefugnissen bezüglich der Verwendung des Jahresüberschusses befassten. Zum einen gab es nach Gerrit Fey die Überlegung, diese Entscheidung gänzlich dem Vorstand zu überlassen, da der Aktionär in aller Regel nicht über die nötigen unternehmerischen und unternehmensinternen Kenntnisse verfüge, um eine akkurate Entscheidung zur Gewinnverwendung treffen zu können. Zum anderen wurde argumentiert, dass eine solche Regelung eine Entmündigung der Aktionäre bedeuten würde. Die letztendlich in das Gesetz eingebrachte Regelung überließ größtenteils dem Vorstand die Entscheidung über die Gewinnverwendung. Der Hauptversammlung wurde allerdings das Recht zuerkannt, über die Verwendung der Hälfte des Bilanzgewinnes abzustimmen (§ 174 AktG).

Darüber hinaus wurden Regelungen zum Schutz von Minderheitsaktionären beherrschter Unternehmen getroffen, die verhindern sollten, dass das beherrschende Unternehmen im Interesse des eigenen Geschäftsbetriebs dem beherrschten Unternehmen durch nachteilige Geschäftsbedingungen schaden konnte. Diese Absicht wurde umgesetzt, indem für die Bestimmung der steuerlichen Bemessungsgrenze und für die Höhe der Ausschüttung der rechtlich selbständigen Konzernunternehmen die jeweiligen Einzelabschlüsse herangezogen werden mussten. Der Konzernabschluss hatte somit nach der Aktienrechtsreform weiterhin ausschließlich informativen Charakter.<sup>43</sup>

42 Ebd.; vgl. ferner dort zitierte Literatur.

43 Nähere Informationen hierzu finden sich ebd., S. 32.

Eine weitere Regelung wurde mit der Meldepflicht nach § 21 und § 22 AktG eingeführt. Diese Bestimmungen sehen vor, dass der Besitz oder Erwerb von 25 Prozent oder mehr des Aktienkapitals dem betroffenen Unternehmen und seinen Aktionären mitzuteilen ist. Neben dieser ersten Maßnahme zur Verbesserung der Transparenz von Aktionärsstrukturen wurden mit der Neufassung des Aktiengesetzes aber auch die Möglichkeiten erweitert, Cashflow- und Stimmrechte zu trennen. Seit dem Zeitpunkt der Novellierung des Aktiengesetzes können am deutschen Kapitalmarkt stimmrechtslose Vorzugsaktien bis zur Hälfte des Grundkapitals ausgegeben werden.

*b) Reformvorschläge des Bundesministeriums für Wirtschaft (1967) und die Börsengesetznovelle (1975)*

Die nach dem Zweiten Weltkrieg angestrebten Veränderungen der institutionellen Rahmenbedingungen für die deutsche Wirtschaft ließen das Börsengesetz lange Zeit unberührt. Erst 1967 legte das Bundesministerium für Wirtschaft einen Referentenentwurf mit dem Ziel vor, eine Konzentration der Börsenumsätze und eine verbesserte Transparenz des Börsenhandels zu erreichen. Konkret sah der Referentenentwurf vor, dass erstens alle Kauf- und Verkaufsaufträge von zum Amtlichen Handel zugelassenen Aktien, Bezugsrechten und Wandelobligationen über die Wertpapierbörsen abgewickelt werden sollten. Zweitens war im Entwurf die Forderung nach der Veröffentlichung von Zwischenberichten (Halbjahresberichten) enthalten. Drittens wurde eine börsentägliche Veröffentlichung der Börsenumsätze angeregt.

Im Mai 1968 richtete Bundeswirtschaftsminister Karl Schiller eine Börsensachverständigenkommission ein, die in den folgenden Jahren nahezu alle im Referentenentwurf aufgeführten Vorschläge in ihre Empfehlung übernahm.<sup>44</sup> Die unterbreiteten Änderungsvorschläge wurden aber nicht in den Gesetzestext übernommen, sondern sollten nach und nach auf freiwilliger Basis von den beteiligten Parteien in die Praxis umgesetzt werden.<sup>45</sup> So wurde beispielsweise die Konzentration des Wertpapierhandels auf die Börsen gemäß der Empfehlung der Börsensachverständigenkommission in die Allgemeinen Geschäftsbedingungen der Banken aufgenommen.<sup>46</sup> Durch diese Maßnahme stiegen die Börsenumsätze bis Ende 1969 um mehr als das Doppelte.<sup>47</sup>

