ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Forberg, Kurt; Schreib, Hans Peter; Schmidt, Hartmut

Article — Digitized Version

Börsenreform

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Forberg, Kurt; Schreib, Hans Peter; Schmidt, Hartmut (1969) : Börsenreform, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 49, Iss. 6, pp. 309-322

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/133978

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.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Börsenreform

Der deusche Anleger soll stärker an das Beteiligungssparen herangeführt werden. Ein Ausgleich der Anlegerinteressen mit den Interessen der Börsenmitglieder und der börsennotierten Gesellschaften wirft jedoch viele Probleme auf. Ist es nun der Kommission zur Begutachtung der deutschen Börsenverhältnisse gelungen, mit ihren Vorschlägen diese Probleme zu lösen?

Kompromiß auf freiwilliger Grundlage

Prof. Dr. Kurt Forberg, Düsseldorf

Die „Börsenreform" bildet einen Teilausschnitt des gesellschaftspolitisch äußerst wichtigen Gesamtkomplexes, die breite Masse der Bevölkerung in stärkerem Umfange an das Produktivvermögen der deutschen Wirtschaft heranzuführen. Die Bedeutung dieses Problems im Rahmen der Erhaltung und Verbesserung unserer Gesellschaftsordnung ist schon Mitte der fünfziger Jahre erkannt und vielfach erörtert worden. Der Gesetzgeber hat sich bereits im Jahre 1958 mit der „Kleinen Aktienrechtsreform" bemüht, durch die Möglichkeit der Ausgabe sogenannter „Berichtigungsaktien" den Kurswert der einzelnen Aktie zu verringern und sie dadurch für kleine Anleger erschwinglicher zu machen. Zu den Lösungsbeiträgen gehörte ferner das Angebot, im Rahmen staatlicher Sparförderungsmaßnahmen Belegschaftsmitgliedern die Möglichkeit zu geben, junge Aktien zu Vorzugskursen zu beziehen; ein Weg, den eine Reihe großer Aktiengesellschaften beschritten hat. Überlegungen zur Schaffung besonderer Investmentfonds für Arbeitnehmer sind sowohl auf gewerkschaftlicher als auch auf Unternehmerseite angestellt und wieder verworfen worden. Zudem hat die Aufklärungsarbeit des Arbeitskreises zur Förderung der Aktie ebenso wie die ausgedehnte Werbung der Investmentgesellschaften dazu beigetragen, neue Bevölkerungskreise an die Anlage von Spargeldern in Aktien heranzuführen.

Besonders wirksame Schritte unternahm der Gesetzgeber mit der Ausgabe von „Volksaktien" im Zusammenhang mit der Privatisierung der Preußag (1959), des Volkswagenwerkes (1961) und der VEBA (1965). Bis Mitte der fünfziger Jahre beschränkte sich die Zahl der Aktionäre in Deutschland noch auf etwa 500 000, die wahrscheinlich zum überwiegenden Teil den wohlhabenden Bevölkerungsschichten angehörten. Diese Zahl ist nicht zuletzt durch die oben erwähnten Privatisierungen auf etwa 4 Millionen angestiegen. Der Anstieg der Zahl der Aktionäre zeigt sich aber auch bei den großen Publikumsaktiengesellschaften; so haben z. B. kürzlich die Farbenfabriken Bayer die Zahl ihrer inländischen Ak-

tionäre im Jahre 1968 mit etwa 255 000 angegeben; 4 Jahre vorher waren es erst etwa 157 000.

Unbefriedigendes Beteiligungssparen

Im Gesamtrahmen sind diese Zahlen aber sowohl prozentual wie absolut gering. Der prozentuale Anteil der privaten Ersparnisbildung an der gesamten Ersparnisbildung der deutschen Volkswirtschaft hat in den letzten zwanzig Jahren ständig zugenommen. Der Anteil der privaten Haushalte betrug 1950 17,3 %, 1960 waren es bereits 26 % und 1965 44 %. Heute ist der Anteil auf etwas über 50 % angestiegen. Die private Ersparnisbildung seit der Währungsreform beträgt insgesamt etwa DM 350 Mrd. Hiervon ist etwa die Hälfte auf Sparkonten angelegt worden, deren Gesamtvolumen heute bei mehr als DM 160 Mrd. liegt. Nur ein sehr bescheidener Teil dieser privaten Ersparnisse kam aber der Anlage in Produktivvermögen, d. h. in Aktien oder Investmentzertifikaten zugute. Im Vergleich zum Anstieg der Spareinlagen im Jahre 1968 um etwa DM 27 Mrd. nehmen sich die Emissionen neuer Aktien inländischer Emittenten in Höhe von etwa DM 3,1 Mrd. sehr bescheiden aus. Im Schnitt der letzten Jahre flossen nur knapp 5 % der privaten Ersparnisbildung in den deutschen Aktienmarkt. In Japan aber, das weltwirtschaftlich eine immer bedeutendere Rolle erringt, werden dagegen ca. 20 bis 25 % der jährlichen privaten Ersparnisbildung in Aktien angelegt.

Verstärkte Aktivität

Die für die Bundesrepublik genannten Zahlen werden mit Recht auch von der Bundesregierung im Rahmen ihrer gesellschaftspolitischen Konzeption als unbefriedigend empfunden. Daher hat auch der Bundeswirtschaftsminister in seiner Rede anläßlich des Bankiertages im Jahre 1968 betont, daß „die bislang dominierende Sparkapitalbildung in Kontenform nicht der Weisheit letzter Schluß" sei. Er hat deshalb den Banken eine verstärkte Aktivität auf dem Gebiete des Wertpapiersparens anempfohlen.

Das Mißverhältnis zwischen Geldsparen und Beteiligungssparen hat neben den gesellschaftspolitischen Aspekten auch insofern eine Bedeutung, als die nach internationalen Maßstäben ungenügende Finanzierung mit Eigenkapital, d. h. mit anderen Worten, die im internationalen Vergleich prozentual höhere Verschuldung der deutschen Wirtschaft, deren Anfälligkeit gegenüber Rückschlägen erhöht und damit die Stabilität der wirtschaftlichen Gesamtentwicklung ebenso wie die Sicherheit der Arbeitsplätze negativ beeinflußt.

Die vielfachen Konsequenzen dieser Tatbestände haben dazu geführt, daß im Bundeswirtschaftsministerium Überlegungen angestellt worden sind, wie man der Aktie und der Börse direkt und indirekt zu einer größeren Popularität verhelfen könnte. Vielleicht etwas vordergründig zielten die Überlegungen zunächst dahin, das offensichtliche Mißtrauen des breiten Publikums gegenüber der Institution der Börse abzubauen, indem man das Börsengeschehen transparenter gestalten wollte. Um dem Vorurteil zu begegnen, daß Aktie und Börse nur etwas für eine kleine wohlhabende Bevölkerungsschicht seien und daß man nur dann sein Geld dort anlegen könne, wenn man über genügend enge Beziehungen zu den Gesellschaften selbst oder den Kreditinstituten verfüge, sollte zusätzlich eine zeitnahe und regelmäßige Zwischenberichterstattung der Gesellschaften selbst gesichert werden.

Diese richtigen Grundüberlegungen führten zur Diskussion um die sogenannte „Börsenreform", zu der von den verschiedensten Seiten Vorschläge gemacht worden sind. Im Dezember 1967 publizierte das Bundeswirtschaftsministerium den Entwurf eines Gesetzes über „Maßnahmen zur Verbesserung des Börsenwesens", in dem der Versuch gemacht wurde, die angestrebten Ziele durch gesetzliche Maßnahmen zu erreichen. Der Entwurf löste heftige Kritik in den beteiligten Kreisen der Wirtschaft, der Börsen und der Banken aus. Die vorgesehenen Regelungen erschienen ihnen zumindest teilweise unpraktikabel und den tatsächlichen Gegebenheiten nicht angemessen zu sein. Nach ihrer Ansicht standen sie auch zum Teil im Widerspruch zu anderen gesetzlichen Bestimmungen, beispielsweise zu denen des gerade verabschiedeten neuen Aktienrechts. Eine fruchtbare Diskussion drohte durch die sich ständig versteifenden Fronten unmöglich zu werden.

