

# Deutsche Börsengeschichte

Mit Beiträgen von

Rainer Gömmel, Friedrich-Wilhelm Henning,  
Karl Heinrich Kaufhold, Bernd Rudolph,  
Rolf Walter

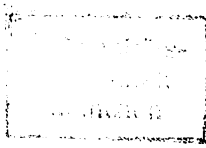
Herausgegeben im Auftrag  
des Wissenschaftlichen Beirats des Instituts für  
bankhistorische Forschung  
von Hans Pohl

Schriftleitung: Gabriele Jachmich

Fritz Knapp Verlag



Frankfurt am Main



58911782

Dem Wissenschaftlichen Beirat des Instituts für  
bankhistorische Forschung e.V., Frankfurt am Main, gehören an:

Dr. Gunther Aschhoff, Prof. Dr. Jean-François Bergier, Prof. Dr. Karl Erich Born,  
Prof. Dr. Wolfram Engels, Prof. Dr. Rosemarie Kolbeck, Dr. Jürgen Mura,  
Prof. Dr. Hans Pohl, Prof. Dr. Manfred Pohl, Prof. Dr. Bernd Rudolph,  
Dr. Jochen Schober, Prof. Dr. Dr. h.c. Wilhelm Treue, Herbert Wolf

ISBN 3-7819-0519-5

© 1992 by Verlag Fritz Knapp GmbH; Frankfurt am Main  
Gesamtherstellung: Hassmüller KG Graphische Betriebe, Frankfurt am Main  
Schutzumschlag: Günter Müller, Griesheim bei Darmstadt

Printed in Germany

58911782

# Inhalt

Vorwort	9
---------	---

*Rolf Walter*

I. Geld- und Wechselbörsen vom Spätmittelalter bis zur Mitte des 17. Jahrhunderts	
1. Einführung	15
2. Definition und Abgrenzung	20
3. Zum Forschungsstand	22
4. Die Voraussetzungen markt- bzw. börsenmäßigen Verkehrs	27
5. Die Gegenstände „börsenmäßigen“ Handels	30
5.1. Geld als Tauschmittel und „Börsengegenstand“	30
5.2. Der Wechsel als Gegenstand „börsenmäßigen“ Verkehrs	35
5.3. Beteiligungspapiere und festverzinsliche Wertpapiere	38
6. Geschichte der Messen, Märkte und „Börsen“	42
6.1. Vorbemerkungen	42
6.2. Messestädte, Geld- und Wechselplätze	43
6.2.1. Köln	43
6.2.2. Frankfurt am Main	45
6.2.3. Die oberdeutschen Kapital- und Wechselmärkte	51
6.2.3.1. Nürnberg	53
6.2.3.2. Augsburg	57
6.2.4. Naumburg und Leipzig	62
6.2.5. Lübeck	64
6.2.6. Kiel	65
6.2.7. Hamburg	66
6.2.8. Sonstige „Börsenplätze“	68
Anmerkungen	69

*Karl Heinrich Kaufhold*

II. Der Übergang zu Fonds- und Wechselbörsen vom ausgehenden 17. Jahrhundert bis zum ausgehenden 18. Jahrhundert	
1. Einleitung	79
2. Der Rahmen der Börsenentwicklung	81

2.1.	Die Börsengeschichte in der „allgemeinen“ Geschichte	81
2.2.	Wirtschaftliche Expansion	81
2.3.	Aufstieg des modernen Staates	82
2.4.	Folgen für die Geld- und Kapitalmärkte	83
3.	Das deutsche Börsenwesen im Überblick	86
3.1.	Die Börsenplätze	86
3.2.	Organisation der Börsen	90
3.3.	Maklerwesen	91
3.4.	Die Börsengeschäfte	92
3.5.	Die Börsenspekulation	95
4.	Einzelne Börsenplätze	96
4.1.	Augsburg	96
4.2.	Berlin	99
4.3.	Bremen	102
4.4.	Breslau	103
4.5.	Danzig	104
4.6.	Frankfurt am Main	105
4.7.	Hamburg	110
4.8.	Hannover	113
4.9.	Köln	114
4.10.	Königsberg	115
4.11.	Kolberg	116
4.12.	Leipzig	117
4.13.	Lübeck	119
4.14.	Nürnberg	120
4.15.	Wien	121
	Anmerkungen	124

*Rainer Gömmel*

### III. Entstehung und Entwicklung der Effektenbörse im 19. Jahrhundert bis 1914

1.	Die moderne Effektenbörse und das 19. Jahrhundert	135
1.1.	Die Zeit bis zur Reichsgründung 1871	135
1.1.1.	Das Geschäft mit Staatsanleihen	136
1.1.2.	Eisenbahnbau und Börse	138
1.1.3.	Zentren des Effektenhandels	142
1.1.4.	Notwendige qualitative Elemente des Effektenhandels	149
1.2.	Wirtschaft und Börse 1871 bis 1914	151
1.2.1.	Die Gründerkrise von 1873 und ihre Folgen	153
1.2.2.	Wirtschaftsentwicklung und Kapitalmarkt	158



1.3.	Börse und Staat	163
1.3.1.	Die Besteuerung der Wertpapiere	166
1.3.2.	Vor und nach der Börsenreform von 1896	170
2.	Die Börsenplätze	178
2.1.	Wien	180
2.2.	Süd- und Südwestdeutschland	183
2.2.1.	Frankfurt am Main	183
2.2.2.	Augsburg und München	186
2.2.3.	Stuttgart	189
2.3.	West-, Mittel- und Ostdeutschland	191
2.3.1.	Berlin	191
2.3.2.	Leipzig, Dresden, Breslau, Königsberg	192
2.3.3.	Köln, Essen, Düsseldorf	194
2.4.	Norddeutschland	197
2.4.1.	Hamburg und Bremen	197
2.4.2.	Hannover	199
	Anmerkungen	200

*Friedrich-Wilhelm Henning*

#### IV. Börsenkrisen und Börsengesetzgebung von 1914 bis 1945 in Deutschland

1.	Der Umfang des Handels mit Wertpapieren von 1914 bis 1945	211
2.	Der Einfluß des Ersten Weltkrieges auf die Effektenbörsen (1914 bis 1918)	218
3.	Die Inflationszeit und deren Überwindung (1919 bis 1924)	226
4.	Die scheinbare Rückkehr zur Normalität von 1924 bis 1929	242
5.	Der Einfluß der Weltwirtschaftskrise von 1929 bis 1933	260
6.	Die Einflüsse der nationalsozialistischen Wirtschaftspolitik von 1933 bis 1939	270
7.	Das Schicksal der Effektenbörsen im Zweiten Weltkrieg (1939 bis 1945)	280
	Anmerkungen	283

*Bernd Rudolph*

#### V. Effekten- und Wertpapierbörsen, Finanztermin- und Devisenbörsen seit 1945

1.	Wiederaufbau der Börsen und des Börsenwesens bis 1955	293
1.1.	Die Wiedereröffnung der Börsen nach Kriegsende	294
1.2.	Die Wertpapierbereinigung	296

1.3.	Kapitalmarktförderung und Kapitalmarktdirigismus	297
1.4.	Erste Emissionen und Innovationen am Rentenmarkt	299
2.	Öffnung und Reife des Kapitalmarktes 1956 bis 1965	301
2.1.	Die internationale Öffnung des Kapitalmarktes	302
2.2.	Der Zentrale Kapitalmarktausschuß	303
2.3.	Privatisierungen und die Ausgabe von Volksaktien	304
2.4.	Kleine und Große Aktienrechtsreform	305
3.	Reformdiskussionen und Börsenreformen von 1966 bis 1980	307
3.1.	Reformvorschläge des Bundeswirtschaftsministeriums	309
3.2.	Regionalbörsen und Funktionsfähigkeit der Aktienbörse	313
3.3.	Wiedereröffnung des Terminhandels	315
3.4.	Insider-Regeln	316
3.5.	Die Börsengesetznovelle von 1975	318
3.6.	Die Entwicklung an den Devisenbörsen	320
4.	Wachstum und Innovationen in den achtziger Jahren	322
4.1.	Weiterentwicklungen der Terminmärkte	325
4.2.	Die Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen	327
4.3.	Deregulierungen der DM-Auslandsanleihen	329
4.4.	Das Börsenzulassungs-Gesetz von 1986	330
4.5.	Geregelter Markt und neue Marktsegmentierung	332
5.	Der Finanzplatz Deutschland im internationalen Wettbewerb	337
5.1.	Die Börsengesetznovelle von 1989	340
5.2.	Die Eröffnung der Deutschen Terminbörse	342
5.3.	Parkett versus Computer: Das elektronische Handelssystem der Zukunft	348
5.4.	Die Umstrukturierung der Frankfurter Wertpapierbörse	352
6.	Die deutschen Wertpapierbörsen in der EG	355
6.1.	Die Entwicklung eines europäischen Wertpapiermarktes	356
6.2.	Die EG-Richtlinien zur Verwirklichung eines einheitlichen europäischen Wertpapiermarktes	356
6.3.	Börsen- und Wertpapiermarktharmonisierung	358
	Anmerkungen	362
	 Börsengesetz vom 22. Juni 1896 (Faksimile)	 377
	Quellen- und Literaturverzeichnis	399
	Personen-, Orts- und Sachregister	441
	Autorenverzeichnis	461
	Abbildungen: Die deutschen Börsen der Gegenwart	Kunstdruckseiten I-VIII

# Vorwort

Mit der Deutschen Börsengeschichte wird erstmals eine Gesamtdarstellung der Entwicklung des deutschen Börsenwesens vom Mittelalter bis zur Gegenwart vorgelegt. Sie beschränkt sich auf die Darstellung der Effekten- und Wertpapierbörsen und läßt die Warenbörsen unberücksichtigt.

In der vorliegenden Übersichtsdarstellung werden anhand des gegenwärtigen Forschungsstandes die Besonderheiten des deutschen Börsenwesens herausgearbeitet. Aspekte der Geschichte des deutschen Börsenwesens sind bereits mit der Jahrhundertwende untersucht worden. Hier sei verwiesen auf die älteren Darstellungen wie die von Ehrenberg<sup>1</sup>, Fürst<sup>2</sup>, Marx<sup>3</sup>, Sommerfeld<sup>4</sup> und Wiedefeld<sup>5</sup>. Daneben liegen einige ältere und jüngere Festschriften über einzelne Börsen, z. B. die Berliner<sup>6</sup>, Frankfurter<sup>7</sup>, Kölner<sup>8</sup>, Leipziger Börse<sup>9</sup> und das Bremische Bank- und Börsenwesen von Beutin<sup>10</sup> vor. Zu einzelnen Formen des Börsengeschäfts gibt es ebenfalls ältere und jüngere Abhandlungen. Das Börsentermingeschäft wurde von Henning<sup>11</sup> und Vogel<sup>12</sup>, der Effektenhandel von Klebba<sup>13</sup>, Neidlinger<sup>14</sup>, Samuel<sup>15</sup> und Fritz Schmidt<sup>16</sup> untersucht.

Die vorliegende Börsengeschichte will dem Interessenten einen schnellen ersten Zugriff, aber auch ein tieferes Eindringen in die Thematik vermitteln. Die Entwicklung des Börsenwesens ist vor dem Hintergrund der politischen, wirtschaftlichen und sozialen Entwicklungen zu sehen. Sie stellen einerseits die Rahmenbedingungen für die Börsengeschichte, andererseits sind die Börsen als Indikatoren für die politischen, wirtschaftlichen und sozialen Verhältnisse anzusehen. Die Börsengeschichte beinhaltet neben den Grundzügen der deutschen Entwicklung die wichtigsten deutschen Börsenplätze für Wertpapiere und beschreibt die wechselhafte Geschichte der deutschen Geld- und Kapitalmärkte, aber auch neuere Veränderungen. Gelegentlich wird ein Ausblick auf internationale Finanzplätze gegeben.

Die Deutsche Börsengeschichte soll auch Verständnis für derzeitige Diskussionen um das deutsche Börsenwesen wecken. Hierbei stehen die wachsenden Anforderungen der internationalen Finanzmärkte und die föderale Vielfalt des deutschen Börsenwesens im Vordergrund. Die Forderung nach notwendigen Strukturveränderungen im Bereich der Leitungsorganisation läßt sich beinahe täglich in der Wirtschaftspresse nachlesen. In diesem Zusammenhang ist die Diskussion um die beabsichtigte Gründung einer Deutschen Börsen AG und einer geplanten zentralen Aufsichtsbehörde mit Sitz in Frankfurt am Main zu erwähnen. Hier stellt sich die Frage nach der Stellung der Regionalbörsen außerhalb Frankfurts und die Möglichkeiten einer Stärkung des Finanzplatzes Deutschland. Vor diesem aktuellen Hintergrund kann die Beschäftigung mit einzelnen Aspekten der deutschen Börsengeschichte, die die Thematik der föderalen Vielfalt in ihrer Entwicklung vorstellt, wichtige Grundlagen legen. Aber auch die kurzen Monographien verschiedener Börsenplätze können wichtige Informationen liefern, um ihre derzeitige Bedeutung und Position zu verstehen. Hierzu zählt sicherlich die einst bedeutende Berliner Börse, die nach einer erzwungenen Isolierung mit der

Wiedervereinigung wieder einen wichtigen Platz u. a. beim Aufbau der Börsen in den neuen Bundesländern und in Osteuropa einnehmen kann.

Die Geschichte der Geld- und Wechselbörsen seit dem Spätmittelalter ist mit der Geschichte der Messen als Geld- und Warenspezialmärkten und der Entstehung des Wechselgeschäfts als Geldtransfer- und Kreditinstrument verknüpft. In wichtigen Messezentren bildeten sich Grundtechniken, Rechts- und Ordnungsformen sowie Zahlungs- und Kreditinstrumente heraus, die eine Basis für wichtige Weiterentwicklungen im Bank- und Börsenwesen darstellten. Das Indossament, der Kux, Darlehens- und Rentenanleihen zählen schon zu den Gegenständen des „börsenmäßigen“ Handels der frühen Neuzeit.

Der Übergang zu neuen Finanzierungsinstrumenten und -techniken und damit zu Fonds- und Wechselbörsen vom ausgehenden 17. bis zum ausgehenden 18. Jahrhundert stand im Zusammenhang mit wirtschaftlichem Wachstum sowie dem Aufstieg des modernen Staates und dessen wachsendem Finanzbedarf. Eine Typologie einzelner Börsenplätze, die sich an der Bedeutung des Wechselverkehrs und an dem Ausmaß des Handels mit Staatspapieren orientiert, gibt diese Entwicklung in ihren Konsequenzen wieder.

Der regelmäßige Handel mit Effekten begann in Deutschland erst zu Beginn des 19. Jahrhunderts. In der ersten Hälfte des 19. Jahrhunderts dominierten festverzinsliche Staatspapiere, nach 1840 konzentrierte sich der Handel auf Aktien, insbesondere Eisenbahnaktien. Mit der zunehmenden Industrialisierung nahm der Effektenhandel zu, und das Termingeschäft gewann an Umfang.

Die Leitung der Börsen unterlag zunächst den Organisationen des Handels, d. h. den Handelskammern und Korporationen der Kaufmannschaft als sich selbstverwaltende, aber unter Staatsaufsicht gestellte Körperschaften des öffentlichen Rechts. Das Börsengesetz von 1896 stellte eine Zäsur dar, da es das gesamte Börsenwesen grundsätzlich regelte. Die Börsen wurden nun unter das Aufsichtsrecht der Landesregierungen gestellt. Die Befugnisse der Landesregierungen wurden 1934 auf den Reichswirtschaftsminister übertragen. In der Bundesrepublik Deutschland gingen die Befugnisse des Reichswirtschaftsministers wieder auf die Landesregierungen über.

Die Börsen in Deutschland stehen zwar unter staatlicher Beaufsichtigung, verwalten sich aber selbst. Weitere Aspekte des Zusammenspiels zwischen Staat und Börse ziehen sich wie ein roter Faden durch die einzelnen Kapitel der deutschen Börsengeschichte.

In die Zeit vom Beginn des Ersten Weltkrieges bis zum Ende des Zweiten Weltkrieges fielen mehrere Börsenkrisen. Anhand der Börsengesetzgebung läßt sich verfolgen, inwiefern auf gegenüber der Vorkriegszeit geänderte Rahmenbedingungen mit rechtlichen Schritten reagiert wurde. An konkreten Ereignissen wie der Inflation von 1923 läßt sich erkennen, inwieweit Eingriffe des Staates, wie die Einführung der Reichsmark 1924, als entscheidende Voraussetzung für die Entwicklung normaler Börsengeschäfte anzusehen sind. Aber auch die Börsen selbst führten auf der Grundlage neuer Börsenordnungen Veränderungen, z. B. in ihrer Organisation, durch.

Schon mit der Wiedereröffnung der Börsen nach Kriegsende im Jahre 1945 zeigt sich erneut die Einflußnahme staatlicher Kapitalmarktpolitik, denn die Klärung der Eigen-

tumsverhältnisse an den Wertpapieren durch die Neuformierung rechtlicher Bedingungen gehörte zu den Grundbedingungen für die Wiederaufnahme eines geordneten Effektenhandels. Reformdiskussionen und Börsenreformen ziehen sich durch den gesamten Zeitraum und geben immer wieder Anstöße zur Vereinheitlichung des Kapitalmarktrechts und Börsengesetzes, zu wichtigen Veränderungen im institutionellen Bereich, aber auch zur Weiterentwicklung des Börsenwesens an sich, z. B. durch Wiedereröffnung des Terminhandels an deutschen Börsen im Jahre 1970, durch Erweiterung der Devisenbörsen und durch den 1987 eröffneten Geregelteten Markt.

Der Finanzplatz Deutschland muß im Zusammenhang mit dem internationalen Wettbewerb gesehen werden. So stehen die Eröffnung der Deutschen Terminbörse im Jahre 1989 und damit der Beginn des dualen Börsensystems von Computer- und Präsenzbörse für eine Stärkung der eigenen Position gegenüber der Konkurrenz internationaler Börsenplätze. Der internationale Rahmen steht andererseits aber auch für die Entwicklung eines europäischen Wertpapiermarktes und der Kooperation auf internationaler Ebene.

Bonn, im Mai 1992

*Hans Pohl*

- 1 Ehrenberg: Börsenwesen; Ehrenberg: Zeitalter.
- 2 Fürst: Börse.
- 3 Marx: Entwicklung.
- 4 Sommerfeld: Börsenverkehr.
- 5 Wiedenfeld: Börse.
- 6 Spangenthal: Berliner Börse; Berliner Börse 1685–1985.
- 7 Baehring: Börsen-Zeiten.
- 8 Kuske: Börse zu Köln.
- 9 Moltke: Leipziger Börse.
- 10 Beutin: Bremisches Bank- und Börsenwesen.
- 11 Henning: Börsentermingeschäfte.
- 12 Vogel: Devisentermingeschäft.
- 13 Klebba: Börse.
- 14 Neidlinger: Studien.
- 15 Samuel: Effektspekulation.
- 16 F. Schmidt: Effektenbörse.

KAPITEL V

Effekten- und Wertpapierbörsen,  
Finanztermin- und Devisenbörsen  
seit 1945

*von*  
*Bernd Rudolph*



# 1. Wiederaufbau der Börsen und des Börsenwesens bis 1955

Mit der bedingungslosen Kapitulation der deutschen Wehrmacht am 8. Mai 1945 und dem Ende des Zweiten Weltkriegs mußte in mehrfacher Hinsicht ein vollständiger Neuaufbau der deutschen Wirtschaft erfolgen. Dieser Neuaufbau betraf auch den gesamten finanziellen Sektor der Wirtschaft und das Börsenwesen. Die deutschen Börsen hatten bereits vor dem Krieg in funktioneller Hinsicht, während des Krieges dann aber verstärkt auch in ihrer baulichen Substanz, schweren Schaden genommen. Die daraus resultierenden besonderen Belastungen und Probleme haben die Entwicklung des Börsenwesens in Deutschland nach dem Krieg über lange Jahre hinweg geprägt und sind in mancher Hinsicht bis in die jüngste Vergangenheit hinein spürbar geblieben.

Trotz der Zusammenführung und Eingliederung einiger Regionalbörsen anlässlich der Ende 1934 verfügten Neuordnung der Börsen blieb der grundsätzlich dezentrale Charakter des Börsensystems in Deutschland erhalten. Nach dem Krieg verlor allerdings die Berliner Börse ihre Vorrangstellung und Funktion als Leitbörse. Aus den acht „Provinzbörsen“ kristallisierten sich zunächst Düsseldorf und Frankfurt als umsatzstärkste Plätze heraus. Später, in den achtziger Jahren, sollte dann die Frankfurter Wertpapierbörse die Funktion einer Leitbörse und damit die frühere Rolle Berlins in gewisser Weise übernehmen. Die Frankfurter Börse konnte in dieser Rolle an eine alte Tradition anknüpfen, denn in der ersten Hälfte des 19. Jahrhunderts hatte Frankfurt nach London, Paris und Wien die Stellung einer „Weltbörse“ und konnte diese Stellung so lange behaupten, bis zu Beginn der siebziger Jahre des vorigen Jahrhunderts die politische Einigung des Reiches Berlin zum zentralen Börsenplatz Deutschlands aufwertete.<sup>1</sup>

Die Gesamtentwicklung der Börsen und des Börsenwesens nach Kriegsende wurde bis zur Mitte der fünfziger Jahre stark durch dirigistische Maßnahmen beeinflusst. Die Versuche zur Förderung der Kapitalbildung bei den privaten Haushalten und im Unternehmensbereich sowie die Lenkung der Kapitalströme erfolgten überwiegend über steuerliche Begünstigungen und Anreize, was für die übrigen Anlagearten diskriminierend wirkte. Wertpapieremissionen unterlagen noch lange Zeit relativ strengen Kontrollen und Genehmigungsverfahren. Die Börsenentwicklung mußte die staatliche Kapitalmarktpolitik aufnehmen und widerspiegeln, die vor und nach dem Weltkrieg auf die Effektenbörsen eingewirkt hatte: „Die Änderung der Einkommensstruktur, die Inflationen und Währungszerstörungen, die Behinderung des Kapitalangebots durch die hohen Ertragsteuern, die Hemmung des Börsenumsatzes durch differenzierte Verkehrssteuern, aber auch die scharfe staatliche Kontrolle der Börse und letzten Endes des gesamten Wertpapierhandels haben in vielen Ländern die Funktionen der Börse am Kapitalmarkt mehr und mehr eingeschränkt. Sie war die Zielscheibe und das Opfer des Kampfes gegen die Anonymität des Kapitals, der die erste Hälfte des 20. Jahrhunderts kennzeichnete.“<sup>2</sup>



## *1.1. Die Wiedereröffnung der Börsen nach Kriegsende*

Nach Kriegsende konnte als erste Börse am 9. Juli 1945 die zugleich älteste noch bestehende deutsche Börse, die Hanseatische Wertpapierbörse in Hamburg, den Handel wieder aufnehmen, wobei die Geschäfte zunächst auf einen kontrollierten Freiverkehr beschränkt blieben. Die ersten amtlichen Notierungen lagen erst vier Jahre später, am 1. Juli 1949, vor.

Nach der Hamburger Wertpapierbörse eröffneten die Börsen in Hannover am 1. April 1946 und in Düsseldorf am 15. April 1946. Auch in Hannover und Düsseldorf begann der Handel nicht amtlich, sondern als kontrollierter Freiverkehr. Amtliche Notierungen wurden in Düsseldorf im Mai und in Hannover im September 1949 wieder aufgenommen. Die besonders auf Montanwerte spezialisierte Rheinisch-Westfälische Börse in Düsseldorf, die 1935 durch den Zusammenschluß mit der Kölner Börse und der Essener Börse erstarkt war, konnte sich nach dem Krieg zunächst rasch zur umsatzstärksten Börse der Bundesrepublik Deutschland entwickeln.<sup>3</sup>

An der vor dem Krieg umsatzstärksten deutschen Börse, der Berliner Börse, wo der Handel erst am 18. April 1945 ganz zum Erliegen gekommen war, wurde der Wertpapierhandel am 19. Juli 1950 wieder aufgenommen, ein amtlicher Handel fand ab dem 11. März 1952 statt. „Schon zwei Jahre vorher hatte es sich gezeigt, daß man in Berlin den Effektenhandel zunächst auf anderer Basis vor sich gehen lassen mußte als in Westdeutschland. Der mehr als fünfjährige Vorsprung des westdeutschen Börsenverkehrs zusammen mit dem alliierten Verbot, Effekten nach Berlin zu versenden, und mit der Verzögerung der Berliner Wertpapierbereinigung hatte dazu geführt, daß Stücke mit Lieferbarkeitsbescheinigungen noch knapper waren als in Westdeutschland; ein Handel in solchen Werten erwies sich daher zunächst als nicht durchführbar.“<sup>4</sup>

Die speziellen Berliner Verhältnisse und die Anpassung des Börsenwesens an die föderalistische Staatsverfassung der Bundesrepublik hatten die „Berliner Zentralbörse“ also in eine besonders ungünstige Ausnahmesituation gebracht. „Erst zu Beginn der 50er Jahre konnten sich wieder neue Aktivitäten entfalten, die jedoch infolge der veränderten politischen Situation und der Trennung von dem natürlichen Hinterland den alten Glanz nicht mehr zurückzubringen vermochten.“<sup>5</sup>

Die im Zuge des Gesetzes zur Regionalisierung der Wertpapierbörsen von 1934 am 1. Januar 1935 geschlossene Bremer Wertpapierbörse, deren Aufgaben damals, ebenso wie die der Börse in Lübeck, von der Hanseatischen Börse in Hamburg übernommen worden waren, wurde nach dem Krieg erstaunlich rasch wieder reaktiviert.<sup>6</sup> Schon am 13. November 1945 konnte im Senat der Hansestadt berichtet werden, daß die US-Militärregierung der Eröffnung einer Börse in Bremen grundsätzlich zugestimmt habe. Am 16. Februar 1949 hatte Bremen wieder eine Wertpapierbörse, und am 12. Oktober 1949 konnte sogar mit der amtlichen Notiz begonnen werden.<sup>7</sup>

Auch die Münchner und Stuttgarter Börse arbeiteten wieder; die Börse in München, die 1935 mit der Augsburger Wertpapierbörse zur Bayerischen Börse in München zusammengelegt worden war, mit der Besonderheit, daß hier nach dem Krieg der amtliche Handel am raschesten wieder stattfinden konnte, nämlich bereits im August

1945. Dagegen blieben die Börsen in Leipzig (1935 um die Börsen in Chemnitz und Dresden ergänzt) und Breslau endgültig geschlossen.<sup>8</sup>

Die Wiedereröffnung der Frankfurter Wertpapierbörse datiert auf den 14. September 1945. Kurse wurden ab März 1946 veröffentlicht, ein erstes Kursblatt über die im kontrollierten Freiverkehr festgestellten Kurse am 16. Dezember 1946. Der amtliche Handel wurde kurze Zeit nach der Währungsreform vom Juni 1948, am 2. August wieder aufgenommen.

