

Rasch, Sebastian

Working Paper — Digitized Version

Börsensegmente für Nebenwerte an Europas Börsen

ZEW Discussion Papers, No. 94-05

Provided in Cooperation with:

ZEW - Leibniz Centre for European Economic Research

Suggested Citation: Rasch, Sebastian (1994) : Börsensegmente für Nebenwerte an Europas Börsen, ZEW Discussion Papers, No. 94-05, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), Mannheim

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/29388>

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.

Discussion Paper

Discussion Paper No. 94-05

Börsensegmente für Nebenwerte an Europas Börsen

Sebastian Rasch

W 636 (94.05)



31. OKT. 1995 v. Weltwirtschaft
Köln

W 636 (94.05) m. g. u. sig ka

ZEW

Zentrum für Europäische
Wirtschaftsforschung GmbH

International Finance Series

Börsensegmente für Nebenwerte an Europas Börsen

von

Sebastian Rasch

Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW)

Februar 1994

Zusammenfassung

Im Verlauf der achtziger Jahre wurden an den europäischen Wertpapierbörsen spezielle Börsensegmente für kleine und mittelgroße Aktiengesellschaften eingerichtet. Damit sollte vor allem mittelständischen Unternehmen der Gang an die Börse erleichtert werden. Nach durchaus beachtlichen Anfangserfolgen - was sowohl die Emissions- wie auch die Umsatztätigkeit anbelangt - leiden diese Börsensegmente europaweit heute immer mehr unter Umsatzlosigkeit und Illiquidität. Die beabsichtigte bzw. die bereits erfolgte Schließung dieser Börsensegmente in London und Amsterdam wirft die Frage nach den Ursachen auf. Im vorliegenden Beitrag werden die Entwicklungen anhand einzelner Börsenplätze dargestellt und die Gründe dafür analysiert.

Abstract

Special stock market segments for small company share have been established on all major European stock exchanges throughout the 1980's. After a remarkable success in their early years - as well in the primary as in the secondary market - these segments now suffer from increasing illiquidity. Due to this the stock exchange authorities in London and in Amsterdam have decided to close down these markets. This paper takes a closer look at the current situation and analyzes the reasons for this development.

1. Einleitung

In den letzten Jahren sind an den internationalen Börsenplätzen enorme Umsatzsteigerungen zu verzeichnen gewesen. Diese Zuwächse bei den Umsätzen betreffen jedoch nicht alle börsennotierten Aktien gleichermaßen. Es zeichnet sich vielmehr eine immer stärker werdende Konzentration des Börsenhandels zugunsten der international bekannten Standardwerte ab. An dem deutschen Wertpapierbörsen wurden 1992 knapp 50 % des Gesamtumsatzes in den fünf meistgehandelten Titeln getätigt, verglichen mit nur etwas über 30 % im Jahr 1989. Bei vielen Nebenwerten ist eine gegenläufige Tendenz festzustellen. Die Sekundärmärkte für diese Titel werden immer mehr von Umsatzlosigkeit und Illiquidität gekennzeichnet. An anderen europäischen Börsenplätzen ist die Entwicklung ähnlich verlaufen.

Dadurch bildet sich eine Art "Zweiklassengesellschaft" an den Aktienmärkten heraus, mit Auswirkungen auch auf die Finanzierungsmöglichkeiten der Unternehmen über die Börse. Der Zusammenhang zwischen der Liquidität einer Aktie und den Kapitalkosten der emittierenden Gesellschaft ist in der Literatur schon wiederholt dargestellt worden.¹

Der vorliegende Beitrag beschäftigt sich mit den Börsensegmenten für Nebenwerte an den europäischen Börsenplätzen. Diese wurden seit Beginn der achtziger Jahre eingerichtet, um kleinen und mittelgroßen Aktiengesellschaften den Gang an die Börse zu erleichtern.² Vorreiter auf diesem Gebiet waren die Londoner und Amsterdamer Börse mit dem "Unlisted Securities Market" bzw. dem "Official Parallel Market" sowie die Börsen in Italien und Frankreich mit dem "Mercato Ristretto" bzw. dem "Second Marché". Die deutschen Wertpapierbörsen folgten dieser Entwicklung mit der Einführung des "Geregelten Marktes" zum 1. Mai 1987. Die mit den Börsensegmenten für Nebenwerte erzielten Erfolge, was sowohl die Emissionstätigkeit wie auch die Umsatzaktivität angeht, waren anfangs sehr beachtlich. Seit Ende der achtziger Jahre jedoch sind die Zahl der Neuemissionen wie auch die Umsätze in diesen Börsensegmente immer weiter zurückgegangen. In Amsterdam wurde daher der Official Parallel Market Ende 1993 bereits wieder geschlossen. Auch in London ist die Schließung des Unlisted Securities Market für 1996 vorgesehen.

Im folgenden werden zunächst die Gründe untersucht, die zur Einführung dieser Börsensegmente geführt haben. Danach werden die Erfahrungen einzelner europäischer Börsenplätze mit diesen Segmenten aufgezeigt. Im letzten Teil der Arbeit werden die Ursachen untersucht, die für die rückläufige Entwicklung der vergangenen Jahre verantwortlich sind: Neben zyklischen Problemen infolge der Konjunkturschwäche sind es vor allem fundamentale Faktoren, die z.T. in der Konzeption und Ausgestaltung dieser Börsensegmente selbst begründet liegen. Das Problem der zunehmenden Umsatzlosigkeit bei Nebenwerten ist jedoch nicht allein auf die Börsensegmente für

¹ Vgl. z.B. Cooper/Groth/Avera (1985), Amihud/Mendelson (1986), (1988) und (1991)

² Vgl. Schmidt et al. (1984), Duncan (1986) oder Schmidt (1987).

diese Titel begrenzt, sondern betrifft die weniger aktiven Aktien ganz allgemein. Eine wesentliche Ursache dafür ist die zunehmende Internationalisierung und Institutionalisierung der Wertpapiermärkte und der damit verbundenen Konzentration des Wertpapierhandels auf die Standardwerte. Aufgrund der Datenverfügbarkeit liegt der Schwerpunkt der vorliegenden Studie weniger auf der Analyse einzelner Nebenwerte, sondern vielmehr auf den Börsensegmenten für diese Titel.

2. Gründe für die Einführung spezieller Börsensegmente für Nebenwerte

Der Einführung der Börsensegmente für Nebenwerte vorausgegangen war eine intensive Diskussion über die Rolle der Börse bei der Finanzierung der Wirtschaft. Die europäischen Wertpapierbörsen hatten zu jener Zeit allesamt mit dem gleichen Problem zu kämpfen: Die Zahl der börsennotierten Unternehmen hatte seit den fünfziger und sechziger Jahren kontinuierlich abgenommen. Gab es beispielsweise in Frankreich 1962 noch insgesamt 1.566 börsennotierte Unternehmen, waren es 1982 nur noch 707 Gesellschaften - ein Rückgang um über die Hälfte.³ In Großbritannien fiel diese Zahl von 3.816 im Jahre 1955 auf 2.052 Ende 1979.⁴ Auch in den Niederlanden reduzierte sich die Anzahl der notierten Unternehmen zwischen 1960 und 1975 von 655 auf 275.⁵ An den deutschen Börsen war der Rückgang weniger stark ausgeprägt: Die Zahl fiel von 686 Gesellschaften 1956 auf 452 im Jahr 1982.⁶ Parallel dazu ging auch die Zahl der Börsenneueinführungen dramatisch zurück. Unternehmen waren kaum noch bereit, ihre Aktien an der Börse notieren zu lassen. In Frankreich z.B. war die durchschnittliche Zahl der Neuemissionen pro Jahr von 1960 bis 1980 auf weniger als ein Zehntel zurückgegangen.⁷ Auch in Deutschland waren in den sechziger und siebziger Jahren kaum Börseneinführungen zu verzeichnen.⁸ Zwischen 1977 und 1982 wurden an den deutschen Wertpapierbörsen insgesamt nur neun Gesellschaften neu zum Handel zugelassen.⁹

Diese Entwicklung führte zu einer "Überalterung" der Aktienmärkte: Den Börsen fehlte der "Nachwuchs", um die durch Aufkäufe und Fusionen verschwundenen Unternehmen zu ersetzen.¹⁰ Parallel dazu hatte sich die Ausstattung der Wirtschaft mit Risikokapital seit den sechziger Jahren verschlechtert. So waren z.B. die Eigenkapitalquoten deutscher Unternehmen kontinuierlich gesunken.¹¹ Außerdem wurden mangelnde Finanzierungsmöglichkeiten über Risikokapital für junge und innovative

³ Vgl. Grenier (1988), S. 51.

⁴ Vgl. Buckland/Davis (1989), S. 7.

⁵ Vgl. Amsterdam Stock Exchange (1991), S. 19.

⁶ Vgl. Claussen (1984), S. 3.

⁷ Vgl. Jaffeux (1992), S. 18.

⁸ Vgl. Weichert (1987), S. 135-137.

⁹ Vgl. Schürmann/Körfigen (1987), S. 188.

¹⁰ Vgl. Claussen (1984), S. 3.

¹¹ Sie gingen von über 30 Prozent Ende der sechziger Jahre auf 20,9 Prozent im Jahr 1980 zurück, vgl. Deutsche Bundesbank (1983).

Unternehmen als Hauptgrund für fehlende Innovationen im Technologiebereich angesehen.¹²

Infolge dieser Entwicklungen wurden an den verschiedenen Börsenplätzen spezielle Expertenausschüsse und Arbeitsgruppen eingesetzt, wie z.B. das "Wilson-Committee" in Großbritannien oder die Börsensachverständigenkommission bzw. die Kommission "Zweiter Börsenmarkt" in Deutschland, die sich näher mit der Problematik auseinandersetzen sollten. Als Hauptursache für die geringe Emissionstätigkeit wurde neben konjunkturellen Problemen infolge der Ölkrise¹³ vor allem die mangelnde Differenzierung der bestehenden Börsenorganisationen ermittelt: An fast allen europäischen Börsenplätzen gab es zu jener Zeit ausschließlich ein offizielles oder amtliches Börsensegment mit sehr weitreichenden Zulassungs- und Publizitätsanforderungen. Daneben existierte in den meisten Fällen ein außerbörslicher, kaum regulierter Freiverkehrsmarkt ohne irgendwelche Notierungsvoraussetzungen.

Die bisherige Segmentierung der europäischen Aktienmärkte erschien nicht geeignet, kleinen und mittleren Unternehmen einen Gang an die Börse zu ermöglichen: Einerseits waren die Zulassungsvoraussetzungen für den amtlichen Börsenhandel zu restriktiv. Das hohe Mindeststrebhaberfordernis, meist 25 % des Aktienkapitals, ließ viele Alteigentümer eine Überfremdung ihres Unternehmens befürchten. Außerdem führten die aufwendigen und kostenintensiven Börsenzulassungsverfahren sowie die weitreichenden Publizitäts- und Informationspflichten zu erheblichen finanziellen und organisatorischen Belastungen für kleinere Unternehmen.¹⁴ Andererseits boten auch die existierenden Freiverkehrsmärkte innovativen Unternehmen kein geeignetes Umfeld für eine Öffnung ihres Aktienkapitals. Mangels jeglicher Zulassungsvoraussetzungen und Anlegerschutzbestimmungen waren und sind diese Märkte in vielen Fällen eher als "spontane" Märkte für "gelegentliche Transaktionen" zu bezeichnen.¹⁵ An allen europäischen Börsenplätzen bestand daher zu Beginn der achtziger Jahre dringender Bedarf an der Errichtung neuer Börsensegmente für mittelgroße und wachstumsstarke Unternehmen.¹⁶ Diese neuen Segmente sollten eine Mittelstellung zwischen dem traditionellen offiziellen Börsenhandel und dem Freiverkehrsmarkt einnehmen.

Mit der Schaffung der Börsenmittelsegmente hoffte man, die Eigenkapitalausstattung der für eine Notierung in Frage kommenden Unternehmen verbessern zu können und gleichzeitig zu einer Erneuerung der Aktienmärkte beizutragen. Die dort notierten Unternehmen sollten mittelfristig für eine Börsennotierung im Hauptmarkt vorbereitet

¹² Vgl. z.B. Hielscher et al. (1982) und Gerke (1985).

¹³ Vgl. Buckland/Davis (1989), S. 7-8.

¹⁴ Vgl. Duncan (1986), S. 2 oder Jaffaux (1992), S. 173.

¹⁵ Vgl. Flornoy (1983), S. 265 oder Duncan (1986), S. 15. Eine Ausnahme dazu bildet der Freiverkehr an den deutschen Börsen, da die zuständigen Freiverkehrsausschüsse bei Neuemissionen eine restriktive Zulassungspraxis verfolgten. Die Emittenten hatten dadurch sehr hohe Qualitätsanforderungen, ähnlich denen im amtlichen Handel, zu erfüllen. Vgl. Schmidt/Schrader (1993), S. 229.

