

Lipfert, Helmut

Article — Digitized Version

Sinnvolle Börsenreform durch organisatorische Maßnahmen?

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Lipfert, Helmut (1968) : Sinnvolle Börsenreform durch organisatorische Maßnahmen?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 48, Iss. 3, pp. 130-132

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/133819>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Sinnvolle Börsenreform durch organisatorische Maßnahmen?

Prof. Dr. Helmut Lipfert, Düsseldorf

Nach der Veröffentlichung des im Bundeswirtschaftsministerium erarbeiteten Referentenentwurfs hat die Diskussion um die Börsenreform in den ersten Tagen des neuen Jahres teilweise hitzige Akzente erhalten. Die zahlreichen zu diesem Komplex abgegebenen Stellungnahmen lassen unschwer erkennen, daß sich die Meinungen des Gesetzgebers und der Betroffenen hart im Raume stoßen. Trotz des vielfach leidenschaftlichen Engagements — die Wahl der Formulierungen, besonders in der Fachpresse, läßt nur diesen Schluß zu — muß Raum für ganz nüchterne Überlegungen bleiben. Garantiert doch allein die vertrauensvolle Zusammenarbeit aller Beteiligten das gewünschte Resultat. Empfindliche Instrumente wie Kapitalmarkt und Börse, die in jahrzehntelanger Entwicklung in ihre Funktionen hineingewachsen sind, vertragen einfach keine Experimente. Eine Haltung, die sich nur in Kritik erschöpft, dürfte ebensowenig vertretbar sein wie ein starres Beharren auf vorgefaßten Meinungen. Wäre es nicht dienlicher, die Gelegenheit beim Schopfe zu fassen und in gemeinsamen Bemühungen gangbare Wege für eine wirkliche Verbesserung des gegenwärtigen Systems zu suchen? Mit einer Verhärtung der Fronten ist niemandem, am allerwenigsten dem Aktionär, gedient.

VORSTELLUNGEN DES GESETZGEBERS

Was schwebt dem Gesetzgeber vor? Auf eine kurze Formel gebracht, möchte er die Leistungsfähigkeit eines Kapitalteilmarktes, des Aktienmarktes, steigern und den Aktionär gleichzeitig vor der Möglichkeit von Kursmanipulationen schützen. Man glaubt, die Vorstellungen durch ein Bündel von Maßnahmen verwirklichen zu können. So sieht der Referentenentwurf, der allerdings erhebliche Interpretationsschwierigkeiten aufweist, u. a. vor:

- Den regionalen Börsenzwang für alle zum amtlichen Handel an einer deutschen Börse zugelassenen Aktien. Börsenmitglieder dürfen Kauf- oder

Verkaufaufträge in diesen Papieren für eigene oder fremde Rechnung nur an der Börse, an der sie zugelassen sind, während der amtlichen Börsenzeit und nur mit einem anderen Börsenmitglied abschließen. Damit würde die Arbitrage weitgehend lahmgelegt.

- Ausschaltung der Kreditinstitute und Freimakler aus dem Geschäft für eigene Rechnung bei kleinen Kundenaufträgen von weniger als nominal DM 2 500. Diese Aufträge sollen künftig über die amtlichen Kursmakler abgewickelt werden. Ausnahmen vom Börsenzwang für bestimmte Transaktionen sind vorgesehen.
- Veröffentlichung der Umsätze aller amtlich gehandelten Aktien durch die Börsen.
- Veröffentlichung von Halbjahresberichten durch in- und ausländische Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien, deren Aktien an einer deutschen Börse zum amtlichen Handel zugelassen sind.
- Erweiterung der Funktionen der amtlichen Kursmakler durch Kursregulierung auf eigene Rechnung.