Bildung einer Kommission

Deshalb wurde dieser Fragenkomplex vom Bundeswirtschaftsminister einer Kommission unabhängiger Sachverständiger übertragen. Diese sollte im Einvernehmen mit dem leitenden Herren seines Ministeriums sachlich befriedigende und für die Wirtschaft tragbare Lösungen erarbeiten. Gesetzliche Eingriffe – für die sich das empfindliche Börsenwesen nun einmal besonders wenig eignet – sollten nach Möglichkeit vermieden werden. Da dieses Ziel nur erreicht werden konnte, wenn die Wirtschaft den von der Kommission auszusprechenden Empfehlungen Folge leisten würde, kam es wesentlich auf die Auswahl der Persönlichkeiten und deren Resonanz in den angesprochenen Wirtschaftskreisen an. Die siebenköpfige Kommission, die sich aus Repräsentanten des Bundesbankdirektoriums, der privaten und öffentlichen Banken, der Börsen, der Industrie, der Kleinaktionäre und der Wissenschaft

zusammensetzte, konstituierte sich am 15. Juli 1968 und legte Mitte März 1969 das Ergebnis ihrer Arbeit vor.

Die Arbeit der Kommission konzentrierte sich im wesentlichen auf folgende Punkte:

Umsatzkonzentration

Dem Anliegen des Bundeswirtschaftsministeriums entsprechend, die Wertpapierumsätze weitgehend an den Börsen zu konzentrieren (sogenannte Umsatzkonzentration), haben die deutschen Kreditinstitute mit Wirkung vom 1. Juli 1968 auf die Kompensation von Kundenaufträgen in sich selbst verzichtet. Sie wickeln seitdem alle Kundenaufträge über die Börse ab, soweit nicht im Einzelfalle der Kunde eine andere Weisung erteilt.

Um dem Ministerium einen laufenden Überblick über die Struktur der Wertpapierumsätze zu ermöglichen, hat die Kommission ergänzend empfohlen, in bestimmten Zeitabständen über die Deutsche Bundesbank bei Kreditinstituten interne Repräsentativerhebungen anzustellen, in welchem Umfang Kundengeschäfte und sonstige Geschäfte über die Börsen oder außerhalb der Börsen abgewikkelt worden sind.

Die Kommission hat empfohlen, die in- und ausländischen Investmentgesellschaften durch die Aufsichtsbehörde aufzufordern, dieser halbjährlich über den prozentualen Anteil ihres Wertpapiergeschäfts in deutschen Aktien zu berichten, welcher über eine deutsche Börse geleitet oder anderweitig, z. B. außerbörslich oder über ausländische Börsen, abgewickelt worden ist. So erhalten die Aufsichtsbehörde und das Bundeswirtschaftsministerium laufend den notwendigen Überblick über die für die Börsen und das breite Sparerpublikum zunehmend an Gewicht gewinnende Tätigkeit dieser bedeutenden Kapitalanlageträger an den deutschen Wertpapierbörsen.

Umsatzpublizität

Aufgrund der Empfehlung der Kommission in der Frage einer Verbesserung der Umsatzpublizität an den Börsen hat die Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen beschlossen, die Umsatzveröffentlichungen zu erweitern. Der Beschluß ist mit Wirkung vom 2. Mai 1969 in die Tat umgesetzt worden.

☐ Wie bisher veröffentlichen die Börsen in Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg und München täglich die Umsätze einer Reihe ausgewählter Aktien. Die Liste der zur Veröffentlichung herangezogenen Wertpapiere ist den in den letzten Jahren eingetretenen Veränderungen hinsichtlich der börsenmäßigen Bedeutung der einzelnen Gesellschaften angepaßt und auf 50 Werte (bisher 35) erweitert worden.

☐ Die Umsätze in den nicht in der Liste enthaltenen Werten sowie die Umsätze in allen Werten bei den Börsen, die keine regelmäßige Umsatzveröffentlichung vornehmen, können von der Presse und den Börsenmitgliedern börsentäglich abgefragt werden. Die Presse hat damit die Möglichkeit, das Publikum über auffällige Bewegungen eines jeden börsennotierten Wertpapiers zu informieren.

☐ Eine weitere Verbesserung der Umsatzpublizität liegt darin, daß nun auch die Umsätze zwischen Freimaklern und Banken nach für alle Börsen einheitlichen Grundsätzen in die Veröffentlichungen einbezogen werden.

☐ Die Umsätze werden nach Nominalbeträgen in einer Zahl je Aktie ausgewiesen. Es wurde die Empfehlung ausgesprochen, die Meldungen durch eine Erfassung auch der effektiven Beträge zu ergänzen.

☐ Unabhängig von dieser Regelung wird die Bundesbank die ihr von den Börsen bereits seit längerer Zeit übermittelten Umsatzzahlen wie bisher monatlich in ihren Berichten veröffentlichen.

Zwischenberichte der Emittenten

Einen besonders wichtigen Schwerpunkt der Kommissionsarbeit bildete die Frage der Zwischenberichterstattung der Emittenten innerhalb des Geschäftsjahres. Aus der Erkenntnis heraus, daß eine elastische und flexible Regelung einer starren gesetzlichen Regelung vorzuziehen sei, hat die Kommission den Aufruf zur freiwilligen Zwischenberichterstattung der börsennotierten Aktiengesellschaften angeregt, der Anfang März 1969 durch die Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen, den Arbeitskreis zur Förderung der Aktie, den Bundesverband der Deutschen Industrie, den Bundesverband deutscher Banken und den Deutschen Sparkassen- und Giroverband ergangen ist. In diesem Appell werden die börsennotierten Aktiengesellschaften aufgefordert, neben dem alljährlichen Geschäftsbericht mindestens zweimal jährlich, besser jedoch noch vierteljährlich, Zwischenberichte jeweils innerhalb zweier Monate nach Ablauf des Berichtszeitraums zu erstatten. Die Veröffentlichung der Zwischenberichte soll in Form von Aktionärsbriefen oder entsprechenden Pressemitteilungen erfolgen. Zusätzlich ist vorgesehen, durch eine Hinweisbekanntmachung in den Börsenpflichtblättern auf das Erscheinen der Zwischenberichte aufmerksam zu machen.

Der Aufruf enthält Richtlinien für den Inhalt der Zwischenberichte. So sollen Angaben über Umsatzerlöse, Auftragseingang und -bestand, Kosten- und Preissituation, Ertragslage, Belegschaftsstand und Personalkosten, Investitionen und im Be-

richtszeitraum eingetretene besondere Ereignisse gemacht werden. Eine Kontrolle der Zwischenberichterstattung wird von den Zulassungsstellen der jeweiligen Heimatbörse erfolgen. Sie erstreckt sich gleichermaßen auf Form und Inhalt der Berichte. Nach einer gewissen Anlaufzeit sollen diejenigen Gesellschaften, die ordnungsgemäß Zwischenberichte erstatten, in den Kurszetteln der Börsen in geeigneter Form kenntlich gemacht werden.

Die Kommission hat der Ansicht Ausdruck gegeben, daß zeitnahe und regelmäßige Zwischenberichte gleichzeitig dazu beitragen werden, die Möglichkeit einer Ausnutzung von „Insider"-Informationen wesentlich zu verringern.

Wiederaufnahme des Terminhandels

Über diese Themen hinaus, die die Hauptprobleme der Kommissionsarbeit beinhalteten, hat sich die Kommission grundsätzlich für die Wiederaufnahme des Terminhandels in Aktien, zunächst in der für deutsche Verhältnisse besonders geeignet erscheinenden Form der Optionsgeschäfte, ausgesprochen. Solche Geschäfte geben dem breiten Publikum die Möglichkeit, auch in kleinen Beträgen Effektengeschäfte mit begrenztem Risiko zu tätigen. Die Wiedereinführung des Terminhandels würde zudem die deutschen Wertpapierbörsen internationalen Gepflogenheiten anpassen. Eine beim Bundesverband deutscher Banken gebildete gemischte Kommission befaßt sich z. Z. mit den vorbereitenden Arbeiten für die Aufnahme des Optionsgeschäfts, mit der für Anfang 1970 gerechnet wird.

