

## **Kapitalmarkt- versus Bankenfinanzierung – Falsche Antworten auf das deutsche Dilemma**

Von Hans-Hermann Francke, Freiburg

### **I.**

Volkswirtschaftliche Finanzierungssysteme, das heißt die institutionellen Rahmenbedingungen der Transmission von Ersparnissen privater Haushalte zu den investierenden Unternehmen, unterscheiden sich weltweit fundamental. Ursächlich hierfür sind die jeweils besonderen historischen Wurzeln in Nationalstaaten, die früher ökonomisch und kulturell stärker voneinander abgegrenzt waren. Dabei ist wichtig zu sehen, dass die jeweiligen Formen der finanziellen Vermittlung in das sie umgebende institutionelle Gefüge eingebettet sind. In der heutigen, sich immer stärker integrierenden, mit anderen Worten: globalisierten Welt werden die volkswirtschaftlichen Finanzierungssysteme jedoch immer enger miteinander verknüpft. Der im kontinentalen Europa verbreitete Typ des bankendominierten Finanzierungssystems gerät dabei unter einen erheblichen Anpassungsdruck gegenüber dem vor allem in den USA vorherrschenden Typ der Ausrichtung an der direkten Kapitalmarktinanspruchnahme.

Die Ursachen dieses Veränderungsprozesses erscheinen unmittelbar plausibel. Geht man davon aus, dass die primäre Voraussetzung für die Funktionsfähigkeit von Kapitalmarktfinanzierungssystemen in der ausreichenden öffentlichen Verfügbarkeit von Informationen für die Akteure im Finanzierungsprozess besteht, dann fördert der kostengünstigere Zugang zu entscheidungsrelevanten Daten über den weltweiten Medienverbund die Anlage- und Finanzierungsdispositionen aller Akteure, vor allem der großen Unternehmen sowie der institutionellen Investoren, aber auch der privaten Haushalte. Zu dieser Entwicklung trägt auch die Annäherung der Rechnungslegungsvorschriften – Stichwort IFRS – für die kapitalsuchenden Unternehmen bei. Damit ist zugleich eine stärkere Ähnlichkeit in den Grundsätzen der Corporate Governance verbunden. Gleichzeitig geraten die weltweit tätigen Banken auf beiden Bilanzseiten

unter Wettbewerbsdruck: Die günstigere Verfügbarkeit kapitalmarktnaher Anlageformen ebenso wie der Wettbewerb um die attraktiven Kreditnehmer führt zu einer Schrumpfung der Anzahl vorwiegend national tätiger Institute. Der intensive Konzentrationsprozess wird überdies durch die hohen Fixkosten des Geschäftes und die daraus folgenden *economies of scale* akzentuiert.

## II.

Deutschland wird dabei in der Literatur<sup>1</sup> immer noch als Prototyp für ein Bankenfinanzierungssystem eingestuft. Ähnliches gilt für Österreich. Aber in den übrigen Mitgliedstaaten des EURO-Systems ist die Veränderung hin zur Kapitalmarktfinanzierung schon weit fortgeschritten. Die nachstehende Tabelle dokumentiert diese Unterschiede.

Grob gegliedert können drei Klassen von Ländern gebildet werden. Am stärksten erscheint die Kapitalmarktfinanzierung in Belgien, Frankreich, Italien und Finnland fortgeschritten zu sein. Typische Bankenfinanzierung ist in Österreich, Deutschland, Griechenland und Portugal vorzufinden. Die übrigen Länder können dazwischen eingestuft werden.

Für die Kapitalmarktfinanzierungssysteme gilt dabei, dass sie sich durch einen vergleichsweise hohen Anteil der Marktkapitalisierung („Market capitalization/GDP“), eine hohe Eigenkapitalquote der Unternehmen („Shares/Liabilities“) sowie eine relativ niedrige Quote der Bankenintermediation von Haushaltersparnissen („Nonintermediated assets of households ...“) auszeichnen. Für die Bankenfinanzierungssysteme gelten die umgekehrten Merkmale. Die Bankenkonzentration („Concentration of Banks“) ist – mit Ausnahme Italiens – eher in den Ländern hoch, die sich stärker über Kapitalmärkte finanzieren.