44 Die Börsensachverständigenkommission prüfte ebenfalls die Wiedereinführung des Terminhandels. Vorarbeiten hierzu gab es bereits 1957 durch ein Engagement der Wertpapierbörsen sowie 1969 durch die Pook-Kommission. Darauf basierend nahm die Kommission den Optionshandel in ihre Empfehlung auf. Zum 1. Juli 1970 wurde der Handel mit Kauf- und Verkaufsoptionen wieder aufgenommen. Dies erforderte jedoch gemäß § 63 BörG die Zulassung des Unternehmens zum Optionshandel durch den Bundesminister für Wirtschaft.

45 Eberhard Schwark, Börsengesetz. Kommentar zum Börsengesetz, zu den börsenrechtlichen Nebenbestimmungen und den Insider-Richtlinien. München 1976, S. 33 ff.

46 Eberhard Schwark, Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht – Entwicklungslinien, Prinzipien und Fortbildung des Anlegerschutzes. München 1979, S. 108. Ausnahmen von dieser Regelung waren nur bei expliziter Weisung der Kunden zugelassen.

47 Der Umsatz stieg von durchschnittlich 6,6 Mrd. in den Jahren 1960 bis 1967 auf 16,7 Mrd. DM in den Jahren 1968 bis 1974 an. Vgl. Schwark, Börsengesetz (wie Anm. 45), S. 34; ferner die dort zitierte Literatur.



Die Empfehlung zur Publizität der Unternehmen wurde gegenüber dem Referentenentwurf verschärft und sah nun eine Veröffentlichung von Angaben zur Lage des Unternehmens in jedem Quartal vor. Sanktionierungsmöglichkeiten bei Nichtbefolgung waren nicht vorgesehen, sondern lediglich eine Kennzeichnung der Unternehmen, die die Publizitätsanforderungen erfüllten, auf den Kurszetteln. Bis 1972 kamen 183 von 395 börsennotierten Gesellschaften der Empfehlung der Börsensachverständigenkommission nach.<sup>48</sup>

Ein weiterer Reformvorschlag der Sachverständigenkommission führte dazu, dass die damals vier größten deutschen Börsen (Frankfurt, Düsseldorf, Hamburg, München) seit Mai 1969 die täglichen Börsenumsätze ausgewählter Werte veröffentlichten.<sup>49</sup> Des Weiteren trat 1972 ein Insiderhandel-Kodex in Kraft, d. h. eine freiwillige Selbstregulierungsinitiative ohne rechtliche Sanktionierungsmöglichkeiten.<sup>50</sup> Vorgesehen waren lediglich die Abführung der Gewinne aus Insiderhandelsgeschäften an die entsprechenden Unternehmen und die Entfernung der betreffenden Anlageberater aus der von der jeweiligen Börse geführten Liste. Gesellschaften, welche die Insiderrichtlinien akzeptierten, wurden in den amtlichen Kursblättern markiert.<sup>51</sup>

Nach Umsetzung der Empfehlungen der Börsensachverständigenkommission hatten die im Rahmen der Börsengesetznovelle vom 5. Mai 1975 verabschiedeten Änderungen bestenfalls kosmetischen Charakter (z. B. Stärkung des Börsenvorstandes als zentrales Verwaltungsorgan der Börse, Substitution von Ausschließungsgründen durch einen Katalog von Zulassungskriterien, Errichtung einer Maklerkammer an den Börsen etc.). Durch die Gesetzesnovelle wurde das Börsengesetz an die geänderten verfassungsrechtlichen Grundlagen angepasst; zugleich wurden einige überholte, in der Rechtspraxis selten oder gar nicht verwendete Paragraphen entfernt.<sup>52</sup>

Aus Sicht des Anlegerschutzes änderte sich mit den Empfehlungen der Börsensachverständigenkommission und durch die Börsengesetznovelle nur wenig. Die Ergebnisse des Reformpakets betrafen im Kern zusätzliche freiwillige Publizitätsrichtlinien und die Verabschiedung der ebenfalls freiwilligen Insiderhandelsrichtlinien.