VERÄNDERTE FUNKTIONEN DER KURSMAKLER

Die Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen, die Verbände des Kreditgewerbes, die Tages- und Fachpresse haben zu den einzelnen Punkten des Referentenentwurfs detaillierte Stellungnahmen abgegeben. Eine Erörterung aller Gesichtspunkte verbietet sich an dieser Stelle allein aus Raumgründen. Daher werden nur einige wichtige Aspekte aufgezeigt. Zu begrüßen sind die Publizitätsvorschriften, wenn auch im Einzelfall noch Änderungen ratsam erscheinen. Bedenken sind jedoch gegen die vorgesehene Umkehrung der Funktionen der Kursmakler vorzubringen. Bisher treten sie als objektive Mittler zwischen den Parteien auf und nehmen die amtlichen Kursfeststellung auf Grund der jeweiligen Marktlage vor. Nun-

mehr soll durch Eigenengagements subjektiven Einflüssen Tür und Tor geöffnet werden. Offenbar ist beabsichtigt, das — hier ungeeignete — Vorbild des US-amerikanischen „specialist“, der mit eigenen Geschäften den Kurs beeinflusst, auf die ganz anders geartete Stellung des deutschen Kursmaklers zu übertragen.

Verkannt werden darüber hinaus die Aufgaben und die Notwendigkeit der Spekulation für den Aktienmarkt. Der deutschen Börse fehlt seit langem eine leistungsfähige Kulisse, die ausgleichend auf übertriebene Kursschwankungen nach beiden Seiten wirken kann — der Komplex Terminhandel wäre in die Betrachtungen einzubeziehen. Von der Schaffung einer starken Kulisse wird es entscheidend abhängen, wie erfolgreich sich eine „Börsenreform“ auswirken wird.

BÖRSENZWANG UNGEEIGNET

Aus der Palette der Argumente gegen den vorgesehenen Börsenzwang verdient ein Gesichtspunkt besondere Aufmerksamkeit. Ein totaler Börsenzwang beseitigt die Dispositionsfreiheit der Wertpapierkunden. Ihnen würde einfach vorgeschrieben, wie ihre Aufträge ausgeführt werden sollen. Wenn der Gedanke des Börsenzwangs überhaupt weiter verfolgt wird, dann sollte eine Regelung in der Richtung getroffen werden, daß alle Kundenaufträge über die Börse abzuwickeln sind, wenn der Kunde nicht im Einzelfall eine besondere Weisung erteilt. Hierdurch würden auch alle Ausnahmeregelungen überflüssig.

Zwangsmaßnahmen bilden bekanntlich immer den idealen Nährboden für legale Umgehungen. Schon jetzt lassen sich viele derartige Möglichkeiten aufzeigen. So bedarf es nur geringer Mühe der Börsenmitglieder, ausländische Briefkastenfirmen zu gründen, die keinerlei Beschränkungen unterworfen sind und über die in Zukunft die Geschäfte abgewickelt werden. Volle Handlungsfreiheit wäre darüber hinaus gewährleistet, wenn die Börsenmitgliedschaft aufgegeben würde. Schon diese wenigen Beispiele zeigen, daß die vorgesehenen Bestimmungen die Gefahr der Abwanderung von Börsenumsätzen in unkontrollierte und unkontrollierbare Kanäle eines Nebenmarktes von Nichtbörsenmitgliedern und ausländischen Kreditinstituten heraufbeschwört.

Der Referentenentwurf scheint in der Vorstellung gefangen zu sein, die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes und der Börse im wesentlichen durch organisatorische Maßnahmen verbessern zu können. Es bedarf keiner besonderen Erwähnung, wie wichtig eine gute und eingespielte Organisation ist. Sie bildet auf der anderen Seite aber kein Allheilmittel, dies um so weniger, wenn Regelungen mit dem Blick auf das Bank- und Börsenwesen in den USA und Großbritannien angestrebt werden. Die Übernahme oder die Kopie eines anderen, historisch gewachsenen Systems

kann die Leistungsfähigkeit des deutschen Kapitalmarktes nicht verbessern.