¹⁶ Vgl. Jaffaux (1992), S. 173.

werden. Den neuen Börsensegmenten wurde damit eine Art "Lieferantenfunktion" zgedacht.

Im Vergleich zum offiziellen Handel wurden die Zulassungs- und Publizitätsanforderungen in den neuen Börsenmittelsegmenten deutlich reduziert. So wurde z.B. die Mindestanforderung an den Streubesitz in den meisten Fällen auf 10 % des Aktienkapitals reduziert. Gleichzeitig sollte jedoch eine deutliche Abgrenzung gegenüber dem jeweiligen Freiverkehrsegment dem Anleger eine Mindestqualität der Emittenten signalisieren. Dadurch hoffte man, auch institutionelle Investoren für die neuen Märkte zu gewinnen, die bei der Auswahl ihrer Investments häufig auf börsennotierte Wertpapiere beschränkt sind.¹⁷

Mit der Einführung dieser neuen Börsensegmente hat sich an den meisten europäischen Börsenplätzen eine hierarchische Dreiteilung des Aktienmarktes herausgebildet:

- Ein offizielles bzw. amtliches Segment für die Standardtitel und die größeren Nebenwerte,
- ein halboffizielles Segment mit geringeren Zulassungsanforderungen für Nebenwerte und
- ein weitgehend unregulierter, oftmals außerbörslicher Freiverkehr- oder "Over-The-Counter"- oder "OTC-Markt".

Tabelle 1 gibt einen Überblick über die Segmentierung der Aktienmärkte an den wichtigsten europäischen Börsenplätzen.

¹⁷ Vgl. Duncan (1986), S. 2.

Tabelle 1: Übersicht über die Börsensegmente an Europas Wertpapierbörsen

Land	Börsenhauptsegment	Börsenmittelsegment (Jahr der Einführung)	Freiverkehrsegment
Belgien	Marché de la Cote - Marché à Terme - Marché au Comptant	Second Marché bzw. Tweede Markt (1985)	Ventes Publiques
Dänemark	Børs I	Børs II und III (1982)	Telefonhandel in OTC- Werten
Deutschland	Amtlicher Handel	Geregelter Markt (1987)	Freiverkehr ^{*)} (1988)
Finnland	Official List	OTC-Markt (1985)	Brokers´ List
Frankreich	Cote Officielle - Reglement Mensuel - Marché au Comptant	Second Marché (1983)	Marché Hors-Cote (1962)
Großbritannien	Official List	Unlisted Securities Market (1980)	Third Market (1987-1990)
Irland	Official List	Unlisted Securities Market (1980)	Small Company Market (1986)
Italien	Mercato Ufficiale	Mercato Ristretto (1978)	Terzo Mercato
Niederlande	Official Market	Official Parallel Market (1982)	Inofficial Parallel Market bzw. Incourante Market
Norwegen	Børs I	SMB-List (vorher BørsII) (1983)	-
Österreich	Amtlicher Handel	Geregelter Freiverkehr (1948)	Sonstiger Wertpapier- handel (1989)
Portugal	Mercado de Cotações Oficiais	Segundo Mercado (1991)	Mercado sem Cotações (1983)
Schweden	A-List	O-List (1987)	OTC-List (1983)
Schweiz	Hauptbörse	Nebenbörse (1990)	Außerbörslicher Handel
Spanien	Mercado Continuo (Computerhandel) Mercado de Corros (Parketthandel)	Madrid: Segundo Mercado Barcelona: Segundo Mercado para Pymes (1986)	-

^{*)} hervorgegangen aus dem Geregeltten und dem Ungeregelten Freiverkehr,
Quelle: O´Connor/Smith 1991, Beer 1992 sowie diverse Geschäftsberichte und Informations-
broschüren der jeweiligen Wertpapierbörsen

3. Erfahrungen europäischer Börsenplätze mit den Börsensegmenten für Nebenwerte

3.1 Großbritannien: Der Unlisted Securities Market und der Third Market

An der Londoner Börse wurde am 10. November 1980 der "Unlisted Securities Market" (USM) für kleine Aktiengesellschaften eröffnet. Gegenüber einer Notierung in der "Official List", dem Hauptsegment der Börse, sind die Zulassungsvoraussetzungen und die Publizitätsvorschriften dort weniger streng gefaßt (siehe Tabelle 2). Dadurch wurden die mit einer Börsennotierung verbundenen einmaligen und laufenden Kosten erheblich reduziert.¹⁸ Aus steuerrechtlichen Gründen erhielten die im USM emittierten Unternehmen den Status "Unlisted" bzw. nicht-börsennotiert.

Tabelle 2: Zulassungsvoraussetzungen für die Official List und USM

Zulassungsvoraussetzungen	Official List	USM
Mindestbörsenkapitalisierung	£ 700.000	kein Minimum
Anzahl der vorzulegenden Jahresabschlüsse (= Mindestalter der Gesellschaft)	3 (5 vor dem 1.1.1990)	2 (3 vor dem 1.1.1990)
Mindeststrebubezug	25 % des Aktienkapitals	10 % des Aktienkapitals

Quelle: Abel (1993), S. 18

Im ersten Jahrzehnt seiner Existenz konnte der USM beachtliche Erfolge verzeichnen: Die Emissionstätigkeit war sehr reger: In den Jahren 1984 und 1988 wurden jeweils mehr als 100 Unternehmen neu in diesem Segment eingeführt, seit 1980 insgesamt mehr als 780 Unternehmen (siehe Abbildung 1). Dadurch stieg die Zahl der im USM gehandelten Gesellschaften von 23 im ersten Jahr auf 448 im Jahr 1989. Mit einer Marktkapitalisierung von knapp 9 Mrd. £ 1989 und einem Jahresbörsenumsatz von über 6 Mrd. £ im Boomjahr 1987 erreichte der USM einen Anteil von rund 2 % am gesamten britischen Aktienmarkt (siehe Abbildung 2).

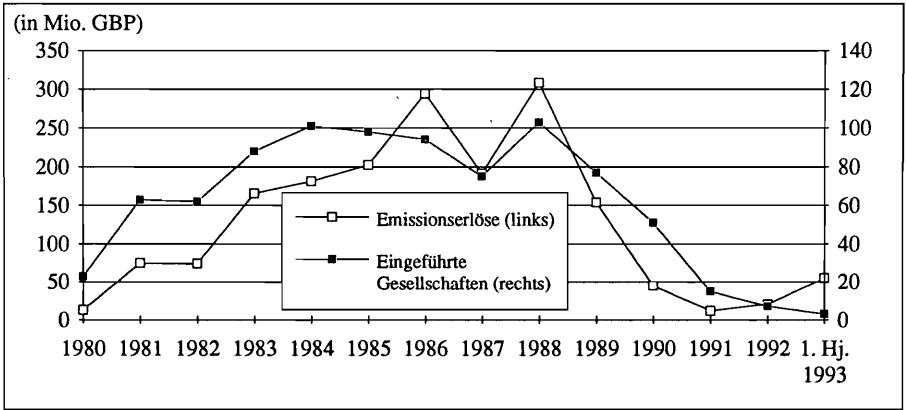
Im Januar 1987 wurde der "Third Market" als ein weiteres nicht-amtliches Börsensegment an der Londoner Börse eröffnet. Er war als "Venture Capital Market" vor allem für junge Unternehmen konzipiert, die die Anforderungen des USM nicht erfüllen konnten.¹⁹ Aufgrund mangelnden Anlegerinteresses und erheblicher Liquiditätsprobleme mußte der Third Market jedoch schon Ende 1990 wieder geschlossen werden. Von den zuletzt 92 notierten Gesellschaften wurden 38 in den USM und zwei in die Official List übertragen.²⁰

¹⁸ Die jährliche Notierungsgebühr im USM beträgt nur £ 1.500. Vgl. auch Buckland/Davis (1989), S. 53-63

¹⁹ Vgl. The Stock Exchange (1987).

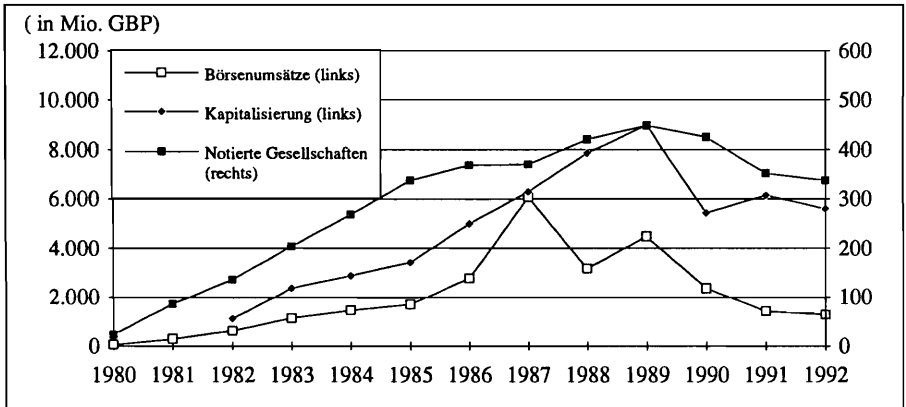
²⁰ Vgl. Beer (1992), S. 250.

Abbildung 1: Neuemissionen am Londoner Unlisted Securities Market 1980-93



Quelle: London Stock Exchange (1993a)

Abbildung 2: Der Unlisted Securities Market 1980-1992



Quelle: London Stock Exchange (1993a)

Auch der USM steht seit dem Beginn der neunziger Jahre vor bedrohlichen Liquiditätsproblemen: 1992 sind die Kundenumsätze auf 1.273 Mio. £ gesunken - nur noch etwa ein Fünftel des Wertes von 1987. Die durchschnittliche Anzahl der Transaktionen pro Tag im USM ist von 3.818 auf 564 zurückgegangen.²¹ Parallel dazu ging die Zahl der Neuemissionen dramatisch zurück. 1992 wurden insgesamt nur sieben Gesellschaften eingeführt. Aufgrund der negativen Entwicklungen sah sich die Börse

²¹ Eine leichte Erholung der Emissionstätigkeit deutet sich jedoch für 1993 an, vgl. London Stock Exchange (1993a), S. 75.

London veranlaßt, die Schließung des USM zum Jahresende 1992 zu verfügen. Erst aufgrund zahlreicher Proteste seitens der Anleger und Emittenten wurde die endgültige Schließung auf Ende 1996 verschoben.²²

Als ein Grund für den Abstieg des USM wird zum einen die schlechte konjunkturelle Entwicklung seit Beginn der neunziger Jahre angeführt. Zum anderen hat der USM aber auch aufgrund zahlreicher Firmenpleiten sein einstiges Image als "exciting growth market" verloren.²³ Heute wird dieses Börsensegment immer mehr mit den Liquiditätsproblemen der Nebenwerte in Verbindung gebracht, auch wenn diese im Prinzip die in der Official List notierten kleinen und mittleren Aktiengesellschaften gleichermaßen betreffen.²⁴

Der Hauptgrund für die negative Entwicklung wird jedoch in der fehlenden Differenzierung zur Official List gesehen. Seit der Herabsetzung der Zulassungsvoraussetzungen zum 1. Januar 1990 im Zuge der Umsetzung der EG-Börsenzulassungsverordnung können fast alle neu emittierten Gesellschaften ihre Aktien sofort in der Official List notieren lassen, was von den meisten auch bevorzugt wird. Auch die ehemals unterschiedlichen Kosten der Börseneinführung haben sich im Laufe der Zeit immer mehr angeglichen. Es gibt somit kaum noch eine Differenzierung zwischen den beiden Börsensegmenten. Nur für den Fall, daß ein Unternehmen weniger als 25 % seiner Aktien emittieren will, kommt eine Notierung im USM noch in Frage. Die Börse London sieht daher den Zugang kleiner Unternehmen zum organisierten Markt für Eigenkapital durch die Schließung des USM nicht unbedingt als gefährdet an.²⁵ Dennoch hat sie im April 1993 eine Arbeitsgruppe, die "Smaller Companies Working Party", eingerichtet, die Alternativen zum USM erarbeiten soll.²⁶ In einem vorläufigen Bericht wird die Schaffung eines "Enterprise Market" vorgeschlagen, über den kleine und wachstumsstarke Unternehmen ihre Finanzierungsbedürfnisse befriedigen sollen. Um als echte Alternative zur Official List akzeptiert zu werden, müssen sich die Zulassungsvoraussetzungen in beiden Märkten deutlich voneinander unterscheiden.²⁷

Daneben befaßt sich auch die "City Group for Smaller Companies" (CISCO) mit der Errichtung des neuen "Enterprise Markets". Diese Arbeitsgruppe hat kürzlich eine neu zu schaffende Wertpapierbörse für den Handel mit Aktien kleiner Unternehmen vorgeschlagen, die als eigenständige Institution in Konkurrenz zur Londoner Börse treten soll. Die CISCO-Mitglieder sind der Meinung, daß kleine Unternehmen von der bestehenden Börse, deren Mitglieder den Großteil ihrer Gewinne aus dem Handel mit Standardwerten erwirtschaften, nicht die nötige Aufmerksamkeit erhalten. Die Errichtungskosten der neuen Börse werden auf rund 5 Mio. £ geschätzt. Getragen werden soll sie von Venture Capital-Gesellschaften sowie von einigen Merchant

²² Vgl. Abel (1993), S. 17.

