ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Weichert, Ronald

Working Paper — Digitized Version

Mehr Risikokapital durch Erleichterung des Börsenzugangs für Unternehmen

Kieler Diskussionsbeiträge, No. 116

Provided in Cooperation with:
Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

Suggested Citation: Weichert, Ronald (1985) : Mehr Risikokapital durch Erleichterung des Börsenzugangs für Unternehmen, Kieler Diskussionsbeiträge, No. 116, Institut für Weltwirtschaft (IfW), Kiel

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/47976

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

KIELER DISKUSSIONSBEITRÄGE

KIEL DISCUSSION PAPERS

116

Mehr Risikokapital durch Erleichterung des Börsenzugangs für Unternehmen

von Ronald Weichert

Weltwirtschaft Kiel

AUS DEM INHALT

- Der deutsche Aktienmarkt versorgt die Unternehmen nur unzulänglich mit Risikokapital. Im Vergleich zu anderen Ländern ist die Anzahl der jährlichen Neuemissionen sehr gering. Die Marktzutrittsbarrieren sind hoch.
- Die Rechtsform der Aktiengesellschaft ist zwar für diejenigen Unternehmen, die bei einem breiten Kreis von Anlegern Risikokapital aufnehmen wollen, adäquat, nicht jedoch unbedingt für neue, wachstumsorientierte Gesellschaften mit kleinem Eigentümerkreis, unter denen sich besonders junge Unternehmen befinden. Deshalb sollte auch ein öffentlicher Handel mit GmbH-Anteilen möglich sein, damit Kapitalnehmer und -geber die für sie optimale Vertragsform selbst herausfinden können. Derzeit sind Genußscheine die einzige, allerdings wenig verbreitete Alternative zur Aktie.
- Die bestehende Dreier-Gliederung des deutschen Aktienhandels (amtlicher Handel, geregelter Freiverkehr, ungeregelter Freiverkehr) könnte unterschiedlichen Risikoklassen Rechnung tragen. In der Praxis unterscheiden sich die Zulassungsanforderungen allerdings zu wenig voneinander; sie sind vor allem in dem von Börsen und Banken regulierten Freiverkehr in beiden Varianten zu restriktiv.
- Das entscheidende Hemmnis für Unternehmen, an die Börse zu gehen, stellt die Notwendigkeit dar, ein Kreditinstitut zu finden, das die Emission unterstützt. Die Banken betreiben Anlegerschutz durch Risikoausschluß statt durch die Schaffung von Transparenz auf den Märkten für risikoreiche Beteiligungen.
- Für eine bessere Risikokapitalausstattung der deutschen Wirtschaft braucht der bestehende geregelte Freiverkehr weder im Börsengesetz verankert noch einer staatlichen Aufsicht unterstellt zu werden. Viel hilfreicher wäre es, das Emissionsmonopol der Banken abzubauen. Durch eine Änderung des Kreditwesengesetzes und einen Verzicht auf das Emissionsmonopol könnte die Tätigkeit von speziellen Emissionshäusern erleichtert werden. Eine dadurch entstehende Belebung des Wettbewerbs würde die Emissionskosten vermindern.
- Um die Nachfrage nach Aktien, die im ungeregelten Freiverkehr gehandelt werden, zu erhöhen, sollte es Investmentfonds und Versicherungen erlaubt werden, in diesem Teilmarkt zu investieren. Ihre Fähigkeit zur Risikotransformation käme Unternehmen, die Risikokapital suchen, zugute. Die Versorgung mit Risikokapital würde sich auch verbessern, wenn die Versicherungen in stärkerem Maße als bisher Anteile an Wagnisfinanzierungsgesellschaften halten und Kapitalbeteiligungen an Unternehmen des ungeregelten Freiverkehrs eingehen dürften.
- Die modernen Kommunikationsmöglichkeiten erlauben einen bundesweiten Effektenhandel außerhalb der Börsensäle, wie insbesondere die Entwicklung des Aktienhandels in den Vereinigten Staaten zeigt. Eine solche Entwicklung könnte insbesondere weniger umsatzstarke Aktienwerte begünstigen.

INSTITUT FÜR WELTWIRTSCHAFT KIEL · OKTOBER 1985

ISSN 0455-0420

MEHR RISIKOKAPITAL DURCH ERLEICHTERUNG DES BÖRSENZUGANGS FÜR UNTERNEHMEN

I. Einleitung

1. Die deutschen Unternehmen finanzieren ihre Investitionen überwiegend aus eigenen Mitteln (einbehaltene Gewinne und verdiente Abschreibungen) sowie durch die Aufnahme von Krediten. Die Emission von Aktien spielt kaum eine Rolle. Anders als in den angelsächsischen Ländern kommen kaum neue Unternehmen an die Börse. Während es 1984 in den USA 448 und in Großbritannien 192 Aktienneuemissionen gab, waren es in der Bundesrepublik Deutschland ganze 21 Börsenneulinge [FAZ, 17.8.85]. Lediglich rund zwei Prozent aller Investitionsausgaben der Produktionsunternehmen werden durch Aktienemission finanziert (Tabelle 1).

2. Die bei der externen Unternehmensfinanzierung dominierende Kreditaufnahme hat beträchtliche Vorzüge für den Kreditgeber. Die Informations- und Kontrollkosten sind geringer als bei Beteiligungen. Es bedarf keiner Vorkehrungen für den Fall, daß das kreditnehmende Unternehmen Gewinne verschleiert. Auch muß die Bewertung der Ertragsperspektiven, insbesondere in Anbetracht der umfangreichen Sicherungsmöglichkeiten, die das deutsche Konkursrecht zuläßt, nicht so genau erfolgen wie bei einer Beteiligung. Einer Kreditfinanzierung sind jedoch Grenzen gesetzt. Je höher der Anteil des Fremdkapitals an einem Investitionsprojekt, desto größer ist das Risiko für den Kreditgeber. Da mit der Erhöhung des Zinssatzes um eine Risikoprämie die Wahrscheinlichkeit steigt, daß die Rendite des Projekts unter dem Fremdkapitalzins liegt und daß die Kreditverpflichtungen nicht erfüllt werden können, entspricht eine Kreditrationierung einem rationalen Verhalten des Kreditgebers [Schneider, 1980, S. 506].

3. Unternehmen sind deshalb bei der Durchführung von Investitionen auch auf Finanzierungsmittel angewiesen, die sie erfolgsabhängig entlohnen, also auf Beteiligungskapital. Langsam wachsende Unternehmen können ausreichend Beteiligungskapital bilden, indem sie Gewinne einbehalten. Etablierte Großunternehmen haben zusätzlich Zugang zu den nationalen und internationalen Kapitalmärkten für Beteiligungskapital. Unzureichende Möglichkeiten zur Beschaffung von Risikokapital haben jedoch kleinere Unternehmen auf Märkten, die ihnen Wachstumsmöglichkeiten eröffnen würden, sofern die Finanzierung gesichert wäre. Besonders schwerwiegend ist der fehlende Zugang zu externem Beteiligungskapital, wenn die Sicherung des geschäftlichen Erfolgs davon abhängt, daß schnell und kräftig expandiert wird. Dies ist überall dort der Fall, wo hohe Entwicklungskosten anfallen, die

Tabelle 1 - Die Struktur des Aktienbesitzes außerhalb der Produktionsunternehmen (Anteile (a) in vH)

Sektor	1960	1965	1970	1975	1980	1984
Private Haushalte	48,4	46,4	47,0	41,9	34,5	32,1
Öffentliche Haushalte	26,0	21,6	19,7	19,5	18,2	17,2
Ausland	7,5	14,7	13,6	16,4	19,1	16,8
Banken	11,8	10,8	12,6	14,5	17,6	17,1
Versicherungen	6,3	6,5	7,2	7,8	10,8	16,8
nachrichtlich:						
- der Anteil der Aktien am Geldvermögen der privaten Haushalte	21,9	12,0	10,1	6,6	4,3	4,2
- der Anteil der Aktienemission an der Unternehmensfinanzierung(b)	5,5	4,3	2,1	3,1	2,3	1,7

(a) Aktien zu Tageskursen. - (b) Unternehmen ohne Wohnungswirtschaft.

Quelle: Deutsche Bundesbank [b; a, Mai 1985].

sich nur lohnen, wenn die neuen Produkte rasch am Markt eingeführt und in großem Umfang verkauft werden können. Welche Bedeutung ein funktionsfähiger Kapitalmarkt, zu dem auch kleinere Unternehmen Zutritt haben, für die Entwicklung und Dynamik neuer Wirtschaftszweige hat, zeigt das Beispiel der amerikanischen Elektronik-Industrie. Deren Wachstum wurde in beträchtlichem Maße von neugegründeten Unternehmen getragen, die ihre rapide Entwicklung frühzeitig durch die Emission von Aktien an einen breiten Kreis von Anlegern finanzieren konnten. Auch für eine Belebung der Investitionsdynamik in der deutschen Wirtschaft erscheint es vordringlich zu sein, wachstumsorientierten Unternehmen die Aufnahme von Beteiligungskapital zu erleichtern und einen funktionsfähigeren Kapitalmarkt zu schaffen, der folgende Aufgaben erfüllt:

- die Bereitstellung von Finanzierungsmitteln für langfristige Investitionen (Finanzierungsfunktion),
- die Möglichkeit der Liquidisierung von Wertpapieren für den einzelnen Anleger, wodurch eine Fristentransformation erreicht wird (Liquidisierungsfunktion),
- die Kapitallenkung in diejenigen Verwendungen, in denen der höchste Ertrag erzielt wird (Selektionsfunktion).

4. Im Rahmen dieses Beitrages soll aufgezeigt werden, welche Hemmnisse am bestehenden Kapitalmarkt einer verstärkten Zuführung von Risikokapital an jüngere Unternehmen im Wege stehen und welche Möglichkeiten es gibt, die Effizienz des Marktes zu erhöhen, damit genügend Kapital zur Finanzierung von Investitionen in neue Produkte, Produktionsverfahren und Märkte bereitgestellt wird, das auch die unternehmerischen Risiken über-

nimmt (1). Zunächst wird darauf eingegangen, inwiefern die Rechtsform der Aktiengesellschaft in ihren Vorschriften über die Anforderungen hinausgeht, die aus ökonomischer Sicht an eine Gesellschaft zu stellen sind, deren Geschäftsanteile einem großen Personenkreis angeboten werden. Anschließend wird auf die Struktur der Wertpapierbörse und der dortigen Anforderungen an die Zulassung zum Handel eingegangen. Von besonderer Bedeutung erscheint die Rolle der Banken im Rahmen des Angebots von Beteiligungstiteln an ein breites Publikum und im Rahmen der Börsenzulassung. Da der Wertpapiermarkt nicht zuletzt von institutionellen Anlegern geprägt wird, soll schließlich auf die Anlagevorschriften für Versicherungen und Investmentfonds eingegangen werden.

II. Die Rechtsform der Aktiengesellschaft

1. Die Sicht des Unternehmens

5. Das deutsche Börsengesetz verlangt heute für den Publikumshandel mit Beteiligungstiteln im Grundsatz die Rechtsform der Aktiengesellschaft (2). Ende 1983 wurden 2 118 Unternehmen als Aktiengesellschaft geführt [Statistisches Bundesamt, a]. Von den umsatzsteuerpflichtigen Unternehmen sind lediglich 0,1 vH Aktiengesellschaften [Statistisches Bundesamt, b]. Diese geringe Anzahl begründet die Vermutung, daß es spezifische Kosten der Rechtsform "AG" gibt, die viele Unternehmer unter Inkaufnahme etwaiger Schwierigkeiten bei der Beschaffung von Beteiligungskapital andere Rechtsformen wählen lassen. Zu fragen ist, ob solche Kosten für ein Unternehmen mit breit gestreutem Eigentümerkreis gesenkt werden können.

6. Steuerliche Aspekte dürften bei der Wahl zwischen Personen- und Kapitalgesellschaft im Einzelfall von Bedeutung sein, nicht aber für die Wahl zwischen einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung und einer Aktiengesellschaft [vgl. Institut "Finanzen und Steuern", 1985, S. 80]. In beiden Fällen sind die Steuergesetze gleich. Dennoch ist die Bedeutung der GmbHs groß. Allein in den vier Jahren von 1979 bis 1982 ist die Anzahl der GmbHs um 50 vH auf 294 124 angestiegen [Statistisches Bundesamt, a]. Als rechtsform-spezifische Eigenarten der Aktiengesellschaft, die für eine geringe Attraktivität verantwortlich

---

(1) Auf die Möglichkeit, durch Kapital- oder Unternehmensbeteiligungsgesellschaften das Risikokapitalangebot für kleinere Unternehmen zu erhöhen, soll an dieser Stelle nicht eingegangen werden.

(2) Der Börsenhandel mit Genußscheinen, die auch von solchen Unternehmen ausgegeben werden können, die nicht die Rechtsform der Aktiengesellschaft haben, ist prinzipiell zulässig (derzeit einziges Beispiel: Allgemeine Deutsche Philips GmbH).

sein können, werden

- die vorgeschriebene starre Organstruktur und die Aufgabenverteilung,
- die Mitbestimmungsregelung nach dem Betriebsverfassungsgesetz von 1952 und
- die generelle Prüfungs- und Publizitätspflicht

genannt [Deutsche Bundesbank, a, April 1984, S. 15 f.].