Im Grunde haben keine unmittelbar börsenbezogenen technischen oder ökonomischen Faktoren den zukünftigen strategischen Wettbewerbsvorteil Frankfurts begründet: Der „Ausgang des zweiten Weltkriegs und die Ausschaltung Berlins als Hauptstadt, vor allem aber auch die Errichtung der Bank deutscher Länder, der heutigen Bundesbank, in Frankfurt bewirkten, daß sich Frankfurt neben Düsseldorf wieder zu einem der bedeutendsten deutschen Börsenplätze entwickelte.“<sup>9</sup>

Nach dem Krieg begann der noch bescheidene Wertpapierhandel an den deutschen Börsen überwiegend in der Form eines amtlich kontrollierten Freiverkehrs, bevor dann die Besatzungsmächte auch den amtlichen Handel wieder gestatteten.<sup>10</sup> Seit 1952 fungierte beim Bundesverband deutscher Banken in Köln die „Ständige Kommission für amtlich nicht notierte Werte“ mit Ortsausschüssen, die für den Freiverkehr an den einzelnen Plätzen zuständig waren.<sup>11</sup> Die Einrichtung solcher Kommissionen ist auch im weiteren Verlauf der Börsenentwicklung nach dem Krieg vielfach Modell geblieben, weil trotz gelegentlicher Forderungen nach einem zentralen Aktien- oder Wertpapieraufsichtsamt die bewährte „Drei-Säulen-Struktur“ der Aufsicht über den Wertpapierhandel erhalten geblieben war, die erstens in der Konstruktion der Börsen als öffentlich-rechtliche Institutionen, zweitens in ihren leistungsfähigen Selbstverwaltungen und drittens in der staatlichen Rechtsaufsicht über die Börsen begründet war.

Neben der baulichen und rechtlichen Wiedererrichtung der Börsen sowie der Aufnahme der kontrollierten, später der amtlichen Notierungen waren für den Neubeginn des Kapitalmarktgeschehens nach dem Krieg die Gründung der Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen und die privaten Bildungen von Schutzgemeinschaften der Wertpapierbesitzer von Bedeutung. Die *Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen*, deren Gründung auf den 28. November 1952 datiert, sollte die platzübergreifende Organisation des Wertpapierverkehrs koordinieren und die Belange der Börsen gegenüber den bundesstaatlichen, später auch gegenüber internationalen Gremien vertreten.<sup>12</sup> Die Zusammenschlüsse und *Notgemeinschaften der Wertpapierbesitzer* bzw. ihre direkten oder indirekten Nachfolger, von denen später noch Anstöße zum Anlegerschutz, zur Aktienförderung oder zur Reform des Aktienrechts ausgegangen sind, haben unmittelbar nach Kriegsende Ideen und Aktivitäten zu der nun in Gang kommenden Wertpapierbereinigung entwickelt.<sup>13</sup>

## 1.2. Die Wertpapierbereinigung

Die Neuformierung der rechtlichen Voraussetzungen für die Wiederbelebung des Börsenhandels in Deutschland begann mit einem von Georg Opitz angeregten, als *Wertpapierbereinigung* bezeichneten Verfahren, mit dessen Hilfe die zum Teil komplizierten Eigentumsverhältnisse an den Wertpapieren geklärt werden sollten. Nur so konnte eine rechtlich einwandfreie Grundlage für den Handel an der Börse geschaffen werden.<sup>14</sup> Bei Kriegsschluß lagen nämlich quasi alle inländischen Wertpapierbestände entweder in den Girosammeldepots der Reichsbank in Berlin oder in den Zentralen der Berliner Großbanken und befanden sich damit im russisch besetzten Teil der alten Reichshauptstadt.<sup>15</sup> Sofern sie nicht geplündert worden waren, zeigten sie sich jedenfalls der Disposition durch ihre rechtmäßigen Besitzer vollständig entzogen.

Käufe und Verkäufe von Wertpapieren mußten daher zunächst auf die wenigen in den Westzonen verbliebenen effektiven Stücke beschränkt bleiben, die sich in der Eigenverwahrung ihrer Eigentümer oder in den Streifbanddepots der Banken befanden. Da das Kriegsende und der Zusammenbruch aber nicht ohne Plünderungen und Vermögensverschiebungen vonstatten gegangen waren, mußte die Rechtmäßigkeit des Wertpapierbesitzes in vielen Fällen durchaus in Zweifel gezogen werden. Die Wertpapierbörsen in den Westzonen sprachen daher untereinander ab, nur für solche Wertpapiere eine börsenmäßige Lieferbarkeit anzunehmen, bei denen die Rechtmäßigkeit des Besitzes geprüft und durch eine von den Banken ausgestellte *Lieferbarkeitsbescheinigung* (Affidavit) bestätigt worden war. Diese Wertpapiere wurden ab Oktober 1947 mit dem Erlaß der „Bestimmungen über die Ausstellung von Lieferbarkeitsbescheinigungen im Währungsgebiet“ handelbar gemacht. Stücke ohne Lieferbarkeitsbescheinigung galten nicht mehr als zur effektiven Erfüllung eines Börsenverkaufs geeignet.

Am 19. August 1949 wurde das am 1. Oktober in Kraft tretende *Wertpapierbereinigungsgesetz* (Gesetz zur Bereinigung des Wertpapierwesens) verkündet, das die Eigentumsverhältnisse an den Wertpapieren regeln sollte, die vor Kriegsende emittiert und im Kriege vernichtet worden oder verloren gegangen waren, unzugänglich bei der Reichsbank in Berlin lagerten oder in der sowjetischen Besatzungszone beschlagnahmt worden waren. Alle Wertpapiere ohne Lieferbarkeitsbescheinigung wurden für kraftlos erklärt und im Zuge des Wertpapierbereinigungsverfahrens durch neue Wertpapiere ersetzt.<sup>16</sup> Die Vornahme des Ersatzes richtete sich nach der Art der verbrieften Rechte. Die Ausgabe neuer, auf Deutsche Mark lautender Aktien setzte beispielsweise eine D-Mark-Eröffnungsbilanz der emittierenden Gesellschaft voraus, deren Wertansätze in zwei D-Mark-Bilanzgesetzen von 1948 und 1952 geregelt worden waren. Die Umstellung der in Schuldverschreibungen verbrieften Gläubigerrechte erfolgte dagegen auf der Basis des Umstellungsgesetzes vom Juni 1948.<sup>17</sup> Durch eine am 1. Januar 1957 in Kraft getretene Ergänzung zum Wertpapierbereinigungsgesetz wurde dessen Anwendung auf Wertpapiere ausgedehnt, deren Aussteller noch später ihren Sitz in den Geltungsbereich des Gesetzes verlegt hatten, und schließlich wurde in einer letzten Ergänzung als Schlußtag für die Wertpapierbereinigung der 31. Dezember 1964

festgelegt. Danach konnten keine Anträge mehr auf Zulassung zur Wertpapierbereinigung gestellt werden.<sup>18</sup>

Für die Wertpapierbereinigung war auch das Gesetz über die Börsenzulassung umgestellter Wertpapiere vom 27. Dezember 1951 von Bedeutung, weil es die Möglichkeit einer vereinfachten Börsenzulassung der Wertpapiere eröffnete. Es schränkte den Anwendungsbereich des Börsengesetzes ein, wonach bei Konvertierungen und Kapitalherabsetzungen stets ein Prospekt einzureichen war. Ohne das Gesetz von 1951 hätten nach der Währungsumstellung 1948 und der Neufestsetzung der Kapitalbeträge in den D-Mark-Eröffnungsbilanzen die Unternehmen einen neuen Prospekt einreichen müssen, um die amtliche Notierung ihrer Wertpapiere aufrechterhalten zu können.<sup>19</sup>

Die Wertpapierbereinigung ermöglichte nicht nur den Wiederbeginn eines geordneten Effektenhandels, sondern förderte auch die Wiedererrichtung eines dezentralen Systems von Kassenvereinen als Wertpapiersammelbanken. Die Kassenvereine, die sich anfänglich insbesondere in die Aufgaben der Wertpapierbereinigung einschalteten, wurden an allen Börsenplätzen mit der Aufgabe der Durchführung der Sammelverwahrung, des Effektengiroverkehrs einschließlich des Jungscheingiro- und Schuldbuchgiroverkehrs sowie des Geldverkehrs mit den Kontoinhabern gegründet bzw. wiedererrichtet. Die Kassenvereine schlossen sich zu einer losen Vereinigung zusammen, der Arbeitsgemeinschaft Deutscher Kassenvereine. Deren Aufgabe bestand insbesondere in der Entwicklung einer einheitlichen Organisation des Effektengiroverkehrs und in der rechtzeitigen Information der Banken über die Ausübung von Bezugsrechten, über die Ausgabe neuer Urkunden und über andere, für den Wertpapierverkehr und die Abrechnung relevante Maßnahmen.<sup>20</sup>

### *1.3. Kapitalmarktförderung und Kapitalmarktdirigismus*

Neben der rechtlich und sachlich gebotenen Wertpapierbereinigung glaubte man, den Neuaufbau der Effektenmärkte auch mit anderen administrativen Eingriffen stützen zu müssen. Als in besonderer Weise kapitalmarktpolitisch einschneidende Regelungen können insbesondere das Kapitalverkehrs- und das Kapitalmarktförderungsgesetz genannt werden.

Am 2. September 1949 trat mit Wirkung vom 7. September 1949 das *Kapitalverkehrsgesetz* in Kraft, das die Emission von Schuldverschreibungen und Aktien der Genehmigung durch die Bundesregierung unterwarf.<sup>21</sup> Dazu wurde beim Bundesfinanzministerium ein *Kapitalverkehrsausschuß* gebildet, dem die besondere Aufgabe gestellt war, die Begebung der Schuldverschreibungen und Aktien zu begutachten. „Der Kapitalverkehrsausschuß schrieb für Pfandbriefe einen Höchstzins von 5 Prozent und für Industrieobligationen einen Höchstzins von 6½ Prozent vor. Man wollte den Wiederaufbau „billig“ haben. Mit dem Marshall-Plan flossen Milliarden zinsgünstig in die Bundesrepublik, ohne den Kapitalmarkt zu berühren, und für den Rest, insbesondere im Wohnungsbau, sollte es nicht viel teurer werden. Daran hat der Markt jahrelang gekrankt. Man meinte es gut, sah aber die Realitäten nicht. Eine Vielfalt grauer und

schwarzer Geschäfte war die Folge.“<sup>22</sup> Das Kapitalverkehrsgesetz wurde durch das Gesetz über die Ausgabe von Inhaber- und Orderschuldverschreibungen vom 26. Juni 1954 abgelöst, das § 795 BGB neu faßte und § 808 a in das Bürgerliche Gesetzbuch einfügte, wonach auch die Begebung von Orderschuldverschreibungen der staatlichen Genehmigung unterworfen wurde.

Trotz der Aktivitäten des Kapitalverkehrsausschusses und der Ministerien konnten die Kapitalmärkte ihre Aufgabe als Nahtstelle der Beziehungen zwischen den Anbietern von Kapital und den Nachfragern nach Kapital nur höchst unvollkommen wahrnehmen. Die im Vergleich zum Ersten Weltkrieg noch verheerenderen Folgen hatten die Finanzierungsfunktionen des Kapitalmarktes in mehrfacher Hinsicht zerstört: „Das Ausmaß der Kapitalvernichtung und das Mißtrauen des Publikums gegenüber monetären Titeln war zu groß, um Angebot und Nachfrage sich selbst überlassen zu können. Während der ersten Hälfte der fünfziger Jahre wurde daher mit Hilfe des Gesetzes zur Förderung des Kapitalmarktes vom 15. Dez. 1952 und anderen administrativen Maßnahmen ein offiziell niedrigerer Kapitalmarktzins aufrecht erhalten. Die Begünstigung des Wohnungsneubaus und sozialpolitische Gründe standen dabei im Vordergrund.“<sup>23</sup>

Das erste *Gesetz zur Förderung des Kapitalmarktes* (Kapitalmarktförderungsgesetz) vom 15. Dezember 1952 schaffte besondere Anreize für die Anleger, Wertpapiere zu erwerben, deren Erlöse für den sozialen Wohnungsbau oder andere besonders förderungswürdige Verwendungen bestimmt waren. Darüber hinaus wurden weitere festverzinsliche Papiere steuerlich begünstigt. Das Ergebnis des Gesetzes war eine steuerbedingte Spaltung des Rentenmarktes in drei Segmente:

- Der Markt für steuerfreie Anleihen, der insbesondere Emissionen der öffentlichen Hand sowie Pfandbriefe und Kommunalobligationen, sofern die Erlöse für den sozialen Wohnungsbau zweckbestimmt waren, umfaßte, war von Ertragsteuern (Einkommensteuer, Körperschaftsteuer, Gewerbebeertragsteuer, Notopfer Berlin) vollkommen befreit.
- Der Markt für steuerbegünstigte Anleihen mit einer 30prozentigen Pauschalbesteuerung der Kapitalerträge beinhaltete auch die börsengehandelten Industrieobligationen.
- Der Markt für tarifbesteuerte Anleihen als „Restmarkt“ bestand aus allen nicht von der Steuer befreiten oder begünstigten Anleihen.

„Mit dieser Regelung konnten die Zinssätze formal freigegeben werden. Der Dirigismus fand nun über die Besteuerung statt. . . . Die Diskriminierung der Aktie trat mit dem Kapitalmarktförderungsgesetz um so deutlicher hervor. Daran änderte auch nichts, daß nun, Ende 1952, der Dividendenstopp aus dem Kriegsjahr 1941 aufgehoben wurde.“<sup>24</sup> Erst mit dem Auslaufen des Kapitalmarktförderungsgesetzes Ende 1954 wurde die steuerliche Ungleichbehandlung der Wertpapieremissionen beseitigt. Zur Einschätzung der Bedeutung des Kapitalmarktförderungsgesetzes muß man sich aber vor Augen halten, daß selbst Ende 1991 immer noch über 4 Milliarden DM steuerfreie

Anleihen im Umlauf waren. Ende 1991 wurde die Existenz der besonders langlaufenden *Sozialpfandbriefe* noch einmal ins Bewußtsein der Öffentlichkeit gebracht, weil durch das Steueränderungsgesetz 1992 die steuerlichen Vorteile dieser bis 1954 emittierten Wertpapiere abgeschafft wurde und der Wegfall der Steuerfreiheit zu einem drastischen Kursrutsch dieser Papiere und einer längeren Aussetzung der Kurse führte.<sup>25</sup>

Trotz der beabsichtigten Förderung des Kapitalmarktes konnte die Zurückhaltung der Privatanleger von den Wertpapiermärkten in den Nachkriegsjahren nur äußerst mühsam überwunden werden. „Zunächst wurde jedenfalls auf Konten gespart, die sich jederzeit mobilisieren ließen, während Aktien- und Rentenmarkt jenen überlassen blieben, die dort beruflich domiziliert sind, das heißt den Banken. Dies änderte sich nur langsam, während die Sparkonten unaufhörlich wuchsen. So konnten die größten deutschen Geschäftsbanken zugleich die größten deutschen „Sparkassen“, das heißt die Institute mit den höchsten Spareinlagen werden. Aber gleichzeitig waren die Geschäftsbanken auch die bei weitem wichtigsten Erwerber festverzinslicher Wertpapiere. Schlagwortartig und plakativ formuliert: Der Wertpapiermarkt, zumindest aber der Rentenmarkt, wurde ein Bankenmarkt.“<sup>26</sup> Das Pendant dieser Entwicklung war die mangelnde Kapitalmarktanspruchnahme der Industrie, insbesondere die wegen der steuerlichen Diskriminierung der Aktie mangelnde Eigenfinanzierung der Industrie über den Aktienmarkt, die der Kölner Betriebswirtschaftler Eugen Schmalenbach damals süffisant dahingehend kommentierte, „daß man es in Deutschland für zweckmäßig gehalten hat, die Aktiengesellschaft für die ihr ursprünglich zgedachten Zwecke vollkommen unbrauchbar zu machen und diese nützliche Institution außer Dienst zu stellen.“<sup>27</sup>

#### *1.4. Erste Emissionen und Innovationen am Rentenmarkt*

Bereits kurze Zeit nach der Währungsreform, nämlich im September 1948 wurden die ersten festverzinslichen Wertpapiere aufgelegt, und zwar Pfandbriefe und Kommunalobligationen (über insgesamt 9 Millionen DM). Einen Monat später, im Oktober 1948, wurde mit einer Anleihe der Schluchsee-Werke AG die erste DM-Industrieanleihe (über 10 Millionen DM) begeben.

Ein Beispiel für eine variabel verzinsliche Anleihe, die bereits auf die später in den 80er Jahren populären Caps, Floors und Collars als Begrenzungsmarken variabel vom Marktniveau abhängiger Zinsen hindeuten konnte, waren die 1949 begebenen Namensschuldverschreibungen der Rhein-Main-Donau AG in München. Hier wurde der Zinssatz jeweils 1 Prozent über dem Diskontsatz der Bank Deutscher Länder festgestellt, mußte mindestens aber 6,5 Prozent betragen. Die erste öffentliche Anleihe im Volumen von 500 Millionen DM emittierte die Bahn im Juni 1949. Die privaten Anleger hielten sich bei dieser Emission aber noch ganz zurück. Die Banken, die die Anleihe nicht fest übernommen hatten, konnten ihren Kunden nur 400 Millionen DM andienen, der Rest konnte nicht untergebracht werden.

Auch ein vom Bund im März 1951 gestarteter Versuch, mit der Ausgabe innovativer Titel, nämlich der Emission sogenannter *Prämien-Schatzanweisungen*, die Gunst der privaten Sparer zu gewinnen, brachte nur einen höchst bescheidenen Erfolg. Die wegen ihrer Stückelung zu 10,- DM als Baby-Bonds bezeichneten Schatzanweisungen boten für den einzelnen Anleger keinen festen Zins; die feststehende Zinssumme wurde vielmehr verlost, wobei Prämien von 500,- bis 50 000,- DM erreicht werden konnten. Trotz ihrer kurzen Laufzeit konnten nicht einmal 40 Millionen DM der vorgesehenen 50 Millionen DM abgesetzt werden. Eine Börseneinführung der Baby-Bonds hat es überhaupt nicht gegeben. Im Herbst 1951 ist wegen des geringen Absatzerfolges daher auf die Emission einer zweiten Tranche der Baby-Bonds verzichtet worden.

Erstmals im Dezember 1952 konnte man von einer wirklichen Kapitalmarktanspruchnahme durch den Bund sprechen. Aber auch diese Inanspruchnahme im Volumen von 500 Millionen DM war nicht unproblematisch. Ein Bankenkonsortium unter Führung der Bank Deutscher Länder, dem 72 Institute angehörten, garantierte die Platzierung eines Teilbetrages von 400 Millionen DM. Das Konsortium, das als *Bundesanleihekonsortium* bezeichnet wurde, sollte in der weiteren Zukunft alle langfristigen Anleihen des Bundes und seiner Sondervermögen entweder in voller Höhe oder doch zum größten Teil übernehmen und begeben.<sup>28</sup> Bei dieser ersten Platzierung konnten von dem übernommenen Teilbetrag trotz der Steuerbefreiung der Anleihe größere Beträge nicht im Publikum untergebracht werden.

Die Hansestadt Hamburg und das Land Hessen folgten mit vergleichbaren Anleihen in Höhe von jeweils 50 Millionen DM. Zwischenzeitlich wurde am 27. Februar 1953 das *Londoner Schuldenabkommen* unterzeichnet, das die Vorkriegsschulden aus dem Dawes- und dem Young-Plan sowie die Nachkriegsschulden der Bundesrepublik (Marshall-Plan) regelte und die Voraussetzungen für die Wiedereingliederung Deutschlands in den internationalen Wirtschafts- und Zahlungsverkehr schaffte.<sup>29</sup> Erst im Januar 1954 emittierte als erster öffentlicher Schuldner das Land Schleswig-Holstein eine Anleihe zu normalen Konditionen, so daß der Zinsertrag beim Anleger also nicht mehr steuerfrei war, sondern in voller Höhe der Einkommensteuer unterlag.

Die im Laufe der Zeit rasch steigende Kapitalnachfrage, die auch das sich herausbildende „Wirtschaftswunder“ reflektierte, führte zu steigenden Zinsen und damit auch zu Neuemissionen mit höheren Kupons. Zur Vermeidung weiter anziehender Zinssätze und zum Ausgleich der immer noch bestehenden Benachteiligungen gegenüber den öffentlichen Anleihen wurden dann andere marktpolitische Instrumente der Ausgestaltung von Anleihen wiederentdeckt, die die Absatzfähigkeit der Schuldverschreibungen verbessern helfen sollten. Beispielsweise wurde die im Februar 1953 emittierte Anleihe der Degussa mit einem Gläubigerkündigungsrecht ausgestattet, das als „*Degussa-Klausel*“ bekannt wurde. Die wechselvolle Geschichte der Industrieobligation in Deutschland verzeichnete nach dem Auslaufen der bis zum 31. Dezember 1954 befristeten Kapitalmarktförderung Ende der fünfziger und dann noch einmal Ende der sechziger Jahre einen ausgeprägten Boom. Danach degenerierte die Industrieobligation (zumindest als Inlandsanleihe) bis in die späten achtziger Jahre hinein fast zur Bedeutungslosigkeit.

## 2. Öffnung und Reife des Kapitalmarktes von 1956 bis 1965

In den Zeitraum von 1956 bis 1965 fiel die Errichtung der Deutschen Bundesbank durch Verschmelzung der Landeszentralbanken und der Berliner Zentralbank mit der Bank Deutscher Länder durch das Gesetz über die Deutsche Bundesbank vom 26. Juli 1956. Im Bundesbankgesetz (§ 2) wird Frankfurt am Main als Sitz der Bank zumindest solange festgeschrieben, wie sich der Sitz der Bundesregierung nicht wieder in Berlin befindet. Diese Festlegung verschaffte den Frankfurter Banken, aber auch der Börse an diesem Standort einen von den anderen Plätzen immer weniger einholbaren Standortvorteil, der Ende der 80er Jahre dann auch verstärkt in institutionellen Veränderungen der Börsenstruktur seinen Niederschlag finden würde.

Auch das Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkung, das *Kartellgesetz* vom 27. Juli 1957, das zuweilen als „Grundgesetz der Marktwirtschaft“ bezeichnet wurde und marktbeherrschende Unternehmen ebenso wie Kartellabsprachen grundsätzlich untersagt, fiel in diese Zeitspanne. Das Gesetz nahm die durch das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen überwachte Kreditwirtschaft als wettbewerbspolitischen Ausnahmehereich von wesentlichen Verboten aus, wobei sich die in § 102 GWB erfolgte Freistellung auch auf die Empfehlungen der kreditwirtschaftlichen Verbände bezog.

In der Zeitspanne zwischen 1956 und 1965 wurden schließlich weitere wichtige Rahmendaten für das Börsenwesen geschaffen oder weiterentwickelt, so beispielsweise das Abkommen der Bundesrepublik Deutschland mit neun westeuropäischen Staaten über die freie Konvertierbarkeit ihrer Währungen vom 29. Dezember 1958 und das überarbeitete Gesetz über das Kreditwesen vom 10. Juli 1961, das gegenüber der Vorkriegsfassung inhaltlich nur unwesentliche Veränderungen brachte und sich im Kern auf eine zentrale Bankenaufsicht mit dem Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen in Berlin als Aufsichtsbehörde festlegte. Die Börsenkompetenz und die Börsenaufsicht blieben von der Bankaufsicht unberührt weiterhin dezentral bei den Ländern angesiedelt.

„Mit der Befreiung von dirigistischen Fesseln und auf der Basis der wachsenden Kapitalkraft der Wirtschaft setzte um die Mitte der fünfziger Jahre ein kräftiger Aufschwung des Wertpapiermarktes ein. Im weiteren Verlauf rückte der deutsche Markt – gemessen am Nettoemissionsvolumen – unter den international bedeutsamen Märkten schließlich an die zweite Stelle nach dem US-amerikanischen Markt. Der Gesamtbetrag des Nettoabsatzes an Wertpapieren entsprach 1965 mit 17,8 Milliarden DM 4,4 Prozent des Nettosozialprodukts; sein Anteil an der volkswirtschaftlichen Nettovermögensbildung, der in den zurückliegenden Jahren zum Teil erheblichen Schwankungen unterworfen war, lag 1965 mit 23 Prozent etwa gleich hoch wie in den beiden vorangegangenen Jahren.“<sup>30</sup>

„1965 war zur Abschirmung von Auslandsgeld die ‚Kuponsteuer‘ für Ausländer eingeführt worden, und es gab Ansätze zu einer Devisenbannwirtschaft. Andererseits setzten damals schon Deregulierungen im Inland ein; zu erinnern ist z.B. an die



Abschaffung der Zinsbindung bei Banken, die großzügigere Genehmigungspraxis bei Emissionen sowie die zunehmende Typenvielfalt (Bundesschatzbriefe, Bundesobligationen). Die Anleger wurden als Käufer mehr umworben, freilich nahmen auch manche Risiken zu. Erstmals wurde das Publikum mit größeren Kursschwankungen konfrontiert. Inhaber von speziellen Investmentpapieren wurden Opfer unsolider, z. T. betrügerischer Akquisiteure.“<sup>31</sup>

Der Aktienmarkt zwischen 1956 und 1965 war durch eine ausgeprägte Haussephase von 1958 bis 1960 und die nachfolgende langanhaltende Baisse ab 1961 geprägt, die nach dem Bau der Berliner Mauer am 13. August 1961 einsetzte. Diese ausgeprägte Baisse, die die nachfolgenden Börsenreformdiskussionen mit anstieß, mündete realwirtschaftlich in die im Herbst 1966 beginnende erste schwere Nachkriegsrezession.

## *2.1. Die internationale Öffnung des Kapitalmarktes*

Der Präsident der Frankfurter Wertpapierbörse wies in seiner Festansprache anlässlich der Eröffnung des wiederhergestellten Börsensaales am 9. Februar 1957 im Zusammenhang mit der Verflechtung der Frankfurter Börse mit dem Ausland darauf hin, „daß wir bereits im Jahre 1956 erste Ansätze für einen Handel in ausländischen Papieren – allerdings im unkontrollierten Freiverkehr – am Frankfurter Platz hatten und daß auch Bestrebungen kundgeworden sind, ausländische Wertpapiere in den Börsenhandel einzuführen.“<sup>32</sup> Im Mai 1956 wurde der Ankauf ausländischer Wertpapiere gestattet, was insbesondere für Frankfurt zusätzliche Umsätze brachte. Am 26. September 1956 wurde an der Frankfurter Wertpapierbörse sogar ein Freiverkehr mit ausländischen Aktien (6 US-amerikanische Industrierwerte) aufgenommen.