²³ Vgl. Abel (1993), S. 18.

²⁴ Vgl. Wells (1991).

²⁵ Vgl. Abel (1993), S. 18-20 und London Stock Exchange (1993).

²⁶ Vgl. o.V. (1993a), S. 2.

²⁷ Vgl. London Stock Exchange (1994).

Banks und Brokerhäusern. Als Betreiber der neuen Börse kommen sowohl die amerikanische National Association of Securities Dealers (NASD), die in den USA den Freiverkehrsmarkt betreibt, wie auch die Nachrichtenagentur Reuters oder die British Telecom in Frage. Es wird geschätzt, daß dieser Markt innerhalb von zwei Jahren rund 200 Unternehmen umfassen könnte.²⁸

3.2 Frankreich: Der Second Marché

An den französischen Wertpapierbörsen wurde mit der Einführung des "Second Marché" am 1. Februar 1983 ebenfalls ein mittleres Börsensegment geschaffen. Damit sollte vor allem mittelständischen Unternehmen der Zugang zum Kapitalmarkt eröffnet werden, die für eine Notierung an der "Cote Officielle", dem Hauptsegment der Börse, nicht in Frage kamen, bei denen aber genügend Umsatzaktivität erwartet werden konnte. Die Streubesitzerfordernis wurde gegenüber der Cote von 25 % auf 10 % des Aktienkapitals reduziert. Außerdem waren die Publizitätsanforderungen weniger aufwendig gestaltet. Hierarchisch unter diesen beiden Börsensegmenten ist der "Marché Hors Cote" angesiedelt, der als kaum regulierter Freiverkehrsmarkt für gelegentliche Transaktionen in kleinen Aktiengesellschaften bereits 1962 konzipiert wurde. Da keine formalen Zulassungsanforderungen existieren, entbehrt dieser Markt jeglichen Anlegerschutzes.

Die Zulassung zum Second Marché wird von der französischen Börsenaufsichtsbehörde COB (Commission des Operations de Bourse) zunächst nur für drei Jahre erteilt. Sie wird nur verlängert, wenn die betreffende Gesellschaft folgende Bedingungen erfüllen kann:

- 10 % des Aktienkapitals müssen sich in Streubesitz befinden.
- Es müssen mind. 40 Kursnotierungen pro Quartal zustandekommen, dabei muß in jeder Woche mindestens eine Notierung mit Umsätzen stattfinden.
- Die laufende Publizität und die Prüfung der Gesellschaft müssen den Anforderungen der COB entsprechen.

Aus diesem Grund schließen die Emittenten häufig einen sogenannten "contrat de liquidité", einen Liquiditätsvertrag, mit einem Wertpapierhaus oder einer Bank ab. Darin verpflichtet sich der Börsenintermediär, einen funktionierenden Markt in den Titeln des Emittenten aufrechtzuerhalten, so daß die Liquiditätsanforderungen der COB erfüllt werden können.²⁹

Der Second Marché erwies sich zunächst als großartiger Erfolg für das französische Börsenwesen. Aufgrund der zahlreichen Neuemissionen - im Spitzenjahr 1987 waren es insgesamt 70 Unternehmen mit einem Emissionsvolumen von über 7 Mrd. FF - wuchs die Zahl der notierten Gesellschaften schnell auf knapp 300 an (siehe Tabelle 3 bzw. Abbildung 3). Damit konnte der Second Marché neben dem britischen USM, gemessen an der Anzahl der notierten Unternehmen, zum bedeutendsten Mittelsegment an den europäischen Börsen avancieren.

²⁸ Vgl. Cohen (1994), S. 22.

²⁹ Vgl. Jaffeux (1992), S. 24.

Tabelle 3: Neuemissionen am Second Marché, 1983-1990

Jahr	Anzahl der Gesellschaften	Emissionsvolumen (in Mio. FF)	Durchschn. Emissionsvolumen (in Mio. FF)	Kapitalisierung auf Basis des ersten Kurses (in Mio. FF)	Durchschn. Börsenkap. (in Mio. FF)
1983	18	402,0	22,3	4.052,6	225
1984	29	867,1	29,9	7.829,5	270
1985	55	3.218,4	58,5	26.815,6	488
1986	51	2.661,5	52,2	24.552,4	481
1987	70	7.127,2	101,8	53.679,8	767
1988	26	1.093,3	42,1	13.777,9	530
1989	30	1.861,8	62,1	17.734,9	591
1990	13	935,4	71,9	10.583,1	814
Insgesamt	292	18.166,7	62,2	159.025,6	544

Quelle: COB (1992), S. 16

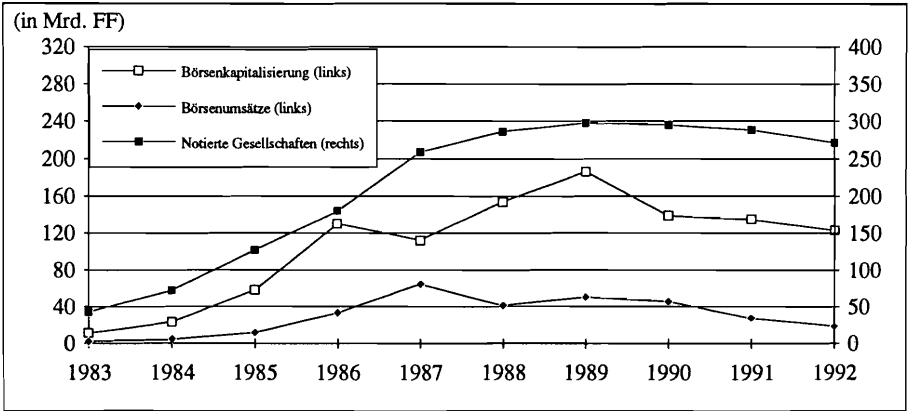
Die wachsende Bedeutung zeigte sich auch bei den Börsenumsätzen und der Kapitalisierung. Mit 64,4 Mrd. FF Börsenumsatzvolumen und 115,4 Mrd. FF Börsenkapitalisierung erreichte der Second Marché 1987 einen Anteil von mehr als 10 % vom französischen Gesamtmarkt (siehe Abbildung 4). Vor allem an den sechs Regionalbörsen in Bordeaux, Lille, Lyon, Marseille, Nancy und Nantes führte der Second Marché zu einer Belebung des Wertpapierhandels: 1987 kamen über 40% des Gesamtumsatzes an den Regionalbörsen in den Titeln des Second Marché zustande.³⁰ Zudem erfüllte das neue Börsensegment die ihm zugedachte "Lieferantenfunktion" für die Cote Officielle und trug auf diese Weise erheblich zu einer Verjüngung des französischen Aktienmarktes bei. Einige ehemals im Second Marché notierte Unternehmen wie beispielsweise Canal Plus oder CapGemini sind heute sogar im CAC40-Index, dem französischen Pendant zum DAX-Index, vertreten.

Seit dem Börsencrash vom Oktober 1987 befindet sich der Second Marché jedoch im Abwärtstrend. Sowohl die Zahl der Neueinführungen wie auch die Erlöse aus Kapitalerhöhungen und die Börsenumsätze sind dramatisch zurückgegangen. 1992 wurden nur noch 4 Unternehmen neu am Second Marché eingeführt. Gleichzeitig wurden 20 Gesellschaften, die meisten davon nach Übernahmeangeboten, von der Notierung am Second Marché gestrichen.³¹ Das Umsatzvolumen betrug 1992 lediglich noch 18,9 Mrd. FF, ein Rückgang um fast 70 % gegenüber 1987. Auch die Zahl der notierten Unternehmen und die Börsenkapitalisierung sind seitdem rückläufig. Im ersten Halbjahr 1993 fiel der Umsatzanteil des Second Marché weiter auf nur noch 2,5 % vom Gesamtmarkt, weniger als im Jahr seiner Einführung 1983 (siehe Abbildung 4).

³⁰ Vgl. Jaffeux (1992), S. 57 und COB (1992), S. 9.

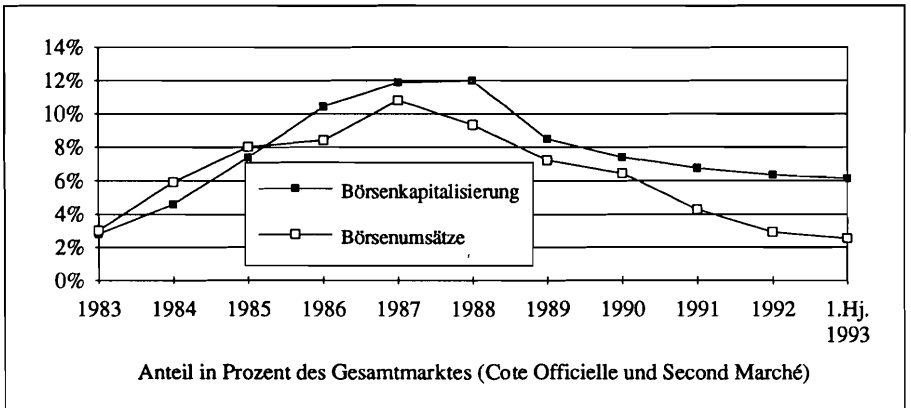
³¹ Vgl. SBF-Bourse de Paris (1993a), S. 23 und 25

Abbildung 3: Der Second Marché von 1983-1992



Quelle: SBF-Bourse de Paris (1993a)

Abbildung 4: Die Bedeutung des Second Marché an der Pariser Börse



Quelle: SBF-Bourse de Paris (1993a) und (1993b)

Die beunruhigende Entwicklung am Second Marché hat in Paris den Ruf nach einem umfassenden Reformprogramm laut werden lassen. Von der Börsenaufsichtsbehörde COB und der nationalen Börsengesellschaft SBF (Société des Bourses Françaises) wurde eine gemeinsame Arbeitsgruppe eingerichtet, um die Gründe für die sinkende Attraktivität des Second Marché bei Anlegern und Emittenten zu erforschen und ein entsprechendes Reformkonzept zu erarbeiten. Eine detaillierte Analyse der Situation am Second Marché ergab vier wesentliche Kritikpunkte:³²

³² Vgl. COB/SBF (1993), S. 3-6.

Aufgrund der geringen Zahl an Neueinführungen seit dem Beginn der neunziger Jahre spielt der Second Marché nicht mehr seine Rolle als "Lieferant" für die Cote Officielle, an der die Zahl der notierten Unternehmen seit 1987 um mehr als 130 auf nur noch 497 (Stand Juni 1993) zurückgegangen ist. Die abwärts gerichtete Tendenz bei der Zahl der an der Cote notierten Unternehmen konnte auch durch die Einführung des Second Marché nicht gestoppt werden.

Der Second Marché leidet an den negativen Folgen der Konzentration der Börsenumsätze zugunsten der meistgehandelten Standardwerte der Cote Officielle, was zu einer Austrocknung der unteren Börsensegmente führt. Dies ist weniger ein spezielles Problem des Second Marché, sondern vielmehr eine direkte Folge der zunehmenden Institutionalisierung der Wertpapiermärkte und betrifft die Sekundärmärkte für kleine und mittelgroße Unternehmen allgemein.

Zudem wurde es für den Anleger immer schwieriger, verlässliche und klare Unternehmensinformationen zu erhalten. Nach einigen spektakulären Vorfällen wurden die Kontrollen bei der Börseneinführung von der COB verschärft. Daraufhin beklagten jedoch die Emittenten, daß sich die Zulassungsanforderungen am Second Marché immer mehr denen der Cote Officielle anglichen.

Die ehemals strikte Abgrenzung der verschiedenen Börsensegmente wird heute immer stärker unterlaufen. Viele Unternehmen, die am Second Marché eingeführt werden könnten, lassen ihre Aktien lieber im Marché Hors Cote notieren, da dort keine Kosten für Börseneinführung und Börsennotierung anfallen. Die Ähnlichkeit der Handelsverfahren und die große Aufmerksamkeit, die einigen "Neueinführungen" am Marché Hors Cote zuteil wurde, haben in den Augen der Anleger die klare Trennung zwischen den beiden grundverschiedenen Märkten verringert. Dadurch hat der Second Marché sein einstiges Image als Markt für wachstumsstarke Unternehmen verloren.