Um eine Stärkung des Vertrauensverhältnisses zwischen den Börsen einerseits und den Anlegerkreisen andererseits herbeizuführen, hat die Kommission überdies empfohlen, zu prüfen, ob und in welcher Weise die Stellung der Börsenorgane verstärkt und am Börsengeschehen maßgeblich interessierte Kreise der Anleger und Emittenten vermehrt zur Mitwirkung in den Börsengremien herangezogen werden können. Mit diesem Fragenkomplex wird sich die Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen in Kürze befassen.

Die Empfehlungen der Kommission haben bei allen Beteiligten ein überwiegend positives Echo gefunden; das gesteckte Ziel konnte weitgehend erreicht werden. Die Empfehlungen konnten im voraus mit den angesprochenen Bereichen der Wirtschaft abgestimmt werden, so daß sie heute bereits zum größten Teil in die Praxis umgesetzt worden oder entsprechende Beschlüsse von den zuständigen Organisationen gefaßt worden sind. Vielleicht sind nicht alle Blütenträume des Perfektionismus voll zur Reife gelangt. Aber auf einem Gebiet, welches sich so stark im Fluß befindet, scheint mir ein auf freiwilliger Grundlage erzielter Kompromiß, den man — falls es sich als notwendig erweisen sollte — veränderten Verhältnissen leicht auf dem gleichen Wege anpassen kann, eine ungleich bessere Lösung zu sein, als irgendeine unflexible und dazu noch problematisch starre gesetzliche Regelung. Es ist sehr zu hoffen, daß die Ergebnisse der gemeinsamen Anstrengungen des Bundeswirtschaftsministeriums und der Kommission zu einer wirksamen Stärkung des Vertrauens der breiten Öffentlichkeit in die Aktie und die Börsen beitragen und dadurch einen Beitrag für die Verwirklichung der eingangs geschilderten Konzeption der Bundesregierung bilden.

Weitere Maßnahmen notwendig

Die Bedeutung der bisherigen Arbeit im Rahmen der schwierigen Gesamtaufgabe sollte nicht unterschätzt werden. Um allerdings das vom Bundeswirtschaftsminister angestrebte Ziel einer stärkeren Umverteilung der privaten Ersparnisbildung vom Geldsparen auf das Beteiligungssparen zu erreichen, bedarf es einer ganzen Reihe von ergänzenden Schritten. Die Mitglieder der Kommission waren sich hierüber von vornherein im klaren. Das Ziel, die deutschen Wertpapiermärkte so tragfähig zu machen, wie es der Bedeutung der Bundesrepublik als einer der größten Industrienationen und der gesellschaftspolitischen Zielsetzung der Bundesregierung entsprechen würde, kann durch die oben geschilderten Maßnahmen gefördert, aber nicht erreicht werden.

Wenn man einen verbreiterten Anlegerkreis für die Aktie interessieren will, muß man einerseits versuchen, das Materialangebot zu verbreitern; andererseits muß aber auch die Aktie, die jetzt gravierenden steuerlichen Benachteiligungen sowohl bei den Gesellschaften als auch bei dem Aktionär selbst unterliegt, für das breite Publikum als Anlage attraktiver gemacht werden.

Die Bedeutung gerade dieses Fragenkomplexes ist auch von dem Herrn Bundesfinanzminister erkannt worden, der die von ihm im November vorigen Jahres berufene Steuerreformkommission beauftragt hat, das derzeit geltende Steuersystem auch unter den oben genannten Aspekten zu überprüfen. Der Herr Bundeswirtschaftsminister hat die Absicht, seinerseits die im Vorjahr für die Börsenreform gebildete Kommission zu bitten, ihre Arbeit in einer zweiten Phase fortzusetzen, in der dann diese Themen ebenfalls zu behandeln wären. Eine wichtige Aufgabe der Kommission würde es sein, entsprechende Vorschläge zu erarbeiten.

Ein Schritt zur Kapitalreform

Hans Peter Schreib, Düsseldorf

Die vor Jahresfrist vom Bundeswirtschaftsministerium eingesetzte Börsenkommission hat ihre Arbeit zunächst abgeschlossen und der Öffentlichkeit einige Empfehlungen unterbreitet, die einen ersten Schritt in Richtung auf die auch von der Bundesregierung angestrebte Förderung des Wertpapiersparens auf breiter Grundlage darstellen.

Die Empfehlungen der Kommission, die zu einem großen Teil bereits praktiziert werden, lassen sich in folgenden Punkten zusammenfassen:

Konzentration des Aktienhandels

Der Referentenentwurf des Wirtschaftsministeriums hatte noch einen totalen Börsenzwang gefordert, der die Entscheidungsfreiheit des Anlegers beseitigt hätte. Der Kunde wäre z. B. nicht in der Lage gewesen, durch seine Bankverbindung vor- oder nachbörslich Geschäfte ausführen zu lassen, seiner Bank die Ausführung an einem anderen deutschen oder ausländischen Börsenplatz vorzuschreiben, Aufträge „interessewahrend" zu erteilen oder an das Institut seiner Wahl Aufträge in nur an anderen Börsenplätzen amtlich notierten Werten zu vergeben. Auch eignen sich Emissionen und Paketgeschäfte nicht für einen formellen Börsenzwang.

Aufgrund dieser Tatsachen hatte die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz vorgeschlagen, daß die Börsenmitglieder verpflichtet werden, grundsätzlich alle Kundenaufträge über die Börse auszuführen, sofern der Kunde keine andere Weisung erteilt. Dieser Vorschlag ist inzwischen weitgehend in die allgemeinen Geschäftsbedingungen der Kreditinstitute aufgenommen worden, so daß die Börsenkommission insoweit nur noch einmal bekräftigt hat, was bereits praktiziert wird.

Zur Kontrolle, ob die vereinbarte freiwillige Konzentration der Aktienumsätze auf die Börsen in der Praxis auch eingehalten wird, sollen ausgewählte Kreditinstitute künftig die Aktienumsätze innerhalb und außerhalb der Wertpapierbörsen in bestimmten Zeitabständen der Bundesbank melden. Auch die Investmentgesellschaften sollen der Aufsichtsbehörde berichten, welcher prozentuale Anteil ihres Wertpapiergeschäftes in börsennotierten deutschen Aktien über eine deutsche Börse geleitet und welcher Anteil anderweitig abgewickelt worden ist.

Diese zwischen den Vertretern der Kreditwirtschaft und dem Bundeswirtschaftsministerium vereinbarten Repräsentativ-Erhebungen lassen eine gesetzliche Regelung überflüssig erscheinen. Jedenfalls würde auf dem eingeschlagenen Wege deutlich werden, wenn sie doch nicht vermieden werden kann.

Die stärkere Konzentration des Aktienhandels an den Börsen kann grundsätzlich begrüßt werden, weil dadurch das Vertrauen der Wertpapierbesitzer in die Kursgestaltung gesichert und die Markttransparenz verbessert wird.

Publizität der Börsenumsätze

Auf Empfehlung der Kommission geben seit Mai d. J. die großen Börsen Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg und München täglich die Umsätze von 40 ausgewählten, umsatzstarken Aktien bekannt, zuzüglich weiterer 10 Werte, die für die einzelnen Börsen von spezieller Bedeutung sind. Die übrigen Umsätze können wie bisher von der Presse und den Börsenmitgliedern erfragt werden.