## III.

Ob Kapitalmarktfinanzierungssysteme effizienter sind als Bankenfinanzierungssysteme, hängt von einer Reihe wichtiger Voraussetzungen ab. Im Mittelpunkt stehen dabei Probleme der Funktionsfähigkeit von Märkten einerseits und die Fähigkeit beziehungsweise Bereitschaft der Systemakteure, Risiken zu tragen. Die Funktionsfähigkeit von Märkten ist im Wesentlichen davon bestimmt, inwieweit die dort ermittelten

---

<sup>1</sup> Allan, F./Gale, D. (2001) sowie Hackethal, A./Schmidt, R. H. (2000).

Tabelle 1

**Kennzahlen zu den Finanzierungssystemen der Mitgliedstaaten  
des EURO-Systems (Stand Ende 2000)**

<i>Staat</i>	<i>Non-intermediated assets of households as ratio of GDP</i>	<i>Inter-mediated assets as ratio of GDP</i>	<i>Concentration of Banks</i>	<i>Market capitalization/GDP</i>	<i>Shares/Liabilities</i>
Austria	0.14	1.85	0.45	0.15	0.21
Belgium	1.39	2.81	0.75	0.79	0.73
Germany	0.46	1.96	0.2	0.68	0.32
France	0.90	2.01	0.47	1.09	0.79
Greece	0.52	1.39	0.65	0.97	0.63
Ireland	n. a.	2.59	0.41	0.77	n. a.
Italy	1.08	1.27	0.23	0.70	0.54
Netherlands	0.72	3.32	0.81	2.00	0.54
Spain	0.67	1.76	0.54	0.95	0.55
Finland	0.93	0.85	0.87	2.42	0.75
Portugal	0.57	2.29	0.59	0.56	0.42

*Quelle:* ECB, Report on financial structures (2002), Annex S. 301 ff. sowie eigene Datenorganisationen

Preise auf zutreffenden Informationen sowie deren korrekter Verarbeitung beruhen. Ist dies der Fall, dann enthalten die Preise auch die wesentlichen Informationen, die für die Einschätzung der Rentabilität sowie der Risiken von Investitionen notwendig sind. Ob die Akteure dann bereit sind, die vermuteten Risiken tatsächlich zu tragen, wird durch die jeweilige individuelle – beziehungsweise institutionenspezifische – Risikoaversion bestimmt. Dieser erwächst damit eine zentrale Rolle für die Erklärung des Beitrags unterschiedlicher Finanzierungssysteme zur Performance von Volkswirtschaften. Theoretisch gilt dabei, dass die Bereitschaft, größere Risiken zu tragen, auch mit einer besseren Performance, also einer höheren BIP-Wachstumsrate, verknüpft ist.<sup>2</sup>

Wenn private Haushalte sich anstelle der Anlage bei Finanzintermediären direkt am Kapitalmarkt engagieren, deutet dies auf eine größere Ri-

<sup>2</sup> Francke, H.-H. (2005).

sikobereitschaft hin. Dagegen sind die Möglichkeiten von Finanzintermediären, Risiken zu tragen, zwar wegen ihres größeren portfoliotheoretischen Anlagepotenzials einerseits größer, doch wird diese Fähigkeit andererseits institutionell durch zahlreiche Regulierungsvorschriften, wie zum Beispiel die Eigenkapitalunterlegungspflichten von Banken, stark eingeschränkt. Der Erfolg eines Bankenfinanzierungssystems hängt daher entscheidend von der Bereitschaft und Fähigkeit der Banken zur effizienten Risikoträgerschaft ab. Für die Unternehmen gilt schließlich, dass ihre Bereitschaft Risiken zu tragen, wesentlich von der Verfügungsmöglichkeit über Eigenkapital bestimmt wird. Insgesamt ist also zu vermuten, dass funktionierende Kapitalmarktfinanzierungssysteme – vor allem wegen der insgesamt geringeren Risikoaversion der Akteure – zu einer besseren volkswirtschaftlichen Performance beitragen können.<sup>3</sup>