7. Das Aktiengesetz schreibt zwingend die drei Organe Hauptversammlung, Aufsichtsrat und Vorstand vor. Gegenüber der Gesellschaft mit beschränkter Haftung ist die Souveränität der Gesellschafterversammlung (in der Aktiengesellschaft wäre dies die Hauptversammlung) stark zugunsten der anderen Organe eingeschränkt. Bei der Gesellschaft mit beschränkter Haftung können die Gesellschafter in die Geschäftsführung eingreifen. Dies ist bei einer Aktiengesellschaft nicht möglich. Der Vorstand handelt dort in eigener Verantwortung (§ 76 AktG). Gesellschafter, die nicht im Vorstand sitzen, verlieren bei der Umwandlung einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung in eine Aktiengesellschaft an Einfluß. Diese Regelung garantiert eine gewisse Kontinuität in der Geschäftsführung auch in solchen Fällen, in denen der Kreis der Eigentümer häufig wechseln kann, wie dies bei einer börsennotierten Aktiengesellschaft der Fall ist. Die Regelung beschneidet also nicht nur Eigentumsrechte, sondern sie garantiert auch Eigentumsrechte in der Form, daß der einzelne Eigentümer nicht befürchten muß, daß sich das Verhalten des Unternehmens abrupt verändert, wenn ein Großaktionär wechselt.

8. Die gesetzlich vorgeschriebene Trennung von Vorstand und Aufsichtsrat, die Transparenz und Korrektheit der Geschäftsführung gewährleisten soll, verursacht Kosten. Besteht der Aufsichtsrat aus der festgelegten Mindestanzahl von drei Mitgliedern (§ 95 AktG), so dürften die Kosten für die Gesellschaft derzeit bei 30 000 DM im Jahr liegen [Wirtschaftswoche, 29.7.1983, S. 43]. Der Aufsichtsrat, der die Geschäftsführung im Auftrag aller Gesellschafter (und im Auftrag der Arbeitnehmer) überwacht, bietet den Vorteil, daß die Erfahrungen und Verbindungen der Aufsichtsratsmitglieder für das Unternehmen genutzt werden können. Vor allem aber soll er das notwendige Vertrauen des Kapitalmarkts in die Geschäftsführung schaffen und die Kontrollkosten der Anteilseigner vermindern. Ein Aufsichtsrat ermöglicht es, auf häufige Hauptversammlungen und ständige detaillierte Information aller Gesellschafter zu verzichten. Dabei wird unterstellt, daß es kaum Anleger gibt, die bereit sind, Beteiligungstitel eines Unternehmens zu zeichnen, dessen Geschäftsführung von keinem außenstehenden Kapitalgeber beeinflußt werden kann. Diese Annahme erscheint realistisch, weil der Kapitalgeber in dem Moment, in dem ein allein entscheidender Vorstand Maßnahmen zu Lasten der Kapitalgeber beschließt (z.B. Erhöhung der Vorstandsgehälter statt Dividendenzahlung in Gewinnsituationen) nicht mehr die Möglichkeit hat, seinen Kapitalanteil zu veräußern. Der Anteil kann durch Entschei-

dungen des Vorstands wertlos werden. Sobald aber die Gesellschafter eines Unternehmens Stimmrechte haben, ist es bei einer großen Anzahl von Gesellschaftern effizient, Delegierte zu wählen, also einen Aufsichtsrat. Der Aufsichtsrat ist ein geeignetes Instrument zur Verminderung von Kontrollkosten.

9. Der "Herr im Haus"-Mentalität, die vielen Unternehmern zugeschrieben wird, kommt die Möglichkeit entgegen, stimmrechtslose Vorzugsaktien auszugeben. Schöpfen die Emittenten den Spielraum vollständig aus und begeben 50 vH des Grundkapitals als Vorzugsaktien, so behalten sie, solange der Vorzug gewährt wird, selbst dann die qualifizierte Mehrheit (3/4-Mehrheit) in der Hauptversammlung, wenn sie nur über 37,5 vH des Kapitals verfügen und den Rest an fremde Gesellschafter abgeben. Dieser Effekt läßt sich durch die Ausgabe von Genußscheinen sogar noch steigern. Daß der Markt diese akzeptiert, zeigt das Beispiel der Drägerwerk AG, Lübeck, die sich an der Börse mit Vorzugsaktien und Genußscheinen finanziert. Eine hervorgehobene Position behält der Unternehmer auch, wenn er die Rechtsform der Kommanditgesellschaft auf Aktien wählt und die Rolle des Komplementärs einnimmt.

10. Als zweiter Nachteil der Aktiengesellschaft wird die Mitbestimmungsgesetzgebung genannt, durch welche die Eigentumsrechte der Unternehmenseigner eingeschränkt werden. Der für jede Aktiengesellschaft unabhängig von ihrer Größe vorgeschriebene Aufsichtsrat muß zu einem Drittel aus Vertretern der Arbeitnehmer bestehen (§ 76 Betriebsverfassungsgesetz 1952), wenn man von Familiengesellschaften absieht (1). Personengesellschaften kennen hingegen überhaupt keine gesetzlich vorgeschriebene Mitbestimmung. Gesellschaften mit beschränkter Haftung müssen erst ab 500 Beschäftigten einen mitbestimmenden Aufsichtsrat bilden. Insofern haben die Arbeitnehmer in Aktiengesellschaften eine stärkere Position als in Unternehmen, die in anderen Rechtsformen geführt werden. Das Fehlen einer solchen Rechtsformneutralität mag manchen Unternehmer vor der Aktiengesellschaft zurückschrecken lassen. Andererseits darf die Drittelparität nicht überbewertet werden. So gibt es keine Anhaltspunkte dafür, daß Gesellschaften mit beschränkter Haftung auf ein mögliches Unternehmenswachstum verzichten, wenn sie die Grenze von 500 Beschäftigten erreicht haben.

11. Als dritter Nachteil der Rechtsform der Aktiengesellschaft gilt, daß heutzutage nur Aktiengesellschaften und Großunternehmen verpflichtet sind, ihren Jahresabschluß prüfen zu lassen und zu veröffentlichen (Publizitätsgesetz) (2). Neben der hierdurch verursach-

---

(1) Erst für Kapitalgesellschaften mit mehr als 2 000 Beschäftigten gilt das Mitbestimmungsgesetz von 1976, das den Arbeitnehmervertretern die Hälfte der Aufsichtsratssitze zuspricht.

(2) Die 4. EG-Bilanzrichtlinie von 1978 [Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaft vom 14.8.1978 Nr. L222/11] sieht vor, die Prüfungs- und Offenlegungspflicht auf alle Ka-

ten Kostenbelastung sehen manche Unternehmer hierin eine unerwünschte Unterrichtung der Konkurrenz, der Kunden und Lieferanten sowie der Gewerkschaften über die Ertragslage. Dies könnte zum Beispiel die eigene Position in Lohn- und Preisverhandlungen schwächen. Andererseits muß eine Gesellschaft mit öffentlich gehandelten Anteilen bereit sein, die Aktionäre und potentiellen Käufer regelmäßig und recht umfassend über die Geschäftsentwicklung zu informieren, damit diese eine Bewertung der Aktien vornehmen können. Von daher ist ein Zwang zur Information auch ohne gesetzliche Grundlage gegeben. Ein kapitalsuchendes Unternehmen muß Informationen über die eigene Situation veröffentlichen und sich dazu verpflichten, dies auch in Zukunft zu tun, um Mißtrauen der Kapitalgeber zu überwinden [Jensen, Meckling, 1976]. Unternehmen stellen Kapitalgebern nicht wegen gesetzlicher Vorschriften Informationen zur Verfügung, sondern um Kapital zu erhalten. Ohne solche Informationen ist kaum ein Anleger zur Investition bereit; denn dies würde seinem eigenen Sicherheitsinteresse widersprechen (1). Daß ein Zwang zur Veröffentlichung von Unternehmensdaten vom Kapitalmarkt und nicht nur vom Gesetzgeber ausgeht, wird auch daran deutlich, daß sich eine Reihe kleiner unbekannter Aktiengesellschaften, die in den vergangenen beiden Jahren in den Wertpapierhandel an der Börse einbezogen wurden, verpflichtet haben, über das vom Gesetzgeber vorgeschriebene Maß hinaus regelmäßig Zwischenberichte zu veröffentlichen. Allerdings mag es Anleger geben, die Wert auf gesetzlich vorgeschriebene Informationspflichten legen, weil die Sanktionen bei Verstößen schneller wirksam werden. Insofern führt eine gesetzliche Publizitätspflicht letztlich zu einem steigenden Kapitalangebot.

12. Wenn hier argumentiert wird, daß jedes emissionswillige Unternehmen zur Veröffentlichung von Informationen unabhängig von Gesetzen gezwungen ist, so bedeutet das freilich nicht, daß dies der Jahresabschluß in der heutigen Form sein muß. Im Gegenteil hat die kapitalmarkttheoretische Forschung gezeigt, daß der Jahresabschluß nur von sehr geringer Bedeutung für die Informationsversorgung des Kapitalmarkts ist [R.H. Schmidt, 1982]. Dies beruht nicht nur darauf, daß die Anleger andere Informationskanäle fordern und schaffen, sondern auch darauf, daß die Bewertungsvorschriften vornehmlich an steuerpolitischen Kriterien (Zulässigkeit der Bildung stiller Reserven) und am Ziel des Schut-

---

pitalgesellschaften auszuweiten. Sofern nicht bei der seit Jahren anstehenden Umsetzung in nationales Recht auf die Möglichkeit zurückgegriffen wird, den kleinen und mittleren Gesellschaften mit beschränkter Haftung weitreichende Wahlrechte bei der Offenlegung des Jahresabschlusses einzuräumen, würde die Bilanzrichtlinie die relative Attraktivität der GmbH für den publizitätsscheuen Unternehmer vermindern.

(1) Deshalb kann in der gesetzlichen Verpflichtung für Kreditinstitute und Versicherungen zur sorgfältigen Prüfung ihrer Anlageentscheidungen (§ 17 KWG und § 54 I Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) kein "Informationsprivileg" [Vormbaum, 1984, S. 136] gesehen werden. Es überzeugt nicht, daß es diesen Instituten durch den Verweis auf gesetzliche Vorschriften leichter fallen soll, Unternehmen zur Bereitstellung von Informationen zu veranlassen. Jeder potentielle Kapitalgeber hat die Möglichkeit, demjenigen Kapitalnachfrager, der ihn ungenügend informiert, einen Kredit oder eine Beteiligung zu verweigern.

zes der Kreditgeber orientiert sind und daß der Jahresabschluß sehr spät veröffentlicht wird. Dies bedeutet jedoch nicht, daß auf die Veröffentlichung des Jahresabschlusses verzichtet werden kann, sondern daß sogar eine darüber hinausgehende Publizität nötig ist, solange andere standardisierte Informationssysteme fehlen.

13. Mit Verweis auf die Vielzahl der Aktiengesellschaften in der Schweiz wird bisweilen gefordert, die Reglementierung der Aktiengesellschaft zu vermindern oder eine weniger standardisierte "kleine" Aktiengesellschaft zusätzlich zu schaffen [Fritsch, 1981, S. 81]. In der Schweiz sind die rechtsformspezifischen Anforderungen an die Aktiengesellschaft gering. Das notwendige Gründungskapital beträgt 50 000 Franken, wovon 40 vH eingezahlt sein müssen, und die Publizitätsvorschriften sind moderat. Die Ausgestaltung der Gesellschaftsverträge erfolgt in der Regel derart, daß die Masse der Schweizer Aktiengesellschaften nicht der deutschen Aktiengesellschaft, sondern der deutschen Gesellschaft mit beschränkter Haftung sehr nahe kommt. Es werden meist vinkulierte Namensaktien - ein Verkauf erfordert die Zustimmung der Gesellschaft - ausgegeben, die sehr schwer übertragbar sind. Statt der Schaffung einer zusätzlichen Rechtsform erscheint es deshalb einfacher, GmbH-Anteile unter bestimmten Bedingungen zum Handel auf einem differenzierten Effektenmarkt zuzulassen (vgl. Tz. 29).

2. Die Sicht des Aktionärs

14. Die Attraktivität der Aktie für den Kapitalgeber hängt von der erzielbaren Kapitalrendite in Gestalt von Dividenden und Kursgewinnen ab. Die Rendite wird in hohem Maße von den Entscheidungen des Vorstands bestimmt, auf den die Eigentümer ihre Verfügungsrechte weitgehend delegieren. Es besteht jedoch keine Interessenidentität zwischen den Eigentümern und dem Vorstand. Dies beruht zum einen darauf, daß die Vorstandsmitglieder nicht nur nach der erzielten Kapitalrendite bezahlt werden. Es beruht zum anderen darauf, daß im Regelfall das Arbeitseinkommen des Managements von der Entwicklung eines einzigen Unternehmens abhängt, während der Aktionär eine Risikostreuung vornehmen kann. Die unterschiedlichen Interessen erfordern eine Kontrolle des Vorstands durch die Eigentümer. Die Hauptversammlung ist jedoch bei Gesellschaften mit einer Vielzahl von Eigentümern nur begrenzt in der Lage, eine Kontrolle durchzuführen und grundlegende Entscheidungen zu treffen; denn der Einfluß der einzelnen Aktie ist bei einer Abstimmung so gering, daß es sich für den kleinen Aktionär nicht lohnt, hohe Informationskosten einzugehen. Insofern ist es effizient, daß die Hauptversammlung Vertreter wählt, die die Interessen der Kapitalgeber im Aufsichtsrat wahrnehmen. Da aber eine solche Delegation nicht kostenlos ist - die Vertreter der Aktionäre haben nur teilweise dieselben Interessen wie die verschiedenen Anteilseigner -, sollte die Übertragung von Kontroll- und Verfü-

gungsrechten auf das notwendige Maß beschränkt sein. Insbesondere sind solche staatlichen Vorschriften zu überdenken, durch welche die Kontrolle des Vorstands durch den einzelnen Aktionär erschwert und die Rechte des Kleinaktionärs eingeschränkt werden [Fels, 1984, S. 38].