Um den Second Marché sowohl für Anleger als auch für Emittenten künftig attraktiver zu machen, hat die Arbeitsgruppe eine Reihe von Empfehlungen unterbreitet. So sollen Unternehmen aus dem Freiverkehrsmarkt, die die Zulassungskriterien erfüllen, verstärkt an den Second Marché gelockt werden. Durch eine stärkere Abgrenzung der beiden Segmente will man künftig die Identität des Second Marché stärker herausstellen. So wurden bereits die Handelsverfahren in beiden Marktsegmenten stärker differenziert: Während im Second Marché zwei Kursfeststellungen pro Tag und bei einigen umsatzstarken Werten auch ein variabler Handel möglich sind, werden die Titel im Marché Hors Cote künftig nur noch einmal täglich notiert.³³

Außerdem will man die Marktliquidität im Second Marché mit Hilfe eine Veränderung der Handelsregeln und durch spezielle Vereinbarungen ("contrat d'animation")

³³ Vgl. SBF-Bourse de Paris (1993c).

mit Brokerhäusern und Banken verbessert werden, die sich darin zu einer ständigen Marktpräsenz mit Kursstellung für eine Mindestanzahl an Aktien verpflichten und damit zu einer regelmäßigen Kursnotierung beitragen. Desweiteren ist geplant, die Transparenz des Marktgeschehens bei weniger liquiden Aktien zu erhöhen. Weiterhin werden Möglichkeiten untersucht, die laufenden Kosten der Börsennotierung - im Durchschnitt rund 780.000 FF pro Jahr- zu reduzieren, indem z.B. der Umfang der Pflichtveröffentlichungen von der Größe des Aktionärskreises abhängig gemacht wird. Außerdem soll das Interesse für den Second Marché durch spezielle Marketing-Maßnahmen wie z.B. die Organisation von Informationsveranstaltungen (Road Shows) im In- und Ausland, durch eine gezielte Förderung von Investmentclubs mit Nebenwerten als Anlageschwerpunkt, durch Auszeichnung der besten Unternehmen sowie durch regelmäßige Publikationen wiederbelebt werden.³⁴

3.3 Niederlande: Der Official Parallel Market

Auch an der Amsterdamer Börse gab es bis zur Einführung des "Parallel Market" am 28. Januar 1982 nur zwei Börsensegmente: den börslichen "Official Market" und daneben den "Incourante Markt", ein außerbörslicher und kaum regulierter Freiverkehrsmarkt, an dem eine Reihe von "incourante fondsen" (unregelmäßig gehandelte Inlandswerte) notiert wurden. Dieser Markt wurde von zwei Brokerfirmen organisiert, die Kurse für diese Werte veröffentlichten.³⁵

Der Parallel Market war anfangs in zwei Untersegmente eingeteilt. Für eine Zulassung im oberen Segment mußte das Grundkapital der Gesellschaft mindestens 2,5 Mio. Dfl betragen, wovon 10 % breit zu streuen waren.³⁶ Im Vergleich dazu lag die Mindestkapitalisierung im Official Market bei 50 Mio. Dfl, wovon jedoch nur 5 % breit zu streuen waren.³⁷ Außerdem war der Emissionsprospekt weniger aufwendig und umfassend. Im Zuge der Umsetzung der bereits erwähnten EG-Börsenzulassungsrichtlinie wurde das Mindestaktienkapital einer Gesellschaft im oberen Segment des Parallelmarktes zum 1. Juli 1990 auf 5 Mio. Dfl heraufgesetzt. Gleichzeitig erhielt das Segment die Bezeichnung "Official Parallel Market" (OPM), was den Status des OPM als amtliches Börsensegment unterstreichen sollte. Im unteren Segment des Parallelmarktes, der heute nach wie vor als "Incourante Markt" oder "Unlisted Market" bezeichnet wird, existieren dagegen keine formalen Zulassungsbedingungen.³⁸

Während der ersten Jahre seiner Existenz gelang dem Official Parallel Market eine kontinuierliche Expansion: Ende 1992 wurden 68 inländische Aktiengesellschaften im OPM notiert. Das entspricht gut einem Fünftel aller an der Amsterdamer Börse notierten inländischen Gesellschaften. Da neben Aktien auch andere ausländische Titel und Anleihen notiert werden können, wurden Ende 1992 insgesamt 73 Wert-

³⁴ Vgl. COB/SBF (1993), S. 7-19.

³⁵ Vgl. Schmidt et al. (1984), S. 159.

³⁶ Vgl. Schmidt et al. (1984), S. 164.

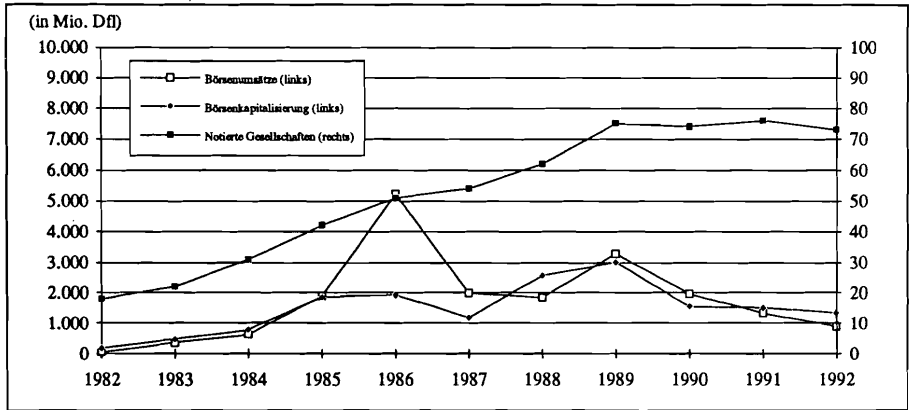
³⁷ Vgl. ABN Amro (1992), S. 6.

³⁸ Vgl. ABN Amro (1992), S. 6.

papiere im OPM gehandelt. Die Börsenkaptalisierung aller Gesellschaften lag Ende 1992 bei 2,5 Mrd. Dfl.

Die Börsenumsätze entwickelten sich stetig und erreichten 1986 ihren Höhepunkt mit 5,2 Mrd. Dfl (siehe Abbildung 5). Grund dafür war eine Überspekulation in einigen Titeln des OPM: Für bestimmte High tech-Aktien wurden damals aufgrund des knappen Angebots als Folge der geringen Börsenkaptalisierung PE-Ratios von über 20 bezahlt.³⁹

Abbildung 5: Der Official Parallel Market in Amsterdam 1982-92



Quelle: Amsterdam Stock Exchange, Annual Reports 1982-92

Seit 1986 sind die Börsenumsätze im OPM rapide zurückgegangen und erreichten 1992 nur noch ein Volumen von rund 890 Mio. DFL. Mittlerweile tragen die im OPM notierten Wertpapiere nur noch zu etwas mehr als 0,5 % zu den gesamten Börsenumsätzen in Amsterdam bei. 1986 waren es noch über 3,3 %. Dadurch ist die Markt-gängigkeit und Liquidität dieser Titel stark eingeschränkt. Heute kommt es im OPM kaum noch zu Neueinführungen. Bei den neu zugelassenen Unternehmen handelt es sich meist nur noch um Aufsteiger aus dem Unlisted Market. Echte Neuemissionen verbunden mit einer Streuung des Aktienkapitals werden kaum noch durchgeführt.

Für die enttäuschende Entwicklung des OPM seit Beginn der neunziger Jahre sind eine Reihe verschiedener Faktoren verantwortlich - die einen zyklischer, die anderen fundamentaler Natur: Die Anlegerschaft am OPM besteht zum überwiegenden Teil aus Privatanlegern.⁴⁰ Deren Investitionsneigung für Aktien hängt sehr stark vom Zinsniveau ab. In der letzten Hochzinsphase boten Anleihen interessante Anlagealternativen zu Aktien. Hinzu kam, daß sich die hohen Erwartungen der Anleger bezüglich des High Tech-Sektors, in dem viele der OPM-Unternehmen tätig sind,

³⁹ Vgl. Amsterdam Stock Exchange (1990), S. 2.

⁴⁰ Vgl. Amsterdam Stock Exchange (1990), S. 3.

nicht erfüllt haben. Im Gegenteil, von der Rezession waren diese Titel sehr viel stärker betroffen als die Standardwerte. Zudem vergrößerten die in der Vergangenheit oftmals überzogenen Emissionskurse bei einigen Titeln die Kursverluste der Anteilseigner.⁴¹ Dadurch nahm das Interesse der privaten Anlegerschaft am OPM deutlich ab.

Zudem sind viele erfolgreiche Gesellschaften, die dem OPM einen gewissen "Glanz" verliehen, in den Official Market übergewechselt. Dies wäre nicht weiter problematisch gewesen, wenn die entstandenen Lücken durch Neuemissionen aufgefüllt worden wären. Dies war jedoch nicht der Fall. Stattdessen ließen immer mehr Investmentfonds, die in der Rechtsform der Aktiengesellschaft geführt werden, ihre Anteile im OPM notieren. 1992 waren es immerhin schon 31 solcher Fonds. Die Umsätze in diesen Fonds sind meist nur sehr gering. Dies führte dazu, daß der OPM sein einstiges Image als Innovationsmarkt mit wachstumsstarken Unternehmen verloren hat.

Desweiteren wird kritisiert, daß nach der Emission kaum noch aktualisiertes Research von den Investmentbanken erstellt wird. Grund dafür ist die auch an anderen Börsenplätzen anhaltende Institutionalisierung und Internationalisierung der Amsterdamer Börse, die zu einer immer stärkeren Konzentration des Wertpapierhandels auf die umsatzstarken Standardwerte führen. Nebenwerte dagegen bieten Wertpapierhäusern und Banken kaum noch Ertragsmöglichkeiten, so daß sich die Research-Aktivitäten zwangsläufig immer mehr auf die Blue Chips konzentrieren, da nur dort entsprechende Kommissionseinnahmen erzielt werden können.

Außerdem besteht im niederländischen Steuerrecht die Besonderheit, daß Dividendenzahlungen auf Beteiligungen von der Einkommensteuer befreit sind, sofern ein Anteil von mehr als 5% am Grundkapital einer Gesellschaft gehalten wird. Bei der geringen Marktkapitalisierung der im OPM notierten Gesellschaften können institutionelle Anleger schon mit geringen Beträgen 5 %-Pakete zusammenkaufen und auf diese Weise in den Genuß der Steuervorteile kommen. In der Regel liegen diese Beteiligungen für längere Zeit in den Portfolios der institutionellen Anleger und werden somit dem Sekundärmarkt entzogen, was zu einer Austrocknung des OPM führt.⁴² Die Amsterdamer Börse will sich jedoch für eine Abschaffung dieses Steuerprivilegs einsetzen. Darüber hinaus erwächst dem OPM Konkurrenz durch Venture Capital Gesellschaften, die für junge Unternehmen eine ernstzunehmende Alternative zum Gang an die Börse darstellen.⁴³

Trotz einiger Reformansätze, die z.B. eine Notierung der Investmentfonds in einem separaten Börsensegment, verstärkte Investor Relations-Maßnahmen sowie eine bessere Aufklärung der Anleger über die höheren Ertragsaussichten und die damit verbundenen Risiken vorsahen, wurde der OPM zum Jahresende 1993 von der Börse Amsterdam geschlossen bzw. in den Official Market integriert. Aus diesem Grund

⁴¹ Vgl. ABN Amro (1992), S. 7.

⁴² Vgl. ABN Amro (1992), S. 10.