Die erste Emission einer Fremdwährungsanleihe auf dem deutschen Kapitalmarkt seit 1930 war eine am 10. September 1957 begebene, auf US-Dollar lautende Teilschuldverschreibung der Petrofina in Brüssel. Als erste ausländische Aktie wurde am 22. Mai 1958 die Philips-Aktie in den amtlichen Handel eingeführt. Dieser Zeitpunkt wurde in gewisser Weise als vorläufiger Endpunkt der kriegsbedingten Lähmung des deutschen Aktienmarktes empfunden. „Die Kurse holten nun in einer dreijährigen, stürmischen Hausse nach, was zuvor in einer Atmosphäre der Ungewißheit und des Kapitalmarkt-dirigismus allzu lange vernachlässigt worden war. Sie gewannen ungefähr die drei- bis vierfache Höhe des Ausgangsniveaus, womit sie freilich über das tragbare Maß hinausgeschossen waren und sich davon lange Zeit nicht mehr erholten, sondern 1961 auf ein Niveau zurückfielen, das sie in den folgenden zwei Jahrzehnten nur noch selten übertrafen.“<sup>33</sup>

Als erste DM-Auslandsanleihe wurde die im Oktober 1958 emittierte Wandelanleihe der Anglo American Corporation of South Africa am 18. März 1959 in den amtlichen Handel eingeführt. Am 16. Februar 1959 begann der Verkauf der ersten reinen DM-Auslandsanleihe, nämlich der 6prozentigen Anleihe der Österreichischen Donaukraft-

werke über 100 Millionen DM. Erst Ende der sechziger Jahre erreichte das Auslandswertpapiergeschäft seine volle Expansion, was dann auch hinsichtlich der Abwicklung des Wertpapierhandels zu Anpassungen zwang.<sup>34</sup>

## 2.2. Der Zentrale Kapitalmarktausschuß

In den Zeitraum von 1956 bis 1965 fiel auch die Gründung einer Institution, die wegen ihrer besonderen Stellung zwischen dem Markt und der Politik für die Organisation des Kapitalmarktgeschehens in Deutschland besonders typisch wurde. Die Gründung des Zentralen Kapitalmarktausschusses als Institution war Ausfluß einer kriegsbedingten besonderen Schwäche des deutschen Kapitalmarktes, nämlich seiner im Verhältnis zu anderen Kapitalmärkten besonders ausgeprägten Sensibilität. „Diese Sensibilität ergibt sich aus der Geschichte und – woran wir uns ständig erinnern müssen – aus der relativen Marktenge. Die zweimaligen Geldvernichtungen, die den Gütervernichtungen durch Kriege folgten, haben ein verwurzeltes Mißtrauen gegenüber den Finanzwerten hinterlassen. Wird das in einem engen Markt virulent, so kann es ihn sogleich funktionsunfähig machen.“<sup>35</sup>

Nachdem die Emissionsrendite von sechs Prozent im Jahre 1955 auf sieben Prozent 1956 und dann sogar auf über acht Prozent bis 1957 gestiegen und gleichzeitig der Neuabsatz festverzinslicher Wertpapiere im Zeitraum von 1954 bis 1956 drastisch von 4,6 Milliarden auf 2,6 Milliarden DM zurückgegangen war, sah sich die Bank Deutscher Länder in ihrem Monatsbericht für Januar 1957 veranlaßt, die Emittenten zu einer zeitlichen Abstimmung ihrer Kapitalmarktinanspruchnahmen aufzufordern. Auf der Basis von Vorgesprächen zwischen dem Bundeswirtschaftsministerium und Vertretern der Kreditwirtschaft kam es zur Gründungssitzung des Zentralen Kapitalmarktausschusses am 6. Februar 1957. Der Ausschuß, der die Emissionstätigkeit der privaten und öffentlichen Emittenten koordinieren sollte, gab sich bei seiner ersten ordentlichen Sitzung am 19. Februar 1957 in Anlehnung an die Bezeichnung des „Zentralen Kreditausschusses“<sup>36</sup> des Kreditgewerbes den Namen *Zentraler Kapitalmarktausschuß* (ZKMA).

Der Zentrale Kapitalmarktausschuß setzte sich zunächst aus elf, später aus zwölf Mitgliedern zusammen, die die privaten Geschäfts- und Hypothekenbanken sowie die öffentlich-rechtlichen Kreditinstitute repräsentierten. Die Bank Deutscher Länder, später die Deutsche Bundesbank, nahm als ständiger Gast an den Sitzungen teil.

Der Zentrale Kapitalmarktausschuß verstand sich als ein Organ freiwilliger Selbstkontrolle, das zwar keine rechtlich bindenden Beschlüsse fassen, sich aber auf die Autorität der im Ausschuß vertretenen Bankengruppen stützen konnte, so daß davon auszugehen war, daß der vom Ausschuß fortgeschriebene Emissionskalender definitiven Charakter besaß. In den Sitzungen wurden jeweils aufgrund der Marktlage die Reihenfolge, Größenordnung und Zinshöhe der anstehenden inländischen Emissionen (Einmalemissionen) am Rentenmarkt so aufeinander abgestimmt, daß temporäre Überbeanspruchungen möglichst vermieden würden. „Man war sich einig, daß es Aufgabe

dieses Ausschusses sei, Stellung zu einzelnen Emissionsvorhaben zu nehmen und sich insbesondere zum Gesamtvolumen aller Emissionsvorhaben, zum Volumen einzelner Anleihewünsche, zu den beabsichtigten Konditionen und dem Emissionszeitpunkt zu äußern. Kraft ihrer Konsortialstellung gegenüber den Kapitalwünschen der Emittenten und kraft ihrer Plazierungskraft hatten es die Mitgliedsinstitute weitgehend in der Hand, den Empfehlungen des ZKMA den entsprechenden Wirkungsgrad zu verleihen.“<sup>37</sup>

Im Februar 1968 traf die Bundesbank mit den im internationalen Emissionsgeschäft führenden deutschen Kreditinstituten ein immerhin bis 1985 wirksames *Gentlemen's Agreement*, nach dem die Banken nur dann am Absatz von DM-Anleihen ausländischer Emittenten mitwirken und den Zahlstellendienst übernehmen sollten, wenn „bei der Auflegung die Konsortialführung bei einem deutschen Kreditinstitut liegt; bei Optionsanleihen mit der Verwendung der DM sollten die Institute wenigstens die Mitführung im Konsortium beanspruchen. Die Festsetzung von Reihenfolge und Gesamtvolumen der Emissionen wurde dem Zentralen Kapitalmarktausschuß übertragen, der zu diesem Zweck einen Unterausschuß einsetzte und das seiner Ansicht nach vertretbare Emissionsvolumen an DM-Auslandsanleihen von Zeit zu Zeit informell mit den kapitalmarktpolitischen Instanzen abstimmt.“<sup>38</sup>

### 2.3. *Privatisierungen und die Ausgabe von Volksaktien*

Ein für die Kapitalmarktentwicklung und den wegen der steuerlichen Diskriminierung der Aktie noch wenig entwickelten Aktienmarkt bemerkenswertes Ereignis war die im Jahre 1959 durchgeführte Teilprivatisierung der Preussische Bergwerks- und Hütten-AG in Hannover, der Preussag, die aus vermögenspolitischen Gründen erstmals zur Ausgabe sogenannter *Volksaktien* führte. Das Grundkapital der ursprünglich einmal vom preußischen Staat gegründeten Preussag, das sich ganz im Besitz der bundeseigenen VEBA befand, wurde 1959 von 75 auf 105 Millionen DM erhöht. Unter Verzicht der VEBA auf ihr gesetzliches Bezugsrecht wurden für 30 Millionen DM neue Aktien von einem Bankenkonsortium mit der Maßgabe übernommen, die Aktien dem breiten Publikum zum Kauf anzubieten. Da die Nachfrage schon nach wenigen Tagen ein Mehrfaches des zur Verfügung stehenden Betrages erreichte, entschloß sich die Bundesregierung, noch weitere Aktien (im Umfang von 53 Millionen DM) aus dem Bestand der VEBA zur Verfügung zu stellen, bis der Bund schließlich nur noch 21 Prozent des Aktienkapitals der Preussag im eigenen Bestand hatte.

Nach dieser überraschend erfolgreichen Transaktion wurde 1961 eine weitere Emission von Volksaktien im Zuge der Teilprivatisierung des Volkswagenwerks vorbereitet. Durch das Volkswagen-Gesetz (Gesetz zur Überführung von Anteilsrechten an der VW-GmbH in private Hand) vom 21. Juli 1960 wurde die Bundesregierung gehalten, die VW-GmbH in eine AG umzuwandeln, das Grundkapital im Zuge der Auflösung stiller Reserven von 300 auf 600 Millionen DM zu erhöhen und rund 60 Prozent des Aktienkapitals breitgestreut im Publikum zu veräußern. Die restlichen 40 Prozent des

Kapitals sollten zu gleichen Teilen beim Bund und dem Land Niedersachsen verbleiben.<sup>39</sup> Auch die Ausgabe der VW-Aktien war ein Erfolg und konnte als wichtiger Beitrag zur Popularisierung der Aktie gewertet werden. Die Anzahl der bei den inländischen Kreditinstituten unterhaltenen Depotkonten erhöhte sich allein im Jahr 1961 von 850 000 auf rund 2 Millionen.

Die dritte Aktion zur Ausgabe von Volksaktien, die bereits in die lange Schwächeperiode des Aktienmarktes von 1961 bis 1983 fiel, betraf die Vereinigte Elektrizitäts- und Bergwerks AG, die VEBA, deren Teilprivatisierung der Deutsche Bundestag am 7. April 1965 beschlossen hatte. Insgesamt wurden 528 Millionen DM des Grundkapitals der VEBA für die Ausgabe von Volksaktien zur Verfügung gestellt. Im Gegensatz zu den vorherigen Ausgaben von Volksaktien wurde diesmal aber kein Sozialrabatt gewährt. Die Zeichnungsberechtigten wurden je nach der Einkommenshöhe in 3 Gruppen eingeteilt, wobei die Kaufanträge der jeweils niedrigeren Einkommensgruppe vor denen der höheren berücksichtigt wurden. Die Emission wurde aber derart überzeichnet, daß nur die Gruppe 1 (Jahreseinkommen für Ledige bis 8 000, – DM, für Eheleute bis 16 000, – DM berücksichtigt wurde.<sup>40</sup> Auch diesmal erfolgte die Emission auf der Basis einer entsprechenden Kapitalerhöhung, bei der der Bund auf sein Bezugsrecht verzichtete. Die neuen Aktien wurden von einem Bankenconsortium übernommen und bei den privaten Anlegern breit gestreut untergebracht.<sup>41</sup>

Die Idee der Volksaktie, das Aktiensparen durch einen Sozialrabatt für Bezieher niedrigerer Einkommen attraktiv zu machen, wurde also im Laufe der Jahre aufgegeben. Es blieb aber das Bemühen, die Aktien teilprivatisierter Bundesunternehmen breitgestreut zu plazieren und die Popularität der Aktie zu erhöhen.

## *2.4. Kleine und Große Aktienrechtsreform*

Eine wichtige gesellschaftsrechtliche Basis für Aktienemissionen und den Börsenhandel war das aus der Vorkriegszeit übernommene Aktiengesetz von 1937, das sich in den knapp drei Jahrzehnten seines Bestehens im allgemeinen bewährt und eine solide Basis für die nach seinen Vorschriften gebildeten und geleiteten Gesellschaften gegeben hatte. „Gleichwohl ist die grundlegende Wandlung, die sich seit dem Wiederaufstieg nach Ende des 2. Weltkrieges in der Wirtschafts- und Gesellschaftsordnung vollzogen hat, auf dem Gebiete des Aktienrechts nicht ohne Niederschlag geblieben. Einerseits hat die Erkenntnis, daß Aktienvermögen auch in Krisenzeiten eine verhältnismäßig sichere Vermögensanlage ist, zu der sozialpolitischen Forderung geführt, allen Volksschichten den Erwerb von Aktien zu ermöglichen. In Verfolgung dieses Ziels war es aber erforderlich, die Aktie attraktiver zu gestalten und die Rechte der Aktionäre zu erweitern. Andererseits brachte der unübersehbare Trend zur wirtschaftlichen Konzentration die Notwendigkeit mit sich, das Konzernrecht insbesondere zum Schutz der außenstehenden Aktionäre und der Gläubiger gesetzlich zu regeln.“<sup>42</sup>

Mit dem allmählichen Aufschwung des Aktienhandels nach der Währungsreform und der wegen der steuerlichen Begünstigung der Selbstfinanzierung rasch einsetzen-

den Reservenansammlung bei den Gesellschaften setzten Reformüberlegungen ein, die die Stellung und Einflußnahmemöglichkeiten der Aktionäre verbessern und die Informations- und Auskunftspflichten der Gesellschaften erweitern sollten. Die Überlegungen betrafen beispielsweise aber auch die Fragen der Vertretung der Aktionäre im Rahmen des Depot- oder Vollmachtsstimmrechts der Banken und die möglichen Interessenkollisionen bei der Anlageberatung durch Universalbanken. Da die Hauptversammlungen nicht die Kompetenz zur Feststellung des Jahresabschlusses besaßen, konnten die Verwaltungen auf der Basis der geltenden Bilanzprinzipien, die fast ausschließlich dem Gläubigerschutz als Zielsetzung verpflichtet waren, praktisch ohne Einschränkungen darüber befinden, wieviel (oder wie wenig) an die Aktionäre ausgeschüttet werden sollte.

Während die Bundesregierung diese Kritikpunkte und Anregungen zunächst übergang, weil auf gesellschaftsrechtlichem Gebiet die D-Markeröffnungsbilanz-Gesetzgebung, die Entflechtung und die Wertpapierbereinigung ihre Aufmerksamkeit in Anspruch nahmen, wurden schon seit Beginn der 50er Jahre zunehmend Denkschriften und Änderungsvorschläge vorgelegt.<sup>43</sup> Die Vorschläge zielten insbesondere darauf ab, die Rechte der Hauptversammlung insgesamt wie auch die Informations- und Mitspracherechte der einzelnen Aktionäre zu stärken, insgesamt also die Aktionärsdemokratie zu beleben und die 1937 weiter gestärkte Stellung des Vorstands etwas zu relativieren.<sup>44</sup> Das Bundesjustizministerium, das die Vorarbeiten zur Reform des Aktienrechts im Jahre 1954 aufgenommen hatte, veröffentlichte 1958 den Referentenentwurf für ein neues Aktiengesetz. Am 16. Mai 1960 wurde dann der in einer ganzen Reihe von Fragen vom Referentenentwurf abweichende Regierungsentwurf, dem aber eine ebenso fundierte Begründung wie dem Referentenentwurf beigefügt war, vorgelegt.

Ende 1959 ging der Großen Aktienrechtsreform mit dem Gesetz über die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln und über die Gewinn- und Verlustrechnung vom 23. Dezember 1959 aber noch die *Kleine Aktienrechtsreform* voraus, die aus dem Gesamtgesetz zur Erleichterung der 1959 angelaufenen Ausgabe von Volksaktien drei Fragenkomplexe vorzog, nämlich die Neugliederung der Gewinn- und Verlustrechnungen, die Zulässigkeit des Erwerbs eigener Aktien durch die Gesellschaft zu dem Zweck, sie an ihre Arbeitnehmer auszugeben (Belegschaftsaktien), und die Ausgabe von Aktien aus der steuerfreien Auflösung offener Rücklagen im Zuge einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln. Daß damals in der Presse weniger von *Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln* (durch Umwandlung von offenen Rücklagen in Grundkapital) als von der *Ausgabe von Gratisaktien* gesprochen wurde, „was die Phantasie der Anleger natürlich viel mehr anheizte als die sachlich zutreffendere und sozialpsychologisch unanstößigere Bezeichnung Zusatzaktien oder Berichtigungsaktien“,<sup>45</sup> hat mit anderen sprachlichen Erscheinungen wie der Nennwertbetragsangabe bei Aktien nicht gerade zum tieferen Verständnis finanzwirtschaftlicher Vorgänge bei den Aktionären und auch in den Unternehmen beigetragen, förderte damals aber vermutlich das gesteckte Ziel, die Lage des Kapitalmarktes zu verbessern und breite Bevölkerungskreise zum Erwerb von Aktien anzuregen.

Am 25. Mai 1965 wurde dann das Aktiengesetz vom Bundestag ohne Gegenstimme

verabschiedet, am 6. September ausgefertigt, am 11. September verkündet und zum 1. Januar 1966 in Kraft gesetzt. Mit dieser *Großen Aktienrechtsreform* wurde neben den Zielen, die Stellung der Aktionäre innerhalb ihrer Gesellschaft zu stärken und sie besser und schneller zu informieren, insbesondere das Konzernrecht zum Schutz der Minderheitsaktionäre weiterentwickelt. Kritiker haben insbesondere das durch die Aktienrechtsreform sanktionierte Prinzip der zwar „gläsernen“, aber für den Aktionär „verschlossenen Taschen“ herausgestellt, weil die Hauptversammlungskompetenz im Hinblick auf die Entscheidungen über die Gewinnverwendung der Gesellschaft nur unwesentlich gestärkt worden war. Darüber hinaus wurde die Form der Kollegialität der Gesellschaftsvorstände (§ 76–82 AktG) modifiziert und die Höchstzahl der Aufsichtsratsmandate in Aktiengesellschaften auf zehn Monate pro Person beschränkt („Lex Abs“).

Im übrigen ist bei der Bewertung der Großen Aktienrechtsreform festgestellt worden, daß die dort durchgesetzten Publizitätsverbesserungen zwar die mitgliedschaftsrechtliche Stellung der einzelnen Gesellschafter im körperschaftlichen Verband gestärkt hatten, daß aber wichtige Probleme der Aktienemission und des Effektenhandels auch in der rechtspolitischen Diskussion völlig außer Betracht geblieben waren.<sup>46</sup> Insoweit konnte die Große Aktienrechtsreform auch kein weiterführender Beitrag zu einem einheitlichen Kapitalmarktrecht sein. *Gesellschaftsrecht, Börsenrecht und Wertpapierrecht* blieben weitgehend *unverbundene Rechtsbereiche*, die einerseits im Hinblick auf die Anlegerschutzinteressen dem aktienrechtlichen Unternehmensinnenschutz (durch öffentliche Rechnungslegung, die Auskunftsrechte der Aktionäre sowie die Stellung und Haftung der Unternehmensleitung) im Rahmen des Aktiengesetzes und andererseits dem Außenschutz der Gesellschaften über das Börsengesetz (Wertpapierzulassung zum Börsenhandel, Börsenpublizität, Prospekthaftung) dienen.<sup>47</sup>

Eine ohne speziellen Bezug zu einer Gesellschaftsform vorgenommene Erweiterung der Informationsanforderungen an die Unternehmen wurde erst mit dem Publizitätsgesetz vom 15. August 1969 verwirklicht.

### 3. Reformdiskussionen und Börsenreformen von 1966 bis 1980

Dafür, daß die für die Einrichtung des Zentralen Kapitalmarktausschusses maßgebliche tendenzielle Schwäche des deutschen Kapitalmarktes nicht von der Hand zu weisen war, gab es zu Beginn der 60er Jahre nachdrückliche Beispiele. Im August 1960 war vom Bundeswirtschaftsministerium noch die Studie „Möglichkeiten zur Verbesserung der Struktur des Rentenmarktes“ herausgebracht worden, die den Trend zu immer kürzeren Pfandbrieflaufzeiten eher stützte.<sup>48</sup> Als schwere Belastung des Rentenmarktes wirkte dann die 1964 angekündigte Einführung einer 25prozentigen Kapitalertrag-

steuer (Kuponsteuer) auf Zinsen inländischer festverzinslicher Wertpapiere im Besitz von Gebietsfremden. Zuvor waren Erträge aus Rentenpapieren bei Ausländern de facto steuerlich nicht erfaßt worden. Mit dem *Kuponsteuergesetz* sollte der durch ausländische Rentenkäufe ins Inland strömende Devisenzufluß aufgehalten werden. Als ein Jahr später das Gesetz in Kraft trat und sich die Situation an den Devisenmärkten bereits wieder geändert hatte, wurde die Steuer mit dem Argument der Steuergerechtigkeit verteidigt. Das am 28. März 1965 eingeführte Kuponsteuergesetz bewirkte den Rückfluß deutscher Rentenwerte aus dem Ausland und einen dadurch beeinflussten erheblichen Kursverfall am Rentenmarkt.<sup>49</sup> Abgemildert wurde die zusätzliche Kuponsteuerbelastung durch die am 1. Januar 1965 wirksam gewordene Abschaffung der *Wertpapiersteuer* auf den Ersterwerb von inländischen und ausländischen Rentenwerten sowie ausländischen Aktien, die bis dahin als Hemmnis für die Börseneinführung ausländischer Aktien und Anleihen am deutschen Markt gewirkt hatte. Am 28. Juli 1965 wurde ein zeitweiser Emissionsstopp am Rentenmarkt verfügt und das damals zuständige Wirtschaftsministerium beauftragt, die Erteilung der Genehmigungen nach § 795 BGB zu verzögern, um einer Überbeanspruchung des Rentenmarktes entgegenzuwirken. Dennoch stiegen die Zinsen, was wieder auf die „tendenzielle Schwäche“ des deutschen Rentenmarktes zurückgeführt wurde. Auch in institutioneller Hinsicht machte die kurze Zeitspanne von 1966 bis 1970 auf Schwächen des Kapitalmarktes aufmerksam.

Schon 1959 arbeitete die Bundesregierung eine neue Wertpapierzulassungsverordnung aus, weil die gültigen Rechtsvorschriften über die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel nicht mehr den rechtlichen und wirtschaftlichen Verhältnissen entsprachen. Die Verordnung scheiterte im Bundesrat, weil die Betonung des Regionalprinzips in den Publizitätsvorschriften verwässert erschien, da den Emittenten die Möglichkeit genommen werden sollte, für ihre Bekanntmachungen innerhalb des Kreises der Pflichtblätter nach eigener Wahl zu wechseln. In Zusammenarbeit mit den Banken veröffentlichten die Zulassungsstellen der deutschen Wertpapierbörsen erst 1966 eine „Arbeitsunterlage“ für die Tätigkeit der Zulassungsstellen: „Sie soll den Mitgliedern der Zulassungsstellen und den Sachbearbeitern der Konsortialbanken und Emissionsinstitute unter Zugrundelegung der derzeitigen Übung Anhaltspunkte für die Vorbereitung und Durchführung des Zulassungsverfahrens geben und insbesondere die Ausarbeitung und Prüfung des Börseneinführungsprospekts erleichtern.“<sup>50</sup>

Seit Begebung der ersten Bundesanleihe im Jahre 1952 war die Bundesbank kurspflegend am Markt tätig, wobei ihr die Mittel hierfür vom Bund als Emittenten zur Verfügung gestellt worden waren. Im Herbst 1967 ging sie erstmals über diese Kurspflegemaßnahme hinaus. Sie intervenierte auf eigene Rechnung unter Inanspruchnahme von § 21 Bundesbankgesetz, wonach sie zur Regelung des Geldmarktes am offenen Markt zu Marktzinssätzen Wechsel, Schatzwechsel und Schatzanweisungen, Schuldverschreibungen öffentlicher Stellen und andere zum Börsenhandel zugelassene Schuldverschreibungen kaufen und verkaufen darf.

Die labile Verfassung des Rentenmarktes beeinflusste insbesondere die Geschäfte der Realkreditinstitute äußerst negativ. Die Hypothekenbanken reagierten mit einer Änderung ihrer Marktpolitik in zweierlei Hinsicht. Einerseits intensivierten sie ihre Gemein-

schaftswerbung und gewannen damit eine ebenso breite wie beständige Käuferschicht für Pfandbriefe und Kommunalobligationen. Andererseits gingen sie mit Hilfe der Technik der *Abschnittsfinanzierung* zu kurzen und kürzeren Laufzeiten über, wodurch sie ihre Geldmarktabhängigkeit vermindern konnten. „Die Geldmarktabhängigkeit des Kapitalmarktes ist das große Thema jener Jahre gewesen, aber wenn darüber gestritten wurde, ob Spareinlagen Geld oder Kapital seien oder ob gebündelte Schuldscheine als Geld oder als Wertpapiere behandelt werden müssen, so hatte das vor allem sehr konkrete Wettbewerbs- und Rentabilitätsgründe.“<sup>51</sup>

Seit etwa 1959 konnte man davon sprechen, daß am Rentenmarkt wieder regelmäßig Zins- und Tilgungsbeträge in nennenswertem Umfang für eine Wiederanlage frei wurden. Obwohl seit Mitte der 60er Jahre diese Selbstalimentierung des Kapitalmarktes eine erhebliche Rolle spielte, nahm die relative Bedeutung der Rentenfinanzierung eigentlich kaum noch zu.<sup>52</sup> Das im Vergleich zu den anderen Kapitalmarktsegmenten steile Ansteigen der Bedeutung des Rentenmarktes konnte Mitte der 60er Jahre im wesentlichen als abgeschlossen gelten. Dabei zeigte sich insbesondere ein Trend, daß nämlich in Zeiten sinkender bzw. niedriger Zinsen die Finanzierung über festverzinsliche Wertpapiere im Vergleich zu den Gesamtforderungen aller Wirtschaftssubjekte zunahm und daß andererseits dieser Anteil in Phasen steigender oder hoher Zinsen in der Tendenz stagnierte.<sup>53</sup>

Nicht wiederaufgefüllt wurden die Industrieobligationen, die sich nach kräftigen Ansätzen Ende der fünfziger und Ende der sechziger Jahre nicht stabil entwickeln konnten, weil sie in die Schere eines Transaktionskostengefalles gerieten, das von der diskriminierten, aber in gewissem Umfang unausweichlichen Aktienfinanzierung zur transaktionskostengünstigen Schuldscheinfinanzierung reichte. Erst später konnte die Anleihe wieder über die Euromärkte, die Auslandsanleihen oder die hybriden Finanztitel (wie die Wandel-, Options- oder Gewinnschuldverschreibungen) an Boden gewinnen. Die erste Optionsanleihe wurde bereits 1967 von der Lufthansa AG emittiert. Die Wandel- und Optionsanleihen, die nicht nur auf dem inländischen Kapitalmarkt, sondern auch auf dem Euroemissionsmarkt plazierte wurden, wurden in den 70er Jahren beliebte Finanzierungsinstrumente.<sup>54</sup>

### *3.1. Reformvorschläge des Bundeswirtschaftsministeriums*

Das Bundeswirtschaftsministerium legte am 4. Juli 1966 der Presse einen *Plan zur Verbesserung des Börsenwesens* vor, der zum Ziel hatte, „die Stellung der Kleinaktiönäre und in ihrem Interesse auch die Publizität der börsennotierten Aktiengesellschaften und der Börse selbst zu verbessern“, und eine „andere Organisation“ für die Börse zu schaffen, damit sie international attraktiv werde.