15. Von zentraler Bedeutung für die Kontrolle des Managements ist die Transparenz des Unternehmensergebnisses. Die Transparenz wird jedoch durch die steuerrechtlichen Bewertungsvorschriften beeinträchtigt. Das seit Jahrzehnten praktizierte Verfahren, in der Bilanz nicht nur vorsichtig zu bewerten, sondern im Bereich der Abschreibungen die Bildung stiller Reserven zu erzwingen, weil das Unternehmen so die steuerliche Belastung des Eigenkapitals reduzieren kann, verringert die Aussagekraft des Jahresabschlusses für den Außenstehenden. Der steuersenkende Effekt ließe sich auch durch eine offene Verminderung der Steuersätze erreichen (1). Dadurch wird zwar die Liquiditätslage der Gesellschaft in der Zeit nach der Investition verschlechtert, die Bilanzklarheit über die Ertragslage aber erhöht. Diese Klarheit sollte die Zuführung weiterer Liquidität erleichtern, falls die Ertragserwartungen von den Kapitalgebern günstig beurteilt werden.

16. Die vom heutigen Steuerrecht geforderte Bildung stiller Reserven widerspricht nicht nur dem Grundsatz der Bilanzklarheit und -wahrheit, sie reduziert auch die Verfügbarkeit der Unternehmenserträge für den Eigentümer; denn der nicht offen ausgewiesene Gewinn kann nicht ausgeschüttet werden, sofern man von der Möglichkeit einer ordentlichen Kapitalherabsetzung absieht. Der ausgewiesene Gewinn kann vom Vorstand und Aufsichtsrat zur Hälfte in die Rücklagen eingestellt werden (§ 58 II AktG) und ist damit ebenfalls der Verfügungsgewalt der Aktionäre entzogen. Zwar ist es richtig, daß einbehaltene Gewinne, mit denen Investitionen finanziert werden, in der Regel zu einer Kurssteigerung der Aktien führen sollten, so daß der Aktionär durch den Verkauf von Aktien versuchen kann, den gesamten ihm zustehenden Gewinnanteil ausgezahlt zu erhalten. Dieser Kursanstieg ist aber geringer als der ausschüttungsfähige Betrag, wenn der Kapitalmarkt erwartet, daß der Ertrag der zusätzlichen Investition geringer ist als die Rendite, die bei einer anderen Verwendung der Mittel am Kapitalmarkt erzielbar wäre. Die durch § 58 Abs. 2 AktG erleichterte Einbehaltung von Gewinnen verhindert die Ressourcenallokation über den Kapitalmarkt und fördert statt dessen die Herausbildung unternehmensinterner Teilkapitalmärkte. Eine solche Aufspaltung vermeidet zwar Emissionskosten, führt aber zu Effizienzverlusten.

---

(1) In Großbritannien wird dieser Weg gegenwärtig eingeschlagen. Die steuerliche Sofortabschreibung wird abgeschafft, und gleichzeitig wird der Körperschaftsteuersatz (nicht jedoch der Einkommensteuersatz) reduziert. Er beträgt im Steuerjahr 1984/85: 45 vH und soll im Jahre 1986/87 auf 35 vH sinken.

17. Auch unter dem Aspekt der Minimierung der Steuerbelastung des eingesetzten Eigenkapitals stellt die Einbehaltung von 50 vH des Jahresüberschusses nicht die optimale Lösung dar. Nimmt man an, daß der gesamte Gewinn im Unternehmen reinvestiert werden soll, so gibt es zur Zeit folgende Handlungsalternativen:

Möglichkeit A: Der Gewinn wird in die Rücklagen eingestellt. Er ist mit 56 vH zu versteuern.

Möglichkeit B: Der Gewinn wird ausgeschüttet. Anschließend führt die Gesellschaft eine Kapitalerhöhung durch und holt so die Gewinne zurück (Schütt-aus-hol-zurück-Verfahren). Der Gewinn wird mit dem individuellen Grenzsteuersatz des Aktionärs versteuert, zusätzlich sei unterstellt, daß 5 vH Emissionskosten anfallen.

Die Realisierung der Möglichkeit B ist für alle diejenigen Aktionäre günstiger, deren marginaler Steuersatz (Einkommen- und Kirchensteuer) geringer als 53,8 vH ist. Bei Gewinneinbehaltung werden bei einem Gewinn von 100 DM vor Körperschaftssteuer 44 DM in die Rücklagen eingestellt. Um eine Kapitalerhöhung in gleicher Höhe vorzunehmen, müssen 44 DM + (44 DM · 0,05) = 46,20 DM zur Verfügung stehen. Bei einer Gewinnausschüttung von 100 DM vor Steuern ist dies bis zu einem Steuersatz von 53,8 vH möglich. Liegt die marginale Steuerbelastung des einzelnen Aktionärs darunter, so kann er aus dem Gewinn eine stärkere Kapitalerhöhung vornehmen, als es bei der Einbehaltung möglich wäre. Lediglich für Aktionäre mit einer höheren Grenzsteuerbelastung ist die Gewinneinbehaltung günstiger, weil keine Transaktionskosten anfallen. Als Fazit ergibt sich, daß die Verfügungskompetenz des Vorstands und Aufsichtsrats über die Hälfte des Jahresüberschusses (§ 58 Abs. 2 AktG) Minderheitsaktionäre mit einem Grenzsteuersatz unter 53,8 vH benachteiligt. Insofern wird eine Kapitalanlage der breiten Schichten der Bevölkerung in Aktien diskriminiert und damit die gesamtwirtschaftliche Kapitalmobilität gehemmt.

3. Zusammenfassung

18. Das Aktiengesetz bietet einen möglichen standardisierten Vertrag für Unternehmen mit zahlreichen Eigentümern. Die organisationsrechtlichen Vorschriften wie auch die Publizitätserfordernisse entsprechen weitgehend den Anforderungen, die ein rational handelnder Anleger an einen Gesellschaftsvertrag stellen sollte, wenn er einer von vielen Eigentümern ist und Wert darauf legt, seinen Gesellschaftsanteil mit geringen Transaktionskosten jederzeit weiterveräußern zu können. Dies bedeutet, daß die Rechtsform der Aktiengesellschaft in ihrer heutigen Form für die Mehrzahl der Unternehmen, die Zugang zu Risikokapital von vielen Kapitalgebern suchen, adäquat ist. Möglich sollte jedoch auch ein öffentlicher Handel mit anders gestalteten Beteiligungstiteln als der Aktie sein, damit Kapital-

nehmer und -geber die für sie optimale Vertragsform selbst herausfinden können. Die geringe Anzahl an Aktiengesellschaften rührt daher, daß die weitreichenden Gestaltungsvorschriften auf eine Gesellschaft mit großem Eigentümerkreis und einem Handel der Gesellschaftsanteile zugeschnitten sind. Ein solcher Handel findet jedoch nur in Anteilen relativ weniger, meist großer Unternehmen statt. Es sollen deshalb im folgenden die Möglichkeiten des öffentlichen Zeichnungsangebots von Beteiligungstiteln und des Zugangs zum Handel an einer Wertpapierbörse diskutiert werden.

III. Das öffentliche Zeichnungsangebot und der Aktienhandel

1. Der Aktienmarkt

19. Von den über 2 000 deutschen Aktiengesellschaften wird nur ein Teil an der Börse notiert. Die Anzahl der im amtlichen Handel oder im geregelten Freiverkehr notierten Stammaktien ist von 686 Aktienwerten im Jahre 1956 bis auf 449 Aktien Ende 1984 gesunken [Statistisches Bundesamt, a]. Hinzu kommen derzeit etwa 70 Aktien im sogenannten ungeregelten Freiverkehr. Zwischen 1958 und 1982 fanden Neuemissionen von Aktiengesellschaften am Wertpapiermarkt kaum statt (Tabelle 2). Unter den Neuemissionen waren nur drei Unternehmensgründungen (Frisia 1958, Deutsche Klinik für Diagnostik 1967, Atlantis 1968).

Tabelle 2 - Aktienneuemission in der Bundesrepublik Deutschland 1958-1985

Jahr	Anzahl	Jahr	Anzahl
1958	1	1972	1
1959	1	1973	1
1960	-	1974	-
1961	3	1975	1
1962	-	1976	-
1963	2	1977	6
1964	1	1978	1
1865	2	1979	2
1966	3	1980	3
1967	1	1981	2
1968	1	1982	3
1969	1	1983	11
1970	-	1984	21
1971	-	1985 1. Hbj.	3

Quelle: Eigene Zusammenstellung.

20. Der Handel mit Aktien besteht in der Bundesrepublik Deutschland aus drei Handelssegmenten: (1) der amtliche Handel unter staatlicher Aufsicht an den 8 deutschen Börsen (Frankfurt, Hamburg, Düsseldorf, München, Berlin, Hannover, Bremen, Stuttgart); (2) der Effektenhandel, der zwar in den Börsensälen stattfindet, aber nicht der Staats- und Börsenaufsicht unterliegt (geregelter Freiverkehr); (3) der Handel mit Wertpapieren, die weder amtlich notiert noch in den geregelten Freiverkehr einbezogen sind. Der letztere erfolgt an der Börse und in ihrem Umfeld durch Vereinigungen von Händlern, die täglich Preislisten herausgeben (ungeregelter Freiverkehr oder Telefonverkehr).

21. Eine deutliche Differenzierung zwischen mehreren Marktsegmenten erlaubt es, unterschiedlichen Anforderungen verschiedener Gesellschaften an ein effizientes Handelsverfahren zu entsprechen; denn während zum Beispiel für Aktien, für die ständig umfangreiche Kauf- und Verkaufsaufträge vorliegen, eine fortlaufende Notierung und ein Handel gemäß dem Auktionsprinzip günstig sind, erfordert ein Markt für weniger gehandelte Werte eher eine Konzentration des Handels auf bestimmte Zeitpunkte oder das Auftreten von Effektenhändlern, die zu den von ihnen fixierten Preisen jederzeit bereit sind, als Marktgegenseite zu fungieren. Ein solcher Eigenhändler oder "market maker" erzielt sein Einkommen dann nicht aus Umsatzprovisionen wie die Makler, sondern aus der Handelsspanne. Auch hinsichtlich der Wege, auf denen Aktionäre und interessierte Anleger am kostengünstigsten über die Lage der jeweiligen Gesellschaft informiert werden können, ist zwischen Unternehmen mit großem Aktionärskreis und solchen mit weniger Eigentümern zu unterscheiden. Schließlich ermöglicht eine vertikale Segmentierung des Aktienmarkts, dem Anleger Signale über den Risikograd von Wertpapieren zu übermitteln und damit einen Beitrag zum Anlegerschutz zu leisten. Als - allerdings sehr grobe - Eingruppierungskriterien in verschiedene Qualitätsgruppen können die Größe, die Anzahl der umlaufenden Aktien und das Alter eines Unternehmens dienen, da im Regelfall etablierte größere Unternehmen einen stabilen Ertragsverlauf zeigen und ihre Aktien auch zu geringeren Kursausschlägen neigen als die Aktien solcher Unternehmen, die jünger sind oder von denen nur relativ wenig Aktien im Umlauf sind.

2. Die derzeitige Zulassungspraxis

22. Dem dargestellten Segmentierungsgedanken entsprechen die heute praktizierten Zulassungsregelungen jedoch nur in Ansätzen: Für die Zulassung zum amtlichen Handel gilt das Börsengesetz und die "Bekanntmachung betreffend die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel" vom 4. Juli 1910, in der recht umfangreiche Anforderungen gestellt sind. Dieser amtliche Handel ist ausgerichtet auf etablierte Aktiengesellschaften mit einem großen Aktienumsatz. Kosten, die den Gang an die Börse unattraktiv machen können,

sind die vor der Börsenzulassung erfolgende Prüfung des Antrags auf Zulassung, der Emissionsprospekt, die Prospekthaftung der die Zulassung beantragenden Bank und die Zulassungsgebühren.