### *Substantielle Verbesserung des Anlegerschutzes seit 1990*

Die nachfolgenden Ausführungen belegen, dass viele der für ein modernes Corporate-Governance-System erforderlichen Regelungen in Deutschland erst nach

48 Vgl. ebd.

49 Ebd. Es handelte sich um die Umsätze von 40 intensiv gehandelten Werten sowie von zehn Werten, die für die jeweilige Börse eine besondere Relevanz besaßen. Zusätzlich war die Möglichkeit gegeben, Umsätze von nicht in den Auflistungen enthaltenen Werten auf Anfrage der Wirtschaftspresse mitgeteilt zu bekommen.

50 Überarbeitungen der Insider-Regeln erfolgten 1976 und 1988. Erst 1988 wurde die Weitergabe von Insiderwissen an und die Verwertung dieser Informationen durch Dritte untersagt.

51 Schwark, Börsengesetz (wie Anm. 45), S. 36.

52 Schwark, Anlegerschutz (wie Anm. 46), S. 256.

1990 Bestandteile des geltenden Rechts wurden.<sup>53</sup> Durch die Auflistung ausgewählter Beispiele werden im Umkehrschluss substanzielle Defizite in der Qualität des Anlegerschutzes am deutschen Kapitalmarkt in den 1950er bis 1970er Jahren erkennbar, die zur Unterentwicklung des deutschen Aktienmarktes mit seiner im internationalen Vergleich geringen Zahl von Börseneinführungen beigetragen haben könnten.

*a) Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität (seit 1995)*

Während am US-amerikanischen Kapitalmarkt der Insiderhandel bereits mit dem Securities Exchange Act von 1934 verboten worden war,<sup>54</sup> konnte in der Bundesrepublik Deutschland der rechtsfreie Zustand freiwilliger Selbstregulierung<sup>55</sup> erst durch internationalen Druck beseitigt werden (Umsetzung der EG-Richtlinie vom 13. November 1989). Flankiert wurde das Insiderhandelsverbot durch die Verpflichtung zur Ad-hoc-Publizität, um präventiv den Missbrauch von Insiderwissen entgegenzuwirken.<sup>56</sup>

*b) Aufsichtsbehörde zur Überwachung des Wertpapierhandels (seit 1995)*

Mit dem Securities Exchange Act von 1934 wurde in den USA die Securities Exchange Commission (SEC) ins Leben gerufen. In der Bundesrepublik Deutschland wurde erst 1995 mit dem Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe) eine vergleichbare, aber mit deutlich geringeren Kompetenzen ausgestattete Aufsichtsbehörde geschaffen, die im Mai 2002 organisatorischer Bestandteil der neu gegründeten Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) wurde.

*c) Verbesserung der Publizitätspflichten (seit 1998)*

Mit dem Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) wurden für amtlich notierte Gesellschaften die Segmentberichterstattung, die Verpflichtung zur Veröffentlichung einer Kapitalflussrechnung, Meldepflichten bei Eigengeschäften von Führungskräften sowie detailliertere Angaben zum Beteiligungsbesitz eingeführt.

53 Für eine Einschätzung des deutschen Corporate-Governance-Systems siehe Eric Nowak, Recent Developments in German Capital Markets and Corporate Governance, in: Journal of Applied Corporate Finance 14 (2001), S. 35-48.

54 Weitere signifikante Veränderungen in den Regulierungsvorschriften zum Insiderhandel entstanden mit der Cady-Roberts-Entscheidung (November 1961) und der Texas-Gulf-Sulphur-Entscheidung (August 1966). Vgl. Jeffrey F. Jaffe, The Effect of Regulation Changes on Insider Trading, in: Bell Journal of Economics and Management Science 5 (1974), S. 93-121.

55 Vgl. zur Kritik des Insiderhandel-Kodex im Speziellen und von freiwilligen Selbstregulierungsinitiativen im Allgemeinen Olaf Ehrhardt/ Eric Nowak, Die Durchsetzung von Corporate-Governance-Regeln, in: Die Aktiengesellschaft 6/2002, S. 336-345.

56 Beide Regelungen sind im Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) enthalten, welches auf das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz von 1994 zurückgeht.



*d) Verpflichtung zur Abgabe eines Kaufangebots bei Unternehmensübernahmen (seit 2002)*

Mit dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) wurde 2002 die Verpflichtung des Bieters zur Abgabe eines Kaufangebots (Mandatory Bid Rule) eingeführt und somit eine für den Schutz von Minderheitsaktionären entscheidende Lücke in der Kapitalmarktregulierung geschlossen.