Vom Bundeswirtschaftsministerium wurden unter anderem vier Maßnahmen erwogen:



1. Die Kreditinstitute sollten verpflichtet werden, alle Kundenorders in amtlich notierten Aktien über die Börsen und die dort tätigen amtlichen Kursmakler auszuführen, so daß die Kundenorders wirklich bei den Kursmaklern konzentriert würden, um „den Markt breiter, stabiler und Manipulationseinflüssen weniger zugänglich zu machen.“ Auch sollte ein stilles Zusammenkaufen oder Auflösen von Aktienpaketen erschwert werden. Keinen Beschränkungen sollten auch weiterhin die Eigengeschäfte der Kreditinstitute und freien Makler sowie der Pakethandel unterliegen, sofern die Pakete über 5 Prozent des Grundkapitals der Gesellschaft lägen.<sup>55</sup>
2. Alle Aktiengesellschaften, deren Aktien an einer Börse amtlich notiert wurden, sollten zur Veröffentlichung von Halbjahresberichten verpflichtet werden.
3. Die Kursmaklerumsätze in amtlich notierten Aktien sollten veröffentlicht werden, um „dem Publikum ein Urteil zu ermöglichen, ob die Börsenkurse echt sind, an welchen Börsen die Aufträge kursschonend abgewickelt werden können und ob sich besondere Entwicklungen (Aufkäufe, Abgaben) anbahnen.“
4. Es sollte die Aktiennotierung in DM je Stück eingeführt werden, um zu einer den ausländischen Börsenplätzen vergleichbaren Preisangabe für Aktien zu kommen.

Neben diesen Punkten sollte die Zulassung von Personen zum Börsenhandel den Anforderungen des Grundgesetzes angepaßt, der Terminhandel wieder eingeführt, das Insider-Problem geregelt und eine Reihe weiterer Anlage-, Informations- und Steuerprobleme angegangen werden.<sup>56</sup> Am 14. Dezember 1967 wurden die Reformpläne des Wirtschaftsministeriums in einem Referentenentwurf konkretisiert, dessen Leitgedanken in einer gegenüber der Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen vom 8. März 1968 abgegebenen Stellungnahme formuliert war und zwei Hauptzielsetzungen der Börsenreform heraushob, nämlich die Verbreiterung der Eigenkapitalbasis der Unternehmen zu erleichtern sowie immer breitere Bevölkerungsschichten für das Wertpapier-, speziell das Aktiensparen zu gewinnen.<sup>57</sup>

Die Beurteilung des in der Presse überwiegend äußerst kritisch kommentierten Referentenentwurfs in der Literatur war umstritten. Auch die Reaktion der Börsen und der hinter ihnen stehenden Banken auf die Pläne und auf den Referentenentwurf waren insgesamt negativ, wobei zwar die Begründungen für die Reformnotwendigkeiten grundsätzlich akzeptiert, die konkreten Einzelvorschläge aber durchweg kritisiert und als „eine wirklichkeitsfremde und deshalb nicht diskussionsfähige Grundlage“ abgelehnt wurden. In der nachfolgenden Literaturdiskussion wurde einerseits hervorgehoben, daß mit dem Entwurf nicht nur die bekannten Grundsätze der Regierung wiederholt wurden, sondern „in einer sehr perfektionistischen Weise Regelungen vorgeschlagen“ wurden, die weder theoretisch noch praktisch befriedigen konnten.<sup>58</sup> Andererseits ist aber auch betont worden, daß die Argumente, die gegen den Referentenentwurf vorgebracht wurden, wirklich nur teilweise überzeugen konnten. Zwar wäre beispielsweise der Ausnahmereich für den Pakethandel, der bei den größten deutschen Gesellschaften Pakete im Kurswert von 150 bis 200 Millionen DM an die Börse verwiesen hätte, in seiner pauschalen Fassung wesentlich zu weit gefaßt. Ande-

rerseits ließe sich nicht leugnen, daß die Konzentrierung und Verbreitung der Umsätze an der Börse erhebliche markttechnische und damit auf die materielle Preisbildung durchschlagende Vorteile besitze.<sup>59</sup>

Das Bundeswirtschaftsministerium veranstaltete im März 1968 ein Hearing und berief kurze Zeit später auf Grund der heftigen Auseinandersetzungen um den Referentenentwurf einen unabhängigen *Sachverständigenausschuß Börsenreform* ein, der „verschiedene Lösungsmöglichkeiten zur Verbesserung der Börsenorganisation“ erörtern sollte. Der Ausschuß, dem Sachverständige der Börsen, der Banken, der Industrie, der Aktiengesellschaften und der Universitäten angehörten, schloß die erste Phase seiner Arbeit im März 1969 mit einem Pressekomunique ab und wirkte dann mit einer Erweiterung seiner Aufgaben als *Börsensachverständigenkommission* weiter.<sup>60</sup>

Am 5. Mai 1970 wollte dann das Ministerium die „letzte Phase“ des Entwurfs des Änderungsgesetzes zum Börsengesetz einleiten und lud die Verbände zu einem zweiten Hearing ein. Das Bundeskabinett verabschiedete den Entwurf des Gesetzes zur Änderung des Börsengesetzes (Novelle zum Börsengesetz), der Bundesrat regte mehrere Änderungen und Ergänzungen an. Im März 1971 leiteten die deutschen Wertpapierbörsen dem Wirtschaftsausschuß des deutschen Bundestages schließlich ihre Stellungnahmen zur Novellierung des Börsengesetzes zu. Das Änderungsgesetz wurde wegen der vorgezogenen Wahlen zum Deutschen Bundestag 1972 dennoch nicht verabschiedet. In der Zwischenzeit waren aber durch Eigeninitiativen weitgehende Reformmaßnahmen durchgeführt worden, die die vorgesehenen gesetzlichen Regelungen aufgegriffen und in weiten Teilen bereits verwirklicht hatten.

1. Bezüglich der angestrebten *Konzentration der Aktienumsätze an der Börse*, die mit Hilfe einer Einschränkung der Kompensationsmöglichkeiten und des Selbsteintrittsrechts der Kreditinstitute als Kommissionäre erreicht werden sollte, hatte der Referentenentwurf noch sehr weitreichende und detaillierte Regelungen vorgeschlagen. „Auf Grund des Angebots der Verbände des Kreditgewerbes, freiwillig die Möglichkeiten des Selbsteintritts einzuschränken und im Hinblick auf die Aussichten, durch Vorschläge der neu gebildeten Börsensachverständigenkommission auch auf anderen Gebieten zu Buch schlagende Fortschritte zu erzielen, bestand das Bundeswirtschaftsministerium nicht auf einer gesetzlichen Regelung.“<sup>61</sup> Die Spitzenverbände der Kreditwirtschaft änderten ihre Allgemeinen Geschäftsbedingungen mit der Folge, daß sich die Kreditinstitute mit Wirkung vom 1. Juli 1968 an verpflichteten, sämtliche Kundenaufträge in zum amtlichen Handel zugelassenen Aktien über die Börse zu leiten, „es sei denn, daß eine andere ausdrückliche Weisung des Kunden vorliegt.“<sup>62</sup> Damit wurde das Selbsteintrittsrecht der Kreditinstitute nicht abgeschafft, ein möglicher Selbsteintritt von nun an aber an die Verpflichtung der Bank geknüpft, ein Deckungsgeschäft an der Börse über einen Makler abzuschließen. Mit dieser Regelung konnte die beabsichtigte Konzentration der über die Banken geleiteten Aktienumsätze an der Börse als verwirklicht angesehen werden. Als Folge der Einführung dieser Bestimmung waren die Börsenumsätze in Aktien in einem Maße gestiegen, „das selbst von den Befürwortern der Reform nicht erwartet worden war.“<sup>63</sup>

2. Die Forderungen nach einer *Veröffentlichung von Zwischenberichten* der Gesell-

schaften von amtlich notierten Aktien wurde mit Hilfe eines im März 1969 erfolgten Aufrufs von Verbänden und Arbeitsgemeinschaften unter Federführung des Arbeitskreises zur Förderung der Aktie aufgefangen, indem dieser vorschlug, auf freiwilliger Basis Zwischenberichte zu erstatten.<sup>64</sup> Der Aufruf legte sowohl im Hinblick auf den zeitlichen Abstand zwischen den Berichten als auch hinsichtlich Form und Inhalt gewisse Mindestanforderungen fest, die eingehalten werden sollten, um den Aktionären eine möglichst zutreffende Beurteilung ihrer Anlagen zu ermöglichen.<sup>65</sup> Am 30. November 1970 wurden darüber hinaus die von den deutschen Wertpapierbörsen erarbeiteten „Regeln für die Beurteilung von Zwischenberichten börsennotierter Gesellschaften“ veröffentlicht, die noch bestehende Unklarheiten über die inhaltliche Ausgestaltung der Zwischenberichte beseitigten.

3. Die börsentägliche Veröffentlichung der Börsenumsätze war schon zu Beginn der 60er Jahre von der Frankfurter Wertpapierbörse angestrebt worden, hatte sich aber gegen die Interessen der anderen Börsen, die den dezentralen Grundaufbau des deutschen Börsensystems in Gefahr sahen, lange Zeit nicht durchsetzen können. Nun einigten sich die Börsen als Folge der Diskussion um die Börsenreform auf die monatlich zusammengefaßte Veröffentlichung aller Börsenumsätze in DM-Aktien an den acht deutschen Wertpapierbörsen ab September 1968 (und zwar rückwirkend bis 1960) durch die Deutsche Bundesbank.

Seit Mai 1969 wurden an den fünf großen Börsenplätzen Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, München und Stuttgart erstmals die Einzelumsätze in 50 ausgesuchten Aktien veröffentlicht, seit Dezember 1969 in Stückzahlen ebenso wie in Kurswerten.<sup>66</sup> Damit war eine größere Umsatzpublizität der Börsen erreicht worden, die bereits von der Börsenquotekommission im Jahre 1893 gefordert und bis zum Zweiten Weltkrieg auch von der Berliner Wertpapierbörse weitgehend verwirklicht worden war. Nach dem Krieg hatte aber die Argumentation, die Umsatzpublizität könne nur ein Zerrbild der tatsächlichen Situation vermitteln und damit die kleineren Börsen zusätzlich benachteiligen, überwogen.<sup>67</sup>

4. Der Übergang von der Prozent- zur *Stücknotierung* deutscher Aktien wurde am 17. April 1967 beschlossen. Dazu wurde der Mindestnennbetrag der Aktien von 100 DM auf 50 DM je Stück herabgesetzt, was auch zur Angabe der Dividende in DM pro Aktie führte. Im Oktober 1966 erfolgt erstmals für einige deutsche Aktien eine Stücknotiz; bis Ende 1969 waren die Aktien von 100 DM auf 50 DM pro Aktie umgestellt.<sup>68</sup>

Insgesamt hatten die Reformpläne des Wirtschaftsministeriums bewirkt, daß punktuelle und nicht unwesentliche Änderungen und Verbesserungen insbesondere auf freiwilliger Basis vorgenommen worden waren. Dabei war die Reformbegeisterung mehr als begrenzt, obwohl keinerlei Anlaß zur Selbstzufriedenheit mit der Organisation des Börsenhandels bestand: „Als absolut unhaltbar erwies sich die selbst von anderen Börsensachverständigen hierzulande vertretene These, durch Änderungen der Organisation des Börsenhandels könne weder Anlegerinteressen gedient noch das Auftragsaufkommen beeinflusst werden.“<sup>69</sup>

### 3.2. *Regionalbörsen und Funktionsfähigkeit der Aktienbörse*

„Three principal problems exist in the operation of German exchanges: (1) the lack of a truly national organized securities market, such as those which exist in the United States, England, and France, (2) the monopolization of securities trading and securities exchange management by the large German banks, and (3) the lack of legislation requiring adequate and accurate disclosure of financial information by listed companies.“<sup>70</sup> Diese von einem amerikanischen Beobachter des Börsenwesens in Deutschland Anfang der 70er Jahre getroffene Feststellung zielte im ersten Punkt auf die Regionalstruktur des deutschen Börsensystems. Das Regionalbörsenprinzip, das von einigen Beobachtern quasi als institutionelle Schwäche des Börsensystems in der Nachkriegszeit betrachtet wurde, war in diversen Reformüberlegungen mit der Forderung nach einer Zentralbörse in Frage gestellt worden. Eine für die Beteiligten befriedigende Beurteilung oder sogar Lösung der Zentralisierungsproblematik konnte aber zumindest bis Anfang der 90er Jahre nicht erreicht werden: „Daß das Börsengesetz nicht mehr in jeder Hinsicht den Erfordernissen eines modernen Börsenverkehrs gerecht wird, ist schon seit Jahren Allgemeingut aller beteiligten Kreise. Eine durchgreifende Börsenreform ist trotzdem nicht in Sicht, da sie höchst kontroverse Fragen aufwirft, etwa die Frage nach einer Zentralisierung der bestehenden Börsen. Die Bundesregierungen haben bisher versucht, schrittweise zu einer Anpassung des Börsenwesens an die heutigen Erfordernisse zu gelangen“.<sup>71</sup> Zumindest in den 70er Jahren wurde das Problem in anderen Stellungnahmen aber auch durchaus relativiert: „Das Fehlen einer Finanzzentrale wird heute viel weniger als noch vor einigen Jahren als Mangel empfunden. Man spricht mit einem gewissen Recht von der deutschen Börse als einem einheitlichen Gebilde, das sich in verschiedenen Räumen und an verschiedenen Orten befindet.“<sup>72</sup>

Das zweite in der zitierten Feststellung angesprochene Problem der „Monopolisierung“ des Börsenhandels durch die Kreditinstitute, die die Nichtbanken als Händler weitgehend vom Börsengeschehen ausschlossen, wurde dadurch als besonders gravierend angesehen, daß der Wertpapierhandel in der Kreditwirtschaft stark konzentriert war und „von wenigen privaten Großinstituten beherrscht“ wurde. „Dies gelte sowohl für Kundengeschäfte als auch für Bank-zu-Bank-Umsätze. Die Folgen seien ein hoher Konzentrationsgrad, überhöhte Provisionsätze für Kundengeschäfte sowie ein beschränkter Marktzugang für bestimmte Banken- und Kundengruppen.“<sup>73</sup>

Parallel und unabhängig von diesen Diskussionspunkten wurden in der Presse und Literatur Reformvorschläge diskutiert, die wie die Forderung nach der Schaffung eines *Aktienamtes* zunächst zwar gesellschaftsrechtlich motiviert waren, dann aber mit Verweis auf die Aufgaben anderer Börsenaufsichtsbehörden<sup>74</sup> auch argumentierten, einem Aktienamt könnten auch die Aufgaben einer zentralen Börsenaufsichtsbehörde übertragen werden.<sup>75</sup> Anderen erschien die Neuschaffung eines Aktien- oder Wertpapieramtes wegen der damit vermutlich verbundenen hohen Personal- und Sachaufwendungen sowie zu befürchtenden Bürokratisierungstendenzen überzogen. Sie sprachen sich für eine Erweiterung des Aufgabenbereichs des Bundesaufsichtsamtes für das

Kreditwesen aus: „Die Zusammenfassung von Bankenaufsicht und Kapitalmarktaufsicht in einer Behörde erscheint gerade in einem Universalbanksystem sinnvoll, in dem bei den meisten Kapitalanlagegeschäften Kreditinstitute vermittelnd tätig werden.“<sup>76</sup> Schließlich konnte der dritte in der Feststellung des amerikanischen Beobachters angeführte Punkt mit der ab 1970 erfolgten Veröffentlichung von Zwischenberichten formal als erfüllt gelten. Andererseits sind die inhaltlichen Anforderungen an die Unternehmensberichterstattungen in Deutschland auch weiterhin im Ausland kritisiert worden, was beispielsweise dazu geführt hat, daß den deutschen Unternehmen der Zugang zu den amerikanischen Börsen verwehrt blieb.<sup>77</sup>

Alle Reformvorschläge<sup>78</sup> zielten auf eine Verbesserung der Börsenfunktionen, wie sie beispielsweise in einer 1970 erschienenen Arbeit gegliedert, beschrieben und analysiert worden waren.<sup>79</sup> Das Schema der Funktionen einer Aktienbörse machte den hohen Erwartungshorizont an die Funktionserfüllung durch die Wertpapierbörsen deutlich.

### *Funktionen der Aktienbörse*

FUNKTIONSEBENEN			
Grundfunktionen	Marktbildungsfunktion	Finanzierungsfunktion	Zirkulationsfunktion
Abgeleitete Funktionen	Komprimierungsfunktion	Emissionsfunktion	Liquiditätsausgleichsfunktion
	Typisierungsfunktion	Ausgleichsfunktion	Kursbildungsfunktion
	Selektionsfunktion	Allokationsfunktion	Informationsfunktionen:
	Konzentrationsfunktion		– Bewertungsfunktion
	Wettbewerbsfunktion		– Konjunkturindikatorfunktion
	Integrationsfunktion		

Eine breite Auseinandersetzung um die Kriterien der Funktionsfähigkeit von Börsen erschien dringend geboten, nachdem die Reformpläne des Wirtschaftsministeriums von 1966 in etlichen Punkten heftig angegriffen worden waren und sonstige gesetzgeberische Maßnahmen seit dem Börsengesetz von 1896 stets als Reaktion auf Mißstände erfolgt waren und nicht als Vorgabe für einen positiv gestalteten Rechtsrahmen des Börsen- und Wertpapiergeschäfts.

### 3.3. Wiedereröffnung des Terminhandels

Ein wichtiger Anstoß zur Weiterentwicklung des Börsenwesens kam Ende der sechziger Jahre aus dem Bereich des börsenmäßigen Terminhandels, der in den zwanziger Jahren in Deutschland schon einmal eine gewisse Blütezeit erlebt hatte. Während der Terminhandel im Ausland seit Ende des Zweiten Weltkriegs zunehmend an Bedeutung gewonnen hatte und auch einige deutsche Wertpapiere an ausländischen Börsen auf Termin gehandelt wurden, ruhte der Effekterterminhandel an den deutschen Wertpapierbörsen seit dem 11. Juli 1931 immer noch.<sup>80</sup>

Deutschen Anlegern war es schon ab Mai 1956 wieder erlaubt, im Ausland Wertpapier-Termingeschäfte abzuschließen. Davon wurde trotz der langewährenden Rechtsunsicherheit über die Wirksamkeit des Termin- oder Differenzeinwandes (für die die Geschäfte vermittelnden Banken) durchaus Gebrauch gemacht. Um die Wiedereinführung des Termingeschäfts in Wertpapieren auch an den deutschen Börsen vorzubereiten, setzten die deutschen Wertpapierbörsen 1957 eine Kommission ein, die einen Bericht über die anstehenden rechtlichen und organisatorischen Probleme verfaßte. Gleichzeitig wurde ein Muster für mögliche Geschäftsbedingungen und für die Satzung einer Liquidationskasse erarbeitet. Trotz des positiven Berichts kam ein Start des Terminhandels damals aber noch nicht zustande.

1964 wurde wiederum eine Studienkommission für Fragen des Terminhandels eingesetzt, deren Bericht Ende 1966 der Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen vorgelegt und von dieser als brauchbare Diskussionsgrundlage für eine Verwirklichung des Terminhandels angesehen wurde.<sup>81</sup> Aber auch zu diesem Zeitpunkt kam die Entwicklung nicht voran. Selbst der Sachverständigenausschuß „Börsenreform“ setzte die Wiederaufnahme des Terminhandels zunächst ohne Erfolg auf die Tagesordnung.

Offensichtlich standen die deutschen Börsen und Banken dem Terminhandel nicht nur wegen der rechtlichen Schwierigkeiten und dem Mangel an geeigneten Aktienwerten zurückhaltend gegenüber. Die Banken trieben die Entwicklung vermutlich auch deshalb nicht voran, weil sie über kein Personal mit den für den Terminhandel notwendigen Kenntnissen und Erfahrungen verfügten. Die Skepsis wuchs sogar im Laufe der Zeit, nachdem die Anregung gegeben worden war, die mögliche Wiederaufnahme des Terminhandels mit einer grundlegenden Innovation zu verbinden. Die bedingten Termingeschäfte sollten nämlich nicht in der früher in Deutschland üblichen Form der Prämien- oder Dont-Geschäfte, sondern in der neuen Form der in den USA üblichen Optionsgeschäfte eingeführt werden.<sup>82</sup> Optionsgeschäfte werden dort als Kaufoptionen (calls) oder Verkaufsoptionen (puts) ausgeführt. Der Käufer einer Kaufoption kann vom Verkäufer, dem Stillhalter in Papieren, innerhalb der Optionsfrist die Lieferung der im Vertrag festgelegten Anzahl von Wertpapieren zu dem bei Vertragsabschluß vereinbarten Basispreis (strike price) verlangen. Für dieses Recht zahlt der Käufer dem Verkäufer bereits bei Vertragsabschluß eine Prämie, den Optionspreis. Umgekehrt erwirbt der Käufer einer Verkaufsoption vom Verkäufer, dem Stillhalter in Geld, das Recht, ihm innerhalb der Optionsfrist bestimmte Wertpapiere

zum Basispreis liefern zu können. Bei den in den zwanziger Jahren gepflegten Prämien-geschäften wurde dagegen die Prämie erst als „Reuegeld“ am Erklärungstag fällig, wenn nämlich der Käufer des Vor- oder Nachprämiengeschäfts erklärte, daß er die im Vertrag bezeichneten Wertpapiere nicht abnehmen oder liefern wollte.<sup>83</sup>

Der Einführung des Terminhandels gingen noch weitere Diskussionen über die grundsätzlichen Probleme und Modalitäten der Geschäfte voraus, bis im Mai 1969 schließlich die Börsensachverständigen-Kommission vorschlug, den Wertpapierhandel in Form des Optionshandels einzuführen. Am 1. Juli 1970 wurde der Markt für Abschlüsse von Termingeschäften auf 38 Aktien in der „risikobegrenzenden Form des börsenmäßigen Optionsgeschäfts“ nach amerikanischem Vorbild an den deutschen Wertpapierbörsen eröffnet: „Die Form des Optionshandels wurde gewählt, weil bei ihm sich das Risiko für den Käufer auf den Optionspreis beschränkt und die anderen Arten des Termingeschäfts entbehrlich sind, die neben dem bis zum 13. Juli 1931 üblichen festen Termingeschäft bestanden haben und weitgehend zu dessen Absicherung dienen.“<sup>84</sup> Die ersten Umsatzstatistiken ergaben befriedigende, z. T. sogar beachtliche Wachstumsraten.

Nach anfänglicher Euphorie stellte sich an den Wertpapierbörsen allerdings Ernüchterung ein: „Ein durchschlagender Erfolg war dem Optionshandel zu keiner Zeit beschieden; die Umsätze sind eher bescheiden, so machte der Umsatzanteil der Optionsgeschäfte von 1970 bis 1981 nur durchschnittlich 1,35 Prozent der Aktienumsätze aus. Die mangelnde Attraktivität des deutschen Optionshandels war vor allem auf den Individualcharakter der Optionskontrakte zurückzuführen. Da weder die Fälligkeiten noch die Basispreise standardisiert waren, konnte der Käufer einer Option sich in der Regel während der Optionslaufzeit nicht von seinem Engagement trennen, d. h. sein Optionsrecht verkaufen; er hatte nur die Möglichkeit, die Option auszuüben oder aber verfallen zu lassen.“<sup>85</sup> Die Tatsache, daß in Deutschland nur die Organisation für ein börsenmäßiges Optionsgeschäft, nicht aber ein Sekundärmarkt für Optionen etabliert worden war, erwies sich als entscheidendes Handicap gegenüber den angelsächsischen Börsen, insbesondere aber gegenüber der 1973 neugegründeten Chicago Board Options Exchange (CBOE), an der gerade der am Zweitmarkt erfolgende Handel in völlig standardisierten Aktienoptionen mit feststehenden Fälligkeiten und Basispreisen ein Riesenerfolg geworden war. Dieser Erfolg hatte weltweit zu einer Reihe von Börsenneueröffnungen insbesondere in den USA, dann aber auch in England, den Niederlanden und in Frankreich geführt und zur Schaffung einer Fülle neuartiger Produkte Anlaß gegeben, auf die man in Deutschland später noch reagieren mußte.

### *3.4. Insider-Regeln*

Eine besonders wichtige Maßnahme zur Vertrauensbildung in den Wertpapierhandel und das Börsenwesen war die Ausarbeitung der Insider-Regeln im Jahr 1970. Aktueller Anlaß waren auffällige Aktienkursbewegungen, die auf Insiderhandelsaktivitäten zurückgeführt wurden. Alle Beteiligten waren sich im Grundsatz einig, daß Insider-

handel unfair sei, die betroffenen Wertpapierkäufer und -verkäufer schädige und die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes insgesamt herabsetze. „An der Börse ist Wissen Geld. Dann gelangt man notwendig zu folgender Alternative: entweder man muß die Informationen, die zur Beurteilung des Aktienwertes notwendig sind, allen gleichmäßig zukommen lassen, oder den Eingeweihten den Handel verbieten. Beide Richtungen müssen gleichzeitig zum Zuge kommen.“<sup>86</sup>

Umstritten und bis Ende der achtziger Jahre in der Diskussion blieb, welche Personen exakt als Insider, welche Informationen als Insiderinformation und welche Finanztitel als Insiderpapiere behandelt werden mußten. Darüber hinaus war prinzipiell strittig, ob es einer freiwilligen oder letztlich doch einer gesetzlichen Regelung der Materie bedürfe, den Insiderhandel zu unterbinden.

Nach ausführlichen Beratungen beschloß die Börsensachverständigenkommission am 13. November 1970 „Empfehlungen zur Lösung der sogenannten Insider-Probleme“ mit dem Ziel, im Rahmen einer – wegen der stärkeren moralischen Bindungskraft – freiwilligen Lösung Regelungen zu schaffen, durch die das Ausnutzen oder die Weitergabe von Insider-Informationen zum Schutz des einzelnen Anlegers und zum Funktionsschutz der Börse überhaupt unterbunden werden sollte.<sup>87</sup>

Die von der Börsensachverständigenkommission vorgelegten freiwilligen Insider-Regeln bestanden aus den Insiderhandels-Richtlinien, den Händler- und Beraterregeln sowie aus einer im November 1971 verabschiedeten Verfahrensordnung, auf deren Grundlage die bei den Wertpapierbörsen zu bildenden Prüfungskommissionen tätig werden sollten.<sup>88</sup> Die Empfehlungen richteten sich an die zuständigen Organe und Mitglieder der börsennotierten Aktiengesellschaften (Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder sowie Angestellte als Insider), an die Kreditinstitute, die als Händler oder gewerbliche Anlageberater in bezug auf Aktien tätig sind, und an Anlageberater außerhalb von Kreditinstituten. Den Insidern wurde die Abwicklung von Wertpapiergeschäften unter Verwendung von „vertraulichen Informationen“ verboten. Bei Verstößen sollte eine Ausführung des mit der Transaktion verbundenen Gewinns an die Gesellschaft erfolgen. Die zuständigen Organe der deutschen Wertpapierbörsen sollten dafür Sorge tragen, daß zunächst die bei ihnen bestehenden Zulassungsstellen eine Überwachung der Regeln sowie die Verfolgung von Verstößen übernehmen.<sup>89</sup> Die ursprünglich den Zulassungsstellen zugeordneten Aufgaben wurden aber aus börsenrechtlichen Gründen mit der Neufassung der Empfehlungen Ende 1971 speziellen Kommissionen übertragen, die bei den Börsen im Auftrag der beteiligten Verbände der Emittenten und Kreditinstitute gebildet wurden.