23. Dies begründet aber nur, warum jüngere Unternehmen kaum Zugang zum amtlichen Handel haben. Denn als die relevanten Börsensegmente für junge und kleinere Aktiengesellschaften kann man den geregelten Freiverkehr und den ungeregelten Freiverkehr betrachten. Die Bedingungen für die Einbeziehung in den geregelten Freiverkehr werden nicht vom Gesetzgeber, sondern von Freiverkehrsausschüssen an den Börsen von Ort zu Ort leicht unterschiedlich festgelegt. Die von solchen privaten Vereinigungen formulierten formalen Anforderungen sind geringer als im amtlichen Handel. Es gibt im geregelten Freiverkehr keinen Mindestbetrag für das Emissionsvolumen, keine Verpflichtung, einen Emissionsprospekt zu erstellen und zu publizieren (ein kurzes Exposé genügt), folglich auch keine Prospekthaftung, und es ist möglich, unmittelbar nach der Umwandlung eines Unternehmens in eine Aktiengesellschaft deren Aktien in den Handel einzubeziehen. Schließlich sind die Gebühren für die Einbeziehung in den Freiverkehr nur halb so hoch wie die Zulassungsgebühren zum amtlichen Handel. Der kritische Punkt für ein Unternehmen ist die Frage, ob es eine Bank findet, die bereit ist, einen Antrag auf Einbeziehung in den geregelten Freiverkehr zu stellen. Denn ohne eine Bank ist die Einbeziehung nicht möglich [H. Schmidt, 1984a, S. 213 f.]. Hier liegt eine gerade für jüngere Unternehmen kaum überwindbare Hürde. Dies wird insbesondere im internationalen Vergleich, etwa mit dem britischen Unlisted Securities Market, deutlich. Die Deutsche Bundesbank [a, November 1984, S. 45] äußert die Vermutung, daß die meisten Gesellschaften, deren Anteile auf dem Unlisted Securities Market notiert werden, in der Bundesrepublik von Emissionsbanken keine Unterstützung für eine öffentliche Plazierung erfahren hätten. Die Einbeziehung in den geregelten Freiverkehr durch die "Ausschüsse für Geschäfte in amtlich nicht notierten Werten", in denen Bankenvertreter sitzen, wird in der Praxis derart restriktiv gehandhabt, daß de facto kein Unterschied zur amtlichen Zulassung hinsichtlich der Bonitätsprüfung des Emittenten besteht [Schürmann, 1980, S. 202]. Die Freiverkehrsausschüsse legen Wert darauf, daß die Qualität und Bonität der Emittenten nicht geringer ist als im amtlichen Handel [Zaß, 1984]. Damit stellt der geregelte Freiverkehr für jüngere Unternehmen keine ökonomische Alternative zum amtlichen Aktienhandel dar.

24. Was den ungeregelten Freiverkehr anbelangt, so gibt es dort wie für den geregelten Freiverkehr keine gesetzlichen Zulassungsvoraussetzungen. An manchen Börsen blieb die Einbeziehung in dieses Marktsegment tatsächlich jahrelang unreguliert. So reichte es an der Hamburger und Münchener Börse aus, einen Freimakler gegen eine Umsatzprovision eine Abstimmung von Angebot und Nachfrage bei Aktien einer Gesellschaft vornehmen zu lassen. Dies hat sich jedoch geändert, nachdem es 1983/84 zu einer Belebung des ungeregelten Freiverkehrs durch die Einbeziehung sieben neuer Gesellschaften aus den Berei-

chen Datenverarbeitung (5) und Bauträger (2) in den Handel gekommen war. Der Münchener und der Hamburger Börsenvorstand erließen Ende 1984 bzw. Anfang 1985 nach dem Konkurs von zwei der neuen Aktiengesellschaften schriftliche Regelungen für den ungeregelten Freiverkehr, soweit er im Börsensaal stattfindet. Ihnen zufolge muß die Einbeziehung der Aktien in den Handel von einer Bank beantragt werden, die Mitglied der Börse ist. Die Bank muß sich auch verpflichten, die Emission zu "begleiten" [Schwarzer, 1984, S. 45]. Mit dieser neuen Regulierung wurden in München 43 Aktienwerte aus dem Börsensaal verbannt, darunter drei Neuemissionen des Jahres 1983 [Wertpapier, 15.2.85, S. 268]. Es ist damit den an der Börse tätigen freien Maklern unmöglich, ohne Zustimmung des Bankensektors einen Handel in Beteiligungspapieren aufzunehmen.

25. Will man den Zugang zum Kapitalmarkt für jüngere wachstumsorientierte Unternehmen erleichtern, so sind die Bedingungen für die Einbeziehung in den Freiverkehr zu reformieren. Dabei drängen sich drei Fragen auf: Wann ist ein Unternehmen börsenreif? Welche Rolle sollen Kreditinstitute im Einbeziehungsverfahren spielen? Welche Publizitätsauflagen sind emissionswilligen Unternehmen zu machen? Die derzeitigen Reformüberlegungen des Gesetzgebers konzentrieren sich momentan auf die Schaffung eines zusätzlichen Marktsegments, das den Namen "geregelter Markt" tragen soll. Es handelt sich dabei um das Bemühen, den bestehenden geregelten Freiverkehr in leicht modifizierter Weise auf eine gesetzliche Grundlage zu stellen und im Börsengesetz zu verankern. Vorgesehen sind unter anderem weitergehende Publizitätsanforderungen. Man hofft, den derzeit bestehenden geregelten Freiverkehr durch das neue Marktsegment verdrängen zu können. Verboten werden soll er nicht. Der Gesetzentwurf sieht als Zulassungserfordernisse für den geregelten Markt vor, daß

- der Emittent und die Wertpapiere den Anforderungen entsprechen, die für einen ordnungsgemäßen Börsenhandel notwendig sind, und
- keine Umstände bekannt sind, die bei Zulassung der Wertpapiere zu einer Übervorteilung des Publikums oder einer Schädigung erheblicher allgemeiner Interessen führen.

26. Solche Anforderungen erscheinen nicht unbillig, doch besteht die Gefahr, daß sie restriktiv interpretiert werden. Der Zusammensetzung und Wahl des Zulassungsausschusses, der einen bedeutenden wirtschaftlichen Machtfaktor bildet, kommt deshalb zentrale Bedeutung zu. Der Zulassungsausschuß soll nicht im Börsengesetz, sondern in den jeweiligen Börsenordnungen geregelt werden. Angesichts der bestehenden Zulassungspraxis ist nicht zu erwarten, daß sich zwischen den deutschen Börsenplätzen im Wettbewerb um zusätzliche Gesellschaften unterschiedliche Zulassungskriterien herausbilden, sondern daß die Arbeitsgemeinschaft der deutschen Börsen gemeinsame Richtlinien entwirft, die sich nicht von den derzeitigen hohen Anforderungen an die "Börsenreife" eines Unternehmens im bestehenden geregelten Freiverkehr unterscheiden. Zwingt der Gesetzgeber die Bör-

senvorstände und die von Banken besetzten Zulassungsausschüsse nicht, auch die Anteile solcher Gesellschaften in den Handel einzubeziehen, deren weitere Entwicklung sehr unsicher ist, so dürfte das Ziel des Börsenzulassungsgesetzes, die "Verbesserung der Risikokapitalausstattung der deutschen Wirtschaft", zum Scheitern verurteilt sein. Denn die geringe Emissionstätigkeit im bestehenden geregelten Freiverkehr beruht nicht auf einer fehlenden Akzeptanz dieses bislang nicht gesetzlich regulierten und staatlich überwachten Marktes bei Unternehmen und Anlegern, sondern an den Zulassungsvoraussetzungen, die von der Kreditwirtschaft und den Börsen verlangt werden.

3. Grundsätze zur Regulierung des Aktienhandels

27. Empirisch ist bislang nicht aufgezeigt, wie eine gesamtwirtschaftlich optimale Regulierung des Wertpapiermarkts auszusehen hätte. Zu unpräzise sind die Kenntnisse über die Kosten, vor allem aber über den Nutzen weitreichender Publizitätsverpflichtungen bei der Emission und der Kontrolle der Effektenhändler. Für die Bundesrepublik Deutschland scheitern empirische Analysen daran, daß die Anzahl der Neuemissionen nach dem Zweiten Weltkrieg zumindest bis 1982 zu gering ist, um statistische Verfahren anzuwenden. Für die Vereinigten Staaten von Amerika kam Stigler [1964] zu dem Ergebnis, daß kaum positive Effekte der Regulierung nachweisbar sind und daß insbesondere der Kursverlauf von Aktienneuemissionen im Vergleich zum Börsenindex nach der Schaffung einer Regulierungsbehörde in den dreißiger Jahren (Securities and Exchange Commission) nicht nennenswert anders aussah als vorher. Auch wenn die Ergebnisse im einzelnen zu relativieren waren [Friend, Herman, 1964], so sprechen sie doch dafür, neben den regulierten Marktsegmenten einen Handelsplatz, den ungeregelten Freiverkehr, weitgehend unreguliert zu lassen.

28. Ökonomisch rechtfertigen läßt sich eine Beschränkung der Zulassung von Gesellschaftsanteilen zum öffentlichen Handel nur, wenn negative externe Effekte nachgewiesen werden können. Solche Effekte treten etwa auf, wenn sich Betrugsfälle an einer Börse häufen. Dies schädigt den Ruf des Börsenplatzes und kann die Bewertung anderer an diesem Platz gehandelter Aktien negativ beeinflussen. Es erscheint daher angemessen, wenn die Zulassungsstelle zunächst überprüft, ob den einzubeziehenden Aktien tatsächlich Vermögenswerte gegenüberstehen. Ein ausführlicher Emissionsprospekt ermöglicht dies und verhindert, daß die Erwerber der Aktien im unklaren bleiben über die Rechte, die sie erwerben. Auch gesamtwirtschaftlich ist eine hohe Transparenz wünschenswert, weil sie Voraussetzung dafür ist, daß Unternehmen am Kapitalmarkt richtig bewertet werden. Nur dann wiederum garantiert der Kapitalmarkt eine effiziente Allokation. Wenn die Emissionshäuser standardisierte Prospektschemata erarbeiteten, würde zusätzlich die Vergleichbar-

keit der Informationen verbessert. Für die Prospektangaben müßten alle diejenigen, die den Prospekt unterzeichnen, haften; denn nur so verbürgen die Informationen des Prospekts einen ausreichenden Wahrheitsgehalt. Die Prospekthaftung ließe sich gegenüber den heutigen Bestimmungen für den amtlichen Handel höchstens in der Weise abschwächen, daß man die Vorschrift streicht, wonach ein Kreditinstitut den Prospekt mit unterzeichnen muß. Dies ließe sich in das Ermessen der Unternehmen und Emissionshäuser stellen. Gegen den Prospektzwang wird eingewandt, daß momentan fast alle Emissionen mehrfach überzeichnet sind, bevor ein Verkaufsprospekt oder Exposé vorliegt. Die Überzeichnung wird jedoch durch niedrige Emissionskurse bewirkt. Darüber hinaus ist zu betonen, daß sich die Prospekthaftung bei Zulassung zum Handel auf Arglist, grobes Verschulden und bösliches Verschweigen von Tatsachen beschränkt (§ 45 Börsengesetz). Ein solcher Umfang der Haftung ist ökonomisch vertretbar und angemessen.

29. Neben dem regulierten amtlichen Handel und dem geregelten Freiverkehr, bei dem sich solche Anleger engagieren können, die ihr Geld in etablierten Unternehmen anlegen wollen, kann ein ungeregelter Freiverkehr im Börsensaal stattfinden, bei dem derjenige, der den Marktplatz bereitstellt - der Börsenvorstand -, lediglich auf eine Transparenz des Handelsgeschehens und auf eine Publizitätstätigkeit des Unternehmens drängen sollte, um zu verhindern, daß in betrügerischer Absicht wertlose Anteilsscheine gehandelt werden. Ein alleiniges Vertrauen der Anleger in die abschreckende Wirkung der Strafdrohung des Strafgesetzbuchs ist nicht zu erwarten, solange es für die Täter möglich erscheint, sich durch rechtzeitige Flucht ins Ausland der Strafverfolgung zu entziehen. Selbstverständlich könnte sich ein Wertpapiermarkt auch außerhalb der Börsen entwickeln, etwa indem der bestehende Handel außerhalb der Börsen zu einem umfassenden Notierungssystem ausgebaut wird. Der amerikanische Freihandel (over-the-counter-market), der von der National Association of Securities' Dealers organisiert und reguliert wird, zeigt, welche Bedeutung ein solcher Markt erlangen kann. Das automatische Quotierungssystem (NASDAQ) gilt inzwischen als der drittgrößte Wertpapiermarkt der Welt. Angeschlossen sind dort sowohl Makler (broker), die nur im Auftrag ihrer Kunden Kauf- und Verkaufsaufträge abgeben, als auch Effektenhändler, die auf eigene Rechnung ständig bereit sind, zu den von ihnen gesetzten Preisen bestimmte Wertpapiere zu kaufen und zu verkaufen. Gerade für weniger gehandelte Werte spricht vieles dafür, auch in der Bundesrepublik verstärkt die Kommunikationsmöglichkeiten zu nutzen und einen bundesweiten Handel außerhalb der Börsensäle zu etablieren. Der Gesetzgeber könnte eine solche Entwicklung begünstigen, indem er klarstellt, daß ein solches elektronisches Handels- und Kommunikationsnetz keine genehmigungspflichtige Börse im Sinne des § 1 Börsengesetz darstellt.

30. Wird auf die Reglementierung eines Marktsegments weitgehend verzichtet, so spricht prinzipiell nichts dagegen, daß auch GmbH-Anteile und eventuell Kommanditanteile in den

Handel auf diesem Markt einbezogen werden können (1). Dabei ist anzumerken, daß das deutsche Gesellschaftsrecht bereits die Kommanditgesellschaft auf Aktien als personenbezogene Kapitalgesellschaft kennt. Hier ist also keine Reform, sondern nur eine Wiederbelebung einer Rechtsform notwendig. Damit wäre gewährleistet, daß die Rechtsform kein Hindernis für einen öffentlichen Handel darstellt. Dabei hat das emittierende Unternehmen allerdings zu bedenken, daß ein Verzicht auf die standardisierte Form der Aktiengesellschaft die Marktgängigkeit erschwert und die Gesellschaft dies in aller Regel mit höheren Kapitalkosten bezahlen muß.