*3. Unternehmensfinanzierung in unterentwickelten Aktienmärkten*

In diesem Abschnitt soll die Frage diskutiert werden, ob alternative Finanzierungsquellen und Corporate-Governance-Mechanismen existieren, die trotz unterentwickelter Aktienmärkte ein hohes Wirtschaftswachstum ermöglichen. Ein wesentlicher Indikator für den Entwicklungsstand der Aktienmärkte ist der Quotient aus Marktkapitalisierung und GNP (Gross National Product). Die in der Tabelle 2 aufgeführten Quotienten zeigen, dass der Wert für Deutschland mit 0,23 deutlich unter den Werten der angelsächsischen Länder liegt.

*Tabelle 2: Entwicklung der Aktienmärkte (Verhältnis Marktkapitalisierung/GNP 1993)*

Entwickelte Länder	Marktkapitalisierung/GNP	Entwicklungsländer	Marktkapitalisierung/GNP
Großbritannien	1,10	Chile	1,05
USA	0,82	Indien	0,37
Frankreich	0,35	Indonesien	0,24
Deutschland	0,23	Simbabwe	0,24
Italien	0,12	Sri Lanka	0,23
		Pakistan	0,22

Quelle: Modigliani/ Perotti, Security (wie Anm. 22), S. 82.

Deutschland verfügt allerdings über ein gut entwickeltes Universalbankensystem mit adäquaten Rechtsvorschriften zum Gläubigerschutz. Nach Modigliani/ Perotti<sup>57</sup> verlangen externe Finanzierungsmaßnahmen einfach durchsetzbare Zahlungsansprüche, die entweder eine hohe Qualität des Anlegerschutzes voraussetzen oder durch Kreditverträge und langfristige Beziehungen mit Finanzintermediären gewährleistet werden. Modigliani/ Perotti zeigen empirisch, dass eine geringe Qualität des Anlegerschutzes zu einer überwiegenden Finanzierung über Finanzintermediäre bei einem deutlich geringeren Anteil von Kapitalmarktfinanzierungen führt.

57 Modigliani/ Perotti, Security (wie Anm. 23).

Der von Modigliani/Perotti formulierte Zusammenhang spiegelt sich in den historischen Zahlen zum Finanzierungsverhalten deutscher Unternehmen wider. Auch wenn die Nachkriegsjahre aufgrund der steuerlichen Förderung der Selbstfinanzierung eine Ausnahmephase darstellen, ist die Refinanzierung der deutschen Unternehmen in dieser Phase doch bemerkenswert: Im Jahr 1950 konnten die Unternehmen über ca. 11,5 Mrd. DM aus Mitteln der Selbstfinanzierung verfügen. Die Kreditvergabe an Nichtbanken betrug im gleichen Jahr ca. 12,25 Mrd. DM, während am Kapitalmarkt lediglich Mittel in Höhe von 2,5 Mrd. DM aufgenommen wurden.<sup>58</sup>

Aus der Studie von Modigliani/ Perotti ergibt sich unmittelbar die Frage, ob die Entwicklung des Aktienmarktes und des Bankensektors Substitute oder komplementäre Institutionen für das Wirtschaftswachstum darstellen. Zunächst ist den Ergebnissen mehrerer Studien zu entnehmen, dass die Entwicklung des Finanzsystems zum volkswirtschaftlichen Wachstum beiträgt.<sup>59</sup> Hinweise auf separate Wachstumseffekte geben Levine/ Zervos, die zeigen, dass der Entwicklungsstand des Aktienmarktes und die Bedeutung des Bankensektors eine separate Prognosekraft für volkswirtschaftliches Wachstum aufweisen.<sup>60</sup>

Die von Levine/ Zervos ausgewiesene separate Prognosefähigkeit steht der Argumentation entgegen, dass das Vorhandensein eines ausgeprägten Bankensektors die Ursache für eine Vernachlässigung der Entwicklung von Anlegerschutzvorschriften sein könnte. Naheliegender dürfte die Argumentation sein, dass die unterschiedliche Entwicklung der Vorschriften zum Anleger- und Gläubigerschutz zu einem unterschiedlichen Entwicklungsstand von Aktienmarkt und Bankensektor geführt haben könnte.