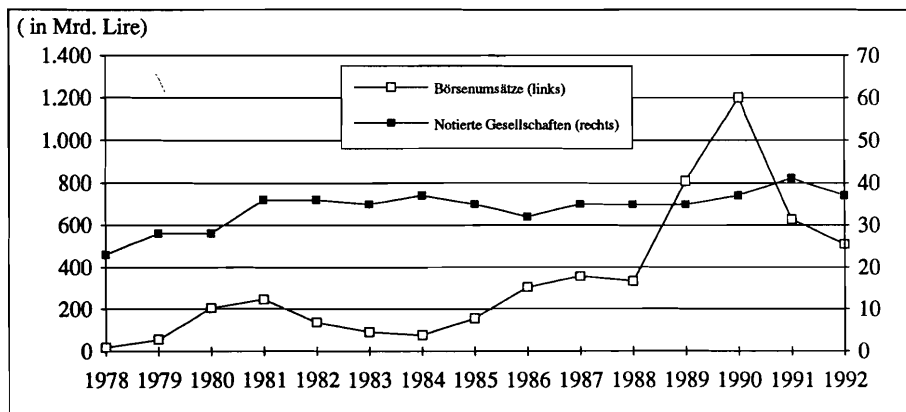
⁴³ Vgl. ABN Amro (1992), S. 9-10.

wurde dort der Mindestbetrag der Marktkapitalisierung von 50 Mio. auf 25 Mio. Dfl herabgesetzt, um kleinen Aktiengesellschaften den Zugang künftig zu erleichtern. Zusammen mit der niederländischen Venture Capital Vereinigung NVP will die Börse Amsterdam eine "Beteiligungsbörse" organisieren, über die institutionelle Investoren Aktienpakete, die ein Volumen von mindestens 1 Mio. Dfl besitzen und mindestens 5 % des Aktienkapitals einer Gesellschaft ausmachen, handeln können. Dies soll den Venture Capital-Gesellschaften die Desinvestition aus erfolgreichen Beteiligungen erleichtern.⁴⁴

3.4 Italien: Der Mercato Ristretto

Auch in Italien gibt es seit der Einführung des "Mercato Ristretto" an den Börsenplätzen Florenz, Genua, Mailand, Neapel, Rom und Turin im Jahr 1978 eine hierarchische Dreiteilung des Aktienmarktes. Neben dem "Mercato Ufficiale", dem amtlichen Handel, und dem Mercato Ristretto, dem Mittelsegment der Börse, gibt es noch den "Terzo Mercato", den Dritten Markt, einen unregulierten und außerbörslichen Freiverkehrsmarkt, an dem ca. 30 Gesellschaften ohne jegliche Zulassungsbestimmungen per Telefon gehandelt werden.

Abbildung 6: Der Mailänder Mercato Ristretto 1978-1992



Quelle: Comitato del Mercato Ristretto di Milano, Jahresberichte 1979-1992

Um zum Handel im Mercato Ristretto zugelassen zu werden, muß das Grundkapital der Gesellschaft mindestens 1 Mrd. Lire betragen, wovon zehn Prozent breit zu streuen sind. Außerdem sind die letzten testierten Jahresabschlüsse vorzulegen.⁴⁵ Von den sechs regionalen Mercati Ristretti ist nur der Mailänder Markt von Bedeutung:

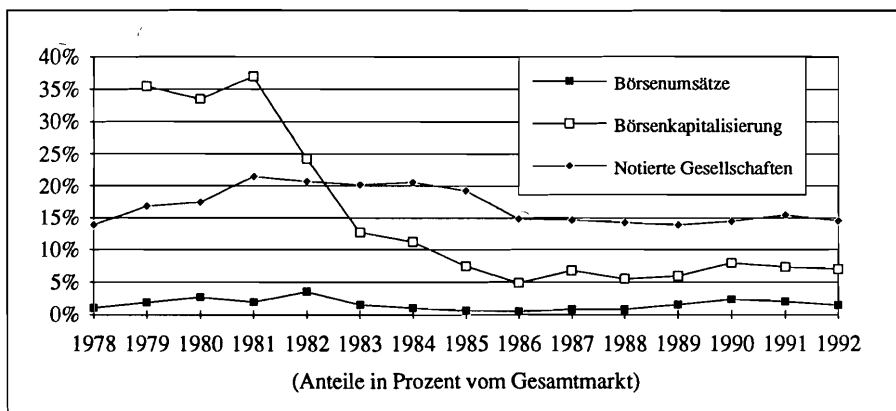
⁴⁴ Vgl. o.V. (1993c).

⁴⁵ Vgl. Consiglio di Borsa (1993), S. 18.

Die 37 notierten Gesellschaften erzielten 1992 einen Börsenumsatz von rund 511 Mrd. Lire, was etwa 95 % des Gesamtumsatzes in diesen Segmenten entspricht.⁴⁶

In den Anfangsjahren erreichte der Mailänder Mercato Ristretto einen Anteil an der Gesamtkapitalisierung des italienischen Aktienmarktes von über 35 Prozent. Sein Anteil ging später stark zurück, weil er nicht mit dem Wachstum des Mercato Ufficiale mithalten konnte (Abbildung 7). Im Vergleich dazu sind die Börsenumsätze von Anfang an äußerst gering gewesen: Die Turnover Ratio, das Verhältnis auch Börsenumsatz zu Börsenkapitalisierung, lag jahrelang unter 2 % und liegt derzeit nur bei ca. 4%. Auch wenn ein erheblicher Teil der Transaktionen außerbörslich zustande kommt und es sogar einen Blockhandel in diesen Titeln gibt⁴⁷, muß der Mercato Ristretto doch als extrem illiquider Markt bezeichnet werden.

Abbildung 7: Die Bedeutung des Mercato Ristretto an der Mailänder Börse



Quelle: Comitato del Mercato Ristretto di Milano, Jahresberichte 1979-1992

Im Gegensatz zu anderen Ländern war der Mercato Ristretto nie ein Markt für junge und innovative Unternehmen.⁴⁸ Bei den meisten Gesellschaften handelt es sich um die Aktien von Volks- und Genossenschaftsbanken (Banci Popolari), in deren Satzungen Vorkaufsrechte oder Beschränkungen hinsichtlich der Übertragbarkeit ihrer Anteilszertifikate festgelegt wurden. Daher können diese Gesellschaften, die ansonsten alle Zulassungsvoraussetzungen für den Mercato Ufficiale erfüllen würden, dort nicht notiert werden. Es bestehen jedoch konkrete Pläne, diese Beschränkungen durch die Einführung eines Höchststimmrechtes zu ersetzen. Dadurch könnten die meisten dieser Gesellschaften in den Mercato Ufficiale überwechseln. Da rund 92 % des Börsenumsatzes am Mercato Ristretto in diesen Titeln zustande kommen⁴⁹, ver-

⁴⁶ Vgl. Comitato del Mercato Ristretto di Milano (1993), S. 28.

⁴⁷ Vgl. Comitato del Mercato Ristretto di Milano (1993), S. 32-36.

⁴⁸ Vgl. Duncan (1986), S. 5 und 15.

⁴⁹ Vgl. Comitato del Mercato Ristretto di Milano (1993), S. 28.

blieben dann weder ausreichend Aktientitel noch genügend Umsatzvolumen, so daß eine Schließung des Mercato Ristretto unvermeidlich erscheint.

Die italienischen Wertpapierbörsen haben große Schwierigkeiten, ein geeignetes Börsenumfeld für neue Aktiengesellschaften bereitzustellen. In der Vergangenheit haben einige italienische Unternehmen eine Börsennotierung an der New Yorker Börse oder im amerikanischen NASDAQ-Freiverkehrsmarkt einer Notierung in Mailand vorgezogen. Prominentestes Beispiel ist der Sportbekleidungshersteller Fila.

Mittlerweile ist auch in Italien eine intensive Diskussion darüber in Gang gekommen, wie innovative und wachstumsstarke Unternehmen an die heimischen Börsen geholt werden können. Die Vorschläge reichen von der Errichtung lokaler Märkte (mercati locali) an den einzelnen regionalen Börsenplätzen⁵⁰ bis hin zur Schaffung eines völlig von den bestehenden Börsen losgelösten nationalen Freiverkehrsmarktes mit Market Makern, vergleichbar mit NASDAQ. Die erste Alternative erscheint aufgrund der Bedeutungslosigkeit der bestehenden Regionalmärkte in Italien nur wenig erfolgversprechend.

3.5 Deutschland: Der Geregelte Markt

Am deutschen Aktienmarkt wurde das heutige Börsenmittelsegment, der Geregelte Markt, zum 1. Mai 1987 im Zuge der Umsetzung der Börsengesetznovelle vom Dezember 1986 eingeführt. Anfangs hatte man in Deutschland von einer Reform der Börsenorganisation, die zum damaligen Zeitpunkt als ausgereift galt, keine großen Verbesserungen erwartet. Erst die Erfahrungen der anderen europäischen Börsen mit den Börsenweitsegmenten führten zu einem Umdenken in dieser Frage.⁵¹

Der Geregelte Markt trat an die Stelle des Geregelteten Freiverkehrs, der mit dem Ungeregelten Freiverkehr zusammengelegt wurde. Anders als im Amtlichen Handel sind die Zulassungsvoraussetzungen für den Geregelteten Markt nicht im Börsengesetz festgelegt, sondern werden in der Börsenordnung der jeweiligen Börsen geregelt (§ 72. Abs. 1 Börsengesetz). Dadurch sollte eine größtmögliche Flexibilität bei der Ausgestaltung der Börsenzulassungsbedingungen erreicht werden. Der Geregelte Markt wurde zudem rechtlich stärker in die bestehende Börsenorganisation eingebunden als der Freiverkehr, nicht zuletzt aus Gründen des Anlegerschutzes.⁵²

Die ehemals im Geregelteten Freiverkehr notierten Gesellschaften konnten sich bis zum 30. April 1988 für einen Wechsel in das neue Börsensegment entscheiden, ohne weitere Bedingungen erfüllen zu müssen.⁵³ Bei gut der Hälfte der heute im Geregelteten Markt notierten Unternehmen handelt es sich daher um "Aufsteiger" aus dem ehemaligen Freiverkehr. Seit 1987 sind jedoch auch insgesamt 72 Gesellschaften neu am

⁵⁰ Vgl. Comitato del Mercato Ristretto di Milano (1993), S. 130-139.

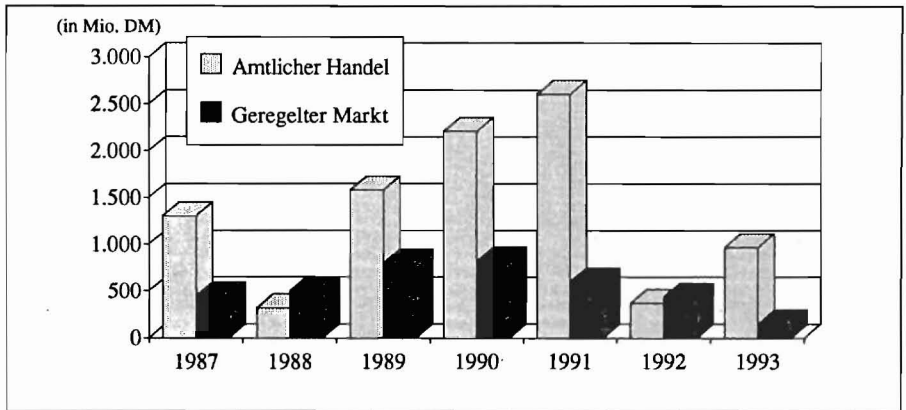
⁵¹ Vgl. Schierenbeck (1988), S. 433

⁵² Vgl. Schmidt/Schrader (1993), S. 230.

⁵³ Vgl. Schierenbeck (1988), S. 441

Geregelten Markt eingeführt worden. Das Gesamtemissionsvolumen der Börsenneueinführungen betrug dabei 3,3 Mrd. DM. Von diesen Neuemissionen sind mittlerweile 12 Gesellschaften in den amtlichen Handel übergewechselt.