31. Im amtlichen Handel und im geregelten Freiverkehr sollte zur Gewährleistung einer hohen Markttransparenz keine größere Gestaltungsfreiheit hinsichtlich der Rechtsformen zugelassen werden. Anlegerschutz wird nicht dadurch erzielt, daß risikoreichen Aktien der Marktzutritt zur Börse versagt wird, sondern dadurch, daß man dem Anleger aufgrund der verschiedenen Teilmärkte erste Anhaltspunkte über den Risikogehalt der jeweiligen Aktie gibt. Indem man junge und kleine Aktiengesellschaften sowie Kommandit- und GmbH-Anteile zum Handel am Effektenmarkt zuläßt, werden keine Risiken neu geschaffen, sondern Unternehmensrisiken leichter handelbar gemacht, wodurch ihre optimale Verteilung erleichtert wird. Die Erweiterung des Telefonverkehrs ohne formale Schutzvorschriften, aber mit hoher Markttransparenz, die materiell zugunsten der Anleger wirkt, wird den grauen Kapitalmarkt, auf dem jedes Jahr für mehrere Milliarden DM Anteile an Investitionsprojekten wie Schiffsbeteiligungen und Bauherren-Modellen angeboten und gezeichnet werden, zurückdrängen und damit letztlich im Sinne des Anlegerschutzes wirken.

32. Folgt man dem vorher dargestellten Segmentierungsgedanken, so läßt sich der Zugang für Unternehmen zum öffentlichen Handel ihrer Gesellschaftsanteile erleichtern, ohne daß dies mit dem Ziel des Anlegerschutzes und der Funktionsfähigkeit der Börse in Widerspruch gerät. Die an der deutschen Börse bestehende Unterteilung in amtlichen Handel, geregelten Freiverkehr und ungeregelten Freiverkehr läßt sich in der Form nutzen, daß der amtliche Handel unverändert als Marktsegment für etablierte Unternehmen mit großem Aktienhandel bestehen bleibt, daß der geregelte Freiverkehr für Aktiengesellschaften mit geringerem Handelsvolumen der Aktien konzipiert wird und der ungeregelte Freiverkehr

---

(1) Der Deutsche Industrie- und Handelstag (DIHT) lehnt die freie Übertragbarkeit von GmbH- und Kommanditanteilen ab und fordert statt dessen die Schaffung einer "kleinen Aktiengesellschaft" mit verminderten Gestaltungsvorschriften gegenüber dem bestehenden Aktiengesetz [Handelsblatt, 19.6.85]. Mit der Schaffung einer zusätzlichen Rechtsform soll vermieden werden, daß ein Gesetzgeber eines Tages den weitreichenden bestehenden Gestaltungsspielraum der GmbH mit Hinweisen auf Publikumsoffenheit und Anlegerschutz einschränkt. Dies würde dann möglicherweise auch alle diejenigen GmbHs einschränken, deren Anteile gar nicht gehandelt werden. Demgegenüber ist allerdings zu bedenken, daß der ungeregelte Freiverkehr gerade als ein transparentes Handelsforum ohne umfangreiche Auflagen konzipiert ist.

als Grundsegment weitestgehend auf Zulassungsanforderungen verzichtet und vor allem für Erstemissionen der Kapitalanteile junger Gesellschaften offensteht.

IV. Die Emissionshäuser

33. Von zentraler Bedeutung für die Belebung eines Marktes für Beteiligungskapital ist die Tätigkeit von Dienstleistungsunternehmen, welche die Verbindung von Kapitalnehmer und -geber schaffen, indem sie Unternehmen bei der Plazierung von Risikokapitaltiteln unterstützen, indem sie Geldanleger beraten und indem sie eventuell auch als Käufer und Verkäufer jederzeit zur Verfügung stehen. Umstritten ist in der politischen Diskussion die Rolle der Kreditinstitute bei der Plazierung von Aktien beim Publikum sowie bei der Einbeziehung in den öffentlichen Handel. Das Haupthindernis für jüngere Unternehmen, sich über die Börse Risikokapital zu beschaffen, besteht in der Schwierigkeit, ein Emissionshaus zu finden, das die Aktien bei den Anlegern plaziert. Eine reine Eigenemission bringt, wie amerikanische Erfahrungen zeigen [Kau, 1984, S. 76], nur geringe Kapitalzuflüsse. Dies beruht vor allem auf dem Signaleffekt, der mit der Beteiligung eines angesehenen Emissionshauses verbunden ist. Wird darauf verzichtet, muß der bisherige Eigentümer sehr niedrige Emissionskurse in Kauf nehmen, wodurch die Aktienemission für ihn meist unvorteilhaft wird. Übernehmen Banken oder andere Institute die Vorbereitung und Durchführung einer Aktienemission sowie die Börseneinführung, so kann das Unternehmen auf spezielle Marktkenntnisse zurückgreifen, deren individueller Erwerb wegen der Einmaligkeit dieser Maßnahme meist mit höheren Kosten verbunden wäre.

34. Die Kreditinstitute waren jahrzehntelang kaum als Emissionshäuser für neue Aktiengesellschaften tätig. Erst seit 1983 deuten sich gewisse Veränderungen an. Das geringe Interesse der Banken an Aktienemissionen ist nicht unbegründet. Banken sehen ihren Namen mit dem Erfolg einer Aktienemission (gemessen als Entwicklung des Aktienkurses) verknüpft, wobei aufgrund der zunächst geringen Zahl von Emissionen nicht der durchschnittliche Erfolg einer Vielzahl, sondern jede einzelne Emission zählt. Aktiengesellschaften, deren Aktien man dem Publikum anbieten kann, ohne ein Risiko für den Ruf der Bank einzugehen, sind aber meist auch kreditwürdig. Die Bank mag deshalb dazu neigen, diesen Unternehmen Kredite zu gewähren, die ständige Zinseinnahmen versprechen, anstatt die Unternehmen an die Börse zu verweisen und einmalig Emissionsgebühren zu erzielen. Ein solches Verhalten wäre allerdings kurzsichtig; denn eine Zuführung von Eigenkapital erleichtert das Wachstum und erhöht langfristig die Kreditnachfrage, ohne daß die Kreditwürdigkeit leidet.

35. Die geringen Emissionsaktivitäten deutscher Banken können somit eine Folge des Universalbankensystems sein. Beweisen läßt sich eine solche These freilich nur schwer, so daß es nicht verwundert, daß die Studienkommission "Grundsatzfragen der Kreditwirtschaft" [1979, Ziff. 223 ff.] nicht zu einer einmütigen Stellungnahme gelangte. Dort war nur eine Minderheit der Meinung, daß ein wesentlicher Grund für die geringe Anzahl der Emissionen das Fehlen von Wertpapierspezialbanken sei, die auf das Wertpapiergeschäft angewiesen seien. Nach wie vor ist die Vermutung nicht unbegründet, daß kleine Unternehmen erhebliche Schwierigkeiten haben, sich der Hilfe eines Emissionshauses zu versichern [H. Schmidt, 1984a, S. 289]. Auch der Deutschen Bundesbank [a, April 1984, S. 20] zufolge macht es sich "möglicherweise nachteilig bemerkbar", daß es in der Bundesrepublik bisher kaum Einrichtungen gibt, die ihre geschäftliche Hauptaufgabe darin sehen, als Mittler für Beteiligungskapital aufzutreten.

36. Es ist also vor allem die Behinderung von neuen Effektenhandelsbetrieben und Emissionshäusern durch das Kreditwesen- und Börsengesetz sowie durch korporativ organisierte Freiverkehrsausschüsse, die eine Ausdehnung des Risikokapitalmarkts lange Zeit gehemmt haben dürfte. Diese Regulierungen sind innovationsfeindlich und verhindern häufig, daß das Sparaufkommen der Bevölkerung von jungen Unternehmen genutzt werden kann. Die Börsen haben sich zu "Finanzierungskartellen für Großunternehmen" [Gerke, 1981, S. 305] entwickelt. Die Banken betreiben dabei in erster Linie Anlegerschutz durch Risikoausschluß.

37. Amerikanische Erfahrungen bestätigen, daß große Emissionshäuser nur in Ausnahmefällen für kleine junge Gesellschaften ansprechbar sind; solche Gesellschaften sind auf kleine Emissionshäuser angewiesen [Holman, Young, 1983, S. 31]. Das deutsche Kreditwesen- und Börsenrecht behindert jedoch das Entstehen solcher kleinen Emissionshäuser. Die Begebung einer Emission (1) und das Führen von Kundenkonten sind nur Kreditinstituten gestattet (§ 1 KWG). Das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen erteilt die Erlaubnis zum Betreiben aller Bankgeschäfte nur, wenn das Kreditinstitut über ein haftendes Eigenkapital von mindestens 6 Millionen DM verfügt. Üblich ist in der Bundesrepublik Deutschland allerdings nicht die für Banken risikolose Begebung von Aktien, sondern die Übernahme durch ein Bankenkonsortium, das damit das Plazierungsrisiko übernimmt. Eine solche Übernahme ist auch Nichtbanken erlaubt [H. Schmidt, 1984b, S. 718], sie erfordert jedoch, anders als die Begebung, erhebliche Eigenmittel des Emissionshauses. Im Vergleich dazu sind die amerikanischen Anforderungen an Investment-Banken, die Ak-

(1) Bei einer Begebung von Aktien dient das jeweilige Emissionshaus lediglich als Zeichnungsstelle für die jungen Aktien. Es trägt kein Plazierungsrisiko. Im Gegensatz dazu werden bei der Übernahme von Aktien diese durch das Emissionshaus oder -konsortium zunächst selbst erworben (übernommen) mit der Verpflichtung, sie einem breiten Kreis von Anlegern zum Erwerb anzubieten.

tienemissionen kleiner Unternehmen in der Regel nicht übernehmen, sondern begeben, mit einer Mindestkapitalausstattung von 25 000 US $ gering (Rule 15c 3-1 der Securities and Exchange Commission). Auf Kreditinstitute beschränkt ist in der Bundesrepublik Deutschland darüber hinaus die Möglichkeit, für Wertpapiere die Zulassung zum amtlichen Handel bzw. die Einbeziehung in den geregelten Freiverkehr zu beantragen.

38. Erst im Jahre 1981 schien es gelungen zu sein, die Barrieren für Aktienemissionen abzubauen. Immerhin wurden in den Jahren von 1981 bis 1984 an der Börse 37 Aktien neu plaziert, mehr als in den zwanzig Jahren zwischen 1961 und 1980 zusammen. In zehn Fällen war das führende Emissionsinstitut keine Bank, sondern ein Außenseiter, eine Gesellschaft für Wertpapierberatung. Während die etablierten Banken vor allem die Emission der Aktien traditionsreicher größerer Unternehmen durchführten und die Zulassung dieser Aktien zum amtlichen Handel beantragten, dürfte dieses Unternehmen, das kein Kreditinstitut ist, dem deutschen Aktienmarkt neue Anstöße gegeben haben. Die Gesellschaft hat gezeigt, daß man auch Aktien junger unbekannter Unternehmen (1) mit kleinem Emissionsvolumen dem Publikum anbieten und in den geregelten Freiverkehr oder Telefonverkehr einbeziehen kann. Solche Aktienemissionen wurden vom Anleger akzeptiert. Die Anforderungen an ein emissionswilliges Unternehmen wurden von diesem Emissionshaus, das mit verschiedenen kleinen Privatbanken zusammenarbeitete, geringer festgesetzt als von vielen Großbanken, bei denen sich allerdings ebenfalls eine gewisse Veränderung der Emissionsanforderungen andeutet.

39. Gebremst wurde die Emissionstätigkeit des Außenseiters dadurch, daß mehrere Emissionen sich rasch als Fehlinvestitionen für die Anleger erwiesen. Hier wurde der Emissionskredit wenn nicht verspielt, so doch erheblich eingeschränkt. Gestoppt wurde die Tätigkeit jedoch letztlich von den Börsenvorständen, die beschlossen, daß in den ungeregelten Freiverkehr, soweit er innerhalb des Börsensaales abgewickelt wird, nur solche Aktien einbezogen werden dürfen, die von einem Kreditinstitut, das Börsenmitglied ist, "begleitet" werden. Damit wurde eine gravierende Marktzutrittsschranke durch die Einflußnahme der Banken errichtet.

40. Um den Wettbewerb zwischen Emissionshäusern zu erhöhen und um zu erreichen, daß solche Emissionshäuser gegründet werden, die in besonderem Maße kleinere und jüngere Unternehmen an die Börse führen, ist es notwendig, die Auflagen an Emissionshäuser abzuschwächen. Sofern es der Gesetzgeber für erforderlich hält, aus Gründen des Anlegerschutzes gewisse Mindestanforderungen an einen Emissionsmakler und Effektenhändler

---

(1) Beispiele sind GFC Medizintechnik AG (39 Mitarbeiter, 8 Millionen DM Umsatz) oder Hegener und Glaser AG (39 Mitarbeiter, 27 Millionen DM Umsatz), die 1983 bzw. 1984 in den ungeregelten Freiverkehr einbezogen wurden.

zu stellen, so könnte auf ein Vorbild in Großbritannien zurückgegriffen werden, wo der Status eines staatlich zugelassenen und überwachten "licenced dealer" geschaffen wurde [H. Schmidt, 1984a, S. XLI]. Statt den Effektenhandel auf Kreditinstitute zu beschränken, läßt sich die Tätigkeit eines Effektenhändlers als genehmigungspflichtiges Gewerbe in den § 34c der Gewerbeordnung aufnehmen. Auch die Mindestkapitalanforderungen können drastisch reduziert werden auf z.B. 100 000 DM (zum Vergleich Vereinigte Staaten: 25 000 US $ gemäß Rule 15c 3-1 der Securities and Exchange Commission).