Dieser Vorschlag bringt kaum eine Verbesserung des alten Zustandes. Die Umsätze von 35 Werten oder etwa 75 % des an der Börse notierten Aktienkapitals wurden schon bisher veröffentlicht. Die Presse hat von ihrer Möglichkeit, die Umsätze aller anderen Werte zu erfragen, häufig nicht Gebrauch gebrauch gemacht. Hier scheinen noch technische und materielle Schwierigkeiten zu bestehen, die einer Veröffentlichung der Börsenumsätze vieler Aktien durch die Presse im Wege stehen. Fortschritte in der Technik sowie die langsam wachsenden Bedürfnisse der Anleger könnten hier möglicherweise noch eine Wandlung schaffen.

Die Kenntnis über die Höhe der Umsätze in einem Papier ist für den Anleger von hohem Nutzen. Das zeigt u. a. auch die in letzter Zeit an Bedeutung ge-

winnende Methode des Chartreading. Schon aus diesem Grunde sollte bei deutschen Aktien eine möglichst umfassende Umsatzpublizität angestrebt werden.

Zwischenberichte

Die Kommission begrüßt den Aufruf des Arbeitskreises zur Förderung der Aktie und einiger Spitzenverbände der Wirtschaft zur Abgabe von halbjährlichen oder vierteljährlichen Zwischenberichten.

Die für die Beurteilung der Geschäftsentwicklung bedeutsamen Angaben werden im einzelnen aufgeführt. So soll insbesondere über den Umsatz, die Ertragslage, die Personaikosten, Investitionen und wichtige Ereignisse (z. B. Erwerb einer Schachtelbeteiligung) berichtet werden. Neben einer Vorausschau wird außerdem eine Gesamtbeurteilung des Berichtszeitraumes — unter Bezugnahme auf den Vergleichszeitraum und die abgelaufene Zeit des laufenden Geschäftsjahres — gefordert.

Die Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen wird kontrollieren, ob die Gesellschaften dem Appell Folge leisten und inwieweit die Zwischenberichterstattung den festgelegten Richtlinien entspricht. Nach einer Anlaufzeit sollen spätestens ab Ende dieses Jahres diejenigen Gesellschaften, die Zwischenberichte entsprechend den Richtlinien erstatten, in den Kurszetteln der deutschen Börsen in geeigneter Form kenntlich gemacht werden.

Die Forderung nach eingehender Zwischenberichterstattung ist der wichtigste Vorschlag der Börsenkommission. Die Kommission ist mit Recht der Ansicht, daß eine periodische, möglichst vierteljährliche Berichterstattung einen wesentlichen Bestandteil einer auf die Förderung des Aktiensparens gerichteten Gesamtpolitik darstellt. Die Kommisson geht weiter zutreffend davon aus, daß es auch im Interesse der Aktionäre und der Gesellschaften selbst liegt, die Öffentlichkeit durch eine möglichst klare und den Besonderheiten des Geschäftes der Gesellschaften Rechnung tragende Informationspolitik laufend zu unterrichten.

Wenn man sich auch — etwa nach dem Vorbild der USA — zu einer gesetzlichen Verpflichtung, Vierteljahresberichte zu veröffentlichen, nicht durchringen konnte und auch der Katalog der Mindestangaben noch erweitert und variiert werden könnte, so scheint doch ein bedeutsamer Anfang gemacht worden zu sein. Abzuwarten bleibt, wie viele Gesellschaften dem Appell auch ohne gesetzlichen Zwang Folge leisten werden. Schon jetzt steht fest, daß es mehr sein werden als die vielen Unternehmen, die bereits seit Jahren aussagefähige Zwischenberichte publizieren. Trotzdem bleibt aufgrund der gemachten Erfahrungen die Befürchtung, daß für einige Gesellschaften der moralische Druck in Form einer Kennzeichnung im Kurszettel nicht ausreichen dürfte.

Verbesserte Publizität

Grundsätzlich läßt sich nicht verkennen, daß die Publizität der Aktiengesellschaften an Effektivität gewonnen hat. Das gilt sowohl für die freiwilligen Angaben wie für die Auskünfte in der Hauptversammlung und den Inhalt der Geschäftsberichte. Nachdem die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz schon vor zwei Jahren aussagekräftige Geschäftsberichte gefordert hatte, gingen in diesem Jahr bereits einige große Unternehmen dazu über, ihren Aktionären statt eines kaum überschaubaren Zahlenfriedhofs übersichtliche und klare Berichte vorzulegen, die einen Blick in die wirkliche Ertragslage ermöglichen.

Ebenso wächst auch die Zahl derjenigen Aktiengesellschaften, die den betriebswirtschaftlichen, „echten" Gewinn je Aktie veröffentlichen oder auf Anfrage nennen. In dieser für die Aktienbewertung so wichtigen Frage gibt es allerdings noch viele Schranken, Vorurteile und Mißverständnisse zu beseitigen. Wenn sich auch allmählich die Erkenntnis durchsetzt, daß die Verwaltungen diese Kennziffer nennen sollten, so wird doch die Anwendung eines einheitlichen Maßstabes immer dringlicher. Leider sind die von den Vorständen genannten Zahlen noch keineswegs vergleichbar. Deshalb sollte das Arbeitsschema der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Anlageberatung (DVFA) als Grundlage dienen; aber noch nicht alle großen Industriegesellschaften haben sich die DVFA-Formel zu eigen gemacht. Ich bin jedoch sicher, daß auch insoweit der Fortschritt zum Nutzen des Anlegers nicht aufzuhalten ist.

Ausnutzung von Inside-Informationen

Die mißbräuchliche Ausnutzung von Inside-Kenntnissen völlig zu unterbinden, ist kaum möglich. Man könnte sie jedoch weitgehend erschweren. Mit Recht weist der Kommissionsbericht darauf hin, daß regelmäßige Zwischenberichte dazu beitragen werden, die Gefahr einer mißbräuchlichen Ausnutzung von Inside-Informationen zu verringern. Dadurch könnten beispielsweise erhebliche Dividendenveränderungen (wie bei Sarotti, J. Berger und Nordcement) rechtzeitig erkannt werden.

Allerdings werden die zwar seltenen aber meist sehr spektakulären Fälle — ich denke z. B. an Boswau und Knauer, Langenbrahm und Geraer Strickgarn — hierdurch nicht verhindert werden können. Es bleibt daher zu prüfen, ob auf diesem Gebiet zusätzliche Maßnahmen

ins Auge gefaßt werden müssen. Trotz der gesetzestechnischen Schwierigkeiten sollte diese Prüfung bald zu einem konkreten Ergebnis führen.

Die Förderung des Aktiensparens als Teil eines Vermögensbildungsprogramms und die damit verbundene Heranführung fast aller Bevölkerungsschichten an den Wertpapiermarkt machen es wünschenswert und erforderlich, das aufgrund der genannten, allgemein bekannten Fälle noch vorhandene Mißtrauen zu beseitigen.

Einführung des Terminhandels

Die Kommission hat sich grundsätzlich für die Aufnahme des Aktienterminhandels in der Form des Optionsgeschäftes ausgesprochen, um dem breiten Publikum die Möglichkeit zu geben, auch in kleinen Beträgen Effektengeschäfte mit begrenztem Risiko zu tätigen.

Die in Deutschland auch vor 1931 nicht gebräuchlichen Optionsgeschäfte sind weder in ihrer Durchführung besonders kompliziert, noch mit sehr großen Risiken belastet. Man kann jetzt schon sagen, daß der Entschluß, mit den Optionsgeschäften zu beginnen, richtig war. Insbesondere wird hierdurch eine Angleichung an den internationalen Börsenstatus erreicht und außerdem vermieden, daß Termingeschäfte in deutschen Aktien an ausländischen Börsen abgewickelt werden.

Die Vorschläge der Börsenkommission befassen sich im wesentlichen mit der technischen Seite des Börsengeschehens. Man sollte daher diese erste Phase, so wichtig sie im einzelnen sein mag, nicht überbewerten. Erfreulicher ist, daß sich jetzt endlich die Erkenntnis durchgesetzt hat, daß weitere Maßnahmen, insbesondere auf steuerlichem Gebiet, dringend notwendig sind, um die anstehenden Kapitalmarktprobleme zu lösen. Wichtiger als technische Änderungsvorschläge sind daher Pläne, die auf eine Veränderung der materiellen Situation der Börse abstellen, d. h. auf die an den deutschen Börsen hervortretenden Unzulänglichkeiten des deutschen Kapitalmarktes.