#### 4. Schlussfolgerung

In der Bundesrepublik Deutschland bestanden bis Anfang der 1990er Jahre deutliche Defizite in der Qualität des Anlegerschutzes. Es ist daher naheliegend, die geringe Zahl von Börseneinführungen in den 1950er bis 1970er Jahren mit diesen Defiziten zu erklären. Diese Aussage stützt sich auf die in Kapitel III.1 diskutierten länderübergreifenden empirischen Untersuchungen und modelltheoretischen Fundierungen.<sup>61</sup> Zeitliche Unterschiede in der Emissionstätigkeit können darüber

58 Friedrich Lütge, *Deutsche Sozial- und Wirtschaftsgeschichte. Ein Überblick*. Berlin<sup>3</sup>1966.

59 Vgl. z. B. Robert G. King/ Ross Levine, *Finance and Growth. Schumpeter Might Be Right*, in: *The Quarterly Journal of Economics* 108 (1993), S. 681-737; Jith Jayaratne/ Philip E. Strahan, *The Finance-Growth Nexus. Evidence from Bank Branch Deregulation*, in: *Quarterly Journal of Economics* 111 (1996), S. 639-670; Ross Levine/ Sara Zervos, *Stock Markets, Banks, and Economic Growth*, in: *American Economic Review* 88 (1998), S. 537-558; Raghuram G. Rajan/ Luigi Zingales, *Financial Dependence and Growth*, in: *The American Economic Review* 88 (1998), S. 559-586.

60 Levine/ Zervos, *Stock Markets* (wie Anm. 58).

61 Z. B. Shleifer/ Wolfenzon, *Protection* (wie Anm. 23).

hinaus durch weitere Faktoren hervorgerufen werden. Dieser Überlegung wird in den beiden nachfolgenden Kapiteln nachgegangen.

#### IV. Nachkriegsfolgen und Konsortialgeschäft

In Kapitel II.2 wurde bereits die Entflechtung der Großbanken nach Kriegsende behandelt. In den drei westlichen Besatzungszonen, in denen Banken nach kurzer Unterbrechung ihre Tätigkeit wieder aufnehmen konnten, wurden die bestehenden Filialen 1947 zu kleineren und rechtlich unselbständigen Einheiten zusammengefasst. Mit dem Großbankengesetz von 1952 schlossen sich diese Einheiten für jede Großbank wieder zu drei regionalen, rechtlich voneinander unabhängigen Nachfolgeinstituten zusammen. Das 1955 erlassene Gesetz zur Aufhebung der Beschränkung des Niederlassungsbereichs beseitigte die Sondergesetzgebung und ermöglichte die Wiederherstellung der Großbanken.<sup>62</sup>

Neben dem kriegsbedingten hohen Verwaltungsaufwand (Währungsreform, Währungsumstellung, Wertpapierbereinigung) dürften auch die organisatorischen Aufwendungen in Zusammenhang mit der Entflechtung und Wiederherstellung der Großbanken beträchtliche personelle Ressourcen gebunden haben. Betrachtet man die in Tabelle 3 angegebenen Marktanteile der Großbanken von 61,9 Prozent bei den IPO-Konsortialführungen im Zeitraum 1960 bis 1992, so könnte in der Entflechtung der Großbanken ein weiteres Emissionshemmnis für die 1950er Jahre gesehen werden. Die Aufteilung der Großbanken in Regionalinstitute dürfte den Aufbau funktionsfähiger Konsortialabteilungen erheblich behindert haben.

*Tabelle 3: Marktanteil (Anzahl der IPOs) bei IPO-Konsortialführungen 1960-1992*

<b>Commerzbank</b>	<b>Deutsche Bank</b>	<b>Dresdner Bank</b>	<b>Gesamt</b>
11,4 %	39,6 %	10,9 %	61,9 %

*Quelle:* Eigene Berechnungen.

#### V. Weitere Erklärungsansätze für zeitliche Schwankungen der Emissionstätigkeit

Im Kapitel III wurde die Emissionstätigkeit zu den institutionellen Rahmenbedingungen in Beziehung gesetzt. Nach den dortigen Ausführungen wird eine ansteigende Zahl von Börseneinführungen erwartet, wenn sich die Qualität des Anlegerschutzes nachhaltig verbessert. Allerdings sind auch zeitliche Häufungen

<sup>62</sup> Was von der alten Bank blieb (wie Anm. 14), S. 2.