Vor diesem Hintergrund ist gegenwärtig für das deutsche Bankenfinanzierungssystem ein Dilemma zu konstatieren. Einerseits geraten die Banken, auch wegen des internationalen Wettbewerbsdrucks, unter zunehmende Anpassungszwänge, die sich in signifikanten Konzentrationsprozessen niederschlagen. Dadurch erscheint es, als würden die deutschen Banken ihre traditionelle Rolle als Risikoträger im Intermediationsprozess volkswirtschaftlicher Ersparnisse vorsichtiger interpretieren. Es entsteht zudem der Eindruck, dass ihre Risikoaversion gewachsen sei. Der neue – noch nicht implementierte – Regulierungsrahmen für die Eigenkapitalunterlegungspflicht gemäß Basel II wird in diesem Zusammenhang von Kreditinstituten gegenüber ihren Kunden oft als Rechtfertigung für ihre Zurückhaltung benutzt. Gleichzeitig fehlt es dem System an den notwendigen politischen Rahmenbedingungen, um schnellere Fortschritte auf dem Weg zu einem leistungsfähigeren Kapitalmarktfinanzierungssystem zu erreichen. Die im Koalitionsvertrag der neuen Bundesregierung vorgesehenen Besteuerungspläne wirken in diesem Zusammenhang eher kontraproduktiv.

#### IV.

Trotz aller grundsätzlichen Kritik sowie dem damit verbundenen Anstreben konkreter Veränderungsprozesse des deutschen Bankenfinanzierungssystems sollte nicht vergessen werden, dass es sich in der Vergangenheit als äußerst leistungsfähig und robust erwiesen hat.<sup>4</sup> Darin unter-

---

<sup>3</sup> Francke, H.-H. (2005).

<sup>4</sup> Kotz, H.-H. (2005).

scheidet es sich zum Beispiel fundamental vom Bankensystem in den USA, welches bis in die jüngere Vergangenheit – Anfang bis Mitte der 1980er, Ende der 1980er, Anfang der 1990er – von heftigen Krisen geschüttelt wurde.<sup>5</sup> Dabei ist bemerkenswert, dass das seit den 1930ern existierende Trennbankensystem endgültig zugunsten eines Universalbanksystems abgeschafft wurde. Ursächlich für die erfolgreiche Vergangenheit des deutschen Systems erscheinen vor allem zwei Merkmale: das viel zitierte „Drei-Säulen“-Fundament und das „Hausbank“-Prinzip. Das „Drei-Säulen“-Fundament ermöglichte es, vor allem durch die Organisation der Sparkassen- und Genossenschaftsverbände, Risiken und Kosten der Finanzintermediation zu tragen und zu teilen, die sonst die Fähigkeiten kleiner Banken eindeutig überstiegen hätten. Zugleich sorgte das System insgesamt für einen – für die Kunden günstigen – erheblichen Wettbewerbsdruck. Das „Hausbank“-Prinzip war nützlich, weil die für Deutschland typischen zahlreichen mittelständischen Unternehmen – häufig mit geringer Eigenkapitalausstattung – durch die enge Verbindung mit ihren Hausbanken zu effizienter Risikoträgerschaft befähigt wurden.

Damit sollten die konzeptionellen Schwächen und aktuellen Reformbedarfe der deutschen Banken nicht ignoriert werden. Fusionen, um leistungsfähigere Institutsgrößen zu erzeugen, effizientere Risikoteilungssysteme, Produktinnovationen und Vertriebsstraffungen erscheinen unverzichtbar. Allerdings wäre es aus einer wohlfahrtsökonomischen Perspektive günstig, wenn drei wesentlich erscheinende übergeordnete Zielstellungen den notwendigen Modernisierungsprozess leiteten: Erstens sollte der Wettbewerb nicht durch zusätzliche Regulierungen beschränkt werden, weil dieser den Bankkunden nützt. Zweitens sollten die Banken nicht indirekt aus ihrer Risikoträgerfunktion herausgedrängt werden, denn damit kann der Nutzen von funktionierenden Bankenfinanzierungssystemen begründet werden. Schließlich müssen die Banken eine zentrale Rolle bei der Hinwendung zur verstärkten Kapitalmarktfinanzierung übernehmen.