41. Zu den Tätigkeiten eines Emissionshauses gehört es nicht nur, Aktien beim Publikum zu plazieren, sondern auch die Einbeziehung neuer Aktien in den Börsenhandel zu beantragen. Das Recht auf eine Antragstellung ist gegenwärtig durch Gesetz (amtlicher Handel) bzw. Börsenbeschluß (Freiverkehr) auf die an der Börse vertretenen Banken beschränkt. Diese Wettbewerbsbeschränkung verhindert, daß Nicht-Banken im Emissionsgeschäft tätig werden. Die Banken brauchen nicht zu befürchten, daß Absprachen in den Freiverkehrsausschüssen, welche emissionswillige Unternehmen diskriminieren, von Außenseitern durchbrochen werden können. Der Gesetzgeber ist hier gefordert, um Wettbewerb sicherzustellen. Er könnte dies erreichen, indem im Börsenzulassungsgesetz vorgesehen wird, daß zumindest im geplanten geregelten Markt der Zulassungsantrag vom Unternehmen selbst gestellt werden kann. Für den ungeregelten Freiverkehr, soweit er in den Börsensälen stattfindet, sollte den Börsenvorständen im Wege der Mißbrauchsaufsicht untersagt werden, die Einbeziehung in den Handel an Erklärungen von Kreditinstituten, die an der Börse tätig sind, zu binden. Dies bedeutet zwar eine Einschränkung der Selbstverwaltungsrechte der Börse, doch hielte sie sich in Grenzen und wäre angesichts der Erzielung von mehr Wettbewerb wohl angemessen!

42. Eine Zulassung zum geregelten Markt ohne Antragsmonopol für Banken stößt allerdings auf den Widerstand des Bundesverbands deutscher Banken, des Bundesverbands der Deutschen Industrie und des Deutschen Industrie- und Handelstags [Börsen-Zeitung, 16.5.85]. Auch der Deutsche Bundesrat [1985, S. 385] hat sich dafür ausgesprochen, das Antragsmonopol für das zweite Marktsegment beizubehalten. Begründet wird die Wettbewerbsbeschränkung damit, daß Nicht-Banken ihrer Kundschaft keine über die Aktienplazierung hinausgehenden Folgegeschäfte anbieten können. Insbesondere wird aber dargelegt, daß nur Kreditinstitute die Gewähr dafür bieten, daß den Anlegern keine "ungeeigneten" Emissionen angeboten werden. Könnten sich die Börsen nicht mehr darauf verlassen, daß die Banken eine detaillierte Bonitätsprüfung des Emittenten vornehmen, so müßten sie diese selbst durchführen, wird argumentiert. Abgesehen davon, daß den Zulassungsstellen eine materielle Prüfung durch das Börsengesetz untersagt ist (§ 36 BörsG), seien sie dazu gar nicht in der Lage.

43. Diese Einlassungen sind nicht zwingend. Wenn Emissionsinstitute nur einzelne Dienstleistungen aus der möglichen Palette eines Finanzinstituts anbieten, so kann es der Kundschaft überlassen bleiben, ob sie solche Institute akzeptiert oder nicht. Negative Effekte sind nicht zu befürchten. Überdies ist es für eine arbeitsteilige Wirtschaft charakteristisch, daß Dienstleistungen von sich spezialisierenden Unternehmen angeboten werden. Und wenn mit Zustimmung des Staates die Banken Anträge auf eine Einbeziehung in den Börsenhandel restriktiv handhaben dürfen, so wird ein Recht auf die Errichtung von Marktzutrittsschranken geschaffen, das die Aufnahme von Risikokapital durch junge Unternehmen behindert. Wenn sich Verbände für solche Reglementierungen einsetzen, dann bedeutet dies, daß sich etablierte Unternehmen gegen eine mögliche Konkurrenz neuer Unternehmen wappnen wollen. Solche Unternehmen werden auf den nicht überwachten, derzeit wenig transparenten grauen Kapitalmarkt abgedrängt oder müssen gar auf Expansionschancen verzichten. Außerdem ist es nicht Aufgabe des Staates oder der Banken, darüber zu entscheiden, welche Risiken ein Kapitalanleger eingehen möchte. Effizienter Anlegerschutz besteht in der Schaffung von Markttransparenz und darin, daß der Staat Sanktionen gegen solche Aktiengesellschaften und Emissionshäuser ergreift, die mit falschen Informationen bei der Emission werben. Die materielle Bonität, also die langfristigen Ertragsperspektiven einer Aktiengesellschaft zu bewerten ist Aufgabe jedes einzelnen Anlegers und seines gegebenenfalls hinzugezogenen Beraters. Eine Reform der Börsen-Zulassung müßte gerade darauf abzielen, einen transparenten Handelsplatz auch für die Anteile solcher Gesellschaften zu schaffen, deren Ertragsentwicklung nicht gesichert erscheint (1).

44. Nicht nur die Möglichkeit des Zugangs zu einem transparenten Effektenmarkt, sondern auch der Emissionskurs ist für jedes Unternehmen von Bedeutung. Die Emissionskurse für Aktien von Unternehmen, die erstmals an die Börse gehen, sind in vielen Fällen zu niedrig: Fast alle Emissionen wurden mehrfach überzeichnet und die erste Kursnotierung lag in einer ganzen Reihe von Fällen deutlich oberhalb des Ausgabekurses (2). Der erzielbare Emissionskurs bestimmt wesentlich die Kapitalkosten für die Altgesellschafter, denn er bringt zum Ausdruck, auf welchen Anteil des künftigen Unternehmensgewinns sie verzichten müssen, um eine Einheit zusätzlichen Kapitals einzuwerben. Die am deutschen Aktienmarkt zu beobachtende Tendenz, Aktien deutlich unter dem Gleichgewichtspreis zum Verkauf anzubieten, stellt für die Altgesellschafter eine Verteuerung der Unternehmensfinanzierung dar, die in vielen Fällen schwerwiegender ist als die unmittelbar mit der Einbe-

---

(1) Anzumerken ist, daß auch ein Antragsmonopol für Banken keinesfalls einen umfassenden Anlegerschutz bietet. So waren im Emissionskonsortium für die Treuwo AG, einer Neuemission des Jahres 1983, die kurze Zeit später Konkurs anmeldete, immerhin vier Kreditinstitute vertreten.

(2) Im Jahre 1984 lag die erste Kursnotierung um bis zu 65 vH (MCS AG) über dem Ausgabekurs. Im Durchschnitt lag die erste Notierung um 17 vH darüber.

ziehung in den Effektenhandel verbundenen Kosten (Emissionsprovision der Banken, Erstellung eines Exposés oder Prospekts, Zulassungsgebühren). Die Unterbewertung ist mitverantwortlich dafür, daß vielen Unternehmen die Beschaffung von Risikokapital über die Börse zu teuer ist und sie nach anderen Finanzierungsquellen suchen müssen. Begünstigt von zu niedrig festgelegten Emissionskursen sind diejenigen, denen Aktien zum Ausgabekurs vom Emissionskonsortium zugeteilt werden. Sie erhalten eine ökonomische Rente. Daß ein niedriger Emissionskurs die Kosten der Kapitalbeschaffung in späteren Finanzierungsrunden reduziert und insofern einen Ausgleich für die Altgesellschafter bietet, konnte bislang nicht belegt werden [Albach, 1984, S. 20].

45. Die niedrigen Emissionskurse sind eine Folge des geringen Wettbewerbs zwischen Emissionsinstituten (1). Hier macht sich die staatliche Zugangsbeschränkung für Emissionshäuser bemerkbar. Damit hängt das in der Bundesrepublik Deutschland übliche Emissionsverfahren zusammen. Die Aktien werden nicht über die Börse zu einem markträumenden Preis versteigert, sondern zu einem im voraus fixierten Kurs dem Publikum zur Zeichnung angeboten. Will man sicherstellen, daß alle Aktien gezeichnet werden, so ist einsichtig, daß der Emittent den Ausgabepreis tendenziell unterhalb des Gleichgewichtspreises fixiert. Außerdem haben Banken, die als Emissionshäuser fungieren, ein Interesse an niedrigen Kursen, die eine schnelle Markträumung sicherstellen, weil sie normalerweise Aktienemissionen nicht nur begeben, d.h. als Zeichnungsstelle dienen und Werbung für die Emission machen, sondern weil es üblich ist, daß sie die Emission zunächst selbst kaufen (übernehmen) und lediglich dem Unternehmen gegenüber die Verpflichtung eingehen, die jungen Aktien zu einem bestimmten Preis anzubieten. Das Zeichnungsrisiko wird bei der Übernahme im Gegensatz zu einer Begebung vom Emissionshaus getragen.

46. Mehr Wettbewerb würde Emissionshäuser vermutlich dazu veranlassen, Aktien in Einzelfällen auch im Tenderverfahren zu emittieren [Thede, 1983, S. 122]. Praktizieren ließe sich das Verfahren in der Weise, daß alle kaufwilligen Anleger limitierte Zeichnungsgebote abgeben und nach Ablauf der Zeichnungsfrist eine Zuteilung zum rechnerischen Gleichgewichtskurs erfolgt. Es steht dem Emittenten dabei frei, einen Mindestkurs festzusetzen. Gesetzlich wäre es der Nennbetrag der Aktie. Das Tenderverfahren würde mehr Unternehmer dazu motivieren, an der Börse Eigenkapital aufzunehmen, weil es die künstlichen Knappheitsrenten derjenigen, denen beim heutigen Verfahren Aktien zugeteilt werden, reduziert (2).

---

(1) Lediglich von der Drägerwerk AG, Lübeck, ist bekannt, daß es ihr gelang, den Konsortialführer zu wechseln. Dadurch stieg der Emissionskurs um 25 vH [Albach, 1984, S. 22].

(2) Wollen die Altgesellschafter einer Aktiengesellschaft eine angemessene Marktgängigkeit der Aktien erreichen oder wollen sie einziger Großaktionär bleiben, um so einen größeren Einfluß auf die Unternehmensleitung zu behalten, so streben sie eine breite Streuung der Aktien an. Dies kann beim diskretionären Tenderverfahren erreicht

V. Risikokapital durch Genußscheine

47. Verstärkt diskutiert wird in jüngerer Zeit, ob sich mittelständische Unternehmen durch die Emission von Genußscheinen, die am Effektenmarkt gehandelt werden, Risikokapital beschaffen können [Vollmer, 1983; Süchting, 1984]. Genußrechte sind keine Mitgliedschaftsrechte (Kontroll-, Anfechtungs-, Stimmrechte), sondern sie gewähren Gläubigerrechte (1) am Gewinn und am Liquidationserlös. Genußrechte sind meistens verbrieft (Genußscheine) und als solche handelbar. Der Gestaltungsspielraum ist sehr weit. Typischerweise wird das stimmrechtslose Genußkapital vor den anderen Gläubigern von Verlusten getroffen und stellt somit Risikokapital dar.

48. Genußscheine spielten als Instrument der Unternehmensfinanzierung seit der Schaffung der (stimmrechtslosen) Vorzugsaktie durch die Aktiengesetzreform 1937 kaum eine Rolle. Erst in den letzten Jahren gewannen sie wieder an Bedeutung im Rahmen der Beteiligung von Mitarbeitern am Unternehmensgewinn bei einigen Großunternehmen (z. B. Bertelsmann, Gruner & Jahr, BMW). Die Banken können seit der Reform der Eigenkapitalvorschriften des Kreditwesengesetzes 1985 ihr haftendes Eigenkapital durch die Ausgabe von Genußscheinen erweitern. Genußscheine können zum Börsenhandel zugelassen werden (§ 2 Börsen-Zulassungs-Bekanntmachung), auch wenn die emittierende Gesellschaft nicht die Rechtsform einer Aktiengesellschaft hat. Zu fragen ist, ob der Genußschein kleineren und mittleren Unternehmen in der Rechtsform der Kommanditgesellschaft oder der Gesellschaft mit beschränkter Haftung eine Möglichkeit eröffnet, sich Risikokapital am Kapitalmarkt zu beschaffen.

49. Der Sachverständigenrat [1983, Tz. 558] weist darauf hin, daß Genußscheine eine interessante Finanzierungsmöglichkeit vor allem für Kommanditgesellschaften darstellen können. Dies setzt aber voraus, daß der Genußschein eine unbegrenzte Laufzeit hat und nicht zurückgezahlt werden kann, da andernfalls die Haftungsfunktion dieses Kapitals gegenüber dem Fremdkapital ausgehöhlt werden könnte. Ein aktienähnlicher handelbarer Genußschein müßte deshalb auf Kapitalgesellschaften beschränkt sein [Vollmer, 1983, S. 453].