Es ist also sehr zu begrüßen, wenn die Börsenkommission die Verwirklichung ihrer Empfehlungen nur als einen ersten wichtigen Schritt zur Popularisierung der Aktie bezeichnet und am Schluß des Berichtes ihre Ansicht bekräftigt, daß weitere Maßnahmen, insbesondere auf steuerlichem Gebiet erforderlich sind, um die von der Bundesregierung angestrebte Förderung des Wertpapiersparens auf breiter Grundlage zu erreichen.

Vorschläge zur Kapitalmarktreform

Die zweite Phase der Börsenreform, wohl treffender als Kapitalmarktreform zu bezeichnen, hat bereits begonnen. Die Kommission hat ihre neue Arbeit — in veränderter Besetzung — aufgenommen. Sie wird sich in enger Fühlungnahme mit der Steuerreformkommission beim Bundesfinanzministerium vordringlich mit steuerlichen Problemen zu befassen haben.

Zu diesem Themenkreis hat die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz durch ihren Präsidenten Dr. Serres bereits im Jahre 1967 einen umfangreichen Wunschkatalog vorgelegt (vgl. „das Wertpapier", Beilage zu Nr. 12/1967), der u. a. folgende Forderungen enthält:

☐ Abschaffung der doppelten Besteuerung der Gewinne und der Vermögen bei der Aktiengesellschaft einerseits und dem Aktionär andererseits. Wenn der Aktionär wirtschaftlicher Eigentümer der Gesellschaft ist, muß man auch steuerlich dieser Tatsache Rechnung tragen und nur einmal Steuern vom Gewinn und Vermögen erheben.

☐ Die Börsenumsatzsteuer ist als Bagatellsteuer zu streichen.

☐ Die Spekulationsfrist des § 23 EStG muß gestrichen werden, denn bei der Enge des deutschen Aktienmarktes wird dadurch die Funktionsfähigkeit der Börse erheblich beeinträchtigt. Umschichtungen eines Aktiendepots unter Anpassung an wirtschaftliche Entwicklungen sind sinnvoll und sollten nicht mit einer Sondersteuer belegt werden. Kann sich der Gesetzgeber nicht zu einer Abschaffung dieser Steuer entschließen, dann sollte er wenigstens zu der früheren Regelung zurückkehren, die eine dreimonatige Sperrfrist vorsah.

☐ Steuererleichterung bei der Umschichtung von Wertpapieren des Betriebsvermögens. Die Besteuerung des Aktientausches bei Übernahmeangeboten zeigt die kapitalfeindliche Einstellung einzelner Finanzverwaltungen. Für diejenigen Aktionäre, die Aktien im Betriebsvermögen haben, unterstellen einige Finanzverwaltungen grundsätzlich, daß Kursgewinne realisiert werden. Diese — allerdings nicht einheitliche — Praxis kann dazu führen, daß Aktionäre von den angebotenen Umtauschmöglichkeiten keinen Gebrauch machen. Damit wird eine sinnvolle Konzentration blockiert. Wichtig ist vor allem, daß eine einheitliche Regelung auf Bundesebene eingeführt wird.

Dieser Katalog von Forderungen an den Gesetzgeber und die Finanzverwaltungen ist keineswegs vollständig. Die von der Bundesregierung angestrebten Ziele einer breiteren Vermögensstreuung können jedoch nur dann erreicht werden, wenn neben der technischen Börsenreform auch diese den Aktionär unmittelbar betreffenden steuerlichen Fragen gelöst sind.

Die „Unvollendete" Börsenreform

Hartmut Schmidt, Saarbrücken

Wilhelm Hankel, Leiter der für die Börsenreform zuständigen Abteilung VI des Bundeswirtschaftsministeriums, zollte den Ergebnissen der Börsensachverständigen-Kommission höchstes Lob: Er nannte sie eine „Magna Charta für den Aktiensparer [1])". Die Sachverständigen selbst kennzeichnen ihre Arbeit als „ersten wichtigen Schritt in Richtung auf die von der Bundesregierung angestrebte Förderung des Wertpapiersparens auf breiter Grundlage [2])". Der Gegensatz in der Beurteilung der Kommissionsergebnisse springt ins Auge. Eine Magna Charta ist zweifellos das Endergebnis einer Reform, nicht der Abschluß einer ersten Phase. Hätte Hankel recht, wäre die Reform abgeschlossen. Hätten die Sachverständigen recht, dann müßten den ersten Reformschritten weitere folgen. Welche Schritte könnten das sein? Welche sind bereits getan?

Anlauf zu einer Börsenreform

Schon Anfang Juli 1966 gab das Bundeswirtschaftsministerium während eines Presse-Informationsgesprächs „Pläne zur Verbesserung des Börsenwesens" bekannt. Es hieß, das Ministerium erwäge zum Schutze des kleinen Anlegers

- ☐ die Aktiennotierung in DM je Stück einzuführen (Stücknotiz),
- ☐ die Zulassung von Personen zum Börsenhandel verfassungskonform zu regeln,
- ☐ eine stärkere Konzentration der Kundenaufträge über börsennotierte Aktien zu verordnen (Umsatzkonzentration oder Börsenzwang),
- ☐ die Publikation der Umsätze in allen börsennotierten Aktien zu verlangen (Umsatzpublikation) und
- ☐ die Emittenten börsennotierter Aktien zu Halbjahresberichten zu verpflichten (Zwischenpublizität)

Ablehnende Haltungen

Diese Erklärung löste eine heftige Reformdebatte aus, die bis heute noch nicht abgeschlossen ist. Besonders Banken und Börsen lehnten die Reform zunächst rundweg ab [3]). Wegen dieser — freilich erwarteten — Widerstände ließen sich die Pläne des Ministeriums nicht rasch verwirklichen. Widerstände gab es allerdings nicht gegen die Stücknotiz. Dieser Reformpunkt wurde zügig und reibungslos erledigt. Bereits im Oktober 1966 erlangten einige namhafte Bank- und Industrieunternehmen als Vorreiter die Stücknotiz für ihre Titel. Im April 1967 erließ der Bundesminister für Wirtschaft eine einschlägige Verordnung [4]). Die Umstellungsfrist läuft zum 30. Juni dieses Jahres ab. Die Frage der Zulassung von Börsenmitgliedern blieb dagegen bislang ungelöst.

Referentenentwurf

In den Punkten Umsatzkonzentration, Umsatzpublikation und Zwischenpublizität kam man nur sehr langsam voran. Ihre Probleme wurden intensiv und lebhaft diskutiert. Nahezu ausschließlich mit ihnen befaßte sich der Referentenentwurf des Ministeriums (Entwurf des Ersten Teils eines Gesetzes über Maßnahmen auf dem Gebiet des Börsenwesens, Fassung vom 14. Dezember 1967).

Dieser sogenannte Referentenentwurf wurde bekanntlich von Kritikern aus dem Bankgewerbe verrissen. Die Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen wies den Entwurf als wirklichkeitsfremd und indiskutabel zurück [5]). Sie sprach sich überhaupt gegen jede gesetzliche Regelung der Materie aus, erklärte sich aber gleichzeitig bereit, in einem kleinen Kreis an praktikablen Vorschlägen mitzuarbeiten. Der Minister lenkte ein, lud zu einem Gespräch und berief im Mai 1968 die Börsensachverständigen-Kommission.

„Freiwilliger Börsenzwang"

Die Gegenseite zeigte sich erkenntlich: Der Bundesverband des privaten Bankgewerbes machte sich zum Fürsprecher eines „freiwilligen Börsenzwangs". Nach einer Ergänzung der Allgemeinen Geschäftsbedingungen wurden ab 1. Juli 1968 auch alle Kundenaufträge in börsennotierten Aktien über

---

[1]) W. Hankel: Eine Magna Charta für den Aktiensparer. In: Handelsblatt, Nr. 54, vom 18. März 1969.