Der aktuelle Strukturwandlungsprozess des deutschen Bankenfinanzierungssystems wird stark geprägt von den neuen Eigenkapitalunterlegungspflichten, die das Basel-II-Abkommen vorsieht. Ohne Zweifel ist deren Grundgedanke, Kreditkonditionen, die dem jeweils spezifischen Ausfallrisiko Rechnung tragen, sinnvoll. Aber es erscheint notwendig,

---

<sup>5</sup> Hingewiesen wird auf die große Krise der amerikanischen Saving and Loan Associations.

darauf hinzuweisen, dass die neuen Regulierungen – neben den bekannten Einwendungen<sup>6</sup> – zwei grundsätzliche Probleme aufwerfen, die von den betroffenen – Banken wie Regulierungsbehörden – kaum diskutiert werden. Zum einen wird Basel II leider den Wettbewerb der Banken untereinander beschränken. Es ist ein Regulierungssystem zugunsten der Konzentration in der Bankwirtschaft, nicht aber zugunsten der Bankkunden. Die mit der Installation der neuen Risikokontrollsysteme verbundenen Fixkosten führen zu höheren Mindestbetriebsgrößen, ohne dass gesichert ist, dass es hierdurch tatsächlich zu einem gesamtwirtschaftlich geringeren Risikovolumen kommt. Das könnte insbesondere für kleinere Unternehmen zu einem Zugangsproblem führen. Zum anderen scheinen viele Banken selbst die Gefahr gering zu schätzen, von der risikotragenden beratenden „Hausbank“ zur distanzierten Rankinginstitution potenzieller Kunden zu mutieren. Längerfristig könnten sie sich damit die eigene Geschäftsgrundlage entziehen, und zwar nicht nur in Bezug auf die einzelne Kundenverbindung, sondern auch durch den endgültigen Verlust ihres Platzes in der Wertschöpfungskette des volkswirtschaftlichen Finanzierungsprozesses. Denn dieser beruht ja gerade auf der Fähigkeit und Bereitschaft zur Risikoübernahme, genauer: zum aus den Vorteilen der Nähe rührenden kostengünstigeren Umgang mit zwischen Kreditgeber und Kreditnehmer ungleich verteilten Informationen.

Ebenso erscheint es aus volkswirtschaftlicher Sicht wenig sinnvoll, ja gefährlich, kapitalsuchende mittelständische Unternehmungen wegen zunehmender Schwierigkeiten bei der Bankenfinanzierung in wenig transparente Nischen des noch unterentwickelten Kapitalmarktes zu drängen. Die Bereitschaft dazu wächst gegenwärtig schnell, ohne dass die beteiligten Kapitalnehmer und -geber immer über ausreichende Kenntnisse und Informationen verfügen.

## V.

Aber auch wenn es zweckmäßig erscheint, eine ausreichende Wettbewerbsintensität und Kundennähe in der Bankwirtschaft aufrechtzuerhalten, so ist die stärkere Hinwendung zur Kapitalmarktfinanzierung in Deutschland dennoch notwendig. Leider behindern die Veränderungen der steuerlichen Rahmenbedingungen, die die neue Bundesregierung beabsichtigt, diesen wichtigen Prozess des strukturellen Wandels. Als in hohem Maße kontraproduktiv muss hier die vorgesehene erwartete steu-

---

<sup>6</sup> Kotz, H.-H. (2005).

erliche Belastung privater Veräußerungsgewinne gesehen werden, insbesondere die ab 2007 vorgesehene Veräußerungsgewinnsteuer von 20 Prozent. Argumentiert wird hier mit der populären Absicht des Schließens von „Steuerschlupflöchern“. Tatsächlich laufen die Pläne auf eine Sonderbelastung von eigenkapitalgebenden Anteilseignern bzw. eigenkapitalsuchenden, insbesondere auch kleinen Kapitalgesellschaften hinaus.<sup>7</sup>