50. Das fehlende Stimmrecht des Genußscheins kommt den Wünschen mancher eigenkapitalsuchenden Unternehmer entgegen. Ob es jedoch auch ein umfangreiches Kapitalangebot

---

werden, bei dem die Unternehmensleitung unter Inkaufnahme eines niedrigeren Erlöses die Möglichkeit hat, selbst in das Zuteilungsverfahren einzugreifen [H. Schmidt, 1984b, S. 716].

(1) Dies ist der Unterschied zu Vorzugsaktien, die alle Mitgliedschaftsrechte bis auf das Stimmrecht gewähren.

unter dieser Bedingung gibt, hängt nicht zuletzt von der sonstigen Ausgestaltung des Genußscheins ab. Erforderlich für den öffentlichen Handel ist zunächst die Veröffentlichung und leichte Verfügbarkeit des geprüften Jahresabschlusses. Auf einer solchen Basis können sich am Kapitalmarkt leichter Kurse bilden und Käufer entscheiden. Außerdem müssen die Ansprüche der Kapitalgeber derartig abgesichert sein, daß das Genußkapital nicht "ausgehungert" werden kann. Es muß verhindert werden, daß der Anspruch des Genußscheinbesitzers durch Kapitalerhöhungen verwässert werden kann oder daß der Genußscheinbesitzer leer ausgeht, weil kein Jahresüberschuß ausgewiesen wird, sondern sich die geschäftsführenden Gesellschafter hohe Gehälter genehmigen. Das Aktienrecht verhindert das Aushungern der Vorzugsaktionäre dadurch, daß bei wiederholtem Ausfall der garantierten Mindestdividende das Stimmrecht auflebt (§ 140 II AktG) und bei Kapitalerhöhungen dem Aktionär Bezugsrechte zustehen. Ökonomische Überlegungen hinsichtlich der Eindeutigkeit der Erfolgsbeteiligung, die der Genußschein verbrieft, legen den Schluß nahe, daß Genußrechte ähnlich wie die Vorzugsaktien ausgestaltet sein müssen, wenn sie öffentlich gehandelt werden sollen. Eine nennenswerte Nachfrage nach Genußscheinen ist lediglich zu erwarten, falls dem Genußkapital eine gewinnunabhängige Vorzugsdividende zugebilligt wird, die zu zahlen bzw. nachzuzahlen ist, sobald das Unternehmen einen Jahresüberschuß ausweist [Vollmer, 1983, S. 472]. Nur eine gewisse Standardisierung des Genußscheins hinsichtlich des Anlegerschutzes kann wahrscheinlich zu einer Belebung des Handels beitragen. Dies ist allerdings keine Aufgabe für den Gesetzgeber, sondern sollte der Gestaltungsfreiheit der Unternehmen überlassen bleiben. Sofern es richtig ist, daß die Kapitalgeber nur solche Genußscheine akzeptieren, bei denen das ausgebende Unternehmen sich Beschränkungen auferlegt, die denen des Aktienrechts sehr nahe kommen, dürfte es sowohl einzelwirtschaftlich wie auch gesamtwirtschaftlich effizient sein, wenn die Gesellschaft in eine Aktiengesellschaft umgewandelt wird und statt Genußscheine Vorzugsaktien emittiert. Letzteres ist bis zur Hälfte des Grundkapitals möglich. Auf diese Weise wird die Markttransparenz erhöht, und Informations- und Transaktionskosten werden gesenkt.

VI. Maßnahmen zur Erhöhung des Angebots an Risikokapital durch finanzielle Intermediäre

51. Die Erleichterung der Emission von Aktien vergrößert für die privaten Haushalte das Angebot an relativ liquiden, kleingestückelten Direktbeteiligungen an Unternehmen. Neben privaten Haushalten sind institutionelle Kapitalanleger wie Lebensversicherungen und Investmentfonds bedeutende potentielle Nachfrager von Aktien. Soll die Sachkapitalallokation durch die Einschaltung finanzieller Intermediäre verbessert werden, so darf deren Anlagespektrum nicht unnötig eingeschränkt werden, was bisher jedoch der Fall ist (vgl. Tz.

54 ff.). Erachtet man spezielle Maßnahmen des Anlegerschutzes als notwendig, so muß der Gesetzgeber darauf achten, daß Versicherungen und Investmentfonds ihr Portefeuille ausreichend streuen können [Schneider, 1983]. Verhindert werden muß lediglich, daß einzelne Beteiligungen ein größeres Gewicht im Portefeuille besitzen. Nicht zutreffend ist die These, daß nur eine Beschränkung des Anlagespektrums auf größere Aktiengesellschaften, Staatspapiere und Hypothekarkredite die Streuung (Varianz) der Rendite eines Portefeuilles niedrig hält. Eine Verbreiterung der Anlagemöglichkeiten erhöht die Wahrscheinlichkeit, daß ein Portefeuille dieselbe Streuung, aber einen höheren Erwartungswert hat (1).

52. Eine Beschränkung des Anlagespektrums der Versicherungen und Investmentfonds kann nicht damit begründet werden, daß die Veräußerbarkeit von Beteiligungen an kleinen Unternehmen nicht ohne Einfluß auf den Kurswert der Beteiligung möglich sei. Sofern ein breiter Kreis an potentiellen Nachfragern auf einem Markt vorhanden ist, besteht eine solche Gefahr nicht. Der britische Kapitalmarkt und insbesondere der dortige Unlisted Securities Market, d.h. das unterste Effektenmarktsegment, werden von institutionellen Anlegern dominiert, die für einen ausreichend breiten Markt sorgen [Fanning, 1982; Financial Times, 12.3.84].

53. Aus wettbewerbspolitischer Sicht wäre eine Direktbeteiligung privater Haushalte an Unternehmen einem indirekten Angebot an Risikokapital über finanzielle Intermediäre überlegen. Dies gilt selbst dann, wenn die Intermediäre Unternehmen mit einer Vielzahl von Eigentümern sind. Denn bei einer Konzentration von wirtschaftlichen Verfügungsrechten bei den Banken und Versicherungen, bei ersteren noch verstärkt durch das Depotstimmrecht, wirken sich eventuelle Wettbewerbsbeschränkungen im finanziellen Sektor sofort auf die gesamte Wirtschaft aus. Die finanziellen Intermediäre können dann über ihre Aufsichtsratsposten die Tätigkeit auch nicht-finanzieller Unternehmen aufeinander abstimmen und über ihre Kapitalanlageentscheidungen Marktzutrittsschranken für neue Unternehmen errichten. Dies läßt sich nur verhindern, wenn der Gesetzgeber für Konkurrenz auch im finanziellen Sektor sorgt und Marktzutrittsbarrieren für finanzielle Intermediäre niedrig hält. Eine Vielzahl von unabhängigen Banken, Versicherungen, Pensionskassen und Kapitalanlage- und -beteiligungsgesellschaften verhindert am ehesten das Aufkommen wirtschaftlicher Macht. Auf die Tätigkeit finanzieller Intermediäre zu verzichten und nur noch direkte Beteiligungen privater Haushalte an Unternehmen anzustreben wäre sicher keine sinnvolle Lösung. Für denjenigen privaten Anleger, der mit seinem kleinen Portefeuille keine ausreichende Streuung der Beteiligungen vornehmen kann und für den sich die kostspielige Beschaffung von Informationen über die Ertragsperspektiven von Wirtschafts-

(1) Die Varianz eines Portefeuilles ergibt sich aus den Varianzen der einzelnen Bestandteile des Portefeuilles und aus den zwischen ihnen bestehenden Kovarianzen.

zweigen und Unternehmen nicht lohnt, ist die Kapitalanlage bei Intermediären oft die überlegene Anlagestrategie.

54. Konkret sieht es derzeit so aus, daß Investmentgesellschaften nur an einem eng begrenzten Kreis von Unternehmen Beteiligungen erwerben dürfen. § 8 des Gesetzes über Kapitalanlagengesellschaften (KAGG) (1) legt fest, daß die Wertpapiere, die zum Fondsvermögen gehören, zum amtlichen Handel zugelassen oder in den geregelten Freiverkehr einbezogen sein müssen. Es ist nicht zulässig, Wertpapiere zu erwerben, die nur außerhalb dieser Marktsegmente gehandelt werden. Diese Bestimmung vermindert künstlich das Angebot an Risikokapital für kleine und junge Unternehmen. Dabei wären Investmentgesellschaften aufgrund ihres Anlagevolumens in der Lage, durch eine Streuung ihrer Anlage das Risiko des Fonds gering zu halten. Die Leistungsfähigkeit von Kapitalanlagegesellschaften (Investmentfonds) würde gesteigert werden, wenn die derzeitige Beschränkung der Anlagemöglichkeiten in der Weise ausgedehnt wird, daß die Fonds auf allen Teilen des Effektenmarkts investieren dürften, auch im ungeregelten Freiverkehr. Notwendig dazu wäre eine Änderung des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften (§ 8 KAGG). Es bliebe den einzelnen Fonds unbenommen, per Satzung ihr Anlagespektrum einzuengen. Dies würde erfolgen, sofern ein größerer Kreis von Investoren Fonds sucht, die nur Aktien im amtlichen Handel und im geregelten Freiverkehr erwerben. Die Ausdehnung der Kapitalanlage auf den ungeregelten Freiverkehr würde die Finanzierungsmöglichkeiten jüngerer Unternehmen, die nur zu diesem Marktsegment Zugang haben, verbessern. Sie könnte zu höheren Erträgen der Anteilseigner führen. Trotzdem wären die Investmentanteile möglicherweise weniger risikoreich als die Anteile solcher Fonds, die sich auf im amtlichen Handel notierte Aktien einer einzigen Branche (z.B. Rohstoffe, Energie) konzentriert haben.

55. Die Veräußerbarkeit von Beteiligungen würde verbessert werden, wenn institutionelle Anleger auch im ungeregelten Freiverkehr investieren dürften. Damit eine Unternehmensbewertung bei kleinen Aktiengesellschaften für das Fonds-Management nicht an den Kosten (Relation Bewertungskosten zu Anlagebetrag) scheitert, sollte die Regelung aufgehoben werden, daß nicht mehr als 5 vH der Kapitalanteile einer Gesellschaft von einem Fonds gehalten werden dürfen (§ 8 IV KAGG). Sofern der Marktzutritt für Kapitalanlagegesellschaften frei ist, ist eine Streichung dieser Beherrschungsklausel wettbewerbspolitisch

---

(1) Kapitalanlagegesellschaften sind Unternehmen, die bei ihnen eingelegtes Geld für gemeinschaftliche Rechnung der Einleger nach dem Grundsatz der Risikomischung in Wertpapieren oder Grundstücken anlegen. Sie unterwerfen sich besonderen Anlagevorschriften, wenn sie die Bezeichnung "Investmentgesellschaft" oder "Kapitalanlagegesellschaft" führen wollen.

unbedenklich. Eine Ausweitung der Anlagemöglichkeiten für Investmentfonds beseitigt die Diskriminierung der im ungeregelten Freiverkehr gehandelten Aktien.

56. Die zweite institutionelle Anlegergruppe, deren Anlageentscheidungen staatlich reglementiert und überwacht werden, sind die Versicherungen. Ihnen fließen nicht zuletzt aufgrund der steuerlichen Begünstigung in Form der Steuerfreiheit der Kapitalerträge beträchtliche Anlagemittel zu. Auch bei Versicherungen könnte die Ertragssituation gesteigert und die Verzerrung der Sachkapitalallokation zugunsten der großen Aktiengesellschaften im amtlichen Handel und im geregelten Freiverkehr abgebaut werden, wenn man die Anlagevorschriften umstellt und statt einer Beschränkung auf "sichere" Anlagen eine ausreichende Risikostreuung vorschriebe. Konkret sieht es derzeit so aus, daß Versicherungen nur im begrenzten Rahmen Unternehmen Eigenkapital zur Verfügung stellen dürfen. § 54 a VAG schreibt vor, daß der Teil des Vermögens einer Versicherung, dem Verpflichtungen aus Versicherungsverträgen gegenüberstehen (gebundenes Vermögen), höchstens in Form von Aktien, die an der Börse amtlich notiert oder in den geregelten Freiverkehr einbezogen sind, angelegt werden darf und daß der Anteil der Aktien am gebundenen Vermögen insgesamt nicht größer als 25 vH sein darf. Anteile an von Kapitalanlagegesellschaften verwalteten Aktienfonds fallen ebenfalls unter die 25 vH-Grenze. Beteiligungen an GmbHs und an Aktiengesellschaften, die nicht im amtlichen Handel und im geregelten Freiverkehr gehandelt werden, müssen jeweils einzeln von der Aufsichtsbehörde genehmigt werden.

57. Begründet werden die Anlagebeschränkungen mit besonderen Risiken des Beteiligungskapitals. Die Beschränkung auf Standardaktien erfolgte, weil der Gesetzgeber vermutete, daß bei solchen Aktien das Risiko eines Kursverlusts geringer ist als bei Aktien, die am Rande der Börse gehandelt werden. Die 25 vH-Grenze soll die möglichen Verluste der Versicherung bei einem breiten Kurssturz an der Börse begrenzen. Wenn schließlich im § 54 a VAG vorgeschrieben wird, daß nicht mehr als 5 vH der Aktien einer Gesellschaft sich im Portefeuille der Versicherung befinden dürften, so wird dies sowohl mit Argumenten aus dem Anlegerschutz wie aus der Wettbewerbspolitik begründet. Zum einen soll damit verhindert werden, daß Kauf- und Verkaufsentscheidungen der Versicherung den Kurs der Aktie beeinflussen und somit die Liquidität für die Versicherung einschränken. Zum anderen soll verhindert werden, daß die Versicherungen die beteiligten Unternehmen beherrschen können.