STÄRKUNG DER KAPITALMARKTES

Ohne Einschränkung zu befürworten sind alle Schritte auf dem Gebiet des Börsenwesens, die geeignet sind, den deutschen Kapitalmarkt und damit die Funktionsfähigkeit der Börse zu stärken. Die Suche nach Ansatzpunkten, die Marktfaktoren zu beeinflussen, d. h. etwas für einen kräftigeren Aktienmarkt mit wesentlich höheren Umsätzen auf dem Fundament einer größeren Kapitalbildung zu tun, dürfte nicht schwerfallen. Dabei darf jedoch nicht verkannt werden, daß viele potentielle Aktionäre unzutreffende oder sogar falsche Vorstellungen über Aktie und Börse haben und dieser Anlagemöglichkeit bzw. dieser Institution mit Mißtrauen begegnen. Vorurteilen kann aber nicht mit organisatorischen Zwangsmaßnahmen begegnet werden. Welche Chancen eröffnen sich zur Änderung dieses wenig erfreulichen Zustandes?

Ausgangspunkt aller Überlegungen und Bemühungen zur Verstärkung des Aktiensparens muß die Tatsache sein, daß dem deutschen Aktienmarkt das notwendige breite Fundament fehlt. Bis jetzt sind die Sparer in der Bundesrepublik viel weniger als in anderen westlichen Ländern bereit, risikobehaftete Anlagen wie Aktien zu erwerben. Inwieweit der enttäuschende Kursverlauf nach den Haussejahren 1959 und 1960 Ansätze einer wachsenden Engagementsbereitschaft zu nichte gemacht hat, kann nicht mit ausreichender Sicherheit festgestellt werden. Negative Auswirkungen dürften aber nicht ausgeblieben sein. Breite Bevölkerungsschichten, die inzwischen die Wertpapierreife erlangt haben, scheuen sich einfach, die erste Sparstufe zu verlassen. Mit wachsendem Wohlstand wird dieser Kreis potentieller Aktionäre in den kommenden Jahren noch größer. Wenn er für die Aktie gewonnen werden soll, müssen die vielfach bestehenden Vorurteile und unzutreffenden Vorstellungen über die Aktie beseitigt werden. Die hoffnungsvollen Ansätze in dieser Richtung bei den Kreditinstituten und dem von diesen vornehmlich getragenen Arbeitskreis zur Förderung der Aktie e. V. müssen daher intensiviert werden. Selbstverständlich darf auch die staatliche Sparförderung nicht eingeschränkt, sie muß vielmehr für bestimmte Bevölkerungsschichten ausgebaut werden. Die Nachfrageseite könnte darüber hinaus wesentlich durch institutionelle Anleger an Gewicht gewinnen, wenn hier die teilweise veralteten Anlagevorschriften revidiert würden. Insgesamt bestehen also einige Ansatzpunkte, um die Nachfrage zu vergrößern und damit den Aktienmarkt lebendiger und leistungsfähiger zu machen.

Hand in Hand hiermit muß aber auch das Angebot an Aktien erweitert, d. h. die herrschende Marktengung beseitigt werden, damit bei größerer Nachfrage hektische Kursausschläge und damit Enttäuschungen für neu gewonnene Aktiensparer vermieden werden. Ent-

sprechende Bemühungen sind aber ohne Hilfe des Gesetzgebers nicht möglich, da es vornehmlich steuerliche Hemmnisse sind, die beseitigt werden müssen, und zwar solche, die einer Umwandlung von Unternehmen in Aktiengesellschaften entgegenstehen, die Schaffung neuer Eigenmittel durch Kapitalerhöhungen erschweren und die Umschichtung von Wertpapierbeständen in den Portefeuilles von Unternehmen und privaten Wertpapierbesitzern behindern. Insbesondere ist die Bildung neuen Eigenkapitals durch Begebung von Aktien vorrangig und in jeder Weise zu fördern. Die dringend notwendige Verbesserung der Eigenkapitalstruktur der deutschen Unternehmen wird aber wesentlich durch die Doppelbesteuerung der Aktie beeinträchtigt. Vielleicht könnten auch steuerliche Erleichterungen bei der Erhöhung des Grundkapitals von Aktiengesellschaften in Verbindung mit gezielten Sparförderungsmaßnahmen die Eigenkapitalausstattung verbessern und eine breit gestreute Vermögensbildung fördern.