Abbildung 8: Emissionsvolumina nach Börsensegmenten



Quelle: Deutsche Börse AG, Jahresberichte 1987-1992 sowie Schröder Münchmeyer Hengst & Co

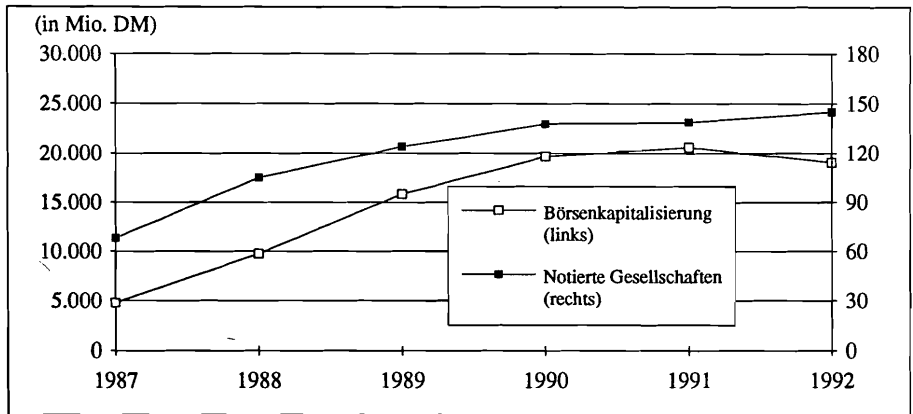
Im amtlichen Handel haben im gleichen Zeitraum 47 Gesellschaften Aktien im Gesamtwert von rund 8 Mrd. DM plaziert (siehe Abbildung 8). Mit einem Marktanteil von 60 % (Zahl der Unternehmen) bzw. 30 % (Emissionsbeträge) hat sich der Geregelte Markt als Primärmarkt bewährt. Im internationalen Vergleich ist jedoch die Emissionstätigkeit am deutschen Aktienmarkt relativ gering, vor allem in den letzten beiden Jahren. In den USA beispielsweise wurden 1993 insgesamt mehr als 800 Unternehmen mit einem Gesamtemissionserlös von 57 Mrd. US\$ neu an den verschiedenen amerikanischen Wertpapiermärkten eingeführt.⁵⁴

Zum 30. November 1993 wurden an allen deutschen Wertpapierbörsen 145 inländische Aktiengesellschaften mit einem Kurswert von rund 22,16 Mrd. DM im Geregelten Markt notiert. Damit werden derzeit über ein Fünftel aller in börsennotierten deutschen Aktiengesellschaften in diesem Börsensegment notiert. Gemessen am Kurswert entspricht dies jedoch nur rund 3 % des gesamten deutschen Aktienmarktes. Auf einen ähnlich großen Anteil an der Gesamtmarktkapitalisierung kommen z.B. auch die im DAX enthaltenen Werte Bayer oder VEBA. Da sich viele Gesellschaften mehrheitlich im Festbesitz befinden, beläuft sich der frei verfügbare Streubesitzanteil, der "Free Float", nur auf 5,85 Mrd. DM oder 26,37 % der Börsen-

⁵⁴ Vgl. o.V. (1994), S. 23.

kapitalisierung.⁵⁵ Weitaus bedeutender dagegen ist der Geregelter Markt für festverzinsliche Wertpapiere (4.716 Titel) und Optionsscheine (190 Titel).⁵⁶

Abbildung 9: Der Geregelte Markt 1987-1992



Quelle: Deutsche Börse AG, Jahresberichte 1987-1992

Die Umsatztätigkeit und die Liquidität ist bei vielen Titeln des Geregelteten Marktes stark eingeschränkt: An einzelnen Börsentagen finden bei fast der Hälfte aller Werte keine Umsätze statt. Die Börsenumsätze sind im Vergleich zur Marktkapitalisierung eher gering, was jedoch zum Teil auf den hohen Festbesitzanteil, in Einzelfällen über 98 %, zurückgeführt werden kann. Bei vielen Titeln beträgt der Marktwert weniger als 10 Mio. DM. Mit einem Umsatz von 12,1 Mrd. DM erreichte der Geregelte Markt 1992 nur einen Anteil von 0,91 % am gesamten Börsenumsatz, verglichen mit 1,06 % im Jahr 1991. Bis zur Jahresmitte 1993 hat sich dieser Wert weiter auf 0,81 % reduziert. Wie in anderen Ländern auch ist für diese Entwicklung die Konzentration des Börsenhandels auf die Standardtitel verantwortlich.⁵⁷

Fast die Hälfte aller im Geregelteten Markt notierten Titel werden an mehreren Börsenplätzen gleichzeitig gehandelt. Dabei ist sowohl die Einteilung in die verschiedenen Marktsegmente wie auch die Wahl des Handelsverfahrens (Variabler Handel oder Kassakurs) von Börse zu Börse unterschiedlich geregelt. So kann z.B. ein Titel in Stuttgart im Geregelteten Markt variabel und in Frankfurt im Freiverkehr zur Kasse gehandelt werden. Die Entscheidung darüber trifft der jeweilige Börsenvorstand.⁵⁸ Einige Unternehmen, wie z.B. BMW, Bekula, Dt. Babcock, Kaufhof oder PWA, wer-

⁵⁵ Datenquelle: Commerzbank (1993). Dieser Wert stellt eine Obergrenze dar, da nach § 20 des Aktiengesetzes die exakte Höhe des Anteilsbesitzes nicht mitzuteilen ist. Vgl. dazu auch Beiker (1993), S. 224-228.

⁵⁶ Vgl. Deutsche Börse AG (1993), Jahresbericht 1992, S. 147 und 154.

⁵⁷ Vgl. Korn (1993), S. B2.

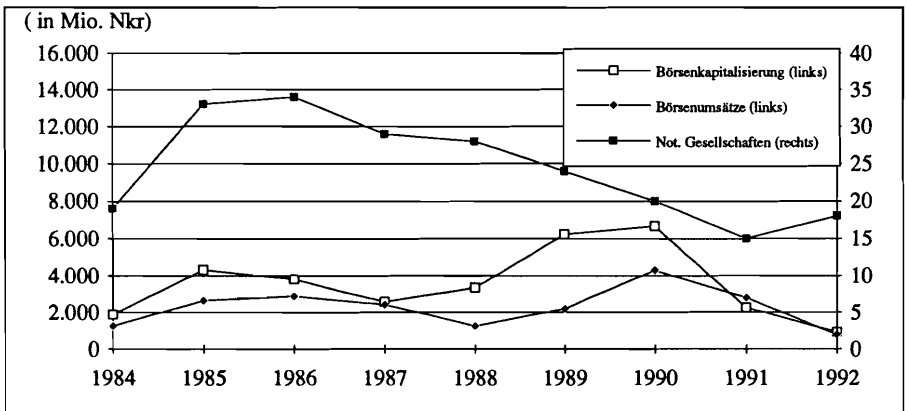
⁵⁸ § 26 Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse

den an den verschiedenen Börsenplätzen in allen drei Marktsegmenten notiert. Außerdem können verschiedene Aktiengattungen eines Emittenten unterschiedlichen Börsensegmenten zugeordnet sein (Bsp. Glunz oder Magdeburger Versicherung). Dies hat bislang verhindert, daß der Geregelte Markt ein eigenständiges Image als Wachstums- und Innovationsmarkt entwickeln konnte.

3.6 Erfahrungen an anderen Börsenplätzen

Ähnliche Erfahrungen mit dem Börsenmittelsegment hat man auch in Norwegen machen müssen. An der Börse in Oslo gibt es seit 1983 die "BørsII", die zum 1. April 1992 in "SMB-List" umbenannt wurde. Mit der Umbenennung hat sich die Zusammensetzung der SMB-List geändert, da die meisten bisher in der BørsII notierten Unternehmen in das Hauptsegment transferiert wurden. Betrachtet man jedoch die Umsätze einzelner Aktien der SMB-List, fällt auf, daß zwei Titel allein mehr als 90 % des gesamten Jahresumsatzes dieses Segmentes auf sich vereinen. Die übrigen Titel sind weitgehend illiquide mit jährlichen Turnover Ratios zwischen 0 und 9,6 %.⁵⁹

Abbildung 10: Börse Oslo - BørsII bzw. SMB-List 1984-1992



Quelle: Börse Oslo, Annual Reports und Jahresstatistiken, 1984-92

Während die bisher beschriebenen Börsensegmente für Nebenwerte zumindest anfangs durchaus beachtliche Erfolge zu verzeichnen hatten, kamen sie an anderen Börsenplätzen nie über ein Versuchsstadium hinaus. Dazu zählt z.B. der im Januar 1985 in Belgien eingeführte "Second Marché" oder "Tweede Markt", an dem Ende 1992 nur 7 inländische Gesellschaften notierten.⁶⁰

Auch den an den spanischen Wertpapierbörsen in Madrid und Barcelona eingeführten "Segundo Mercado" bzw. "Segundo Mercado para PYMES" war kein durchschlagender

⁵⁹ Vgl. Oslo Børs (1993), S. 16-19.

⁶⁰ Vgl. Jaffeux (1992), S. 175.

der Erfolg beschieden. In Madrid wurden Ende 1992 nur 2, in Barcelona 21 Gesellschaften notiert. Entsprechend gering sind die Marktkapitalisierung und die Börsenumsätze in diesen Segmenten.⁶¹

An den beiden portugiesischen Wertpapierbörsen in Lissabon und Porto wurden das Börsenmittelsegment, der "Segundo Mercado", erst im Zuge der Börsenreform von 1991 errichtet. Die wenigen bisher gemachten Erfahrungen lassen jedoch noch keine abschließenden Schlußfolgerungen über Erfolg oder Mißerfolg dieses Marktsegmentes zu.

Tabelle 4: Übersicht über die wichtigsten Börsensegmente für Nebenwerte in Europa

Land/Marktsegment	Anzahl der inländischen Gesellschaften	Börsenumsatz 1992 in Landeswährung (in DM)	Anteil am Gesamtbörsenumsatz	Anteil an der Gesamtbörsenkapitalisierung
Großbritannien Unlisted Securites Market	337	1,273 Mrd. £* (3,363 Mrd. DM)	0,61 %	1,13 %
Frankreich Second Marché	271	18,927 Mrd. FF (5,548 Mrd. DM)	2,93 %	6,36 %
Deutschland Geregelter Markt	145	12,107 Mrd. DM*	0,91 %	3,39 %
Italien (Mailand) Mercato Ristretto	37	509,7 Mrd. Lire (615,2 Mio. DM)	1,45 %	6,95 %
Portugal (1. Hj. 1993) Segundo Mercado	9	514,3 Mio. Esc (5,76 Mio. DM)	0,24 %	1,51 %
Norwegen SMB-List	18	766,8 Mio. Nkr (187,1 Mio. DM)	1,22 %	0,76 %
Niederlande Official Parallel Market	68	887,9 Mio. Dfl (789,3 Mio. DM)	0,57 %	0,43 %

Stand Ende 1992 *) = Doppelzählung der Börsenumsätze,
Quelle: Jahresberichte der jeweiligen Börsen

4. Ursachen

Die europäischen Wertpapierbörsen haben mit ihren Börsensegmenten für Nebenwerte überwiegend die gleichen Erfahrungen machen müssen. Zunächst hatten sich die hohen Erwartungen, die man bei ihrer Einführung gehegt hatte, weitgehend erfüllt: Die zahlreichen Neueinführungen, vor allem in Großbritannien und Frankreich, erweiterten die Bandbreite der börsennotierten Aktiengesellschaften und führten zur Verjüngung und Belebung der nationalen Aktienmärkte.

Gegen Ende der achtziger Jahre setzte jedoch eine Trendwende ein. Die Emissionsfähigkeit auf dem Primärmarkt ging ebenso wie die Umsatzaktivität auf dem Sekun-

⁶¹ Vgl. FIBV (1993), S. 46-49.

därmarkt immer weiter zurück. Vielfach wird der Börsencrash vom Oktober 1987 als Wendepunkt und Auslöser für diese Entwicklung angesehen. Viele der damals emittierten Nebenwerte sind heute weitgehend illiquide und damit für viele Anleger uninteressant. Die Austrocknung der Sekundärmärkte hat an einigen Börsenplätzen bereits ein Ausmaß angenommen, daß eine Schließung des Börsenzweitsegments entweder bereits durchgeführt wurde (Amsterdam) oder zumindest zur Diskussion steht (London und Mailand).

Für die negative Entwicklung sind eine Reihe verschiedener Einflußfaktoren verantwortlich. Einige davon sind konjunkturell bedingt und können daher als zyklische Faktoren bezeichnet werden. Andere Probleme ergeben sich aus grundlegenden Mängeln in der Konzeption, insbesondere in der fehlenden Abgrenzung der Börsensegmente untereinander. Daneben gibt es einige spezifische Faktoren wie z.B. nationale Besonderheiten im Steuerrecht. Hauptverantwortlich sind jedoch eine Reihe fundamentaler Faktoren, die sich aufgrund der Änderungen der globalen Rahmenbedingungen auf den Kapitalmärkten ergeben. Dazu gehören die Veränderungen in der Zusammensetzung des Aktionärskreises ebenso wie die Institutionalisierung und die Internationalisierung der Wertpapiermärkte.

Sicherlich hat das internationale Umfeld an den Kapitalmärkten in den achtziger Jahren den Erfolg der Börsen insgesamt und damit auch den der Börsenzweitsegmente zunächst positiv beeinflußt. Weltweit sinkende Zinsen und die gute Konjunkturverfassung ließen Aktien als Anlagealternative immer attraktiver erscheinen. Hohe Börsenkurse erlaubten es den Unternehmen, ihr Aktienkapital zu günstigen Kursen zu verkaufen.⁶² Mit dem Ende der Niedrigzinsphase ging jedoch das Interesse an Aktien vielfach zurück. Viele kleinere Unternehmen waren von der Rezession zu Anfang der neunziger Jahre stärker betroffen als die Standardwerte, was die Anleger zusätzlich verunsichert hat. Besonders der Primärmarkt war von der Konjunkturschwäche betroffen, wie die derzeit niedrige Zahl der Börsenneuemissionen belegt.