Abbildung 3: Entflechtung und Wiederherstellung der drei Großbanken



von IPOs in bestimmten Branchen zu beobachten, die Ritter als „Hot-issue“-Phasen bezeichnet und die nicht mit Kapitalmarktregulierungen erklärt werden können.<sup>63</sup>

Bei jeder Entscheidung über eine Börseneinführung werden die Vor- und Nachteile des Börsengangs gegeneinander abgewogen. Werden beispielsweise bei der Entscheidung die Auswirkungen auf die Eigentümerstruktur in den Vordergrund gestellt, so werden Diversifikationsgewinne mit den Kosten verglichen, die aus einer Trennung von Eigentums- und Kontrollrechten entstehen. Es ist zu erwarten, dass sich im Zeitablauf die einzelnen Vor- und Nachteile eines Börsengangs in ihrer Gewichtung verändern, etwa wenn sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen verändern, unter denen eine Unternehmung handelt.<sup>64</sup> Börseneinführungen werden nach dem Modell von Benninga et al. zu Zeitpunkten durchgeführt, an denen die Cashflows der Unternehmung und deren Bewertung durch die Marktteilnehmer relativ hoch sind. Die Dynamik der erwirtschafteten Cashflows und das optimale Timing eines IPOs führen zu einem zeitlichen Cluster von IPOs in bestimmten Branchen. Im Umkehrschluss entsteht ein zeitliches Cluster von Buyouts (mit anschließendem Delisting) bei niedrigen Cashflows und niedriger Bewertung.

Die Ursachen für die modellierte Dynamik der Cashflows (und deren Bewertung) bleiben bei Benninga et al. unbestimmt. Denkbar wären zum einen zeitliche Fehlbewertungen an den Aktienmärkten, mit denen Shleifer/ Vishny M&A-Wellen erklären.<sup>65</sup> Zum anderen ist die Dynamik von Cashflows ein Merkmal des Evolutionsprozesses von Unternehmen.<sup>66</sup> Am Beispiel von Brauereiunternehmen soll nachfolgend verdeutlicht werden, welchen Einfluss der Lebenszyklus von Unternehmen einer Branche auf die Zahl der beobachteten Börseneinführungen und Delistings hat.<sup>67</sup>

Für den Zeitraum von 1870 bis 2003 konnten für den deutschen Kapitalmarkt 235 IPOs von Brauereiunternehmen ermittelt werden. Dabei entfielen nahezu 90 Prozent aller IPOs auf den Zeitraum bis 1907. Zwischen 1917 und 1929 konnten lediglich elf, zwischen 1948 und 2003 nur noch acht Börseneinführungen von Brauereiunternehmen beobachtet werden. Die Zahl der Börseneinführungen von Brauereiunternehmen zwischen 1870 und 1914 (212 IPOs) entspricht in etwa der