[2]) Presseverlautbarung des Bundeswirtschaftsministeriums über die Schlußsitzung der Börsensachverständigen - Kommission am 14. März 1969. In: Tagesnachrichten des Bundesministers für Wirtschaft, Nr. 5914, vom 14. März 1969. Der Kommission gehörten an: Professor Dr. Kurt Forberg (Vorsitzender), Dr. Bernhard Benning, Dr. Hans Feith, Rechtsanwalt Hanns Gierlichs, Dr. Erich Koch, Professor Dr. Helmut Lipfert und Professor Dr. Wolfgang Stützel.

[3]) „Eine Börsenreform ist nicht notwendig". In: Handelsblatt, Nr. 158, vom 17. August 1967; H. Brestel: Auf dem Weg zur Börsenreform. In: FAZ, Nr. 189, vom 17. August 1967; H. Bergmann: Börsenreform im Sperrfeuer. In: Der Volkswirt, 22. Jg. (1968), Nr. 4, S. 7; „Börsenreform am ganz grünen Tisch", Herbe Kritik der Banken am BWM-Entwurf". In: Handelsblatt, Nr. 14, vom 19./20. Januar 1968.

[4]) Verordnung über die Feststellung des Börsenpreises von Wertpapieren vom 17. April 1967, Bundesgesetzblatt, Teil I, 1967, S. 479.

[5]) Stellungnahme zum Entwurf eines Gesetzes über Maßnahmen auf dem Gebiet des Börsenwesens vom 17. Januar 1969, S. 1.

die Börse geleitet, wenn der Kunde nicht ausdrücklich verlangte, seine Order außerbörslich zu erledigen. Die Banken lösten damit nicht nur das alte und leidige Problem des Börsenzwangs für das Ministerium zufriedenstellend, sondern bewiesen zugleich, daß der von ihnen bevorzugte Weg zu einer Börsenreform, der Weg freiwilliger Verbesserungen, schneller und reibungsloser zum Erfolg führen kann als der Weg einer Gesetzesänderung. Das Bundeswirtschaftsministerium war beeindruckt und erklärte, es sei zu hoffen, auch die beiden anderen wesentlichen Reformziele des Referentenentwurfs, Umsatzpublikation und Zwischenpublizität, könnten durch freiwillige Regelungen erreicht werden.

Unvollständige Umsatzmeldungen

Die Börsensachverständigen-Kommission beim Bundeswirtschaftsministerium nahm es auf sich, zu versuchen, diese Hoffnungen zu erfüllen. Nach § 19 des Referentenentwurfs sollte jede Börse alle Umsätze in jeder amtlich notierten Aktie veröffentlichen, und zwar jeweils aufgegliedert nach Kursmaklerumsätzen und sonstigen Umsätzen; das hätte vollständige Umsatzmeldungen in rund sechshundert Aktien bedeutet. Den Widerstand vornehmlich der kleinen Börsen gegen diese Reformforderung konnte die Kommission nicht brechen. Sie blieb in dieser Sache aber keineswegs erfolglos. Zwar scheiterte der Plan, ab Januar 1969 den Umsatz einer jeden Aktie, wenn nicht für jede Börse einzeln, so doch als Sammelumsatz aller acht Börsen mit Hilfe der Bundesbank zu veröffentlichen. Die vier großen Börsen fanden sich jedoch auf eine Empfehlung der Kommission hin bereit, ab Mai 1969 wenigstens die Umsätze von je fünfzig Aktien bekanntzugeben; bisher enthielten die Umsatzlisten dieser Börsen 37 bis 39 Werte [6]). Vierzig dieser fünfzig Aktien wurden von der Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen einheitlich für die vier Plätze ausgewählt. Die zehn weiteren Aktien bestimmten die Börsen individuell [7]). In diesen achtzig Titeln werden aber nicht alle Umsätze an jeder der vier Börsen erfaßt, wie es dem Ministerium vorschwebte. Börsengeschäfte unter Banken und unter Freimaklern werden zwar nicht in die Umsatzerhebung einbezogen, aber ihre Umsätze werden jetzt auch neben den Kursmaklerumsätzen veröffentlicht. Wo die Börsen ihre Umsätze nicht selbst publizieren, besteht nach wie vor ein Abfragerecht, das auf Anregung der Kommission erweitert wurde.

Kein Zwang zu Zwischenberichten

Welchen Einfluß die Arbeiten der Kommission auf Art und Umfang der Zwischenpublizität der Gesellschaften haben wird, deren Aktien an einer deutschen Börse notiert werden, ist heute noch nicht zu ermessen. Die Kommission hat den bekannten Aufruf zur Veröffentlichung von Zwischenberichten [8]) initiiert. Darin werden mindestens zwei Zwischenberichte jährlich in sechsmonatigem Abstand gefordert, die spätestens zwei Monate nach dem Stichtag veröffentlicht sein sollen. Materiell ist man damit auf der Linie des Referentenentwurfs geblieben.

Auch was den Inhalt der Zwischenberichte anbelangt, hat man sich eng an den Referentenentwurf angelehnt. Freilich beharrte man nicht wieder eigensinnig darauf, Publizitätsrezepte auch für Sonderfälle anzubieten. Wer sich dem Wunsch nach Vierteljahresberichten oder wenigstens Halbjahresberichten versagt, muß allerdings nicht mehr damit rechnen, daß die Börse den Handel in seinen Aktien einstellt, wie es § 17 des Referentenentwurfes vorsah. Eine andere Sanktion, die bereits im Referentenentwurf vorgesehen war, droht Publizitäts-Säumigen aber auch noch nach den Vorstellungen der Kommission: Sie werden im Kurszettel dadurch gekennzeichnet, daß sie nicht zur Gruppe der Gesellschaften gehören, die wegen ihrer guten Zwischenberichte herausgehoben werden.

Terminhandel und Börsenorgane

Die Presseverlautbarung des Bundeswirtschaftsministeriums über die Schlußsitzung der Börsensachverständigen-Kommission [9]) enthält noch zwei weitere Punkte, die erst im Laufe der Reformdiskussion Bedeutung gewonnen haben: Terminhandel und Zusammensetzung der Börsenorgane. Die Empfehlung, den Terminhandel, wenn auch in anderer Form, wieder aufzunehmen, wird wohl in diesem Punkt die längst fällige Anpassung des deutschen Effektenhandels an internationale Handelsbräuche bringen. Weniger schnell werden sicherlich die Überlegungen zum zweiten Punkt konkrete Ergebnisse bringen.

Die knapp formulierte Presseerklärung läßt den Wunsch der Kommission erkennen, Emittenten, Anleger und insbesondere Investmentgesellschaften möglicherweise an der Börsenleitung und Börsenverwaltung zu beteiligen. Gemeinsame Entscheidung aller Interessierten oder wenigstens der Vertreter der verschiedenen Interessengrup-

[6]) Was ihre Zusammensetzung und ihren Umfang betraf, wichen die Listen der einzelnen Börsen geringfügig voneinander ab.

[7]) Da die bisherige Umsazliste nicht völlig in der neuen „nationalen" Umsatzliste aufgegangen ist, bringt die Neuregelung im Einzelfall nicht immer einen Fortschritt. So waren früher z. B. in Chemie-Verwaltung die Umsätze an allen vier Börsen in den Tageszeitungen zu finden. Nun erfährt man dort nur noch den Düsseldorfer Umsatz dieses Titels, da Chemie-Verwaltung aus der nationalen Liste gestrichen wurde und jetzt allein in der Düsseldorfer „Regionalliste" steht.

[8]) Aufruf zur Veröffentlichung von Zwischenberichten. In: Bank-Betrieb, 9. Jg. (1969), Nr. 4, S. 147 f.