Schon jetzt werden Kapitalgesellschaften durch Körperschaft- und Gewerbesteuer mit ca. 40 Prozent belastet. Auf die ausgeschütteten Dividenden wird dann nach dem Halbeinkünfteverfahren noch einmal die halbe Einkommensteuer fällig. Damit bleibt der Kursgewinn je Aktie auf jeden Fall hinter dem anteiligen einbehaltenen Nettogewinn des Unternehmens zurück. Die zukünftige Verwendung des einbehaltenen Gewinns ist jedoch auch aus der Sicht des Anteilseigners mit Risiko behaftet, sodass der einbehaltene Gewinn wohl kaum vollständig im Kaufpreis des Anteils vergütet wird. Müssen jetzt bei späterer Dividendenausüttung noch 20 Prozent auf Kursgewinne bezahlt werden, dann wird die Aktienanlage unattraktiv. Diese Diskriminierung trifft kleine Anleger in der Regel stärker als große, weil letztere sich auf vielfältige Weise (und sei es durch Auswanderung) der Zusatzlast entziehen können. Das gilt auch für in Deutschland domizilierende Aktienfonds.<sup>8</sup>

Dieser Rückschlag für eine verbesserte Kapitalmarktfinanzierung in Deutschland wird vermutlich auch nicht durch die auf das Jahr 2008 verschobene Unternehmensteuerreform aufgehoben werden. Denn erstens kommt diese dann einigermaßen spät, zweitens wird sie den o.a. Mangel der Belastung von Veräußerungsgewinnen nicht wieder aufheben und drittens wird sie eher auf die Rechtsformneutralität zielen als auf die kostengünstige Beschaffung von Kapital über Finanzmärkte. So wird die externe Eigenkapitalbeschaffung der Unternehmen weiter behindert.

Im Übrigen und weitergefasst vermisst man bei den Besteuerungsplänen überhaupt, dass sie in den Zusammenhang der längerfristigen Reform der Sozialversicherungssysteme gestellt werden. Dabei ist doch inzwischen klar, dass die in Zukunft fehlende staatliche Versicherungsleistung durch private individuelle Kapitalbildung zumindest teilweise ersetzt werden muss. Nur diese kann die schwindende staatliche Sozialversicherungskraft entlasten und so zur Sanierung öffentlicher Haushalte beitragen.

---

<sup>7</sup> Wenger, E. (2005).

<sup>8</sup> Wenger, E. (2005).

Schließlich verstößt die geplante Gewinnsteuer grundsätzlich gegen die Effizienzmechanismen von Kapitalmarktfinanzierungssystemen, weil sie bei den Anlegern nachhaltige „Lock in“-Effekte verursacht. Weil der Veräußerungsgewinn hoch besteuert wird, werden Kapitalmarkttransaktionen seltener und die Preisinformation des Kapitalmarktes verfälscht. Das Potenzial eines Kapitalmarktfinanzierungssystems zur effizienteren Allokation wird nachdrücklich eingeschränkt. Für eine Politik, die vorgibt das Wachstum der deutschen Volkswirtschaft beleben zu wollen, sind das die falschen Antworten.

### Literatur

*Allen, F./Gale, D. (2001), Comparing Financial Systems, Cambridge, MA, London. – ECB, Report on financial structures (2002), Annex S. 301 ff. – Francke, H.-H. (2005), Financial Systems in Worldwide Competition: Risk Sharing in Germany, Japan and USA, in: Chinese Journal of European Studies, Nr. 5, S. 46 ff. – Hackethal, A./Schmidt, R. H. (2000), Komplementarität und Finanzsysteme, in: Finanzmärkte im Umbruch, Kredit und Kapital, Beiheft 15, S. 53–102. – Kotz, H.-H. (2005), New Financial Market in Euroland: On Convincing and Implementing a Blueprint; in: Touffet, J.-P. (Hrsg.), The Instability of Finance. Lessons from European Integration, Saint Gobain Center for Economic Studies Series (edited by Solow, R. M.), Cheltenham. – Kotz, H.-H. (2006), Summary of Statement at CFS-IMF Joint Seminar on German Banking System, Cfs Newsletter. – Wenger, E. (2005), Die Kursgewinnsteuer vertieft das Haushaltsloch, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 18. Nov., Nr. 269, S. 123.*