58. Ein Effekt der Anlagebeschränkungen besteht darin, daß die Versicherungen in ihrer Möglichkeit zur Risikotransformation beschränkt werden und daß sie lediglich den wenigen börsennotierten Unternehmen Risikokapital anbieten können. Alle anderen Unternehmen sind deshalb bei der Beschaffung von Risikokapital benachteiligt. Dabei sind solche Anlagebeschränkungen, welche sich negativ auf die Kapitalallokation auswirken, nicht not-

wendig, um zu gewährleisten, daß Versicherungen ihre sehr langfristig abgeschlossenen Verträge erfüllen können.

59. Die Auflage, daß eine Versicherung nicht mehr als 5 vH des Grundkapitals einer Gesellschaft halten soll, stellt prinzipiell ein Hindernis für Beteiligungen an kleineren Unternehmen dar, weil die Auswahl- und Überwachungskosten bei einer Beteiligung weitgehend fix sind. Sobald eine Beteiligung an Unternehmen des ungeregelten Freiverkehrs erlaubt werden würde, käme die diskriminierende Wirkung dieser Bestimmung zum Tragen. Sie ist unter dem Aspekt des Anlegerschutzes nicht notwendig, solange die Beteiligung nur einen kleinen Anteil am Portefeuille der Versicherung bildet. Auch wettbewerbspolitisch läßt sich diese Klausel nicht zwingend begründen. Es soll verhindert werden, daß Kapitalsammelstellen sozusagen zu Schaltzentralen der deutschen Wirtschaft werden. Unter diesem Gesichtspunkt wird bereits seit Jahren diskutiert, ob nicht auch in das Kreditwesengesetz eine vergleichbare Beherrschungsklausel eingefügt werden sollte. Sofern es einen funktionsfähigen Wettbewerb zwischen vielen finanziellen Intermediären gibt, ist keine Konzentration wirtschaftlicher Macht zu befürchten. Darüber hinaus erscheint eine Begrenzung der Beteiligungshöhe als ein wenig geeignetes Instrument, um das Entstehen wirtschaftlicher Macht einzelner Versicherungen zu verhindern. Denn nicht nur der Eigenkapitalgeber, sondern auch jeder größere Kreditgeber hat de facto Mitspracherechte in einem Unternehmen. Dies wird spätestens dann deutlich, wenn das Unternehmen in eine Liquiditätskrise gerät und auf zusätzliche Kredite oder eine Umschuldung angewiesen ist. Die Macht des Kreditgebers ist dann besonders groß, wenn das Unternehmen keine Eigenkapitalgeber findet, etwa weil der Risikokapitalmarkt wenig ausgebaut ist. Schließlich sei darauf hingewiesen, daß derselbe Gesetzgeber, der Beteiligungen bei Versicherungen auf 5 vH beschränkt, für andere Unternehmen durch das steuerrechtliche Schachtelprivileg Anreize schafft, Beteiligungen von mindestens 10 vH einzugehen: Gewerbe- und Vermögensteuer sind bei geringeren Beteiligungen sowohl beim beteiligten wie beim zu beteiligenden Unternehmen zu zahlen.

60. Die Aufnahmefähigkeit des Marktes für Beteiligungstitel läßt sich also ohne negative Auswirkungen in anderen Bereichen stärken, wenn es Versicherungen ermöglicht wird, Aktien zu erwerben, die im ungeregelten Freiverkehr gehandelt werden, Anteile an Kapitalbeteiligungsgesellschaften und dabei insbesondere an Wagnisfinanzierungsgesellschaften zu halten und direkte Kapitalbeteiligungen außerhalb der Börse einzugehen (1). Erforderlich wäre eine Änderung des § 54 a VAG. Dem Anlegerschutz würde dadurch Genüge getan, daß nur noch die Höchstgrenze des Anteils einer Gesellschaft am Deckungsstockvermögen festgelegt würde. Dabei könnte man sich am britischen Vorbild orientieren [Bierich, 1983, S. 40] und Grenzwerte festlegen (Tabelle 3).

(1) In den Vereinigten Staaten sind Pensionskassen eine bedeutende Anlegergruppe am Wagniskapitalmarkt, an dem sie 0,1 vH ihres Vermögens investieren dürfen.

Tabelle 3 - Vorschlag zu einer Reform der Anlagevorschriften für Versicherungen

Kategorie	Zulässiger Anteil am Deckungsstock
Börsennotierte Aktien einer einzelnen Gesellschaft	2,5 vH
Nicht börsennotierte Aktien einer einzelnen Gesellschaft	1,0 vH

Quelle: Bierich [1983, S. 40].

61. Beide Maßnahmen können die Erträge der Kapitalanlage der Versicherungen erhöhen, ohne daß die Streuung des jeweiligen Portefeuilles steigen muß. Trotz der geringen Prozentsätze, welche die erste Maßnahme zuläßt, kann sie bereits zu einer beträchtlichen Steigerung des Angebots an Risikokapital für kleinere Unternehmen führen. Immerhin betrug das Volumen der Geldanlage bei Versicherungen Ende 1984: 420,4 Mrd. DM [Deutsche Bundesbank, a, Mai 1985]. Wenn derzeit Versicherungsunternehmen wenig Interesse an einer Ausdehnung der Anlagemöglichkeiten zeigen, so mag dies daran liegen, daß die momentane Beschränkung auf Staatspapiere, abgesicherte Kredite und an der Börse gehandelte Aktien eine Begrenzung des Wettbewerbs bei der Kapitalanlage erleichtert.

VII. Abschließende Bemerkungen

62. Als Fazit läßt sich festhalten, daß für kleinere Unternehmen eine Erleichterung des Zugangs zu risikotragendem Kapital nur zu erreichen ist, wenn es gelingt, die Voraussetzungen für die Einbeziehung von Aktien solcher Unternehmen in den Wertpapierhandel zu liberalisieren. Dies ist in Anbetracht der Selbstverwaltung der Börsen in erster Linie eine Aufgabe der Börsen und Kreditinstitute. Sie müssen ihre überkommenen Vorstellungen von der Börsenreife eines Unternehmens aufgeben und es auch noch nicht etablierten Gesellschaften ermöglichen, ihre Anteile auf einem transparenten Markt handeln zu lassen. Ziel eines Zulassungsverfahrens sollte es nicht sein, eine Bonitätsprüfung vorzunehmen und Risiken auszuschließen, sondern lediglich sicherzustellen, daß die gehandelten Ansprüche eindeutig definiert und leicht erkennbar sind sowie daß Betrugsfälle weitgehend ausgeschlossen werden. Der Gesetzgeber ist aufgefordert, Marktzutrittsschranken zum Aktienhandel abzubauen. Dies erfordert, daß im geregelten Markt, der gesetzlich verankert werden soll, emissionswillige Unternehmen eine Zulassung ihrer Geschäftsanteile zum Handel selbst beantragen können. Damit könnten Außenseiter, die kein an einer Börse zugelassenes Kreditinstitut sind, selbständig als Emissionshaus tätig werden. Daneben sollte der Staat im Rahmen seiner Börsenaufsicht durchsetzen, daß Freimakler an einer Börse

ohne Einflußnahme von Banken Aktien in den ungeregelten Freiverkehr einbeziehen können. Um die Nachfrage der Anleger auf diesem Teil des Marktes zu beleben, sind Anlagebeschränkungen für institutionelle Anleger (Versicherungen und Investmentfonds) zu lockern. Eine Verwirklichung dieser Maßnahmen schafft finanzielle Entfaltungsspielräume, um jene Risiken einzugehen, die mit Innovationen und der Erschließung neuer Märkte unweigerlich verbunden sind.

Literaturverzeichnis

ALBACH, Horst, "Kapitalausstattung und Entwicklung der Unternehmen". In: Marcus BIERICH, Reinhart SCHMIDT (Hrsg.), Finanzierung deutscher Unternehmen heute. Stuttgart 1984, S. 1-28.

BIERICH, Marcus, "Anlagevorschriften der Versicherungsgesellschaften in den USA und Großbritannien". Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Sonderheft 16: Kapitalanlageplanung, 1983, S. 31-41.

DEUTSCHER BUNDESRAT, Stenographischer Bericht, 553. Sitzung, Bonn 5.7.1985.

DEUTSCHE BUNDESBANK [a], Monatsberichte, lfd. Jgg.

-- [b], Zahlenübersichten und methodische Erläuterungen zur gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung der Deutschen Bundesbank 1960 bis 1982. Sonderdrucke der Deutschen Bundesbank, Nr. 4, 4. Aufl., Frankfurt/M. 1983.

FANNING, David, Pension Funds in the United Kingdom Financial Markets. Tilburg 1982.

FELS, Gerhard, "More Risk Capital for Private Enterprise". In: Herbert GIERSCH (Hrsg.), New Opportunities for Entrepreneurship. Tübingen 1984, S. 29-39.

FRIEND, Irwin, Edward S. HERMAN, "The SEC Through a Glass Darkly". Journal of Business, Vol. 37, 1964, S. 382-405.

FRITSCH, Ulrich, Die Eigenkapitallücke in der Bundesrepublik. Köln 1981.

GERKE, Wolfgang, "Liquiditation und Konzentration innovativer Unternehmen - Schuld der bestehenden Finanz-Institutionen". In: Rudolf BRATSCHITSCH, Wolfgang SCHNELLINGER (Hrsg.), Unternehmenskrisen - Ursachen, Frühwarnung, Bewältigung. Stuttgart 1981, S. 301-317.

HOLMAN, Walter, Allan YOUNG, "Small Business in the United States: Failures and Public Financing". Strathclyde Convergencies, Issues in Accountability, No. 9, October 1983, S. 19-34.

INSTITUT "FINANZEN UND STEUERN", Die Aktie - Ihre Bedeutung für den Kapitalmarkt und die Unternehmensfinanzierung. Brief Nr. 240. Bonn 1985.

JENSEN, Michael C., William H. MECKLING, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". Journal of Financial Economics, Vol. 3, 1976, S. 305-360.

KAU, Wolfgang M., Venture Capital & Going Public. Unternehmensfinanzierung in den USA. Köln 1984.

SACHVERSTÄNDIGENRAT ZUR BEGUTACHTUNG DER GESAMTWIRTSCHAFTLICHEN ENTWICKLUNG, Jahresgutachten 1983/84. Stuttgart 1983.

SCHMIDT, Hartmut [1984a], Special stock market segments for small company shares. Capital raising mechanism and exit route for investors in new technology-based firms. Luxemburg 1984.

-- [1984b], "Venture Capital vom Publikum". Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Vol. 37, 1984, S. 713-718.

SCHMIDT, Reinhard H., "Rechnungslegung als Informationsproduktion auf nahezu effizienten Kapitalmärkten". Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Vol. 34, 1982, S. 728-748.

SCHNEIDER, Dieter, Investition und Finanzierung. 5., neu bearb. Aufl., Wiesbaden 1980.

--, "Kapitalanlagevorschriften und Verbraucherschutz". Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung (zfbf), Sonderheft 16, 1983, S. 5-30.

SCHÜRMANN, Walter, Familienunternehmen und Börse. Emittieren - warum und wie? Wiesbaden 1980.

SCHWARZER, Ursula, "Spiel mit der Freiheit". Manager-Magazin. Dezember 1984, S. 40-45.

STATISTISCHES BUNDESAMT [a], Statistisches Jahrbuch für die Bundesrepublik Deutschland. Stuttgart, lfd. Jgg.

-- [b], Fachserie 14: Finanzen und Steuern, Reihe 8: Umsatzsteuer. Stuttgart, lfd. Jgg.

STIGLER, George, "Public Regulation of the Securities Markets". Journal of Business, Vol. 37, 1964, S. 117-142.

STUDIENKOMMISSION "GRUNDSATZFRAGEN DER KREDITWIRTSCHAFT", Bericht. Schriftenreihe des Bundesministeriums der Finanzen, Heft 28, Bonn 1979.

SÜCHTING, Joachim, "Nachrangige Verbindlichkeiten in der Kapitalstruktur deutscher Unternehmen?" In: Marcus BIERICH, Reinhart SCHMIDT (Hrsg.), Finanzierung deutscher Unternehmen heute. Stuttgart 1984, S. 107-116.

THEDE, Jürgen, Mehr Risikokapital über die Börse. Institut für Betriebswirtschaftslehre der Universität Kiel, Arbeitspapiere, Nr. 135, November 1983.

VOLLMER, Lothar, "Der Genußschein - ein Instrument für mittelständische Unternehmen zur Eigenkapitalbeschaffung an der Börse". Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Vol. 12, 1983, S. 445-475.

VORMBAUM, Herbert, "Sicherung der Unternehmensfinanzierung durch Schaffung neuer Kapitalanlageformen und Risikostrukturen". In: Marcus BIERICH, Reinhart SCHMIDT (Hrsg.), Finanzierung deutscher Unternehmen heute. Stuttgart 1984, S. 117-164.

ZAß, Manfred, Geregelter Freiverkehr: Gut funktionierendes Marktsegment mit einer jahrzehntelangen Tradition. Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ) vom 6.3.1984.