Bei der Anwendung der Insider-Regeln in den ersten Untersuchungsverfahren konnten ab 1972 praktische Erfahrungen gesammelt werden, die zeigten, daß die Empfehlungen noch unvollständig und zuwenig flexibel waren, um alle wesentlichen Verstöße gegen die Zielsetzung der freiwilligen Regelung zu erfassen. Der „Arbeitskreis für Insider-Fragen“, in dem die Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen, die Spitzenverbände der Wirtschaft und Sachverständige vertreten waren, überprüfte die Insider-Regeln im Lichte der gesammelten Erfahrungen und legte eine ergänzte Fassung vor, die ab Mitte 1974 diskutiert wurde, wobei zwischenzeitlich sogar



Überlegungen über die mögliche Einbringung der Regeln in die gerade in der Beratung befindliche Börsennovelle von 1975 angestellt wurden.<sup>90</sup> Die Überarbeitung, die im Juli 1976 veröffentlicht wurde, brachte insbesondere Änderungen der Insiderhandels-Richtlinien im Hinblick auf den Personenkreis der Insider sowie die Definition von Insiderpapieren. Zu den Insidern zählten nun auch Großaktionäre mit mehr als 25prozentigen Anteilen an der Gesellschaft sowie Kreditinstitute (deren Geschäftsleiter sowie im Börsenhandel oder in der Anlageberatung tätige Mitarbeiter), soweit sie im Rahmen des Konsortialgeschäfts Insider-Kenntnisse erlangten. Der Begriff der Insider-Papiere wurde auf Genußrechte, Wandel- und Gewinnschuldenverschreibungen, Optionsscheine und Bezugsrechte ausgedehnt. Darüber hinaus wurde die Verfahrensordnung mit dem Ergebnis überarbeitet, daß die Verfahrenseinleitung erleichtert und die Untersuchungsbefugnisse der Prüfungskommission erweitert wurden.<sup>91</sup>

Die freiwilligen Insider-Regeln sind in der Literatur in verschiedener Hinsicht bemängelt worden, wobei insbesondere vier Kritikpunkte vorgebracht wurden:<sup>92</sup>

- Kritisiert wurde die Freiwilligkeit der Regeln, da die Regeln nur für Personen und Institutionen Gültigkeit besaßen, die sie ausdrücklich anerkannt haben. Zur Erzeugung eines „allgemeinen Unrechtsbewußtseins“ sei aber ein staatliches, mit strafrechtlichen Sanktionen versehenes Verbot zu erwirken.<sup>93</sup>
- Kritisiert wurde der eng gezogene Insiderkreis, der dazu führe, daß Personen, die von Insidern informiert werden könnten, von den Regeln überhaupt nicht erfaßt würden.
- Kritisiert wurden die zu geringen Sanktionen bei Übertretung der Empfehlungen sowie die Begrenzung der „Strafe“ auf die Abführung des erzielten Gewinns an die Gesellschaft.
- Kritisiert wurde auch das als ungenügend empfundene Auslösekriterium für ein Prüfungsverfahren und die zu geringen Kompetenzen der Prüfungskommission.

Die Insiderhandels-Richtlinien wurden gemeinsam mit der Verfahrensordnung im Mai 1988 vom „Arbeitskreis für Insider-Fragen“ in ergänzter und überarbeiteter Form vorgelegt, wobei insbesondere die Erfahrungen der Insiderprüfungskommissionen berücksichtigt und den neueren technischen und organisatorischen Entwicklungen der Börsen Rechnung getragen wurde. Über die Änderungen des Textes der Insider-Regeln hinaus sind die Börsen damals noch übereingekommen, in ihren Kursblättern im Gegensatz zu der bis dahin geübten Praxis nur noch jene Gesellschaften negativ zu kennzeichnen, die die Insider-Regeln nicht anerkannt haben.<sup>94</sup>

### *3.5. Die Börsengesetznovelle von 1975*

Die Börsenreform erstreckte sich fast über zehn Jahre. Sie basierte noch auf den Erwägungen des Jahres 1966 über „Maßnahmen auf dem Gebiet des Börsenwesens“. In der Zwischenzeit waren die wesentlichen Vorschläge des Entwurfs aber durch die

freiwilligen Übereinkünfte der beteiligten Stellen überwiegend verwirklicht worden, insbesondere die Konzentration der Aktienumsätze an der Börse, die Veröffentlichung von Zwischenberichten, die Veröffentlichung der Aktienumsätze und die Aktiennotierungen in DM pro Stück.<sup>95</sup> Der Vorschlag zur Wiedereinführung des Börsenterminhandels war durch das am 1. Juli 1970 eingeführte Angebot der Möglichkeit des Abschlusses von Optionsgeschäften an der Börse aufgegriffen worden. Die Insider-Vorschriften waren mit den 1969 initiierten, 1970 veröffentlichten und seit 1974 immer wieder überarbeiteten Insider-Regeln durch eine freiwillige Lösung bis auf weiteres abgewehrt worden.

Die Börsengesetznovelle vom 28. April 1975 konzentrierte sich also, weil die anderen Themen in der Zwischenzeit durch freiwillige Übereinkünfte der beteiligten Stellen mehr oder weniger aus dem Weg geräumt waren, auf speziellere Fragen, von denen etliche im zweiten Teil des Referentenentwurfs von 1967 bereits angedeutet worden waren. Dazu zählten:<sup>96</sup>

- die Ermächtigung der Bundesregierung zur Schließung der Devisenbörsen,
- der Wegfall des im Börsengesetz vorgesehenen, faktisch aber überflüssigen Börsenausschusses,
- die bundeseinheitliche Organisation sowie Verbesserung und Stärkung der Selbstverwaltung der Börsen,
- die Neuregelung der Zulassung zum Börsenbesuch,
- der Ersatz des Ehrengerichts durch einen Ehreneausschuß,
- die Stärkung der Stellung der Kursmakler und die Pflicht zur Bildung von Maklerkammern,
- die Unterstellung aller Termingeschäfte in Aktien der Genehmigungskompetenz des Bundesfinanzministers und
- die Neuordnung von Strafvorschriften.

Die Änderungen des Börsengesetzes regten eine Erweiterung der Börsenvorstände um Vertreter der Investmentgesellschaften, der Emittenten und der Anleger an sowie Anpassungen der Börsen- und Gebührenordnungen. Die Novelle stellte fest, daß für jede Börse ein Börsenvorstand als zentrales Leitungsorgan der Börse gebildet werden müsse. Zu den wichtigsten Aufgaben des Vorstands gehörten der Erlaß der Börsenordnung und der Gebührenordnung. Darüber hinaus wurde die Bildung von Kursmaklerkammern für Börsen mit mindestens acht Kursmaklern gesetzlich verankert, der Umfang der zulässigen Eigengeschäfte der Kursmakler neu abgegrenzt und die Überwachung der Kursmakler den Kursmaklerkammern bzw. für den Fall, daß eine Kursmaklerkammer nicht bestand, dem Börsenvorstand übertragen.

Das um die Novelle vom 28. April ergänzte Börsengesetz trat am 4. Mai 1975 in Kraft. Damit war die Börsenreform zu einem gewissen Abschluß gekommen, was nicht heißt, daß nicht über grundsätzliche Fragen wie über Einzelprojekte weiterdiskutiert wurde.<sup>97</sup> Daneben mußte die weitere Entwicklung insbesondere die Bestrebungen in der Europäischen Gemeinschaft aufnehmen, das Börsenwesen und die Wertpapiermärkte zu einem einheitlichen europäischen Binnenmarkt zusammenzufügen.

### 3.6. Die Entwicklung an den Devisenbörsen

Am 4. Mai 1953 war in Frankfurt am Main die Devisenbörse mit der Aufnahme des Handels in einigen Währungen wiedereröffnet worden. Auch die an den vier anderen Börsenplätzen (Berlin, Düsseldorf, Hamburg, München) wiederbelebten Devisenbörsen konnten bis Ende der sechziger Jahre eine halbwegs ruhige Entwicklung nehmen. Der Wiedereröffnung der deutschen Devisenbörsen ging dabei eine lebhaft diskutierte Frage nach der notwendigen oder optimalen Anzahl der Devisenbörsen voraus. Die verwirklichte Organisationsform einer eng begrenzten Zahl von Plätzen stellte einen Kompromiß zwischen den Befürwortern einer zentralen Devisenbörse am Sitz der Bundesbank und den Verfechtern eines dezentralen Systems mit eigenen Devisennotierungen an allen Börsenplätzen dar.<sup>98</sup>

Ende der 60er und zu Beginn der 70er Jahre wurden die Devisenmärkte immer unruhiger, die Unsicherheiten über die Neufestsetzungen der Währungsparitäten nahmen zu; das Börsenjahr 1971 war bereits durch die weltweite Währungskrise geprägt. Die Turbulenzen verschafften den Devisenbörsen einen kräftigen Anstieg der Umsätze, an der Frankfurter Devisenbörse wurden die Tischplätze und Telefonanschlüsse verdoppelt.

Im Februar 1973 wurden nahezu weltweit die Devisenbörsen zeitweise geschlossen. Die währungspolitischen Unruhen mündeten in den Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods, das auf festen Paritäten zwischen den Währungen und einer Leitwährungsfunktion des Dollars aufbaute. Das System grundsätzlich fester Wechselkurse wurde durch flexible Wechselkurse abgelöst sowie durch einen neuen europäischen Währungsverbund, die Währungsschlange, deren Mitglieder in ihrer Zusammensetzung allerdings mehrfach wechselten.

In Deutschland wurden zunächst am 25. September 1969 die Devisenbörsen für einige Tage geschlossen, um weitere spekulative Devisenzuflüsse zu verhindern. Am 5. Mai 1971 wurden die Börsen erneut geschlossen, nachdem die brisante internationale Währungslage eine Spekulationswelle ausgelöst hatte. Auch am 16. August dieses Jahres erfolgte nochmals eine Schließung der Devisenbörsen für einige Tage. Am 1. März 1972 wurde die sogenannte *Bardepotpflicht* bei einem Satz von 40 Prozent und einem Freibetrag von 2 Millionen DM eingeführt, so daß im Ausland aufgenommene Gelder zunächst mit einem Anteil von 40 Prozent zinslos bei der Bundesbank hinterlegt werden mußten, später wurde der Depotsatz sogar bis zur Höchstgrenze von 100 Prozent angehoben. Am 23. Juni 1972 wurde der Kurs des britischen Pfunds freigegeben, die Devisenbörsen erneut geschlossen und erst am 27. Juni wieder eröffnet. Am 29. Juni 1972 verordnete die Bundesregierung zur weiteren Begrenzung von Devisenzuflüssen eine generelle Genehmigungspflicht für den Verkauf inländischer Inhaber- und Orderschuldverschreibungen an Ausländer. Die Rigorosität der Vorschrift soll zu erheblichen Umgehungen mit Hilfe von „Koffergeschäften“ geführt haben.

Am 22. Januar 1973 lösten die Spaltung des italienischen Devisenmarktes und die

Einstellung der Dollarinterventionen der Schweizerischen Nationalbank eine neue Dollarkrise aus, in deren Verlauf die Deutsche Bundesbank Milliardenbeträge an Dollar aufkaufte. Am 5. Februar beschloß die Bundesregierung eine noch weitergehende außenwirtschaftliche Absicherung im Kapitalverkehr, indem sie den Erwerb inländischer Wertpapiere schlechtweg (bisher nur festverzinsliche Wertpapiere) durch Ausländer genehmigungspflichtig machte. Am 12. Februar wurde der US-Dollar dennoch wieder abgewertet, die Devisenbörsen wieder für zwei Tage geschlossen. Im März 1973 blieben die Devisenbörsen wegen des neuerlichen Dollarverfalls und erheblicher Währungsunruhen überwiegend geschlossen.

Daraufhin vereinbarten acht europäische Länder (Bundesrepublik Deutschland, Dänemark, Frankreich, die Benelux-Staaten, Norwegen und Schweden) untereinander feste Paritäten und gingen zum Block-Floating über. Am 29. Juni 1973 wurde die neue US-Parität mit 2,67 DM festgestellt. Der harte Restriktionskurs der Bundesbank erzeugte extreme Liquiditätsanspannungen im Bankensystem, die z. T. zu exotischen Geldmarktsätzen von 30 und mehr Prozent führten. Die Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarktes für Neuemissionen kam vorübergehend ganz zum Erliegen.

Im Oktober 1973 begann die sogenannte erste Ölkrise, als die Hauptförderländer ihre Lieferungen an die Industrieländer einschränkten und drastische Preissteigerungen durchsetzten. Am 21. Januar 1974 wurden die Devisenbörsen erneut geschlossen, nachdem am 19. Januar Frankreich aus dem „Gruppen-Floaten“ ausgeschieden und daraufhin auch andere Währungen unter Druck geraten waren.

Am 26. Juni 1974 mußte das Bankhaus I. D. Herstatt in Köln vom Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen geschlossen werden, nachdem bei umfangreichen Devisenspekulationen ein Verlust von 1,2 Milliarden DM entstanden war. In der Kreditwirtschaft gab die Herstatt-Krise Anlaß zu weitgehenden Reformen.<sup>99)</sup>

Anfang Juli 1974 öffnete die Bundesbank durch entscheidende Krediterleichterungen für die Kreditinstitute den Weg für eine Wende. Die Rediskontkontingente konnten wieder in voller Höhe in Anspruch genommen, Lombardkredite ohne starre Begrenzung eingeräumt werden. Am 12. September wurden die Bardepotpflicht für Auslandsverbindlichkeiten und die Genehmigungspflicht für die Abtretung von Inlandsforderungen an Gebietsfremde aufgehoben. Durch Senkung der Mindestreserven wurde zusätzliche Liquidität für den Geldmarkt geschaffen.

Am 8. Januar 1976 beschloß der Internationale Währungsfonds durch Änderung seiner Statuten das Floaten der Wechselkurse und die Freigabe des offiziellen Goldpreises. Dies bedeutete das endgültige und offizielle Ende des Systems fester Wechselkurse und der verbleibenden Reste des Goldstandards.

Die Devisenmärkte beruhigten sich, ebenso die Devisenbörsen, an denen aber nach wie vor nur ein Spitzenausgleich erfolgte. Nach Schätzungen wurden an den Devisenbörsen nur weniger als ein Zwanzigstel der Devisengesamtumsätze umgeschlagen. Wenn insoweit in quantitativer Hinsicht die Devisenbörsen auch nicht den Kern des Devisenmarktes bilden, so wird doch die Transparenz und Effizienz des Devisenmarktes durch die Devisenbörse und die dort amtlich festgestellten Devisenkurse erheblich gesteigert. Die Spitzen sowie limitierte, nicht ausführbare Kauf- und Verkaufs-Orders

werden von den Regionalbörsen, denen damit eine wichtige Sammel- und Ausgleichsfunktion zukommt, nach Frankfurt übermittelt, wo für 17 Währungen täglich amtliche Kurse festgestellt und veröffentlicht werden.

#### 4. Wachstum und Innovationen in den achtziger Jahren

Mit dem Körperschaftsteuerreformgesetz vom 31. August 1976 konnten die lang anhaltenden Bemühungen zum Abschluß gebracht werden, die Doppelbesteuerung der Aktie zumindest im Bereich der Einkommensteuer durch Anrechenbarkeit der von der Gesellschaft auf die ausgeschütteten Gewinne zu entrichtenden Körperschaftsteuer auf die Einkommensteuerschuld der Aktionäre zu beseitigen.<sup>100</sup> Bereits am 1. Januar 1953 wurde der *gespaltene Körperschaftsteuertarif* eingeführt, der die Doppelbesteuerung des Einkommens nicht ganz beseitigen, aber zumindest abmildern konnte.<sup>101</sup> Eine weitergehende Absenkung der Doppelbelastung durch einen ermäßigten Steuersatz für Ausschüttungen bei einem angehobenen Satz für einbehaltene Gewinne brachte das Gesetz zur Änderung steuerlicher Vorschriften auf dem Gebiet der Steuern vom Einkommen und Ertrag und des Verfahrensrechts vom 18. Juli 1958, das ebenso wie die Kleine Aktienrechtsreform die Vorbereitungen zur Ausgabe der Volksaktien unterstützen sollte.<sup>102</sup> Die neue Körperschaftsteuerregelung, die am 1. Januar 1977 in Kraft trat, führte für ausgeschüttete Gewinne zur Anrechnung der Körperschaftsteuer auf die Einkommensteuer der Aktionäre und bestärkte die Erwartung einer verstärkten „Schütt aus – hol zurück“-Politik der Gesellschaften.

Die Hoffnungen, die vor allem von den Börsen in die Körperschaftsteuerreform gesetzt worden waren, hat das Gesetz aber nicht erfüllt.<sup>103</sup> Daher wurde vielfach die Frage gestellt, welche weitergehenden Gründe für die mangelnde Präsenz der Unternehmen am Kapitalmarkt verantwortlich gemacht werden könnten oder müßten. Neben der steuerlichen Diskriminierung der Aktie gegenüber anderen Eigenkapitalformen wie auch gegenüber der Fremdfinanzierung, die durch die Körperschaftsteuerreform weitgehend (d. h. mit Ausnahme der Vermögensteuer und der Gesellschaftsteuer) beseitigt wurde, waren immer wieder institutionelle Gründe für die mangelnde Kapitalmarktinanspruchnahme und die zurückgehenden Eigenkapitalquoten der Unternehmen verantwortlich gemacht worden. So bemerkte beispielsweise die Bundesbank, daß sich am deutschen Markt möglicherweise nachteilig bemerkbar macht, daß es in der Bundesrepublik bisher kaum Einrichtungen gibt, die ihre geschäftliche Hauptaufgabe darin sehen, als Mittler zwischen den Märkten und den Eigenkapital suchenden Unternehmen zu fungieren.<sup>104</sup> Auch der Sachverständigenrat wies darauf hin, daß es eher zu den Geschäftsinteressen der Banken gehöre, den Unternehmen Kredit zu geben, als ihnen Eigenkapital zu vermitteln, was auch zu einem mangelnden Wettbewerb um die Börseneinführung von Unternehmen führe.<sup>105</sup> Die *Eigenkapitalücke*<sup>106</sup> wurde für die mangelnde Investitionsbereitschaft der Unternehmen, die „unterentwickelten“ Märkte für Risikokapital wurden insbesondere für Investitionsdefizite im risikobehafteten „high technology“-Bereich verantwortlich gemacht.

In den nachfolgenden Jahren konnte diese Sichtweise relativiert werden, nachdem einige Banken und unabhängige Beratungsgesellschaften initiativ geworden waren und die Einsicht der Unternehmen gewachsen war, daß mit dem „*Going Public*“, also mit der Umwandlung der Gesellschaft in eine Aktiengesellschaft und der Zulassung ihrer Aktien zum Börsenhandel, nicht nur eine ergiebige Finanzierungsquelle erschlossen, sondern insgesamt positive Effekte für das Gesamtunternehmen bewirkt werden konnten.<sup>107</sup>

Zwar waren in den beiden Jahren nach der Körperschaftsteuerreform immerhin acht Gesellschaften neu an die Börse gegangen, insgesamt ging aber die Zahl der börsennotierten deutschen Gesellschaften im gleichen Zeitraum um 10 zurück. 1956 gab es noch 2515 Aktiengesellschaften, von denen 686 börsennotiert waren, womit eine später nicht wieder erreichte Höchstzahl börsennotierter Aktiengesellschaften ermittelt werden konnte. Zwischen 1956 und 1983 ging die Zahl der börsennotierten Aktiengesellschaften dann von 686 auf 442 zurück, so daß das Jahr 1983 durch die niedrigste Anzahl an börsennotierten Gesellschaften gekennzeichnet war. Dabei war im Jahr 1983 mit 11 Börsenneulingen der Trend zum „going public“ schon durchaus markant, der Nettozugang war aber noch negativ.

Im folgenden Jahr 1984 gingen dann schon 21 Unternehmen an die Börse, wobei sich gleichzeitig das Plazierungsvolumen gegenüber 1983 verfünffachte. Dazu muß allerdings festgestellt werden, daß etwa ab 1982 ganz allgemein eine durchgreifende Verbesserung der Ertragsverhältnisse der Wirtschaft und damit verbundene steigende Aktienkurse verzeichnet werden konnten. Die Wiederentdeckung der Aktie ist also vermutlich eher ein Reflex der breiten realwirtschaftlichen Dynamik als das Ergebnis orginärer Veränderungen finanzwirtschaftlicher und kapitalmarktpolitischer Stellgrößen gewesen. Unabhängig von diesen Ursachen hatte aber die Aktienfinanzierung in den 80er Jahren unzweifelhaft an Bedeutung gewonnen und Ende der achtziger Jahre wieder eine beachtliche Bedeutung erreichen können: „Der Anteil der im Wege von Aktienemissionen beschafften Finanzierungsmittel an den langfristigen Mittelaufnahmen aller im Produktionssektor tätigen Unternehmen (ohne Wohnungswirtschaft) an den Finanzmärkten hat 1990 mit gut einem Viertel wieder Größenordnungen erreicht, wie sie zuletzt verschiedentlich in den fünfziger und sechziger Jahren zu beobachten gewesen waren. Insgesamt lassen diese Entwicklungstendenzen die Chance erkennen, daß der deutsche Aktienmarkt wieder in seine ehemals bedeutende Rolle als Quelle haftenden Eigenkapitals hineinwachsen könnte.“<sup>108</sup>

Das Thema „Mehr Unternehmen an die Börse“ blieb aber aktuell, und insbesondere anfangs wurde auch noch gerätselt, ob das Phänomen der Neuemission von Aktien nur eine vorübergehende Erscheinung war oder der *Gang an die Börse* eine bleibende Attraktivität gewinnen konnte.<sup>109</sup> Im September 1984 befaßte sich auch der in Hamburg stattfindende Deutsche Juristentag mit dem Thema, welche Maßnahmen sich insbesondere im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht empfehlen würden, um die Eigenkapitalausstattung der Unternehmen langfristig zu verbessern.<sup>110</sup> Noch 1988 beklagten Albach und Lutter, daß die Börse ihre eigentliche Aufgabe verfehle, kleine, aber wachstumsstarke Unternehmen mit den erforderlichen Finanzierungsmitteln zu versorgen: „So

hat das deutsche Aktienrecht mit seinen statischen Größenmerkmalen, unterstützt vom deutschen Börsenrecht, die Börse zum „Markt für Sparbücher“ entarten lassen. Aktienrecht und Börse dienen dem Bedürfnis der Sparer nach Mobilität und Sicherheit ihrer Anlage bei großen Aktiengesellschaften, die der Börse für ihre Finanzierungsaufgaben auch weitgehend entraten könnten.“<sup>111</sup>

Die Vorschläge zur Konstruktion börsengehandelter GmbH- oder KG-Anteile einerseits oder zur Konzeption einer „Kleinen Aktiengesellschaft“ andererseits waren zunächst im Hinblick auf konkrete gesetzgeberische Maßnahmen wenig erfolgreich. Dagegen wurde die auch von der Börsensachverständigenkommission getragene Idee der Entwicklung eines Parallelmarktes oder zweiten Marktes<sup>112</sup> in der Börsengesetznovelle von 1986 mit der Schaffung eines „Geregelten Marktes“ verwirklicht.

Nicht nur im Hinblick auf die institutionellen Rahmenbedingungen, sondern auch hinsichtlich der Börsenumsätze konnten die 80er Jahre zumindest in ihrer zweiten Hälfte als Zeit des Wachstums bezeichnet werden, das allerdings durch die Crash-Situationen der Jahre 1987 und 1989 temporär gedämpft wurde. Das Wachstum wird in den Handelsvolumina deutlich, aber ebenso an den Aktienemissionen insgesamt sowie an den Aktienneuemissionen, die in den 80er Jahren einen bemerkenswerten Aufschwung nahmen.

### *Aktienneuemissionen seit 1980*<sup>113</sup>

Jahr	Zahl	Emissionserlöse in Mio. DM
1980	3	51
1981	2	56
1982	3	17
1983	10	316
1984	21	1 721
1985	11	1 755
1986	27	4 888
1987	19	1 768
1988	14	818
1989	24	2 399
1990	24	3 073
1991	19	3 181

Hinzuweisen wäre schließlich noch auf deutliche Gewichtsverschiebungen zwischen den deutschen Wertpapierbörsen in den achtziger Jahren. Konnte beispielsweise Düsseldorf 1973 insgesamt noch 35 Prozent des börsengehandelten Effektingeschäfts auf sich vereinigen und diesen Anteil bis 1982 bei 32 Prozent halten, so fiel dieser Anteil bis 1988 auf 15 Prozent zurück. Das Verhältnis der Aktien- und Rentenumsätze war dabei im Laufe der Zeit immer wieder Änderungen unterworfen, so daß die überwiegenden Umsatzanteile in den 80er Jahren mehrfach von den Aktien zu den Rentenwerten und zurück wechselten.

Trotz zum Teil beeindruckender Wachstumsraten der Umsatzzahlen an den anderen Börsen mußten auch dort Marktanteilsverluste verzeichnet werden, in München beispielsweise von 7,5 Prozent in 1980 auf 2,5 Prozent in 1988. Auch Stuttgart, Berlin, Bremen und Hannover mußten abgeben, während Hamburg seine Position in diesen Jahren etwas ausbauen konnte.

#### *4.1. Weiterentwicklungen der Terminmärkte*

Seit der erfolgreichen Eröffnung, dann aber doch eher schleppenden Entwicklung des Optionshandels in Deutschland blickten deutsche Anleger und Banken zuweilen neidisch auf die überaus erfolgreiche amerikanische Konkurrenz. Trotz der offensichtlichen Vorteile eines geregelten Sekundärmarktes, der eine weitgehende Standardisierung der Abschlüsse zwingend voraussetzt, zeigten die deutschen Börsen aber wenig Neigung zu marktgerechten Anpassungen. Erst fünf Jahre nach der Eröffnung der Chicago Board Options Exchange wurden am 1. April 1978 die bis dahin prinzipiell nicht begrenzten möglichen Fälligkeiten von Optionen zaghaf (und damit allerdings auch ohne nennenswerten Erfolg) auf 36 Fälligkeitstermine pro Jahr beschränkt, wobei die Basispreise auch weiterhin frei vereinbart werden konnten. Erst die weitgehende Standardisierung der Optionsgeschäfte durch den im April 1983 veröffentlichten neuen Leitfaden für das börsenmäßige Optionsgeschäft bewirkte einen spürbaren Umsatzerfolg. Die Basispreise wurden normiert und die möglichen Fälligkeiten der Optionen auf nur noch vier Tage des Jahres reduziert.<sup>114</sup>

Die Zahl der im Optionshandel an der Frankfurter Wertpapierbörse einbezogenen deutschen Aktien war von Ende 1970 bis Ende 1984 von 40 auf 47 angestiegen. Seit 1976 wurden auch ausländische Gesellschaften berücksichtigt. Zunächst waren es drei; bis Ende 1984 stieg ihre Zahl auf 13. Damit umfaßte der Frankfurter Optionshandel Ende 1984 insgesamt 56 Gesellschaften mit 60 Aktien gegenüber 37 Gesellschaften mit 40 Aktien zu Beginn des Handels.