[9]) Tagesnachrichten des Bundesministers für Wirtschaft, Nr. 5914, vom 19. März 1969.

pen über Fragen, die divergierende, aber miteinander verflochtene Interessen betreffen, war schon immer ein beliebtes und probates Mittel, um Interessenkonflikte zu vermeiden oder zu lösen. Unseren Börsen ist dieses Prinzip ziemlich fremd. Es dominieren dort absolut die Banken. Wäre das anders, stünde es vermutlich besser um das Vertrauensverhältnis zwischen Börsen und Anlegern.

Reform ohne Gesetzgeber

Die Börsensachverständigen-Kommission hat das Ziel erreicht, das das Bundeswirtschaftsministerium ihr gesteckt hatte. Sie hat alles getan, was sie tun konnte, um die wichtigsten Reformziele des Ministeriums zu realisieren, ohne daß der Gesetzgeber bemüht werden mußte. Der spröden Materie wegen hat das ganz besonderes Gewicht: Ob tatsächlich ein höherer Anteil der Kundenaufträge an den Börsen ausgeführt wird und ob an den Börsen die Umsätze zuverlässig ermittelt und publiziert werden, läßt sich leider nur sehr schwer kontrollieren. Eine gesetzliche Regelung hätte leicht zu einer Abwehrhaltung der Betroffenen führen und den Erfolg der Maßnahmen in Frage stellen können. Das ist nun nicht mehr zu befürchten.

Die Ergebnisse der Börsensachverständigen-Kommission wurden so zu recht lebhaft begrüßt. Haben sie aber bereits eine „Magna Charta" für den Anleger gebracht? Eine „Magna Charta" des Anlegers ist nicht an den begrenzten Reformzielen des Ministeriums zu messen wie die Ergebnisse der Kommission, sondern vielmehr an den Interessen der Anleger selbst. Börsenreform bedeutet aus der Sicht des Anlegers zuallererst, daß er bei seinen Effektentransaktionen reeller und zuverlässiger bedient wird, bedeutet bessere Marktordnung und besseren Schutz bei der Benutzung des Marktes. Dieser Verkehrsschutz ist in vieler Hinsicht bei uns vollkommen, in anderer dagegen nicht. In den letzten Jahren sind zunehmend Stimmen laut geworden, die auf gewisse Unzulänglichkeiten der Regelungen für den Effektenhandel hingewiesen haben. Nur mit einem Teil dieser Unzulänglichkeiten hat sich die Kommission auseinanderzusetzen gehabt.

Gefahr von Insider-Vorteilen

Am bekanntesten sind die Gefahren informationsbedingter Aktienbesitzstreuung und informationsbedingter Aktienbesitzkonzentration. Als informationsbedingte Aktienbesitzstreuungen sind wohl die Fälle Boswau & Knauer und Berger [10]) zu klassifizieren. Während Aktien dieser Gesellschaften von Großaktionären an Anleger verkauft worden sein sollen, war in der Öffentlichkeit über die kritische Lage dieser Unternehmen nichts bekannt. Bei der informationsbedingten Aktienbesitzkonzentration kaufen Insider und münzen ihren Informationsvorsprung über eine günstige Entwicklung in Kursgewinne um. Als Beispiel wird der Fall Langenbrahm genannt [11]). Die interessenbedingte Aktienkonzentration ist der informationsbedingten ähnlich; hierbei legt es der Aufkäufer auf die Vorteile an, die ihm der Besitz eines Paketes bietet [12]).

Fälle dieser Art hatte der zuständige Referent im Wirtschaftsministerium ohne Frage vor Augen, als er das Reformprogramm formulierte. Es ist deutlich darauf zugeschnitten: Aktuelle Zwischenberichte sollen den Anlegern zuverlässigere Anhaltspunkte zur Bewertung von Aktien liefern und so Insider-Vorteile abbauen helfen; eine möglichst vollständige Kurs- und Umsatzpublizität gekoppelt mit einer wirksamen Umsatzkonzentration sollen die Umsatzentwicklung transparent machen, so daß der Anleger rechtzeitig auf verdächtige Aktienwanderungen aufmerksam werden kann [13]). Diese Anleger-Schutzvorkehrungen sind zum Teil dank der Arbeit der Kommission bereits eingeführt worden.

Unvollkommene Schutzvorkehrungen

Es wird allerdings in Frage gestellt, ob diese Schutzvorkehrungen ausreichen. Theorie und Praxis zeigen deutlich, daß nur Gesellschaften, die häufig Aktien emittieren, selbst ein Interesse an ausreichender Zwischenpublizität haben. Ob viele Gesellschaften dem Aufruf folgen und freiwillig — von der sehr sanften Sanktion der Kennzeichnung im Kurszettel sei abgesehen — inhaltsvolle Zwischenberichte veröffentlichen werden, bleibt daher abzuwarten. Halbjährliche Publizitätsintervalle sind außerdem in aller Regel zu lang, um einen wirksamen Schutz zu gewährleisten. Auch daß Umsatzveränderungen Rückschlüsse auf dubiose Aktienwanderungen erlauben, wird bestritten. So problematisch die Schutz-Konzeption der Kommission daher auch sein mag, so fehlt es auch an Vorschlägen, wie in diesen Fällen eleganter und zuverlässiger gesteuert werden könnte. Man hat sich hierzulande noch kaum mit dem Gedanken angefreundet, Insider einer so rauhen Behandlung auszusetzen wie in den USA.

[10]) H. Schmitz: Der kleine Mann hat das Nachsehen . . . In: Handelsblatt, Nr. 7, vom 12. Januar 1965; Ein Fall Berger. In: FAZ, Nr. 14, vom 17. Januar 1969.

[11]) Geschenk vom Himmel. In: Der Spiegel, 22. Jg. (1968), Heft 34, S. 31 f.

[12]) Mit diesen drei Typen der Vermögenskonzentration setzte sich W. Stützel auseinander: Aktienrechtsreform und Konzentration. In: Die Konzentration in der Wirtschaft, hrsg. von H. Arndt, 2. Bd., Ursachen der Konzentration, Berlin 1960, S. 907-987.

[13]) In diesem Zusammenhang sei besonders auf die Absicht der Münchner Börse hingewiesen, die jeweils zehn umsatzstärksten Papiere in ihre Regionalliste aufzunehmen. Auffällige Umsatzbewegungen in Nebenwerten kommen so wahrscheinlich öfter einmal ans Tageslicht und können dem Anleger Hinweise geben.

Häufig wird lediglich eine schärfere Zwischenpublizitätsregelung gefordert.

Selbst wer annimmt, infolge des Aufrufs werde die Publizität der Emittenten so gut sein, daß Insider-Fälle der Vergangenheit angehören werden und daß eine ungetreue Effektenberatung durch Banken oder Tip-Zeitungen nicht mehr befürchtet zu werden braucht, muß zugeben: Der Schutz eines Anlegers, der die Börse benutzt, ist unvollkommen. Es gibt noch andere Punkte, deretwegen ein Anleger Zweifel haben kann, ob er absolut zuverlässig bedient wird.

Übervorteilung durch Gegendisposition

Jeder Börsenhändler kann versuchen, Bestens-Kauforders zu Kursen abzudecken, die der Marktlage nach ungewöhnlich hoch sind, oder unlimitierte Verkaufsaufträge zu Kursen zu erledigen, die — an der jeweiligen Marktlage gemessen — ungewöhnlich tief sind. Er wird dies als sein gutes Recht ansehen. Ähnliches gilt mit Einschränkungen für limitierte Aufträge. Der Börsenhändler nutzt seine Kenntnisse darüber aus, inwieweit die Gegenpartei, in der Regel ein Anleger, zu Kurszugeständnissen bereit ist. Der Anleger hat pro kleinste Handelseinheit (Quantität der Kursbezugsbasis) einen Schaden in Höhe der Differenz zwischen dem tatsächlich erzielten Kurs und dem Kurs, zu dem er Abrechnung erhalten hätte, wäre der Händler nicht über Einzelheiten ihrer Aufträge informiert gewesen.