Auch wenn eine Wiederbelebung der Emissionstätigkeit im Zuge der Konjunkturerholung zu erwarten ist⁶³, stellt die starke Konjunkturabhängigkeit der Börsensegmente für Nebenwerte ein fundamentales Problem dar. Die Rezession hat diese Märkte derart austrocknen lassen, daß die zur Zeit einsetzende Erholung der Wirtschaft und die damit verbundene Wiederbelebung des Primärmarktes an diesen Segmenten vorbeiläuft und sich fast ausschließlich im Börsenhauptsegment vollzieht. Im Gegensatz dazu war beispielsweise der amerikanische NASDAQ-Freiverkehrsmarkt trotz der langen Rezessionsphase in den USA zu keiner Zeit in seinem Fortbestand gefährdet. Nur wenn die Überlebensfähigkeit während der gesamten Dauer eines Konjunkturzyklusses gewährleistet ist, besteht Aussicht auf einen langfristigen Fortbestand der Börsenmittelsegmente.

⁶² Vgl. Jaffeux (1992), S. 175.

⁶³ Erste Anzeichen dafür gibt es z.B. am französischen Second Marché, vgl. o.V. (1993b).

Weitere Probleme ergeben sich aus der Konzeption dieser Börsensegmente, insbesondere aus ihrem Status als "Übergangsmarkt": Die erfolgreichen Gesellschaften wechseln in den offiziellen Handel über, nur die weniger erfolgreichen verbleiben. Dies wäre unproblematisch, solange genug Neuemissionen zu einer kontinuierlichen Erneuerung der Mittelsegmente führen. Bleiben diese jedoch aus, trocknet auch der Sekundärmarkt aus. Bezeichnenderweise verbleiben in den USA viele erfolgreiche Gesellschaften auch dann noch im NASDAQ-Freiverkehrsmarkt, wenn sie von ihrer Marktkapitalisierung und Umsatzaktivität her schon längst zu den größeren Unternehmen an der New York Stock Exchange gehören würden. Als Beispiele seien vor allem Unternehmen aus der Computerbranche wie Intel, Microsoft, Apple oder Novell erwähnt. Dadurch kommt es zu einem Image-Transfer, der sich positiv für den gesamten Freiverkehrsmarkt auswirkt.

Daneben stellt die fehlende Abgrenzung dieser Marktsegmente sowohl nach oben zum offiziellen Segment als auch nach unten zum Freiverkehrsmarkt ein weiteres Problem dar. Betroffen davon ist vor allem der britische Unlisted Securities Market seit der Herabsetzung der Zulassungsvoraussetzungen für die Official List im Zuge der Umsetzung der EG-Richtlinien.⁶⁴ Auch an den deutschen Wertpapierbörsen ist die Einteilung der Aktientitel in die verschiedenen Börsensegmente nicht einheitlich geregelt. Dadurch ist diesen Segmenten ihr eigenständiges Image als "Wachstums- und Innovationsmarkt" verlorengegangen.

Die Hauptursachen der beschriebenen Problematik sind jedoch in Entwicklungen zu suchen, die weniger die Börsenzweitsegmente im besonderen, sondern vielmehr die Nebenwerte im allgemeinen, also auch die im offiziellen oder amtlichen Handel notierten Titel, betreffen. Sie kommen jedoch in den Börsenmittelsegmenten besonders zum Tragen.

Ein gravierendes Problem ist der niedrige Streubesitzanteil von Nebenwerten. Das ohnehin schon geringe Aktienkapital von Neben- und Spezialwerten befindet sich häufig zu einem großen Teil im Festbesitz der Alteigentümer oder der Unternehmensleitung. Der für den Sekundärmarkt frei verfügbare Streubesitz, der Free Float, beträgt oft nur wenige Prozent des gesamten Aktienkapitals. Die empirische Untersuchung von Beiker (1993) hat ergeben, daß sich der durchschnittliche Streubesitzanteil von 240 ausgewählten deutschen börsennotierten Aktiengesellschaften aus der Industrie, darunter viele Nebenwerte, seit 1973 von über 46,7 % auf 33,9 % im Jahr 1989 reduziert hat. Bei mehr als der Hälfte aller untersuchten Unternehmen befinden sich 1989 über 75 % des Grundkapitals in Festbesitz.⁶⁵ Die geringe Marktwert des Streubesitzes ist ein wesentlicher Grund für mangelnde Liquidität.⁶⁶ Standardwerte befinden sich dagegen häufig vollständig oder zumindest zu großen Teilen im Publi-

⁶⁴ Die EG-Richtlinie sieht für eine Aufnahme in den offiziellen oder amtlichen Handel u.a. nur eine Mindestkapitalisierung von 1 Mio. ECU vor, vgl. EG-Kommission (1979), Anhang: Schema A.I.2.

⁶⁵ Vgl. Beiker (1993), S. 398-402.

⁶⁶ Vgl. Beiker (1993), S. 411.

kumsbesitz. Viele der im DAX enthaltenen Standardwerte zählen mehrere hunderttausend Anteilseigner zu ihrem Aktionärskreis.

Daneben spielen auch die sich verändernden Rahmenbedingungen an den internationalen Kapitalmärkten eine entscheidende Rolle. Entwicklungen wie die Deregulierung, die Internationalisierung, die Institutionalisierung, die Derivatisierung und die Professionalisierung der Finanzmärkte ebenso wie die Securitisation und die zahlreichen Finanzinnovationen wurden in der Literatur schon mehrfach dargestellt. Im Zuge dieser Entwicklungen sind die Umsätze an den internationalen Börsenplätzen stark angestiegen. Von diesem Anstieg haben jedoch nicht alle Aktientitel gleichermaßen profitiert. Im Gegenteil, in den letzten Jahren hat sich eine immer stärkere Konzentration des Wertpapierhandels auf die umsatzstarken Standardwerte ergeben, da sich institutionelle und ausländische Marktteilnehmer zumeist auf diese Titel beschränken. Den Privatanlegern, die sich in der Vergangenheit häufig in kleineren Aktiengesellschaften engagiert hatten, wird von ihren Banken heute verstärkt eine indirekte Aktienanlage über Investmentfonds empfohlen.

Die wachsende Popularität passiver Portfolio Management-Strategien im Investment-Banking ebenso wie die zunehmende Nutzung derivativer Finanzinstrumente wie Aktienindex-Futures und Aktienoptionen sind weitere Ursachen: Passiv gemanagte Aktienportefeuilles beschränken sich darauf, den Aktienindex nachzubilden. Je nachdem, welcher Index als "Benchmark" dient, reichen die wichtigsten und umsatzstärksten Standardwerte zum fast vollständigen Duplizieren des Indexes aus. Weniger liquide Nebenwerte können bei dieser Strategie weitgehend vernachlässigt werden.⁶⁷ Viele große Investmentfonds nehmen deshalb die kleineren Titel vollständig aus ihren Portefeuilles heraus. Es verwundert daher nicht, daß beispielsweise an den deutschen Wertpapierbörsen die Aktien von Daimler Benz und Volkswagen 1992 durchschnittlich 9,5mal bzw. 8,9mal pro Jahr umgesetzt wurden.⁶⁸

Im Zuge dieser Entwicklung beschränken viele Banken und Brokerhäuser aus Rationalisierungsgründen ihre Research- und Handelsaktivitäten immer mehr auf die umsatzstarken Standardwerte. In Deutschland sind das etwa 50 bis 100 Titel.⁶⁹ Dagegen werden die viele Nebenwerte nur noch sporadisch oder gar nicht mehr analysiert, da die Kosten für Informationsbeschaffung und -verarbeitung durch Kommissionserträge im Wertpapierhandel nicht kompensiert werden können. Dadurch geht jedoch die Umsatzaktivität und damit auch die Attraktivität dieser Titel weiter zurück.

Die beschriebenen Entwicklungen führen zu einem doppelten "Teufelskreis" der Umsatzlosigkeit bei Nebenwerten (siehe Abbildung 11): Auf der einen Seite entstehen den Anlegern aufgrund der geringen Börsenumsätze und der damit verbundenen Illiquidität beim Kauf oder Verkauf von Nebenwerten hohe Transaktionskosten, vor

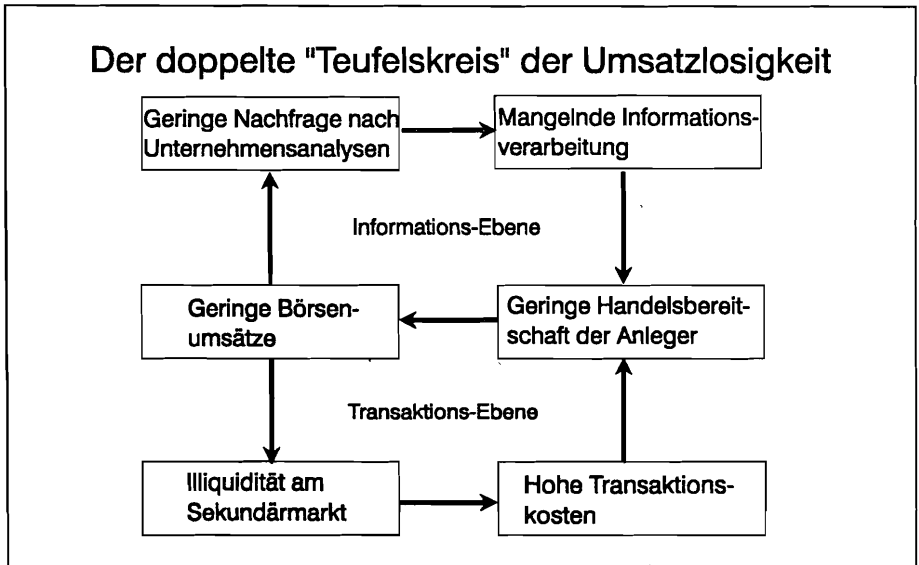
⁶⁷ Vgl. Howell/Cozzini (1991), S. 47.

⁶⁸ Börsenumsatz 1992, bereinigt um Doppelzählung, bezogen auf die Marktkapitalisierung des frei verfügbaren Anteils am Aktienkapital (Free Float) zum Jahresende 1992.

⁶⁹ Vgl. Landgraf (1994), S. 29.

allein dann, wenn größere Positionen eingegangen oder geschlossen werden sollen. Hohe Transaktionskosten verhindern jedoch ein häufiges Umschichten der Bestände. Dadurch, daß sich mehr und mehr Marktteilnehmer ganz vom Handel mit umsatzschwachen Titeln zurückziehen, wird die Liquidität der Nebenwerte weiter reduziert.⁷⁰

Abbildung 11: Der doppelte "Teufelskreis" der Umsatzlosigkeit



Auf der anderen Seite besteht ein zweiter Teufelskreis auf der Informations-Ebene: Die niedrige Umsatzaktivität in einer Aktie läßt die Nachfrage und damit auch das Angebot an detaillierten Unternehmensanalysen zurückgehen, da die Kosten der Informationsbeschaffung und -verarbeitung nicht mehr gedeckt werden können. Dabei kommt das Informationsparadoxon von Grossman/Stieglitz (1980) zum Tragen: Wenn die Beschaffung und Verarbeitung von Informationen mit Kosten verbunden ist, sollte sich ein Gleichgewicht herausbilden, in dem die entstehenden Kosten dem Grenznutzen der Information entsprechen. Der Grenznutzen hängt ab von der Umsatzaktivität und Liquidität eines Titels am Sekundärmarkt. Je mehr Stücke umgesetzt werden ohne den Kurs zu beeinflussen, desto größer der potentielle Nutzen intensiver Research-Aktivitäten. Der Umfang der Informationsbeschaffung und -verarbeitung und somit auch das Niveau an Informationseffizienz hängt letztlich von der Umsatzfähigkeit und Liquidität eines Titels ab. So kann z.B. auch die zwanzigste oder fünfzigste Analyse eines Standardwertes immer noch profitabel sein, während bei einigen Nebenwerten aufgrund ihrer Illiquidität nicht einmal eine einzige Studie ihre Kosten

⁷⁰ Vgl. dazu auch Pagano (1989).

erwirtschaften kann. Die Vernachlässigung der umsatzschwachen Nebenwerte seitens der Investmentbranche läßt aber die Sekundärmärkte weiter austrocknen. Nur wenn beide Voraussetzungen - ausreichend Informationen und Umsätze - erfüllt sind, kann sich ein liquider Sekundärmarkt für Nebenwerte herausbilden.

Diese Anzeichen sprechen für die Existenz einer "kritischen Untergrenze" für die Börsenkapitalisierung des Streubesitzes von Nebenwerten, ab der sich ein halbwegs liquider Sekundärmarkt herausbilden kann. Dem Anschein nach hat sich dieser Grenzwert in den letzten Jahren nach oben verschoben. Eine empirische Überprüfung dieser Hypothese steht allerdings noch aus.