Ein weiterer deutlicher Umsatzanstieg konnte 1985 verzeichnet werden, als die Zahl der abgeschlossenen Optionsgeschäfte im Erstmarkt auf 461238 (Vorjahr: 197410) und im Zweitmarkt auf 248402 (Vorjahr: 61310) anstieg. Dieses Wachstum konnte zwar 1986 nicht durchgehalten werden, der deutsche Aktienoptionshandel konnte aber seit 1985 eine auch im Hinblick auf den gesamten inländischen Aktienmarkt deutlich verbesserte Stellung einnehmen.

Im April 1986 wurden die Basispreise für Aktien weiter standardisiert, indem größere Spannen vorgegeben und nur noch drei Basispreisgruppen zugelassen wurden, so daß die Anzahl der Basispreise seitdem auf sechs Preise beschränkt ist. „Diese Standardisierungen trugen nicht unwesentlich dazu bei, daß sich die Aktivitäten auf den Optionsmärkten im Zeitverlauf deutlich belebten.“<sup>115</sup>

Ebenfalls am 1. April 1986 wurde auf Anregung der Börsensachverständigenkommission an den deutschen Börsen ein neues Marktsegment des Optionshandels eröffnet, nämlich der Optionshandel für festverzinsliche Wertpapiere. Auch diese Maß-



nahme sollte zu einer Ausweitung des Optionshandels führen und einen Beitrag zur Erhöhung der Attraktivität des Finanzplatzes Deutschland leisten.<sup>116</sup> Nach einer von Beginn an verhaltenen Marktakzeptanz ging der Umsatz im zweiten Halbjahr 1986 nochmals zurück. Die Gründe für diese Entwicklung lagen für viele Marktteilnehmer auf der Hand: Die fehlende Handelbarkeit und die hohe Mindestschlußeinheit hatten zur Folge, daß nicht genügend Stillhalter in Wertpapieren am Markt Interesse zeigten. Zusätzlich verringerte die natürliche Laufzeitverkürzung der Anleihen deren Attraktivität als Optionspapier, weil das Kursschwankungspotential bei dieser Wertpapierart im Zeitablauf zurückgeht.<sup>117</sup>

Daß das gesamte Optionsgeschäft aber noch weiterentwickelt werden mußte und es zur ungehinderten Teilnahme privater Investoren, Versicherungs- und Kapitalanlagegesellschaften noch grundlegenderer Reformen bedurfte, hatte sich wiederum insbesondere durch die außerordentlichen Erfolge im Ausland gezeigt, wo man in der Zwischenzeit erstens einen Siegeszug der Optionen und Futures auf sogenannte synthetische Finanzinstrumente als Basiswerte verzeichnen konnte, die keine Wertpapiere, sondern beispielsweise Kursindizes waren. Zweitens bewiesen die Umsätze ausländischer Börsen in DM-bezogenen Finanztiteln, daß international sehr wohl ein großes Interesse am Handel mit bedingten und unbedingten Terminsprüchen in DM notierter Finanztitel bestand.

Nicht nur die europäischen und internationalen Börsen bewiesen, daß ein starkes Bedürfnis nach DM-Hedgingmöglichkeiten bestand. Auch außerbörsliche Finanzinnovationen nutzten diesen Trend ebenso wie die Tendenz, auch *synthetische Finanztitel*, also nicht in dieser Form am Kassamarkt handelbare Objekte zum Basiswert für Options- und Terminpositionen zu wählen. So wurde mit der am 25. Juli 1986 emittierten Aktienindex-Anleihe der Deutschen Bank erstmals auch am deutschen Markt eine Anlagemöglichkeit offeriert, die (außer der festen Verzinsung) die Spekulation auf steigende (Bull-Bonds) oder fallende (Bear-Bonds) Aktienkurse ermöglichte, indem sie den Rückzahlungskurs der Anleihe an den FAZ-Aktienindex anknüpfte. Das Gewinn- und Verlustprofil dieser Anleihe entsprach wegen der Chancenbegrenzung der Bull-Tranche einem „Captured Bond“.<sup>118</sup>

Mit der am 1. April 1987 erfolgten Einigung der Arbeitsgruppe „Optionsgeschäfte“ der deutschen Wertpapierbörsen auf eine transparentere Gestaltung des Optionshandels, wonach künftig bei laufenden Optionen der Dividendenabschlag sowie der Bezugsrechtsabschlag entfallen und durch ein differenziertes Abschlagssystem ersetzt werden sollte, wurde auch in Deutschland die Zeit des vorsichtigen Taktierens im Optionshandel abgeschlossen. Anlaß für die neue Strategie war insbesondere die Ankündigung, daß in der Schweiz eine moderne, voll automatisierte Termin- und Optionsbörse entstand, die unter dem Namen „Swiss Options and Financial Futures Exchange (SOFEX)“ im Frühjahr 1988 in Zürich ihre Tätigkeit aufnahm. Die SOFEX war der letzte wirksame Anstoß für ein deutsches Pendant, das in Analogie zur Schweizer Börse zunächst auch als „GOFFEX“ bezeichnet wurde.<sup>119</sup>

Von der Frankfurter Wertpapierbörse wurde im Februar 1987 ein spezieller Arbeitsausschuß für den Optionshandel eingesetzt. Mitte 1987 wurde eine Studie über die

Möglichkeiten zur Einrichtung einer deutschen Börse für Optionen und Finanzterminkontrakte<sup>120</sup> veröffentlicht, die insbesondere den Zwang zu gesetzlichen, technischen und organisatorischen Änderungen der Rahmenbedingungen aufzeigte, die bewältigt werden mußten, wenn der Plan einer Zukunftsbörse in absehbarer Zeit realisiert werden sollte. Die Arbeiten daran liefen in der kommenden Zeit mit Hochdruck. Die Formel vom Finanzplatz Deutschland vereinte trotz zum Teil divergierender Interessen der beteiligten Kreditinstitute und der acht Börsen die strategischen Bemühungen zur Weiterentwicklung des Börsenwesens. Am 26. Januar 1990 konnte die Deutsche Terminbörse (DTB) den elektronischen Handel in standardisierten Optionen auf deutsche Standardaktien aufnehmen.

#### *4.2. Die Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen*

Bereits am 28. November 1952 hatten die acht deutschen Regionalbörsen die Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen mit turnusmäßig wechselnder Federführung als zwar rechtlich nicht qualifizierte, aber einheitliche Vertretung der einzelnen deutschen Wertpapierbörsen gegenüber in- und ausländischen Institutionen gegründet.<sup>121</sup>

Die Arbeitsgemeinschaft sollte zunächst mit Schwerpunkt die steuer- und gesellschaftsrechtlich negative bzw. sogar diskriminierende Einstellung zur Aktie überwinden helfen sowie den Wertpapierverkehr zwischen den Börsenplätzen koordinieren. Im Laufe der Zeit konnte die lose Vereinigung aber nicht mehr den Interessen der acht Wertpapierbörsen in vollem Umfang gerecht werden. Im November 1985 schlugen daher die im Präsidium der Frankfurter Wertpapierbörse vertretenen Kreditinstitute ein Konzept zur Neustrukturierung und Aufwertung der Arbeitsgemeinschaft vor.

Mit Wirkung vom 1. Juli 1986 schlossen sich daraufhin die acht deutschen Wertpapierbörsen zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland und der Leistungsfähigkeit der deutschen Börsen zu einer neuen, reformierten Arbeitsgemeinschaft zusammen.<sup>122</sup> Als Aufgaben der Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen wurden insbesondere herausgestellt:

- die Interessenvertretung der deutschen Börsen gegenüber in- und ausländischen Stellen, z. B. dem Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen oder der EG-Kommission,
- die Behandlung überregionaler und internationaler Fragen des Börsenhandels, z. B. bei der Einführung neuer Finanzierungsinstrumente und Handelsformen,
- die überregionale Öffentlichkeitsarbeit der Börsen, z. B. durch Jahresberichte und Jahrespressekonferenzen, die Veröffentlichung der Börsen-Gesamtumsätze und die Ausarbeitung von Informationsschriften,
- schließlich die Lösung überregionaler organisatorisch-technischer Probleme der deutschen Börsen, z. B. der Aufbau eines Informationsverbundes bzw. eines vernetzten Handelssystems.

„Zusammengefaßt ist der neuen Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen die schwierige Aufgabe gestellt, den Finanzplatz Deutschland als einheitlichen Börsenmarkt, unter Beachtung der gesetzlich vorgegebenen föderativen Börsenverfassung, zu entwickeln und zu verwirklichen. Die statuarischen Voraussetzungen sind gegeben; Börsen und Banken werden unter Hintanstellung partikularer Regionalinteressen das Vorhaben unterstützen und damit zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland und der Leistungsfähigkeit der deutschen Börsen beitragen.“<sup>123</sup>

Die Arbeitsgemeinschaft, der in § 2 ihres Statuts sogar eine exklusive Zuständigkeit im Hinblick auf überregionale Angelegenheiten zugesprochen wurde, arbeitet als Gesellschaft des bürgerlichen Rechts mit einer Mitgliederversammlung und einem Geschäftsführer als Gesellschaftsorganen. Daneben wurde ein achtköpfiger Fachherrenbeirat aus Vertretern der in den Börsenpräsidien vertretenen Kreditinstitute zur Beratung der Geschäftsführung gebildet.<sup>124</sup>

Am 2. Februar 1987 begann die Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen mit der börsentäglichen Veröffentlichung der aggregierten Umsatzzahlen aller acht deutschen Wertpapierbörsen, wobei das in Amsterdam, London und Zürich angewandte Verfahren, Kauf- wie Verkaufsseite zu erfassen, zum Zuge kam, was die nach der bisherigen Methode ermittelten Werte mehr als verdoppelte.<sup>125</sup>

### *Die Wertpapierumsätze der deutschen Wertpapierbörsen von 1987 bis 1991 in Milliarden DM<sup>126</sup>*

	1987	1988	1989	1990	1991
<b>AKTIEN</b>					
deutsche	671,2	615,2	1 181,8	1 621,2	1 259,2
ausländische	57,8	38,8	60,2	35,0	26,9
in- und ausl. Optionsscheine	119,9	62,4	134,5	163,4	72,4
<b>Aktien insgesamt</b>	<b>848,8</b>	<b>716,4</b>	<b>1 376,6</b>	<b>1 819,6</b>	<b>1 358,5</b>
<b>RENTEN</b>					
Bund, Bahn, Post	1 057,6	1 628,7	1 728,7	1 607,0	1 783,9
Sonstige öff. Anleihen	17,9	19,1	8,5	8,5	102,3
Bankschuldverschreibungen	16,4	26,7	16,0	20,7	43,4
DM-Auslandsanleihen	72,8	121,4	101,9	92,7	111,1
Sonstige (insbes. Options- und Wandelanleihen)	21,5	44,9	61,0	75,9	50,0
<b>Renten insgesamt</b>	<b>1 185,8</b>	<b>1 840,9</b>	<b>1 916,2</b>	<b>1 804,7</b>	<b>2 090,8</b>
<b>AKTIEN und RENTEN</b>	<b>2 034,5</b>	<b>2 557,2</b>	<b>3 292,7</b>	<b>3 624,3</b>	<b>3 449,3</b>

Mit der Reform der Arbeitsgemeinschaft war das Startsignal gegeben worden, durch eine umfassende Reform die deutschen Börsen zu effizienten und weltweit konkurrenzfähigen Institutionen des Kapitalmarktes zu machen.

### 4.3. Deregulierungen der DM-Auslandsanleihen

Der seit 1968 für Auslandsanleihen zuständige Unterausschuß des Zentralen Kapitalmarktausschusses mußte insbesondere zu Beginn der 80er Jahre wieder aktiv werden: Am 15. Januar 1981 verlängerte er beispielsweise seine am 12. Dezember 1980 empfohlene Emissionspause für DM-Auslandsanleihen bis zum 3. Februar. Grund dafür war die unüberschaubare Entwicklung der Dollar-Zinsen und der daraus resultierende Wunsch der Bundesbank, Kapitalexperte weitgehend zu vermeiden. Am 23. Februar 1982 ersuchte angesichts zunehmender Kapitalabflüsse die Deutsche Bundesbank die deutschen Emissionsbanken um eine Selbstbeschränkung bei der Ausgabe von DM-Auslandsanleihen.

Auch am 13. Februar 1985 beschloß der Unterausschuß für DM-Auslandsanleihen wegen unsicherer Zins- und Wechselkursereignissen noch einmal einen vorübergehenden Emissionsstopp für DM-Auslandsanleihen. Damit wurde die Zeit der regulierenden Eingriffe in den Markt für DM-Auslandsanleihen weitgehend beendet.

Anfang Mai 1985 erfolgte die als *Restliberalisierung* bezeichnete „Erklärung der Deutschen Bundesbank zur Begebung von DM-Auslandsanleihen“<sup>127</sup>, die bedeutete, daß „der gesetzlichen Freiheit am Kapitalmarkt auch die strukturpolitische Freiheit nachgeliefert wurde“<sup>128</sup>. Die Deutsche Bundesbank gab die wichtigen Deregulierungen auf dem Gebiet der DM-Auslandsemissionen, die zum 1. Mai in Kraft traten, am 12. April 1985 bekannt:

- Die Konsortialführung für DM-Auslandsanleihen kann auch von im Inland ansässigen Tochterinstituten ausländischer Banken wahrgenommen werden, sofern im Mutterland des Tochterinstituts reziproke Bedingungen gelten. Zu beachten sei aber immer noch das sogenannte *Verankerungsprinzip*, „daß der Markt für DM-Emissionen im Inland verankert sein soll. Er war bereits mit dem vorangegangenen Agreement verfolgt worden, wird aber nunmehr ausdrücklich formuliert. Verankerung im Inland bedeutet Konsortialführung durch ein deutsches Kreditinstitut.“<sup>129</sup>
- Die Emission von Null-Kupon-Anleihen (Zero-Bonds) und Doppelwährungsanleihen wurde gestattet. Anleihen können auch mit variablen Zinssätzen ausgestattet werden (Floating Rate Notes).<sup>130</sup> Die Deutsche Bundesbank erklärte Zins- und Währungsswaps in Verbindung mit DM-Auslandsanleihen für zulässig. Damit wurden den Kreditinstituten die Swaps „sozusagen hoheitlich verordnet.“<sup>131</sup>

Der Unterausschuß für DM-Auslandsanleihen, der 1968 beim Zentralen Kapitalmarktausschuß eingerichtet worden war, um Reihenfolge und Volumina von DM-Auslandsanleihe-Emissionen abzustimmen, konnte daraufhin zum Monatsende Mai 1985 seine Tätigkeit einstellen. Damit wurde auch das Gentlemen's Agreement von 1968 hinfällig;

an seine Stelle trat die „Erklärung der Deutschen Bundesbank“ vom Mai 1985, die zur Folge hatte, daß Auslandsbanken von nun an uneingeschränkt am Emissionsgeschäft in der Bundesrepublik teilnehmen konnten. Die Erklärung hatte aber die noch weitergehende Folge, daß nun auch die großen ausländischen Investmenthäuser einen eigenen Sitz am DM-Markt einnehmen konnten, um selbst DM-Emissionen herausbringen und am Handel am deutschen Markt direkt teilnehmen zu können. Die Investmentbanken mußten dazu eine Zulassung als Kreditinstitut erwirken, was auf dem üblichen Weg erreicht werden konnte.

Die Erklärung wurde durch die am 16. Juni 1986 erfolgte Aufnahme von 19 ausgewählten Auslandsbanken in das Bundesanleihekonsortium ergänzt. Den neuen Konsorten wurde eine Gesamtquote von 20 Prozent an den Anleihen von Bund, Bahn und Post eingeräumt. Das Konsortium hatte damit einen Charakter bekommen, der dem Internationalisierungsgrad gerade des Marktes für Bundesanleihen entsprach.<sup>132</sup>

Die beabsichtigten DM-Auslandsanleihen und deren Konditionen sollten nach der Erklärung der Bundesbank gemeldet werden. Am 23. Juli 1987 verkürzte die Bundesbank die Anmeldefrist für DM-Auslandsanleihen von 14 auf 2 Tage. Mit Wirkung vom 1. Juli 1989 an wurde die Mindestlaufzeit von DM-Auslandsschuldverschreibungen auf zwei Jahre verkürzt, die Anmeldefrist für DM-Auslandsemissionen entfiel schließlich vollständig. Ausländer erhielten auch die Erlaubnis zum Erwerb von Kassenobligationen des Bundes, so daß von nun an (bis auf die Bundesschatzbriefe) alle Emissionen des Bundes auch allen ausländischen Anlegern als Anlagemöglichkeit zur Verfügung standen.

Am 6. Januar 1990 vereinfachte die Bundesbank schließlich die Begebung von Fremdwährungsanleihen durch Gebietsansässige. Sie gestattete es den deutschen Kreditinstituten, Anleihen in fremden Währungen, in ECU oder in Sonderziehungsrechten aufzulegen und unmittelbar an Inländer zu verkaufen. In der Vergangenheit war der Verkauf von Fremdwährungsanleihen durch deutsche Banken an deutsche Anleger im Gegensatz zum Verkauf an ausländische Anleger untersagt gewesen.

#### *4.4. Das Börsenzulassungs-Gesetz von 1986*

Am 15. Mai 1985 verabschiedete das Bundeskabinett den Entwurf eines neuen Börsenzulassungs-Gesetzes, das der Transformation dreier börsenrechtlicher EG-Richtlinien diente. Es handelte sich dabei um

- die Richtlinie des Rates vom 5. März 1979 zur Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse (Börsenzulassungs-Richtlinie),
- die 6. Richtlinie des Rates vom 17. März 1980 (Börsenzulassungsprospekt-Richtlinie)
- und die Richtlinie des Rates vom 15. Februar 1982 zur Zwischenberichterstattung börsenorientierter Aktiengesellschaften (Zwischenberichts-Richtlinie).

Alle drei Harmonisierungs-Richtlinien zielten auf eine Anhebung der Mindeststandards für die börsenrechtliche Publizität der im amtlichen Handel notierten Aktien vor und nach der Börsenzulassung. Das Börsenzulassungs-Gesetz enthielt aber neben den die EG-Richtlinien umsetzenden Vorschriften die Grundlagen für die Schaffung eines neuen Marktsegments: des Geregelteten Marktes. Der Entwurf ging so weit, die Mitwirkung der Banken am Zulassungsverfahren für dieses Marktsegment nicht mehr zwingend vorzuschreiben, was nicht nur bei den Kreditinstituten selbst Bedenken und Widerstände hervorrief. Letztlich wurde aber das „Antragsmonopol“ der Banken für den Amtlichen Handel im Gesetz doch festgeschrieben. Lediglich für den Geregelteten Markt wurde das Börsengesetz dahingehend modifiziert, daß die Börsenordnungen Bestimmungen enthalten müßten, nach denen der Börsenvorstand auch anderen Unternehmen „auf Antrag gestatten kann, die Zulassung der Wertpapiere zusammen mit den Emittenten zu beantragen.“<sup>133</sup> Für die Zulassung der Wertpapiere zum Amtlichen Handel hielt das Börsengesetz am Grundsatz fest, daß die Zulassung unter Mitwirkung eines Kreditinstituts zu beantragen sei. „Auf diese Weise sind eine reibungslose Plazierung, ein optimaler Anlegerschutz und eine Dauerbetreuung der Emission in hohem Maße gewährleistet.“<sup>134</sup>

Am 23. Oktober verabschiedete der Bundestag und am 28. November 1986 der Bundesrat das Börsenzulassungs-Gesetz, das abschnittsweise am 1. Januar 1987, am 1. Mai 1987 und am 1. Juli 1988 in Kraft gesetzt wurde.<sup>135</sup> Der *Geregeltete Markt* wurde am 4. Mai 1987 als neues Marktsegment an allen deutschen Wertpapierbörsen eingeführt.

Neben einer Änderung der Rechtsvorschriften des Börsengesetzes fand der überwiegende Teil des Regelungsinhalts der Richtlinien über die Einzelheiten des Zulassungsverfahrens, des Prospektinhalts und der Zwischenberichterstattung seinen Niederschlag in einer Rechtsverordnung, der Börsenzulassungs-Verordnung vom 15. April 1987, die die Zulassungsbekanntmachung von 1910 ablöste. Mit der Verabschiedung des Börsenzulassungsgesetzes vom 16. Dezember 1986 und der Börsenzulassungsverordnung vom 15. April 1987 erhielt die Zulassung zum Amtlichen Börsenhandel eine neue rechtliche Grundlage. Neben den angesprochenen Publizitätspflichten enthielt das neue Recht eine Reihe von Neuerungen, die insbesondere im Bereich des Anlegerschutzes lagen. „So ist der Mindestbetrag der zugelassenen Aktien (abgestellt auf den „voraussichtlichen Kurswert“) erhöht worden, wengleich er mit DM 2,5 Millionen immer noch sehr niedrig angesetzt ist. Ferner muß der Emittent zuzulassender Aktien mindestens drei Jahre als Unternehmen bestanden haben. Die Stückelung der Wertpapiere muß den Bedürfnissen des Börsenhandels und des Publikums Rechnung tragen und der Antrag auf Zulassung sich auf alle Wertpapiere derselben Gattung bzw. derselben Emission beziehen, eine Vorschrift, die den Emittenten von festverzinslichen Daueremissionen Schwierigkeiten bereiten wird. Auch fordert das neue Recht eine ausreichende Streuung der zuzulassenden Aktien, die bei mindestens 25 Prozent des Gesamtnennbetrages als gegeben angesehen wird.“<sup>136</sup>

#### 4.5. Geregelter Markt und neue Marktsegmentierung

Mit der Einführung des Geregelten Marktes als neuer Marktabschnitt fand eine mehrjährige Diskussion um die Möglichkeiten der börsenrechtlichen Erleichterung von Eigenkapitalbeschaffungsmaßnahmen über die Börse ihren vorläufigen Abschluß. Ein wichtiger Ausgangspunkt der Erörterungen waren die Vorschläge der Börsensachverständigenkommission aus dem Jahr 1983, welche darauf abzielten, insbesondere den kleinen und mittleren Unternehmen den Zugang zur Börse durch die Schaffung eines neuen Marktes, eines Parallelmarktes bzw. Geregelten Marktes, zu erleichtern.<sup>137</sup>

Für das neue Marktsegment sah das Gesetz gegenüber dem Börsenhandel mit Amtlicher Notierung insbesondere erleichterte Zugangsvoraussetzungen und Publizitätsanforderungen sowie eine nicht amtliche, wenn auch börsengesetzlich geregelte Feststellung des Börsenpreises vor. Der Geregelte Markt wurde also unterhalb des Börsenhandels mit Amtlicher Notierung angesiedelt, die Anforderungen im Geregelten Markt waren aber strenger als die im später auslaufenden Geregelten Freiverkehr.

Auch vor der Einführung des neuen Marktabschnitts erfolgte der Handel an den deutschen (wie an vielen ausländischen) Wertpapierbörsen bereits in verschiedenen Marktabschnitten oder Segmenten, so daß außer nach der Art der Finanztitel (Aktien-, Renten-, Genußschein-, Optionsscheinmarkt etc.) und dem Sitzland der Emittenten (Inländische Aktien, Auslandsanleihen etc.) darüber hinausgehende Merkmale die besonderen Zulassungen zu unterschiedlichen Marktsegmenten prägten. Insbesondere wurden der Amtliche Handel, der Geregelte Freiverkehr und der Ungeregelte Freiverkehr unterschieden.

Zur Beantwortung der Frage, warum nicht der Börsenzugang für alle Emittenten gleich streng geregelt und ein „einzügiger Transaktionsservice“<sup>138</sup> angeboten wurde, sondern an den Börsen unterschiedliche Marktsegmente mit abgestuften Zugangsvoraussetzungen und sogar voneinander abweichenden Usancen und Handelsverfahren gebildet wurden, konnten historische und sachliche Gründe ausgemacht werden.<sup>139</sup>

Historisch betrachtet hatte sich in Deutschland ein eher staatlich geprägtes Börsenwesen entwickelt, das im Kern mehr durch „Amtlichkeit“ und weniger durch eine Organisation freier Marktkräfte gekennzeichnet war. Die staatliche Einflußnahme auf den Markt konkretisierte sich in der Tradition des Börsengesetzes, das den Amtlichen Markt als Markt für Werte mit amtlicher Notierung mit amtlichen Kursmaklern und amtlicher Kurspublizität herausbildete. Erst Jahre später hatte sich ein weitergehendes Bedürfnis konkretisiert, auch in einem weniger reglementierten Markt und dennoch börsennah Wertpapierumsätze tätigen zu können, was zur Etablierung des Geregelten Freiverkehrs führte. Schließlich mußte man die Abgrenzung und Ausprägung der Marktsegmente auch im Kontext der Entwicklungen an den anderen europäischen Plätzen sehen. Auf EG-Ebene setzte sich die Tendenz durch, den „ersten“ Markt europaweit möglichst einheitlich zu regeln, unterhalb dieses ersten Marktes aber weitere geregelte Märkte nach den jeweiligen Erfordernissen der nationalen Kapitalmärkte zu schaffen. Auch diese Tendenz hatte den Gesetzesvorschlag, zwischen dem

Amtlichen Markt und dem Freiverkehr noch den Geregeltten Markt zu etablieren, gestützt.

Neben den historischen Gründen sprachen wichtige sachliche Gründe, die mit dem im Börsenrecht verankerten Anlegerschutzgedanken korrespondierten, für eine Konkretisierung und Abgrenzung verschiedener Marktsegmente. Ein wichtiges Instrument des Anlegerschutzes am Kapitalmarkt stellten stets die laufenden Informationspflichten dar, die für Aktiengesellschaften, die sich einer Marktbewertung durch breite Anlegerkreise stellten, um einmalige und laufende Informationspflichten ergänzt wurden. Die Informationspflichten konzentrierten sich auf die erstmalige Zulassung der Papiere zum Börsenhandel im Rahmen der Prospektpflicht, sie ergaben sich aber auch im Zuge der laufenden zusätzlichen Informationspflichten börsennotierter Gesellschaften, beispielsweise in den Anforderungen zur Zwischenberichterstattung.