63 Jay R. Ritter, The "Hot-issue" Market of 1980, in: *Journal of Business* 57 (1984), S. 215-240.

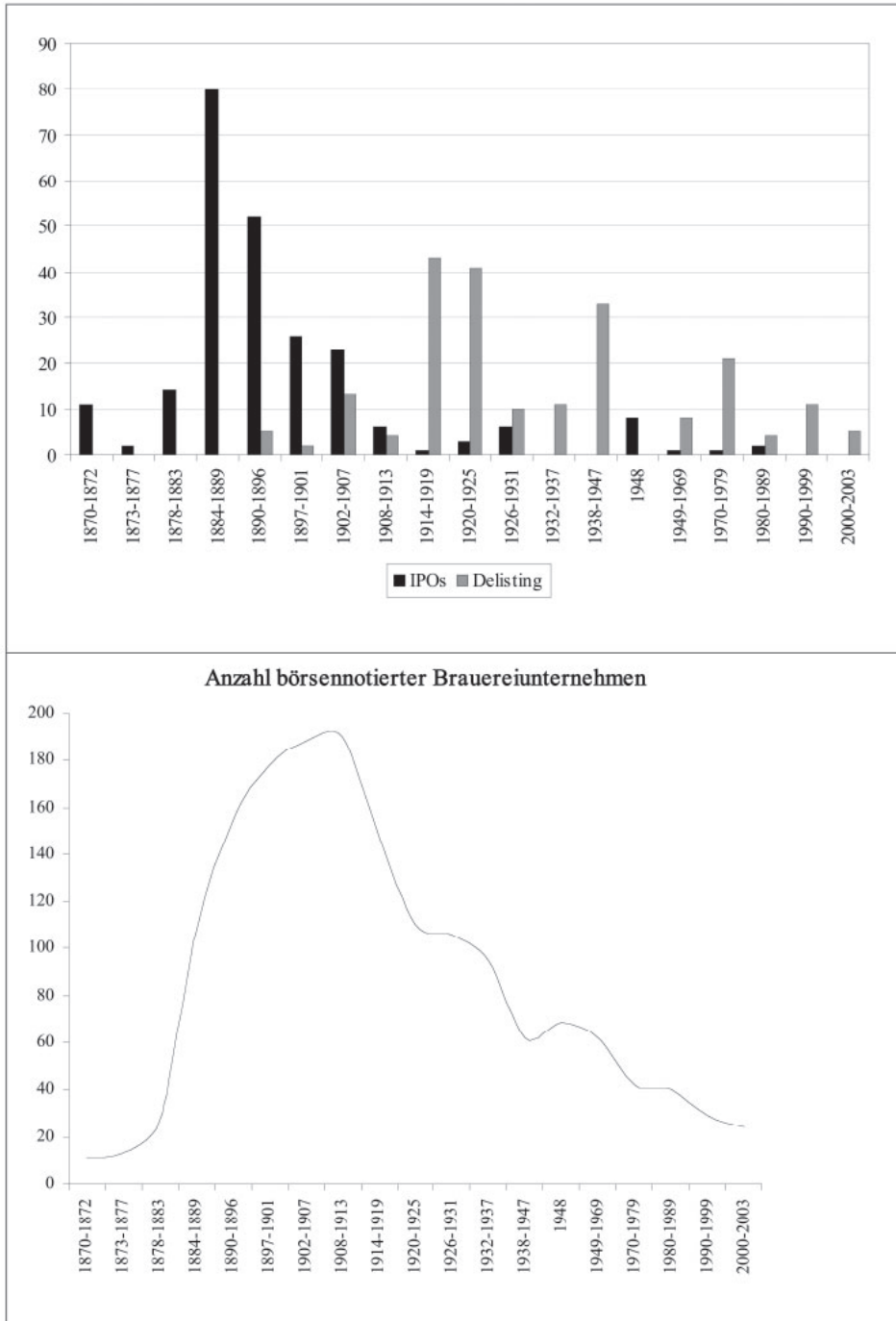
64 Simon Benninga/ Mark Helmantel /Oded Sarig, The Timing of Initial Public Offerings, in: *Journal of Financial Economics* 75 (2005), S. 115-132.

65 Andrei Shleifer/ Robert W. Vishny, Stock Market Driven Acquisitions, in: *Journal of Financial Economics* 70 (2003), S. 295-311.

66 Erste Arbeiten zum Evolutionsprozess eigentümergeführter Unternehmen stammen von Utpal Bhattacharya/ B. Ravikumar, Capital Markets and the Evolution of Family Businesses. *Journal of Business* 74 (2001), S. 187-220; dies., From Cronies to Professionals: The Evolution of Family Firms, in: Edith Klein (Ed.), *Capital Formation, Governance and Banking*. New York 2001; Mike Burkart/ Fausto Panunzi/ Andrei Shleifer, Family Firms, in: *Journal of Finance* 58 (2003), S. 2167-2202.

67 Die nachfolgenden Ausführungen können detaillierter nachgelesen werden bei Olaf Ehrhardt/ Uwe Gronwald, Börseneinführungen, Going Private- und M&A-Transaktionen deutscher Brauereiunternehmen im Zeitraum 1870-2003, in: *M&A Review* 1/2005, S. 11-16.

Abbildung 4: IPOs, Delistings und Anzahl börsennotierter Brauereiunternehmen



Zahl aller Börseneinführungen am deutschen Kapitalmarkt zwischen 1960 und 1993 (229 IPOs).<sup>68</sup>

Neben dem Cluster der IPOs von Brauereiunternehmen in den 1880er und 1890er Jahren zeigt sich die Dynamik des Evolutionsprozesses auch an der Zahl der Delistings. Von den 235 IPOs sind heute nur noch 24 Unternehmen börsennotiert. Davon betreiben noch 17 Unternehmen den originären Geschäftszweck des Bierbrauens.<sup>69</sup> Die hohe Zahl der IPOs von Brauereiunternehmen Ende des 19. Jahrhunderts zeigt an einem exemplarischen Beispiel, dass bei entsprechender wirtschaftlicher Dynamik einzelner Branchen ein deutlicher Einfluss auf die Emissionstätigkeit erkennbar ist. Obwohl auch in dem genannten Zeitraum Verbesserungen im Anlegerschutz zu verzeichnen waren,<sup>70</sup> deuten die branchenspezifischen Cluster beobachteter IPOs auf einen separaten Erklärungsansatz für zeitliche Veränderungen der Emissionstätigkeit hin.