Die beschriebenen Entwicklungen führen letztendlich zu einer Zweiteilung der Aktienmärkte: Auf der einen Seite werden die Aktien der international bekannten Standardwerte immer schneller umgeschlagen. Howell/Cozzini (1991, S. 47) sprechen in diesem Zusammenhang von einer "thundering thousand superleague of global stocks". Geplante Börsenprojekte auf europäischer Ebene wie z.B. "Eurolist" oder die Inbetriebnahme privater elektronischer Handelssysteme für den grenzüberschreitenden institutionellen Wertpapierhandel⁷¹ sind logische Konsequenzen dieser Entwicklung. Auf der anderen Seite verlieren die Nebenwerte immer mehr an Bedeutung und Attraktivität. Dies erschwert diesen Gesellschaften die Finanzierung über Kapitalmaßnahmen. Während passive Fonds automatisch an den Kapitalerhöhungen der Standardwerte teilnehmen - schon um die Indexgewichtung beizubehalten, fällt es kleinen und mittleren Gesellschaften zunehmend schwerer, neue Aktien zu platzieren.⁷² Um dennoch attraktiv zu bleiben, müssen sie ihren Eigenkapitalgebern eine höhere Rendite bieten. Dies erhöht jedoch die Finanzierungskosten und führt zu Wettbewerbsnachteilen gegenüber Großunternehmen.⁷³

5. Ausblick

Grundsätzlich muß der Vormarsch institutioneller Anleger an den internationalen Wertpapiermärkten nicht zwangsläufig zu einer immer stärkeren Konzentration des Wertpapierhandels auf die Standardwerte und zu einer Austrocknung der Sekundärmärkte für Nebenwerte führen. Der NASDAQ-Freiverkehrsmarkt zählt zu seinen Marktteilnehmern viele institutionelle Anleger, vor allem Investmentgesellschaften. Viele der mittlerweile über 4.500 in den USA zugelassenen Investmentfonds (Stand Ende 1993) verfügen nur über wenige Millionen Dollar Anlagekapital und investieren ausschließlich in kleine Unternehmen aus bestimmten Wachstumsbranchen (z.B. Bio- oder Gentechnologie, Telekommunikation). Aufgrund des hohen Risikos sind viele dieser Investmentfonds eher als "Venture-Capital-Fonds" einzuordnen.

⁷¹ Vgl. Gerke/Rasch (1993), S. 320-321.

⁷² Vgl. Howell/Cozzini (1991), S. 47.

⁷³ Vgl. Gerke (1993), S. 620-621.

Bis heute fehlt an den europäischen Finanzplätzen ein dem amerikanischen NASDAQ-Freiverkehrsmarkt vergleichbarer Wertpapiermarkt für junge und innovative Technologieunternehmen. Die Schaffung separater, von den bestehenden Börsen abgekoppelte "Innovationsmärkte" oder "Enterprise Markets", wie sie derzeit in Großbritannien und Italien diskutiert werden, könnte ein Schritt in die richtige Richtung sein.⁷⁴ Über diese Märkte könnten z.B. auch Venture Capital-Gesellschaften ihre Beteiligungen an die Börse führen. Auch in Deutschland muß im Zusammenhang mit der Neugestaltung des Börsenwesens eine Antwort auf diese sich drängende Frage gefunden werden. Dabei muß vor allem untersucht werden, inwieweit eine Spezialisierung einzelner bestehender Regionalbörsen auf den Handel mit kleinen und mittleren Aktiengesellschaften und Venture Capital-Unternehmen Erfolg verspricht. Da alle Börsenplätze in Europa von diesem Problem gleichermaßen betroffen sind, sollte auch die Möglichkeit einer europäischen Lösung in Erwägung gezogen werden.

⁷⁴ Die Grundlagen für die Errichtung und die Ausgestaltung einer solchen "Innovationsbörse" wurden bereits in den achtziger Jahren von Gerke/Aignesberger (1987) geschaffen.

Literatur

- Abel, Mark (1992), Helping Small Companies Raise Equity, in: *Stock Exchange Quarterly with Quality of Markets Review - Spring Edition 1993*, S. 17-20
- ABN Amro Investment Research (1992), *The Official Parallel Market in the Netherlands - Small Caps on Secondary Market*, 28. Januar 1992, Amsterdam
- Amihud, Yakov/Mendelson, Haim (1986) Asset Pricing and the Bid-Ask Spread, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 17, S. 223-24
- Amihud, Yakov/Mendelson, Haim (1988), Liquidity and Asset Prices: Financial Management Implications, in: *Financial Management*, Vol. 17, S. 5-15
- Amihud, Yakov/Mendelson, Haim (1991), Liquidity and Asset Prices, in: *Financial Markets and Portfolio Management*, Vol. 5, S. 235-240
- Amsterdam Stock Exchange, *Annual Report*, 1982-1992, Amsterdam
- Amsterdam Stock Exchange (1990), *Official Parallel Market*, Broschüre, Amsterdam
- Amsterdam Stock Exchange (1991), *A Century of Stocks and Shares*, Amsterdam
- Beer, Simone (1992), *Die wichtigsten Börsen Europas*, Stuttgart
- Beiker, Harmut (1993), *Überrenditen und Risiken kleiner Aktiengesellschaften - Eine theoretische und empirische Analyse des deutschen Kapitalmarktes von 1966 bis 1989*, Diss., Köln
- Buckland, Roger/Davis, Edward W. (1989), *The Unlisted Securities Market*, Oxford
- Claussen, Carsten P. (1984), Der Neue Zweite Markt - Über die Notwendigkeit und Gestaltungsmöglichkeiten eines neuen Wertpapiermarktes, in: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 13. Jg., Heft 1
- COB - Commission des Operations de Bourse (1992), *Le Second Marché*, Supplément au Bulletin mensuel Nr. 254
- COB/SBF-Bourse de Paris (1993), *Le Second Marché - Rapport du groupe de travail*, Paris, 11. Februar 1993
- Cohen, Norma (1994), Small company share market planned, in: *Financial Times* v. 15./16.1.1994, S. 22
- Comitato del Mercato Ristretto di Milano, *Il Mercato Ristretto di Milano*, Jahresberichte 1978-1992, Mailand
- Commerzbank (1993), *Rund um die Börse 1993*, Broschüre, Frankfurt
- Consiglio di Borsa (1993), *An Overview of the Italian Stockmarket*, Mailand, September 1993

- Cooper, Kerry/Groth, John C./Avera, William E. (1985), Liquidity, Exchange Listing, and Common Stock Performance, in: *Journal of Economics and Business*, Vol. 37, Nr. 1, S. 19-33
- Deutsche Börse AG bzw. Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen, *Jahresberichte*, 1987-1992, Frankfurt
- Deutsche Bundesbank (1983), *Jahresabschlüsse der Unternehmen in der Bundesrepublik Deutschland*, Sonderdrucke der Deutschen Bundesbank Nr. 5
- Duncan, Malcolm G. (1986), *The Development of Regulated Parallel and Unlisted Securities Markets in a Number of Stock Exchanges in the European Community*, Mailand
- EG-Kommission (1979), Richtlinie des Rates vom 5. März 1979 zur Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse, in: *Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften*, Nr. L 66/27 v. 16.3.1979
- FIBV - Fédération Internationale des Bourses de Valeurs (1993), *FIBV Statistics 1992*, Paris
- Flornoy, Yves (1983), Le Second Marché - Marché de plein exercice ouvert aux sociétés jeunes, à forte croissance, in: *Banque*, Nr. 426, März 1983, S. 263-272
- Frankfurter Wertpapierbörse AG (1992), Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse vom 13. Oktober 1975, Stand Oktober 1992, Frankfurt
- Gerke, Wolfgang (1985), Die Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit durch Bereitstellung von Risikokapital, in *WiSt*, Heft 7/1985, S. 359-362
- Gerke, Wolfgang (1993), Informationsasymmetrien am Markt für Beteiligungen an mittelständischen Unternehmen, in: Günther Gebhardt/Wolfgang Gerke/Manfred Steiner 1993, Hrsg., *Handbuch des Finanzmanagements*, München, S. 619-640
- Gerke, Wolfgang/Aignesberger, Christof (1987), Computergestützte Handelsverfahren und deren Anwendbarkeit an einer Innovationsbörse, in: *Österreichisches Bankarchiv*, Heft 4/1987, S. 209-220
- Gerke Wolfgang/Rasch, Sebastian (1993), Europas Wertpapierbörsen im Umbruch - Eine Übersicht über den Strukturwandel im europäischen Börsenwesen, in: *ZEW-Wirtschaftsanalysen*, 1. Jg., Heft Nr. 3, S. 306-336
- Grenier, Rémi (1988), *Le Second Marché - Règles et fonctionnement*, Paris
- Grossman, Sanford J./Stiglitz, Joseph E. (1980), On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, in: *American Economic Review*, Vol. 70, S. 393-408
- Hielscher, Udo/Dorn, Gerhard/Lampe, Gerhard (1982), *Innovationsfinanzierung mittelständischer Industrieunternehmen*, Stuttgart 1982.
- Howell, Michael/Cozzini, Angela (1991), *Games without Frontiers - Global Equity Markets in the 1990s*, International Equity Flows, 1991 Edition, hrsg. v. Salomon Brothers, November 1991

- Jaffeux, Corinne (1992), *Le Second Marché: Mythes et Réalités*, Paris
- Korn, Hartmut G. (1993), Flexiblere Dividendenpolitik und Auflegung von Spezialwertefonds sind Lösungsansätze - Die Dividenden von kleinen und mittleren Unternehmen müssen attraktiver werden, in: *Handelsblatt* v. 2.11.1993, S. B2
- Landgraf, Robert (1994), Die Musik spielt in den Titeln der "zweiten Reihe", in: *Handelsblatt* v. 19.1.1994, S. 29
- London Stock Exchange (1993a), *Stock Exchange Quarterly with Quality of Markets Review, Summer Edition*, April-Juni 1993
- London Stock Exchange (1993b), *News Release*, Nr. 39/93 v. 16.12.1993
- London Stock Exchange (1994), *News Release*, Nr. 2/94 v. 7.1.1994
- Oslo Børs (1993), *Annual Report*, verschiedene Jahrgänge, Oslo
- o.V. (1993a), New look at smaller companies - Working party to examine practical alternatives to USM, in: *London Stock Exchange News*, Mai 1993, S. 2
- o.V. (1993b), Le bel été du second marché, in: *Investir*, Heft Nr. 1024 v. 4.9.1993, S. 17-19
- o.V. (1993c), Debate over funds for industry - Concern over venture capital channels for promising companies, in: *Financial Times* v. 10.9.1993, S. 11
- o.V. (1994), Neuemissionen - Wall-Street-Häuser hoffen auf Fortsetzung des Booms, in: *Handelsblatt* v. 6.1.1994, S. 23
- Pagano, Marco (1989), Endogenous Market Thinness and Stock Price Volatility, in: *Review of Economic Studies*, Vol. 56, S. 269-288
- SBF-Bourse de Paris (1993a), *L'Année Boursière - Statistiques Annuelles 1992*, Paris
- SBF-Bourse de Paris (1993b), *Actions - Statistiques Boursières Mensuelles*, Nr. 15, Juni 1993
- SBF-Bourse de Paris (1993c), *La Fonctionnement de la Bourse*, Broschüre, Paris, Mai 1993
- Schierenbeck, Henner (1988), Der geregelte Markt als Organisationsinnovation für den deutschen Kapitalmarkt, in: *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, 40. Jg., Heft 5/1988
- Schmidt, Hartmut et al. (1984), *Special Stock Market Segments for Small Company Shares: Capital Raising Mechanisms and Exit Route for Investors in New Technology-based Firms*, Luxemburg
- Schmidt, Hartmut (1987), *Freiverkehrsmärkte an Europas Börsen*, in: *Die Bank*, Heft 6/87, S. 288-298
- Schmidt, Hartmut/Schrader, Torsten (1993), Kurseffekte beim Wechsel in den geregelten Markt, in: Wolfgang Bühler et al., Hrsg., *Empirische Kapitalmarktforschung*, ZfbF-Sonderheft Nr. 31, S. 227-255

- Schürmann, Walter/Körfgen, Kurt (1987), *Familienunternehmen auf dem Weg zur Börse - Ein Leitfaden für potentielle Börsenkandidaten mit Beispielen aus der Praxis*, 2. Neubearb. Aufl., München
- The Stock Exchange (1986), *The 3rd Market*, Broschüre, London
- Weichert, Ronald (1987), *Probleme des Risikokapitalmarktes in der Bundesrepublik - Ursachen, Auswirkungen, Lösungsmöglichkeiten*, Tübingen
- Wells, Stephen (1991), Less-Liquid Market, in: *Stock Exchange Quarterly with Quality of Markets Review - Autumn 1991*, S. 27-32