Die erweiterte Prospektpublizität und die Zwischenberichterstattung erzwangen bei den Gesellschaften einschneidende organisatorische und strategische Anpassungen, die eine solide betriebswirtschaftliche Infrastruktur, insbesondere ein leistungsfähiges Rechnungswesen betrafen. Viele Gesellschaften hatten aber in der Zwischenzeit erkannt, daß der Publizitätszwang auch zu einer schärferen Konturierung des Finanzmarketing und der generellen Unternehmensstrategie beitragen konnte, die Anziehung eines qualifizierten Managements erleichterte und den Bekanntheitsgrad des Unternehmens (positiv) erhöhen konnte. „Going Public, die Öffnung des Unternehmens für Kapitalanleger, bedeutet die Öffnung nach außen ganz allgemein. Dies bringt eine Reihe von Informationspflichten mit sich. Öffentlichkeitsarbeit muß aber keineswegs nur als lästige Pflicht verstanden werden. Sie ist auch eine Herausforderung und Chance, Vertrauen zu erwerben, Offenheit und Transparenz zu praktizieren.“<sup>140</sup>

In jedem Marktsegment waren andersartige Bündel von Zugangsbedingungen, Publizitätsanforderungen und Handelsformen mit dem Ziel verwirklicht, „eine Palette unterschiedlich regulierter Märkte anzubieten, so daß sich im Wettbewerb zwischen Märkten zeigen kann, welches Ausmaß an Regulation für welche Marktteilnehmer vorteilhaft ist.“<sup>141</sup> Dabei besteht zwischen den Märkten eine gewollte Rangordnung: „Der Amtliche Markt ist durch ein Optimum von Anlegerschutz gekennzeichnet, er ist der Markt „de Luxe“. Es folgt der Geregeltte Markt, der sich ebenfalls um ein hohes Maß an Anlegerschutz bemüht, aber in seinen Anforderungen nicht so weit geht wie der Amtliche Markt, also auch Unternehmen den Zugang zur Börse eröffnet, die nicht über drei Jahresabschlüsse mit Prüfungsbericht und mit positiven Ergebnissen aufweisen. Dies ist der Markt für mittelständische Aufsteiger, für erfolgreich erwiesene Technologiewerte u. ä.. Beiden Märkten ist das besondere Statussymbol des Öffentlich-Rechtlichen zu eigen. In der dritten Kategorie folgt der Geregeltte Freiverkehr, der Anlegerschutz in 70jähriger Existenz bewiesen hat, aber doch in seinen Anforderungen unterhalb des Amtlichen Marktes angesiedelt ist. Um Aktien in diesen Geregeltten Freiverkehr einzuführen, benötigt die AG weder einen Prospekt noch einen Unternehmensbericht, sondern nur ein Exposé, das nur einen Jahresabschluß zu enthalten braucht.“<sup>142</sup>

Das Marktsegment, das normalerweise mit der Börse identifiziert wird, ist der



Amtliche Handel, der Amtliche Markt bzw. der Börsenhandel mit Amtlicher Notierung. Die Grundstruktur des Amtlichen Handels besteht

- in der gesetzlichen Regelung im Börsengesetz,
- in der öffentlich-rechtlichen Organisationsform und
- in der Organisation der Börse.

Die Organe der Börse, insbesondere die Zulassungsstelle entscheiden durch Verwaltungsakt, der mit dem Rechtsmittel der Klage im Verwaltungsstreitverfahren angefochten werden kann. Ebenso ist die Kursfeststellung durch die amtlichen Kursmakler ein öffentlich-rechtlicher Vorgang.

Der Anteil des Amtlichen Handels am gesamten börsenmäßigen Aktienumsatz überragt bei weitem alle anderen Marktsegmente. Auch die Mehrzahl der auf DM lautenden festverzinslichen Werte ist im Amtlichen Markt eingeführt. Im Jahr 1990 waren 761 Aktien und 12 552 Anleihen zur Amtlichen Notierung und 170 Aktien sowie 3 164 Anleihen zur Notierung am Geregelteten Markt zugelassen.<sup>143</sup>

Der Zweck des Zulassungsverfahrens im Amtlichen Handel wie im Geregelteten Markt war die Sicherstellung einer Grundinformation für das Publikum, so daß der Anleger die Risiko-Chancen-Struktur seiner Vermögensanlage möglichst weitgehend übersehen kann. Die Zulassungsstelle (beim Amtlichen Handel) und der Zulassungsausschuß (für den Geregelteten Markt, an allen Börsen personengleich mit der Zulassungsstelle) prüfen die vom Emittenten vorgelegten Urkunden sowie den Prospekt bzw. Unternehmensbericht auf ihre Vollständigkeit und Glaubwürdigkeit.<sup>144</sup> Nur Anleihen des Bundes und der Bundesländer sowie Anleihen von einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft sind von einem förmlichen Zulassungsverfahren befreit.

Der im Mai 1987 eröffnete Geregeltete Markt als „Börse für den Mittelstand“ mit erleichterten Zugangsbedingungen, aber den gleichen Grundsätzen der Preisfeststellung wie die Feststellung der Börsenkurse bei der Amtlichen Notierung, umfaßte bald über 100 Aktienwerte und mehr als 2000 festverzinsliche Wertpapiere. Überwiegend handelte es sich dabei um Titel, die aus dem Geregelteten Freiverkehr (inzwischen an allen deutschen Börsen geschlossen) durch einfache Erklärung (§ 97 Abs. 2 BörsG) in den Geregelteten Markt wechselten. Neben den übergeleiteten Wertpapieren sind seit Mai 1987 aber auch eine erhebliche Anzahl von Neuemissionen im Aktien- und Rentensektor erfolgt.<sup>145</sup> Das mit der Einführung des neuen Marktabschnitts an kleinere und mittlere Gesellschaften gerichtete Angebot des Gesetzgebers, die Beschaffung von Eigenkapital über die Börse zu erleichtern, ist damit von einer beachtlichen Zahl von Unternehmen angenommen worden. Im Geregelteten Freiverkehr, dem Vorgänger des Geregelteten Marktes – waren nie mehr als 31 deutsche Aktien gehandelt worden.

Der *Geregeltete Freiverkehr*, der keiner amtlichen Aufsicht unterstand, richtete sich nach den Usancen der 1912 ins Leben gerufenen Ständigen Kommission für Angelegenheiten des Handels in amtlich nicht notierten Werten und hatte seine feste Position insbesondere im Bereich der festverzinslichen Wertpapiere. Der Unterschied zum unregelteten Freiverkehr bestand nicht in den Handelsusancen, sondern in einem in gewisser Hinsicht formalisierten Einbeziehungsverfahren. Während zu Beginn der Diskus-

## Vergleich wesentlicher Anforderungen des Amtlichen Handels gegenüber dem Geregelten Markt

Merkmal	Amtliche Notierung	Geregelter Markt
Rechtsgrundlage	§§ 36–49 BörsG und BörsZulVO	§§ 71–77 BörsG und Börsenordnungen
Zulassung	Zulassungsstelle	Zulassungsausschuß
Zulassungsantrag	Vom Emittenten zusammen mit einem Kreditinstitut	Vom Emittenten zusammen mit einer Bank oder anderem fachlich geeigneten Unternehmen
Zulassungsunterlagen	Ausführlicher Prospekt §§ 13–44 BörsZulVO der drei letzten Jahre; Prospekthaftung	Unternehmensbericht mit dem letzten Jahresabschluß und weiteren Unterlagen
Zulassungsgebühr	gemäß Gebührenordnungen der Börsen	50% der Zulassungsgebühren für Amtliche Notierung
Anforderungen an die Wertpapiere	– Emissionsvolumen von DM 2,5 Millionen – Ausreichende Streuung der Aktien – alle Aktien derselben Gattung sind zuzulassen	Mindestnennbetrag der Aktien von DM 0,5 Millionen

sion um die Marktstruktur nach Einführung des Geregelten Marktes noch von künftigen vier Marktsegmenten ausgegangen wurde, hat sich im Laufe der Zeit die Praxis durchgesetzt, den Geregelten Freiverkehr vollständig zu substituieren, so daß auch die Börsenordnungen heute nicht mehr zwischen dem Geregelten und dem Ungeregelten Freiverkehr differenzieren. Der Geregelte Freiverkehr ist Ende April 1988 ausgelaufen.

Nach § 78 Börsengesetz dürfen in Wertpapieren, die weder zur Amtlichen Notierung noch zum Geregelten Markt zugelassen sind, Preise einschließlich Angebot und Nachfrage nur dann ausgerufen, ermittelt oder veröffentlicht werden, wenn ein ordnungsgemäßer Handel an der Börse gewährleistet erscheint. Diese Bestimmung stellt sicher, daß der Freiverkehr nicht nur faktisch, sondern auch rechtlich in die Börse eingebunden ist, während der Freiverkehr früher „an der Börse“, nicht aber „in der Börse“ stattfand.<sup>146</sup> Die Einbindung des privatrechtlichen Freiverkehrs in die Börse beschränkt sich allerdings weitgehend auf das Verfahren der Kursfeststellung, da der

Freiverkehr keine Zulassung, sondern nur eine Notierungsaufnahme kennt.<sup>147</sup> Voraussetzung für die Notierungsaufnahme ist ein entsprechender Antrag eines an der Börse zugelassenen Kreditinstituts und der Nachweis einer Grundlage für die Bewertung. Der Nachweis besteht in der Regel in dem Hinweis, daß das Wertpapier bereits an einem anderen in- oder ausländischen Börsenmarkt gehandelt wird. Dementsprechend ist der Freiverkehr in gewisser Weise eine Domäne der Auslandswerte geworden. „Die Gesamtzahl der dort gehandelten Aktien bewegte sich in den letzten 20 Jahren im allgemeinen zwischen 150 und 200. In dieser Zeit hat sich die Zahl der deutschen Werte kontinuierlich verringert, während im gleichen Ausmaß die Zahl der ausländischen Aktien gestiegen ist. Darunter befindet sich auch eine Reihe von großen ausländischen Gesellschaften mit beachtlichen Umsätzen. Obwohl diese Gesellschaften einen förmlichen Gang zur Börse nicht angetreten haben, hat sich hier ein aktiver Markt gebildet. Eine Reihe weiterer Gesellschaften wird offenbar vornehmlich deswegen in Frankfurt notiert, weil die Abwicklung hier besser funktioniert als im Heimatland.“<sup>148</sup>

Schließlich wird als weiteres Marktsegment häufig der *außerbörsliche Handel oder Telefonverkehr* genannt, der sich außerhalb der rechtlichen Einflußsphäre der Börsenorgane vollzieht und gesetzlich nicht geregelt ist. Er spielt sich im vertragsrechtlichen Bereich ab und betrifft einerseits Wertpapiergeschäfte in Papieren, die zum Handel an der Börse zugelassen sind, sofern sie außerhalb der Börsenzeiten abgeschlossen werden (Vorbörse, Nachbörse), sowie Abschlüsse in Werten, die zu den Marktsegmenten der Börse nicht zugelassen sind.<sup>149</sup>

Im Telefonverkehr spielt auch der *Blockhandel* (Block Trading) eine wachsende Rolle, bei dem im Interesse institutioneller Marktteilnehmer große Wertpapierblöcke vermarktet werden. Block Trades werden nicht über die Makler geleitet und typischerweise außerhalb der Börse abgewickelt, um störende Marktbeeinflussungen zu vermeiden.<sup>150</sup>

Die Übersicht über die Marktsegmente darf nicht auf eine Bestandsaufnahme des Istzustandes beschränkt bleiben. So hat auch die Eröffnung des Regierten Marktes die Diskussion um die Erleichterung des Zugangs kleiner und mittlerer Unternehmen zum Kapitalmarkt und die Ausprägung der Marktsegmente nicht unbedingt abgeschlossen. Der Arbeitskreis Aktie sprach sich beispielsweise sowohl für die Einführung einer „kleinen AG“ als auch für die Herabsetzung des Mindestnennbetrages der deutschen Aktien von derzeit 50 DM auf 5 DM aus, weil ein hoher Anteil zu schwerer Aktien die Marktgängigkeit und die Chancen zur Popularisierung der Aktie behindere.<sup>151</sup> Der Vorschlag einer eigenständigen und zentral organisierten Innovationsbörse zur Risikokapitalversorgung mittelständischer Unternehmen sollte die Marktzutrittsschranken leichter überwinden helfen, um die „Eigenkapitallücke“ in diesem Bereich zu schließen.<sup>152</sup> Auch der Vorschlag einer „Mittelstands-AG“<sup>153</sup> zielte in die Richtung, kleineren Gesellschaften den Weg zur Börse zu erleichtern. Andere Reformüberlegungen wollen das Ziel einer nennwertlosen Aktie nicht aus dem Auge verlieren. Alle Überlegungen dürfen aber nicht vergessen lassen, daß im Vergleich zu den Kapitalmarktanfängen nach dem Zweiten Weltkrieg auch der Aktienmarkt in den 80er Jahren eine stürmische Aufwärtsbewegung verzeichnen konnte.<sup>154</sup> Sowohl aus Sicht der Anleger als auch aus

Sicht der börsennotierten Unternehmen verdienen die achtziger Jahre einschließlich des Jahres 1990 nach Ansicht der Bundesbank sogar das Prädikat „Jahrzehnt der Aktie“.<sup>155</sup>

Aber auch diese positive Bewertung kann man in einem anderen Licht sehen, wenn man feststellt, daß die Anlage der privaten Haushalte in Aktien zwar zugenommen hat, daß dieses Wachstum aber, gemessen an der Gesamtentwicklung, deutlich unterproportional war. Der Anteil der privaten Haushalte am Aktienbesitz, der nach den Erhebungen der Deutschen Bundesbank 1950 mehr als 40 Prozent und 1960 noch 27 Prozent betragen hatte, ging bis 1990 auf 17 Prozent zurück. Die Entwicklung am deutschen Aktienmarkt wird von institutionellen Anlegern, Investmentfonds, Versicherungen und Kreditinstituten sowie insbesondere vom Verhalten ausländischer Anleger bestimmt. Die Gebührenpolitik der Kreditinstitute, die die kleinen und mittleren Anleger in die Investmentzertifikate drängt, kann dahingehend gedeutet werden, daß diese Marktteilnehmerbeschreibung so auch angestrebt wird. „Aber die zu pauschale Vorstellung, der Aktienmarkt sollte in erster Linie institutionellen Anlegern, Ausländern, vermögenden Privatkunden und dem Berufshandel vorbehalten bleiben und der kleine und mittlere Anleger sollte sich auf den Erwerb von Investmentzertifikaten, also auf den indirekten Erwerb, beschränken, ist schon vom Ansatz her nicht richtig.“<sup>156</sup> Darüber hinaus ist beklagt worden, daß der deutsche Kapitalmarkt wegen der besonderen Struktur der Altersversorgung in Deutschland Entwicklungsrückstände aufweist: „Wäre die Altersvorsorge in der Bundesrepublik Deutschland, wie in anderen Ländern, auf Kapitalansammlung und Pensionsfonds aufgebaut, wäre der deutsche Kapitalmarkt, insbesondere aber der Aktienmarkt, von erheblich größerer Bedeutung.“<sup>157</sup>

## 5. Der Finanzplatz Deutschland im internationalen Wettbewerb

Die Diskussion um die Weiterentwicklung der Börsenorganisation und Börsenstruktur seit Mitte der 80er Jahre war in besonderer Weise dadurch geprägt, daß die Wettbewerbsposition der Börsen in ihrem europäischen und internationalen Umfeld gesehen wurde. Die Börsen wurden nicht mehr länger als „landesherrlich lizenzierte und regulierte amtliche Handelsstellen für qualifizierte Effekten“, sondern vielmehr als Finanzdienstleistungsunternehmen angesehen, die im internationalen Wettbewerb konkurrieren mußten, sogar als Profit Center betrieben werden konnten, und deren Organisation, Ordnung und Aufsicht sich daher wesentlich auch nach Markt- und Wettbewerbsgesichtspunkten zu orientieren hatte. Die deutschen Regionalbörsen, insgesamt aber letztlich das deutsche Börsensystem mußten sich in ihrem Serviceangebot nach Meinung der Marktteilnehmer wie der „Börsianer“ als leistungsfähige Marktwettbewerber beweisen, die am Markt und vom Markt gemessen werden:

- Die Börsen müßten sich insbesondere an ihrer Fähigkeit messen lassen, liquide Märkte für die unter ihrem Dach gehandelten Titel zu schaffen, die den Emittenten günstige Bedingungen bei der Aufnahme von Finanzierungsmitteln ermöglichen und den Anlegern ein breites Anlagespektrum eröffnen sowie die jederzeitige Mobilisierbarkeit ihrer Anlagen gewährleisten können.
- Die Börsen sollten dabei durch ausgewogene Handelsregeln, Preisbildungsmechanismen und Abwicklungssusancen eine für die Marktteilnehmer faire Preisbildung gewährleisten.
- Die Börsen müßten zur Wahrung der Interessen der Kapitalanleger über ein ebenso effizientes wie differenziertes Instrumentarium zur Risikobegrenzung, zur Festlegung der Publizitätsanforderungen bei der Börsenzulassung der Wertpapiere, zur Marktüberwachung und zur Information über marktbeeinflussende Faktoren verfügen.
- Die Börsen hätten darüber hinaus eine Funktion als Servicezentren des Wertpapierhandels und damit als regionale Verankerungspunkte der Wertpapiermärkte wahrzunehmen.<sup>158</sup>

Diese Anforderungen an die Marktbildung, die Marktunterstützung und die Marktkontrolle wären bei der gegebenen regionalen Fragmentierung des deutschen Marktes für jeden Börsenplatz, aber auch im Hinblick auf die Marktstellung des Finanzplatzes Deutschland als Ganzes im Vergleich zu den konkurrierenden europäischen und internationalen Finanzzentren zu gewährleisten. Einen wichtigen Ausrichtungspunkt für die strategische Weiterentwicklung der Frankfurter Börse hatte dabei die Londoner Börse eingenommen. Die anderen regionalen Börsenplätze stellten dagegen eher nationale Bezüge ihrer Wettbewerbsstärke heraus.

Welche Schritte aus einer Analyse des Anforderungsprofils an moderne Wertpapierbörsen abzuleiten waren, blieb in der Regel nur dann unumstritten, wenn die mögliche Konkretisierung noch ein weites Feld von Handlungsmöglichkeiten offenließ. Allein der Begriff der Marktliquidität, um nur eine wichtige Komponente der Börseneffizienz beispielhaft aufzugreifen, kann leicht in diversen Bedeutungsinhalten verstanden werden, die keineswegs zu vergleichbaren Marktbeurteilungen führen mußten. Um die Liquidität des Aktienmarktes zu messen, werden Umsatzzahlen gegenübergestellt, Marktkapitalisierungen verglichen, die Zahl der Aktionäre und der Konzentrationsgrad des Aktienbesitzes ermittelt, die Anzahl der Marktmacher in dieser Aktie angegeben, die Häufigkeit der Börsenzulassungen einer Aktie an in- und ausländischen Börsenplätzen genannt, die Geld-Brief-Spannen und die Kurselastizität der Aktie berechnet, wobei auch diese Meßmethoden noch Raum für weitergehende anlegerbezogene Differenzierungen lassen.<sup>159</sup>

In der Mehrzahl der Fälle wurden für das deutsche Börsensystem insbesondere dann Defizite beklagt, wenn auf den Aktienmarkt abgestellt wurde: „Die deutschen Wertpapierbörsen besitzen beim Handel mit Rentenwerten ein angemessenes Gewicht. Beim Handel mit Aktien, also mit Risikowerten in der Form von Anteilen an Unternehmen,

ist ihnen eine erheblich geringere Bedeutung beizumessen. So liegen die Umsätze in Dividendenwerten in den USA und Japan um mehr als das Sieben- bis Achtfache höher als in Deutschland. Auch in Großbritannien liegen die Aktienumsätze deutlich höher als an den deutschen Börsen. Die Zahl der börsennotierten Gesellschaften ist in diesen Ländern erheblich größer. Deutschland gehört zwar weltweit zu den führenden Industrienationen, verfügt über ein weitverzweigtes und gut funktionierendes Bankensystem von internationalem Gewicht, aber die deutschen Börsen nehmen im internationalen Vergleich nur einen Platz im Mittelfeld ein.<sup>160</sup>

In den 80er Jahren wurde immer deutlicher, daß weltweit ein scharfer Wettbewerb zwischen den Börsen entstanden war und die großen institutionellen Anleger weltweit durchaus auf Effizienzvorteile einzelner Börsenplätze reagierten. Einen strategischen Vorsprung erhofften sich jene Börsenplätze, die möglichst geringe Transaktionskosten verbunden mit hoher Marktliquidität und hohem Sicherheitsstandard aufweisen und diesen Standard den neuen Anforderungen an die sich weiter wandelnden Märkte laufend anpassen konnten. Das Streben nach Wettbewerbsvorteilen war insbesondere für die europäischen Börsen von Bedeutung, weil der europäische Einigungsprozeß bis Ende 1992 einen einheitlichen Binnenmarkt für Waren und Dienstleistungen als Ziel vorgab.<sup>161</sup>

Der Schock des Big Bang<sup>162</sup> und die hohen Umsätze deutscher Papiere an der Londoner Börse, die starken Wachstumsraten der Pariser Börse, die zunehmenden Anforderungen der japanischen Anleger an die Marktliquidität und die beständige Innovationskraft der amerikanischen Börsen hatten zunehmend das Bewußtsein dafür geschärft, daß der Finanzplatz Deutschland nur dann eine Chance hat, im vorderen Feld der internationalen Kapitalmärkte eine Rolle zu spielen, wenn er über ein leistungsfähiges und sich den Marktgegebenheiten flexibel und innovativ anpassendes Börsensystem verfügt. Zur Schaffung eines solchen Systems waren rechtliche, organisatorische und technische Anpassungen größten Ausmaßes erforderlich, wobei die Kreditinstitute, aber auch die Makler und die Börsen selbst treibende Kräfte sein mußten. Auch die Deutsche Bundesbank hatte ihr vehementes Interesse an der Entwicklung bekundet, „daß sich in ihrem Vorhof ein in internationalem Rahmen funktionierender Finanzmarkt befindet,<sup>163</sup>“ und Vorschläge gemacht sowie selbst notwendige Marktanpassungen vollzogen. Die Stärkung des Finanzplatzes Deutschland wurde schließlich explizit als Ziel des am 25. Januar 1990 vom Deutschen Bundestag verabschiedeten Finanzmarktförderungsgesetzes formuliert, das die eigentlich schon seit Jahrzehnten angemahnte Abschaffung der Börsenumsatzsteuer zum 1. Januar 1991 sowie der Gesellschafts- und Wechselsteuer zum 1. Januar 1992 brachte und das außerdem den Investmentfonds die Ausweitung ihrer Geschäftsmöglichkeiten gestattete. Daß der Finanzplatz Deutschland wegen der nach der Wiedervereinigung und den Reformprozessen in Osteuropa entstandenen neuen Aufgaben einer besonderen Förderung bedurfte, war nicht nur finanziell, sondern auch auf personell zu verstehen.<sup>164</sup> Die Konzentration des Geschehens auf den Bankplatz Frankfurt und die Frankfurter Wertpapierbörse führte schließlich dazu, daß neben dem Terminus „Finanzplatz Deutschland“ auch der Begriff „Finanzplatz Frankfurt“<sup>165</sup> zum Aushängeschild wurde.

## 5.1. Die Börsengesetznovelle von 1989

Die am 1. August 1989 in Kraft getretene Novelle des Börsengesetzes war von der Bundesregierung als gezielter Beitrag zur Stärkung des Finanzplatzes Deutschland konzipiert und dargestellt worden: Ziel des Gesetzentwurfs war

- erstens die Stärkung des Finanzplatzes Deutschland durch Anpassung des Börsengesetzes an die sich aus der zunehmenden Verflechtung der internationalen Finanzmärkte ergebenden Erfordernisse wie auch an die neuere technische Entwicklung,
- zweitens die Umsetzung der EG-Richtlinie vom 22. Juni 1987 über die gegenseitige Anerkennung der Börsenzulassungsprospekte in der Gemeinschaft in deutsches Recht.<sup>166</sup>

Dementsprechend ließen sich zumindest zwei der drei wesentlichen Regelungsbereiche der Novelle internationalen Aspekten zuordnen, nämlich erstens die Neuordnung der gesetzlichen Rahmenbedingungen, die die Grundlage für die Einrichtung einer deutschen Terminbörse bilden, und zweitens die Vorschriften, die den Börsenzugang für ausländische Wertpapiere, die bereits an einer anderen EG-Börse zugelassen sind, erleichtern sowie eine Notierung in ausländischer Währung oder in ECU ermöglichen. Die Maßnahmen zur Verbesserung der Börsenaufsicht und des Maklerrechts dienen dagegen der Anpassung typischer Besonderheiten des deutschen Börsensystems.

Mit der Neuordnung terminrechtlicher Bestimmungen und der Zulassung börsenmäßiger elektronischer Wertpapierhandelssysteme wurde eine Anpassung an internationale Entwicklungsprozesse vollzogen und der rechtliche Rahmen für börsenmäßige Finanztermingeschäfte der privaten Kundschaft abgesteckt. Die Banken konnten daraufhin an der Eröffnung einer Börse für Optionen und Futurekontrakte arbeiten, deren Gründung bis dahin durch die einschränkenden terminrechtlichen Regelungen des Börsengesetzes und die entsprechend termingeschäftsfeindliche Rechtsprechung verhindert worden war. Abgesehen von der Errichtung der Deutschen Terminbörse, über deren Aufbau und Geschäfte im folgenden Abschnitt ausführlicher berichtet wird, wurden im Hinblick auf die Weiterentwicklung des Börsensystems *strukturelle Fragen* diskutiert, nämlich die Frage nach der optimalen Zentralisation der Börsen, des Technisierungsgrades der Börsen und des Handelsmodells.<sup>167</sup>

Erstens mußte die Position der Frankfurter Börse im Verhältnis zu den übrigen Börsen geklärt werden, womit rechtliche und organisatorische Aspekte verbunden sind. Als Alternative zu einer Konzentration der Aktivitäten an der Frankfurter Wertpapierbörse, die für die anderen Börsenplätze den Handel mit Regionalwerten ihres Bereichs vorsieht, ist ein Handelsverbund zwischen den Regionalbörsen und Frankfurt denkbar, wonach Aufträge, die vom Volumen her an einer Regionalbörse nicht ausgeführt werden können, zur Suche nach einem geeigneten Handelspartner nach Frankfurt übermittelt werden. Ein solcher Verbund liefe praktisch ebenfalls auf eine Zentralisierung großer Aufträge in internationalen Werten auf den Platz Frankfurt

hinaus. Andererseits wären auf der Basis eines solchen Verbundes auch die Regionalbörsen in der Lage, in Werten angesprochen zu werden, in denen sie allein den Marktausgleich nicht bewerkstelligen können. Sie brauchen sich dann nicht auf Nischenstrategien für regional bedeutsame Werte zurückzuziehen, zumal auch solche Nischenstrategien nicht unproblematisch erscheinen, weil unübersehbar ist, „daß die vielzitierte Bürgernähe der Regionalbörsen von Kommunikationstechniken übertroffen wird, die die internationalen Leitbörsen in der Wohnstube abbilden.“<sup>168</sup> Schließlich verbliebe für die Regionalbörsen die überaus bedeutsame Saugnapffunktion für die Aufnahme neuer Finanzierungsmittel, deren Erfüllung allerdings nicht notwendigerweise zu einem isoliert lebensfähigen Profit Center führen würde.<sup>169</sup>

Da der frühere Vorteil der Kostengünstigkeit der Regionalbörsen im Hinblick auf die Möglichkeit der Kundschaft, ihre Wertpapiergeschäfte über die in der Region tätigen Institute abzuwickeln, in der Zwischenzeit weitgehend entfallen ist, muß die Frage der Zentralisierung des Börsenhandels insbesondere davon abhängig gesehen werden, welche Bedeutung in Zukunft den elektronischen Handelssystemen, bei denen die vollständige Auflösung des räumlichen Bezuges geradezu als Systemelement betrachtet werden kann, zukommen wird.