STEUERLICHE NEUREGELUNG NOTWENDIG

Eine weitere Erhöhung des Volumens an ausgegebenen und für den Handel zur Verfügung stehenden Wertpapieren könnte besser erreicht werden, wenn eine steuerneutrale Auflösung oder wenigstens Um-

schichtung von eingefrorenen Wertpapierbeständen des Betriebsvermögens über die zur Zeit schon geltenden, aber an sehr enge Voraussetzungen gebundenen Möglichkeiten hinaus zugelassen würde. Ferner sollten zur Belebung des Börsenhandels die Abschaffung der Börsenumsatzsteuer sowie eine Verkürzung oder der Fortfall der Spekulationsfrist ins Auge gefaßt werden. Eine ähnlich hemmende Wirkung hat auch das Urteil des Bundesfinanzhofs vom 15. Februar 1966, das an Stelle der Einzelbewertung der verwahrten Papiere eine Mischberechnung der Bestände des Hinterlegers vorschreibt, wodurch auch eine für die ganze Welt beispielhafte Verwahrungsart, die ebenso rationell wie kostensparend ist, ausgehöhlt wird.

Schon dieser unvollständige Katalog zeigt, welcher Komplex bei einer den Erfordernissen entsprechenden Börsenreform zu bewältigen ist. Soll sie Sinn haben, dann müssen viele Überlegungen auf steuerlichem Gebiet und nicht bei Organisationsfragen beginnen. Organisatorische Maßnahmen an der Börse allein sind nicht geeignet, die Struktur des Kapitalmarktes zu verbessern, die Enge des Marktes oder die Unausgeglichenheit von Angebot und Nachfrage zu beseitigen. Nicht vom „grünen Tisch“ aus, sondern in vertrauensvoller Zusammenarbeit der zuständigen Ressorts mit der Praxis sind die Probleme in Angriff zu nehmen.

Passagierschifffahrt am Wendepunkt ihrer Entwicklung

Wolfgang Reisener, Hamburg

Mit der kürzlich vom Stapel gelaufenen „Hamburg“ wird die deutsche Passagierschifffahrt den ersten Neubau der Nachkriegszeit über den Nordatlantik schicken. Die „Hamburg“ (23 000 BRT) wird nach ihrer Ablieferung in etwa einem Jahr neben der „Bremen“, der „Europa“ und der „Hanseatic“ das vierte Schiff der deutschen Fahrgastflotte im Trans-Atlantikdienst sein. Nur zögernd sind deutsche Reedereien nach dem Krieg in das traditionelle Passagegeschäft zurückgekehrt. Die deutsche Handelsflotte war durch Kriegsverluste, Beschlagnahme in fremden Häfen und Ablieferungen an die Alliierten auf wenige kleine Einheiten zusammengeschmolzen. Der Wiederaufbau einer leistungsfähigen Frachtschiffstonnage zum Transport des wachsenden deutschen Außenhandels über See war daher nach Aufhebung der alliierten Baubeschrän-

kungen die vorrangige Aufgabe der deutschen Reedereien. Die Wiederaufnahme der deutschen Passagierschifffahrt (1953) war ein Neubeginn mit alten Schiffen und der Tradition einer Zeit, als die großen Passagierschiffe konkurrenzlos den Trans-Atlantikverkehr beherrschten.

DIE TOTGESAGTE FLOTTE

Seit am 4. April 1836 der Raddampfer „Serius“ (700 BRT) von London kommend nach 19tägiger Reise unter Dampf und Segeln mit 94 Passagieren in New York eintraf und damit praktisch den regelmäßigen Passagedienst über den Atlantik eröffnete, hat die Passagierschifffahrt eine bewegte Geschichte hinter sich gebracht. Der Zwischendeckspassagier der Aus-