## VI. Zusammenfassung

Die Auswertung der vorhandenen IPO-Zeitreihen zeigt, dass die Zahl der IPOs in den 1950er bis 1970er Jahren sehr niedrig war. Vor dem Ersten Weltkrieg und seit Anfang der 1980er Jahre konnte dagegen jeweils eine deutlich höhere Emissionstätigkeit beobachtet werden. Im internationalen Vergleich blieb die Zahl der Börseneinführungen am deutschen Markt (mit Ausnahme der „Hot-issue“-Phase 1997-2001) allerdings auch nach 1980 auf einem niedrigen Niveau.

Die festgestellte geringe Zahl von Börseneinführungen in den 1950er bis 1970er Jahren wirft die Frage nach den Ursachen, d. h. nach bestehenden Emissionshemmnissen, auf. Der Hauptgrund für die festgestellte geringe Emissionstätigkeit wird in der Qualität des Anlegerschutzes gesehen. Im Betrachtungszeitraum waren nur marginale Verbesserungen des Anlegerschutzes zu erkennen, die deutlich hinter den Entwicklungen im angelsächsischen Raum zurückblieben. Substanzuelle Veränderungen im Anlegerschutz erfolgten erst nach 1990, eine Tatsache, welche die bestehenden Defizite im Betrachtungszeitraum in besonderer Weise unterstreicht.

Auch die Entflechtung der Großbanken, die in späteren Perioden einen Marktanteil von 62 Prozent an den IPO-Konsortialführungen erreichten, kann für die 1950er Jahre als Emissionshemmnis betrachtet werden. Diese Entflechtung und

68 Ebd., S. 13 f.

69 Ebd., S. 14 f.

70 Nach Ernst Engel, Die erwerbstätigen juristischen Personen im preussischen Staate, insbesondere die Aktiengesellschaften, in: Zeitschrift des Königlich Preussischen Statistischen Bureaus 15 (1875), S. 449-536, haben fehlende gesetzliche Kontrollmechanismen und zum Teil kriminelle Machenschaften in den Jahren der Depression zu zahlreichen Unternehmenspleiten von erst kürzlich an der Börse eingeführten Unternehmen geführt. Im Jahre 1884 kam es zu einer Novellierung des Aktiengesetzes, die das Anlegervertrauen wieder zurückgewinnen sollte. Vgl. K. Rathgen, Aktiengesellschaften, in: Ludwig Elster (Hrsg.), Wörterbuch der Volkswirtschaft, Bd. 1. Jena 31911, S. 61.



die weiteren genannten Kapitalmarktregulierungen der Kriegs- und Nachkriegszeit haben das Aktienemissionsgeschäft für einige Jahre fast völlig zum Erliegen gebracht.

Des Weiteren könnte bei der Diskussion von Emissionshemmnissen die steuerliche Benachteiligung der Aktie gegenüber anderen Wertpapieranlagen relevant sein. Hierzu müssten die Auswirkungen der Körperschaftsteuerreform von 1976 mit der Aufhebung der Doppelbesteuerung von Dividendenerträgen detailliert analysiert werden.

Bei der Analyse der Emissionstätigkeit im Zeitablauf spielt auch die wirtschaftliche Dynamik in einzelnen Branchen eine wesentliche Rolle, die unabhängig von Veränderungen in den gesetzlichen Rahmenbedingungen zu zeitlichen Häufungen von IPOs und Delistings führt.

(Prof. Dr. rer. pol. habil. Olaf Erhardt, Fachhochschule Stralsund, Fachbereich Wirtschaft, Zur Schwedenschanze 15, D-18435 Stralsund; Dipl.-Kfm. Jan Hielscher, PricewaterhouseCoopers WPAG, Financial Services, Potsdamer Platz 11, D-10785 Berlin (Herr Hielscher hat an vorliegendem Beitrag im Rahmen seiner Diplomarbeit mitgewirkt.))