Dieser Typ anlegerschädigender Operationen kann treffend als „Gegendisposition" gekennzeichnet werden. Seine Erscheinungsformen sind im einzelnen sehr unterschiedlich; die Skala reicht von gewissen, fast harmlosen Kurspflege-Praktiken bis zu handfesten Übervorteilungen von Anlegern bei Kompensationen, denen nicht schon allein dadurch ein Riegel vorgeschoben ist, daß die Aufträge an die Börsen gegeben werden müssen. Anleger wirksam vor Gegendispositionen zu schützen, ist deshalb ein schwieriges Geschäft, und es nimmt auch nicht wunder, daß der erste Versuch auf diesem Gebiet, die §§ 2 und 3 des Referentenentwurfs, ein absoluter Fehlschlag wurde. Diese Vorschriften sollten Anleger dadurch schützen, daß bei Kompensationen auf jeden Fall ein Kursmakler hätte zwischengeschaltet werden müssen. Da vorgesehen war, dieses nur bedingt zweckmäßige Verfahren durch globale Verbote abzusichern, die den Effektenhandel auch

**Ob schnelle Fahrten auf der Autobahn,
Ob kurze Strecken im Großstadtverkehr,
Ob heißer Sommer oder kalter Winter —**

In modernen Motoren ist das Öl ein Schwerarbeiter.

DIE WELTWEITE MOBIL-FORSCHUNG
packt täglich neue Probleme an und löst sie.

Auf allen Kontinenten werden auf Prüfstand und Straße für den Autofahrer Motorenöle entwickelt und getestet, um die ständig wachsenden Anforderungen an den Motor von heute und morgen zu erfüllen.

Mobil

IN ALLER WELT SPEZIALISTEN FÜR ÖL

MOBIL OIL A.G. IN DEUTSCHLAND · 2000 HAMBURG 1 · STEINSTRASSE 5

dort trafen, wo er mit Gegendisposition nicht das Geringste zu tun hatte, waren die beiden Paragraphen vom Tisch, bevor ihre Zielsetzung recht klar wurde. Die Börsenreform brachte den Anlegern so bisher keinerlei Schutz vor Gegendisposition.

Problem des „Mitlaufens"

Ein anderes ungelöstes Problem des Anlegerschutzes ist das Mitlaufen. Hat ein Anleger eine Kauforder erteilt, die nicht zu knapp limitiert ist und zu deren Ausführung so viel Material benötigt wird, wie es nach aller Erwartung nur bei gewissen Kurszugeständnissen herauskommen wird, läuft er Gefahr, daß Börsenhändler und Bankangestellte in Kenntnis dieser Order bereits Stücke aus dem Markt nehmen, bevor sie ausgeführt wird. Dieses Vorkaufen oder Mitlaufen mag bereits einen Kursanstieg auslösen, der dann noch verstärkt wird, wenn die große Kauforder ausgeführt wird. Auf dem Kursniveau, das dann erreicht ist, werden die vorgekauften Papiere untergebracht. Der Kunde hat pro kleinste Handelseinheit einen Schaden in Höhe der Differenz zwischen dem höheren Kurs, zu dem er Abrechnung erhält, und dem tieferen Kurs, zu dem er die Papiere ohne Mitlaufen bekommen hätte. Analog können auch Anleger geschädigt werden, die Papiere verkaufen.

Mit dem Mitlaufen ließe sich vermutlich leichter fertig werden als mit der Gegendisposition. Es soll in der Bundesrepublik Privatbankiers geben, die ihren Kunden versichern: Solange uns Ihr Auftrag vorliegt, werden weder wir selbst noch irgendeiner unserer Mitarbeiter in dem fraglichen Titel zu Kursen für eigene Rechnung handeln, zu denen Ihre Order ganz oder teilweise ausgeführt werden kann. Diese Regelung ist vorbildlich für Fairneß im Verhältnis zwischen Bank und Anleger [14]). Man könnte sie durchaus in die Allgemeinen Geschäftsbedingungen aufnehmen, könnte also genauso verfahren wie beim „freiwilligen Börsenzwang". Auch einige andere Probleme, beispielsweise die Frage des interlokalen Kursschnitts, ließen sich durchaus auf diesem bewährten Weg einer Lösung näherbringen.

Unzureichende Reformmaßnahmen

Nur ein Teil der Punkte ist damit knapp umrissen, an denen der Anlegerschutz vervollkommnet werden kann. Trotzdem wurde bereits deutlich: Wir haben in drei Jahren nicht einmal die sogenannte technische Börsenreform [15]) zustande gebracht.

Um das Mißtrauen des Anlegers abzubauen, reichen die bisherigen Reformmaßnahmen nicht aus. Man hat zu wenig Zeit darauf verwandt, sich zu fragen, wovor der Anleger genau geschützt werden müßte. Erst danach wäre es sinnvoll gewesen, das „Wie" zu diskutieren. Das Ergebnis einer solchen Diskussion könnte ein Anlegerschutzsystem mit einem wirksamen Kontroll- und Sanktionsmechanismus oder auch ein umfassender Kodex des fairen Marktverhaltens sein, auf den sich alle einigen, die am Effektenhandel beteiligt sind, ein Kodex, der die Bezeichnung „Magna Charta des Aktiensparers" zu recht trüge.

Permanente Börsenreform

Die Sachverständigen selbst haben das bisher Erreichte als nicht ausreichend angesehen und ergänzende Maßnahmen gefordert. An Programmpunkten für die weiteren Phasen einer Börsen- und Kapitalmarktreform mangelt es nicht.

Die höchste Dringlichkeitsstufe hat offenbar die Beseitigung der Mehrfachbesteuerung der Gewinne von Aktiengesellschaften. Völlig zu Recht. Es geht einfach nicht an, daß der Staat zwar einerseits eine Vermögenspolitik betreibt, die die Aktie zum Volksgut machen möchte, andererseits aber die Gewinne, die auf Aktien entfallen, unabhängig von den persönlichen Verhältnissen der Aktionäre mit Steuersätzen belegt, die dem höchsten marginalen Steuersatz der Einkommensteuer meist nahekommen und ihn nicht selten sogar überschreiten [16]). Es ist aber irrig, zu glauben, das Reformwerk sei abgeschlossen, wenn der Staat die Doppelbesteuerung von Gewinnen und Vermögen juristischer Personen beseitigt, die Spekulationsfrist aufgehoben, die Umsatzsteuer und die Kuponsteuer abgeschafft, die Anlagevorschriften für Mündel- und Versicherungsgelder geändert, weitere Gesellschaften reprivatisiert habe usw.

Das Programm für die künftigen Phasen der Börsen- und Kapitalmarktreform ist übervoll. Wie bescheiden war dagegen doch das Programm der ersten Phase! Wenn es die Zeiten erlauben, wird man in den nächsten Jahren intensiv nach Verbesserungen suchen. Am Ende könnte diese permanente Reform durchaus in eine Gesamtreform des deutschen Börsensystems einmünden, dann vielleicht bereits im Rahmen einer europäischen Börsenreform. Was kommen wird, ist im einzelnen völlig offen. Eines kann man aber schon feststellen: Heute stehen wir dem Anfang der Reform noch näher als ihrem Ende.

---

[14]) In ihrer Grundstruktur entspricht diese Regelung Rule 92 der New York Stock Exchange.

[15]) Der Ausdruck „Technische Börsenreform" wird häufig als Diminutiv empfunden. Völlig zu Unrecht. Die Börsentechnik, das Verfahren beim Effektenhandel, ist für die Effizienz des Marktes und die Sicherheit der Vermögen der Marktbenutzer nicht weniger bedeutsam als die Produktionstechnik eines Industriebetriebs für Wirtschaftlichkeit, Wohlergehen der Arbeiter und Zufriedenheit der Kundschaft.

[16]) Zu diesem Problemkreis sei vor allem hingewiesen auf W. Engels und W. Stützel: Teilhabersteuer, Ein Beitrag zur Vermögenspolitik, zur Verbesserung der Kapitalstruktur und zur Vereinfachung des Steuerrechts, Frankfurt 1968.