Der zweite grundlegende Fragenkomplex, der schon auf die mögliche Ausgestaltung eines elektronischen Handelssystems hinzielte, betraf das Verhältnis von Präsenzbörse zu Computerbörse, wobei der Bildschirmhandel erstens als effizientes Medium für Transaktionen in einem Umfeld zunehmender Kommunikationsmöglichkeiten und zweitens als faires Medium bewertet wurde, „weil es gleichen Zutritt erlaubt, auch wenn die räumlichen Gegebenheiten sehr unterschiedlich sind. Gleichartig und gleichzeitig: Der Anleger in Flensburg oder der Anleger in Garmisch hat keinen Nachteil mehr gegenüber dem in Frankfurt.“<sup>170</sup>

Der dritte Reformaspekt betraf die Neubestimmung der Funktionen der Makler, wobei diese Frage mit der Form des Marktausgleichs und dem Technisierungsgrad verbunden ist und hier insbesondere die Alternativen Marktmacher- oder Auktionsprinzip bzw. Präsenz- oder Computerbörse diskutiert wurden. Für eine Stärkung und Erweiterung der Maklerfunktionen sprach sich insbesondere ein Gutachten von Schwark aus, in dem festgestellt wurde, daß ein Börsenpreis, „welcher der wirklichen Geschäftslage des Verkehrs an der Börse entspricht“ (§ 29 Abs. 3 BörsG) am ehesten auf der Basis des Meistausführungsprinzips und der Neutralitätspflicht eines Kursmaklers zu bestimmen sei, wobei der Makler eine Spitze zum Marktausgleich auf eigenes Risiko übernehmen könne und in vielen Fällen auch übernehme (Eingeschränkte Selbsteintrittsfunktion des Maklers nach § 32 Abs. 1 BörsG). Einer weiteren Verdrängung des Kursmaklers aus dem Mittelpunkt des Börsengeschehens sei deshalb entgegenzutreten. Gerade in Krisenzeiten bestünden Risiken, daß Marktmacher ihren Verpflichtungen nicht immer voll nachkämen. Die Funktionen der Kursmakler an der Börse seien daher beizubehalten und zur Stärkung der Marktliquidität eher zu erweitern.<sup>171</sup>

Andere Vorschläge gingen dahin, die Weiterentwicklung des Maklerwesens unabhängig von der noch zu bestimmenden Marktorganisation der Börse durch den Aufbau von Wertpapierhandelsfirmen den Gegebenheiten anzupassen. Dabei sei allerdings zu



bedenken, daß die konzeptionellen Möglichkeiten der Kursmakler, neue Aktivitätsfelder zu finden, durch handelsrechtliche Vorschriften und die Vorschriften des Börsengesetzes derzeit noch erheblich eingeschränkt seien.<sup>172</sup>

## *5.2. Die Eröffnung der Deutschen Terminbörse*

Wachsende Volatilitäten der Devisenkurse und Zinssätze nach dem Scheitern des Abkommens von Bretton Woods und der Freigabe der Wechselkurse im März 1973 führten weltweit zu einer steigenden Nachfrage nach entsprechenden Absicherungsinstrumenten. Insbesondere von den USA ausgehend hatte sich seitdem eine geradezu atemberaubende Entwicklung der Eröffnung und Expansion von Terminbörsen vollzogen, an denen der Bedarf an Absicherungsmöglichkeiten für Marktrisiken gedeckt werden konnte. Marktpreisrisiken betreffen die Zinssätze und Devisenkurse, aber auch das, was in der Kapitalmarkttheorie als Marktpreis des Risikos bezeichnet und durch das Verhältnis zwischen der erwarteten Risikoprämie für Aktienanlagen gegenüber dem Kapitalmarktzins und der Volilität der Rendite des Marktportefeuilles gemessen wird.<sup>173</sup>

Nun gibt es bekanntlich keine homogenen Märkte für Finanzierungsmittel in eigener oder fremder Währung, so daß es auch keine homogenen Marktpreise in der Form von Zinsen, Devisenkursen oder auch Risikoprämien für den Marktpreis des Risikos geben kann. Vielmehr sind die Märkte vielfältig nach Währung, nach Bonitätsklassen der Wertpapieremittenten, nach Laufzeit oder Zinssparungsfristen oder auch nach den die Liquidität mitbestimmende Volumina segmentiert. Die Marktstrategien der Terminbörsen müssen daher darauf ausgerichtet sein, Produkte und Produktspezifikationen zu finden und die Produkte zu Produktpaletten zusammenzustellen, so daß einerseits die speziellen Bedürfnisse des jeweiligen Marktsegments und andererseits eine hohe Marktakzeptanz, die die Marktliquidität sichert, gewährleistet sind. Dieser Prozeß ist notwendigerweise eine „Trial and Error“-Prozeß und zwingt die Börsen weltweit zum dauernden Experimentieren mit neuen Produkten und Produktvarianten, wollen sie nicht gegenüber anderen Börsen oder den außerbörslichen Märkten (OTC-Märkten) an Bedeutung verlieren.<sup>174</sup>

Am 26. April 1973 eröffnete die Chicago Board Options Exchange (CBOE) den Handel mit standardisierten Aktienoptionskontrakten, am 20. Oktober 1975 wurde am Chicago Board of Trade (CBOT) der Handel mit Zinsterminkontrakten aufgenommen, am 24. Februar 1982 wurde dann schließlich mit der Aufnahme des Terminhandels mit Aktienindizes am Kansas City Board of Trade (KCBOT) der erste „synthetische“ Future geboren. Alle drei Daten sind für die Aufnahme der Geschäfte der Deutschen Terminbörse im Januar 1990 insoweit von Bedeutung, als sie den zeitlichen Startvorteil der Wettbewerber deutlich machen können. Quantitativ muß man noch das rasche Wachstum der Märkte für Optionen und Finacial Futures in den USA sowie das Übergreifen dieser Entwicklung auf Japan und Europa konstatieren, wo entsprechende

Börsen 1978 (EOE), 1982 (LIFFE), 1986 (MATIF) und 1988 (SOFFEX) eröffnet wurden.

Man kann natürlich fragen, warum diese Startmarken hier erwähnt werden mußten, wo doch in der Bundesrepublik immerhin schon seit 1970 Optionen auf Aktien börsenmäßig gekauft und geschrieben werden konnten. Die Antwort setzt in erster Linie an dem Hinweis an, daß sich der Siegeszug der US-amerikanischen Börsen auf den Handel von weitestgehend standardisierten Kontrakten stützen konnte. Die Standardisierung regte den Sekundärhandel an, womit entscheidende Impulse für den Abschluß von Options- und Terminkontrakten gegeben wurden.

Die nicht zu unterschätzende Bedeutung einer weitestgehenden Standardisierung der Kontrakte für die Marktliquidität und daraus abgeleitet auch für das Primärgeschäft wurde in Deutschland erst spät erkannt. Immerhin wurde aber seit 1983 das Optionsgeschäft nicht mehr auf der Basis der Kassakurse, sondern in einer schon standardisierten Form betrieben, was dann auch unmittelbar zu einer Belebung dieses Marktsegments geführt hatte. Das hatte schon damals gezeigt, daß die Marktorganisation der Börse durchaus im Vergleich zu anlegerpsychologischen Faktoren entscheidend sein konnte.<sup>175</sup>

Die durch die Globalisierung, Securitisation, Deregulierung und die Fortschritte in der Kommunikationstechnik gekennzeichnete internationale Entwicklung sowie die Entstehung zahlreicher neuer Finanzinstrumente (Finanzinnovationen) hatten entsprechende Reformpläne für den Finanzplatz Deutschland gefördert, um nicht zu sagen erzwungen. Diese Pläne konnten nach dem Memorandum des Arbeitsausschusses für den Optionshandel<sup>176</sup> und der im Juli 1987 vorgelegten Studie über die Möglichkeit zur Einrichtung einer deutschen Börse für Optionen & Financial Futures<sup>177</sup> ziemlich genau ein Jahr später, nämlich im Juli 1988, in die Gründung der Deutschen Terminbörse DTB umgesetzt werden.<sup>178</sup> Es hatte aber noch der Überwindung weiterer Hindernisse bedurft, bis der Börsenterminkontrakthandel in Deutschland verwirklicht werden konnte. Insbesondere mußten durch die Novelle zum Börsengesetz von 1989 der Termineinwand der privaten Anleger entkräftigt und durch die „Termingeschäftsfähigkeit kraft Information“ abgelöst sowie die Möglichkeit des Börsenhandels mit derivativen bzw. synthetischen Instrumenten eröffnet werden. Die neuen Vorschriften des Börsengesetzes schränkten den Termineinwand stark ein, indem sie Privatpersonen dann für börsentermingeschäftsfähig erklärten, wenn sie in vorgeschriebener Form schriftlich über die typischen Gefahren von Termingeschäften aufgeklärt worden waren.<sup>179</sup>

Vorbild der Deutschen Terminbörse DTB war die Schweizer Terminbörse SOFFEX, die am 19. Mai 1988 ihren Betrieb aufgenommen hatte. Bei der Gründung der DTB mußten aber außerdem die Regelungen des Börsengesetzes beachtet und eine Genehmigung durch das Land Hessen eingeholt werden. Träger der Börse wurde die Deutsche Terminbörse GmbH mit zunächst 10 Millionen DM Stammkapital und 17 Gesellschafterbanken.<sup>180</sup> Im Herbst 1988 begann die Systemimplementierung, im Herbst 1989 eine Test- und Simulationsphase. Am 26. Januar 1990 konnte die Deutsche Terminbörse als neunte deutsche Börse ihre Handelsmöglichkeiten erstmals dem

Publikum zur Verfügung stellen. „Mit ihrem Konzept erfüllt die Deutsche Terminbörse alle Voraussetzungen für einen effizienten Markt: sie bietet neue Instrumente und vielseitige Anlagestrategien; sie stärkt das Vertrauen in den Handel durch mehr Transparenz bei Preisen, Umsätzen, Volumina, Angebots- und Nachfrageniveau; sie ist „Marktplatz“ für Investoren bundesweit, denn die Teilnahme am Handel ist standortunabhängig; sie trägt mit ihrem vollcomputerisierten Handels- und Abwicklungssystem zu niedrigeren Transaktionskosten bei; sie sorgt für bestmögliche real-time-Informationen und verkürzt so die Reaktionszeiten bei Risikoerfassung und Handel engagements und schafft mehr Liquidität und – mehr Markt.“<sup>181</sup>

Der Handel an der neuen Terminbörse geht von vorgegebenen Kontraktsspezifikationen aus:

- Der Optionskontrakt umfaßt grundsätzlich 50 „Stück“ des zugrundeliegenden Basiswertes (Underlying).
- Kontrakte werden mit Laufzeiten von 1, 2 und 3 Monaten sowie zum nächsten Quartalsmonat (März, Juni, September, Dezember) angeboten; die Option kann bis zum Verfalltag (Expiration Day) ausgeübt werden (amerikanische Optionen), der Investor kann die für ihn geeignete Laufzeit wählen.
- Für jeden Verfallmonat eines Call und eines Put werden Serien mit Ausübungs- oder Basispreisen „in-the money“, „at-the money“ und „out-of-the money“ in Intervallen von 5, 10, 20, 50 oder 100 DM eingeführt; der Basispreis ist dabei der Kurs, zum dem der Käufer der Option sein Recht ausüben kann.
- Ähnlich wie an der Kassabörse können an der DTB unlimitierte Billigst- und Bestens-Orders sowie limitierte taggültige und zeitlimitierte Orders aufgegeben werden. Zusätzlich bietet die DTB Fill-or-kill-Aufträge (sofortige Gesamtausführung oder Löschung des Auftrags), Immediate-or-cancel-Aufträge (sofortige Ausführung des Auftrags soweit wie möglich und Löschung des unausgeführten Teils) sowie gekoppelte Ausführungen von Einzelaufträgen an.
- Darüber hinaus sind auch Auftragsarten möglich, bei denen zwei Grundpositionen (Put oder Call) gekoppelt werden (Kombinationsaufträge). Dazu zählen die unterschiedlichen Formen der Vertical Spreads, des Straddle und des Strangle, wobei erstere im Hinblick auf bestimmte Kursbewegungen (steigend, fallend), letztere eher im Hinblick auf Erwartungen über Veränderung der Kursvolatilitäten (zunehmend, abnehmend) abgeschlossen werden.<sup>182</sup>

Gestartet wurde der Handel an der DTB mit Aktienoptionen, und zwar mit Kaufoptionen (Calls) und Verkaufsoptionen (Puts) auf 14 (später 15) ausgewählte deutsche Aktien mit der Möglichkeit glattstellender Gegengeschäfte für die Inhaber und die Stillhalter während der Kontraktlaufzeit. Als Basiswerte wurden besonders umsatzstarke Werte gewählt, auf die bereits vorher ein Großteil des herkömmlichen Optionsgeschäfts entfallen war und die darüber hinaus fast zwei Drittel der Marktkapitalisierung aller deutschen Aktien repräsentierten.

Die folgende Zeit mußte zeigen, ob die Terminbörse, der von Kritikern nachgesagt wurde, zu spät und mit den falschen Produkten gestartet zu sein, einen nachhaltigen Markterfolg erzielen konnte. „Der Deutschen Terminbörse war ein guter Start beschieden. Das Handelsvolumen des ersten Vierteljahres betrug täglich durchschnittlich etwa 24 000 Kontrakte; das war erheblich mehr, als man prognostiziert hatte (ca. 15 000). Entgegen mancher vorheriger Unkenrufe funktionierte die Technik auch mit geringen Ausnahmen einwandfrei – was nicht heißt, daß nicht noch viele Veränderungen wünschenswert waren. Mit insgesamt 53 in- und ausländischen Kreditinstituten und (in geringerem Umfang) Wertpapierhandelshäusern (Brokern), 24 Market Makern, 46 Clearing Mitgliedern hatte man ungefähr die Teilnehmerzahl erreicht, mit der man gerechnet hatte. Die Marktanteile (ca. 56 Prozent Market Maker, 16 Prozent Eigengeschäfte der Handelsteilnehmer und 28 Prozent Kundengeschäfte) sind noch nicht ganz befriedigend. Ein größerer Anteil an Kundengeschäften wird angestrebt.“<sup>183</sup>

Die wesentlichen Unterschiede zum bereits gepflegten Optionshandel lagen weniger in der Ausgestaltung der Instrumente als in der Organisation des Marktes.

1. Durch das *Market Maker-System*, das an der DTB den auktionemäßigen Ausgleich von Angebot und Nachfrage ersetzt hat, wurde der Abschluß von Geschäften insgesamt erleichtert. Die Marktmacher (Market Maker) sind nämlich in diesem System verpflichtet, während der gesamten Börsenzeit verbindliche Angebots- und Nachfragekurse (Quotes) durch Eingabe in das Computersystem zu stellen und informieren so den Markt, zu welchen Kursen sie eine bestimmte Stückzahl (insbesondere eine festgelegte Mindeststückzahl) der von ihnen betreuten Kontrakte zu kaufen oder zu verkaufen bereit sind. Die Quotierungen gelten oftmals nur für einen Abschluß bzw. solange, bis ein neuer Kurs gestellt wird.<sup>184</sup> Damit wird während der gesamten Börsenzeit die notwendige Marktliquidität sichergestellt.<sup>185</sup> Da das Market Maker-System nicht auf dem an der Kassabörse etablierten *Meistausführungsprinzip* basiert, bietet es aber nicht zwingend die Gewähr dafür, daß der Anleger „stets den besten Preis“ erhält. Das System ist daher eher auf den Börsenhandel mit institutionellen als mit kleineren privaten Marktteilnehmern zugeschnitten.

Market Maker wurden im wesentlichen die Kreditinstitute. Da der Terminmarkt kein Amtlicher Markt ist, findet auch keine Preisnotiz durch Kursmakler statt, was dazu geführt hat, daß die Makler an der Terminbörse keine wesentliche Rolle spielen: „In ihrer auf den Eigenhandel beschränkten Teilnahmemöglichkeit sehen die Börsenmakler angesichts des hohen Investitionsvolumens, das die Teilnahme voraussetzt, keinen ausreichenden Anreiz, um sich an der DTB zu bestätigen“<sup>186</sup>

2. Die Deutsche Terminbörse war als *vollelektronische Börse* (Computerbörse) errichtet worden, womit das Parkett durch ein Computer-Informations- und Handelssystem ersetzt wurde, das Anbieter und Interessenten zusammenführt. Insoweit hebt sich die DTB von vielen etablierten Terminbörsen ab, die noch als Präsenzbörsen arbeiten. Dazu zählen beispielsweise die großen Terminbörsen in Chicago, aber auch der MATIFF in Paris und die LIFFE in London. Vollelektronische Terminbörsen sind neben der DTB nur die SOFFEX in Zürich, die FOX (eine kleine Warenterminbörse in London), die IFOX (ihre Schwesterbörse in Dublin). Mit der Ausbildung der Termin-

börse als Computerbörse sind viele Vorteile bei der Abwicklung verbunden. Als nachteilig wird aber von Marktteilnehmern gesehen, daß die Computerbörse im Hinblick auf das Neuangebot innovativer Produkte Zeitverzögerungen hinnehmen muß, weil gegenüber den Präsenzbörsen in der Regel längere Vorlaufzeiten für die Softwareentwicklung zur Aufnahme des Handels benötigt werden.

3. Die *Anpassung des Börsengesetzes* durch die Novelle von 1989 ermöglichte die Öffnung des Terminmarktes für Nicht-Kaufleute. Diese werden, wenn sie über die Risiken der Geschäfte in geeigneter Form unterrichtet worden sind, termingeschäftsfähig und verlieren damit die Möglichkeit des Termin- und Differenzeinwandes. Im erweiterten § 53 des Börsengesetzes wurde nun festgelegt, daß Börsentermingeschäfte zwischen Kaufleuten und Nichtkaufleuten verbindlich sind, wenn der Kaufmann einer gesetzlichen Banken- oder Börsenaufsicht untersteht und den anderen Teil vor Geschäftsabschluß schriftlich darüber informiert hat, daß

- die aus Börsentermingeschäften erworbenen befristeten Rechte verfallen oder eine Wertminderung erleiden können;
- das Verlustrisiko nicht bestimmbar sein und auch über etwaige geleistete Sicherheiten hinausgehen kann;
- Geschäfte, mit denen die Risiken aus eingegangenen Börsentermingeschäften ausgeschlossen oder eingeschränkt werden sollen, möglicherweise nicht oder nur zu einem verlustbringenden Marktpreis getätigt werden können;
- sich das Verlustrisiko erhöht, wenn zur Erfüllung von Verpflichtungen aus Börsentermingeschäften Kredit in Anspruch genommen wird oder die Verpflichtung aus Börsentermingeschäften oder die hieraus zu beanspruchende Gegenleistung auf ausländische Währung oder eine Rechnungseinheit lautet.

Die Möglichkeit, daß eine größere Anzahl von Privatanlegern auf einer rechtlich gesicherten Basis für den Handel an der DTB interessiert würde, blieb allerdings durch die vergleichsweise hohen Kontraktvolumina, die damit einhergehenden hohen Sicherheitsleistungen und die in Rechnung gestellten Gebühren beschränkt.<sup>187</sup>

4. *Kapitalanlagegesellschaften und Versicherungen* wurden durch die vorsichtige Anpassung aufsichtsrechtlicher Restriktionen in die Lage versetzt, am Optionshandel teilnehmen zu können. Für Versicherungen ist nach Auffassung des Gesetzgebers zwar eine gekaufte Option nicht als zugelassener Anlagewert im Sinne des Versicherungsaufsichtsgesetzes anzusehen. Sofern aber Termingeschäfte und Geschäfte mit Optionen der Absicherung bereits bei der Versicherung vorhandener Vermögenswerte oder dem späteren Erwerb von Wertpapieren dienen, wird ein unmittelbarer Zusammenhang mit dem Versicherungsgeschäft unterstellt und ein solches Geschäft der Absicherung von Zins- oder Preisrisiken als zulässig angesehen.<sup>188</sup> Als Teil des Finanzmarktförderungsgesetzes trat am 1. März 1990 auch eine Novellierung des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften in Kraft, wonach den Investmentfonds die Möglichkeit des Kaufs oder

Verkaufs von Kauf- und Verkaufsoptionen grundsätzlich gestattet wurde, wobei aber sehr detaillierte Begrenzungen beachtet werden müssen.<sup>189</sup>

5. Schließlich bot die Deutsche Terminbörse insbesondere den Stillhaltern von Call- oder Put-Optionen die Möglichkeit, während der Kontraktlaufzeit ihre Positionen durch entsprechende Gegengeschäfte zu schließen, während im tradierten Optionshandel für die Stillhalter keine Möglichkeit der Glattstellung durch Gegengeschäfte bestand.

Mit den angebotenen Call- und Put-Optionen waren für die Marktteilnehmer insbesondere Absicherungsmöglichkeiten ihrer Aktienbestände, aber auch Spekulationsmöglichkeiten eröffnet worden, die sich von den gängigen Kassamarkttransaktionen wegen des Hebeleffekts, der dadurch bewirkt wird, daß bei einer Kaufoption nicht der gesamte Aktienpreis direkt fällig wird, abheben und zugleich die Beschränkungen des herkömmlichen Optionshandels überwinden. Ansonsten waren die anfänglich angebotenen Produkte der DTB im Kern auch für den deutschen Markt keine eigentlichen Innovationen gewesen. Das wurde erst anders mit dem am 23. November 1990 eröffneten Handel mit *Zinsterminkontrakten* auf eine synthetische Bundesanleihe (Bund-Future) sowie mit dem *Index-Future-Kontrakt* auf den Deutschen Aktienindex (DAX). Diese Kontrakte stellten für den deutschen Finanzmarkt wirklich neuartige Produkte dar, die im Gegensatz zu den Optionskontrakten auf Aktien keine vergleichbaren Vorgänger hatten. Gelegentlich stand sogar die Forderung im Raum, daß aus Gründen der Liquidität und Markttiefe der DTB-Handel gerade mit diesen Indexkontrakten hätte begonnen werden sollen, weil der Markterfolg bereits an anderen Börsen existierender Produkte zweifelhaft und es ein wesentliches Charakteristikum der Anlagepolitik der immer wichtiger werdenden institutionellen Anleger sei, „den Markt“ kaufen bzw. verkaufen zu können, während sich nur noch „Liebhaber“ dem Einzelwert widmeten.<sup>190</sup>

*Der DAX-Terminkontrakt* bzw. *DTB-DAX-Future* baute als Basiswert auf dem Deutschen Aktienindex (DAX) auf, der seit 1988 mit dem Ziel veröffentlicht wird, ein umfassendes und aktuelles Bild des „Gesamtmarktes Bundesrepublik Deutschland“ zu geben. Neben dieser Indikatorfunktion sollte der DAX auch als erster deutscher Aktienindex bewußt operative Aufgaben übernehmen, d.h. er wurde auch als Basisobjekt für neue Terminmarktinstrumente konzipiert.<sup>191</sup> Der DAX-Future schaffte die Möglichkeit, sich gegen das Marktrisiko des gesamten deutschen Aktienmarktes abzusichern. Dies kann als eminent wichtige Funktion herausgestellt werden, wenn man bedenkt, daß die Mischung der Aktien in einem Portefeuille stets die Möglichkeit eröffnet, das sogenannte unsystematische Risiko der Aktien durch Diversifikation auszuschalten. Anleger oder Finanzintermediäre, die ein gut gestreutes Portefeuille von Aktien halten, tragen nur noch das sogenannte systematische Risiko, das Marktrisiko der Aktien, das sich (zumindest im nationalen Kontext) durch keine weitergehende Diversifikation vermindern läßt. Die Übernahme dieses systematischen Risikos konnten die Anleger (auch kurzfristig) nur vermeiden, wenn sie ihren Aktienbestand verkauften. Mit Hilfe des DAX-Futures können die Anleger nun aber eine Gegenposition, eine Hedge-Position, aufbauen, so daß durch den Barausgleich bei Verfall bzw.

den Verkaufserlös vor Verfall ein möglicher Verlust in der Kasse durch einen Gewinn am Terminmarkt ausgeglichen werden kann. Die Transaktion am Futures Markt weist dabei gegenüber der Transaktion am Kassamarkt deutliche Vorteile im Hinblick auf die Transaktionskosten und die Vermeidung einer Kursbeeinflussung auf.<sup>192</sup>

Der an der DTB gehandelte Future auf langfristige Bundesanleihen stimmt bis auf technische Details mit dem entsprechenden LIFFE-Kontrakt überein.<sup>193</sup> Die Erfolgsaussichten des Bund Futures sind zunächst insbesondere deshalb skeptisch beurteilt worden, weil an der LIFFE vergleichbare Kontrakte bereits im September 1988 eingeführt worden waren und mit so großem Erfolg gehandelt wurden, daß dort ein Mehrfaches der deutschen Kassaumsätze in Bundesanleihen umgesetzt wurde. Andererseits müßte natürlich gerade in Deutschland ein beachtliches Potential für Zinsterminkontrakte auf Bundesanleihen bestehen, weil der größte Teil der umlaufenden Bundesanleihen von Inländern im Inland gehalten wird. Dennoch bedurfte es großer Anstrengungen, einen Teil der Umsätze, die zum größten Teil Händlerumsätze sind, zum Heimatmarkt zurückzuholen.

Am 16. August 1991 konnten mit der Eröffnung des Handels mit Optionen auf den Deutschen Aktienindex (DAX) und auf den Bund-Future-Kontrakt weitere Kontrakte angeboten werden, denen im Oktober 1991 der mittelfristige Bund-Future sowie die Option auf den DAX-Future und im Januar 1992 die Option auf den langfristigen Bund-Future folgten. In der Zwischenzeit hatte sich die DTB zur umsatzstärksten europäischen Terminbörse in Aktienoptionen entwickelt.

Anlässlich der Eröffnung der Deutschen Terminbörse war festgestellt worden, daß die Aufnahme des Handels an der DTB einem „Urknall“ gleichkomme. In der Tat war hier erstmals nach dem Krieg eine wirklich neue Börse, die neunte deutsche Börse eröffnet worden, die die Börsenlandschaft nachhaltig verändern und auch weiterhin als „Treibsatz für weitere Reformen“<sup>194</sup> im deutschen Börsenwesen wirken sollte.

### *5.3. Parkett versus Computer:*

#### *Das elektronische Handelssystem der Zukunft*

„Durch die Drehtür ins Foyer, und man hört es: das Geschrei. Unterlegt von einem brodelnden Gemurmel hallt es durch die offenen Saaltüren. Noch während sie den Mantel ausziehen, mit der Garderobefrau ein Wort wechseln, erkennen alte Börsianer daran die Tendenz.“<sup>195</sup> Die Meinung, daß sich die Informationsfunktion der Börse nur über das Parkett voll entfalten kann, ist äußerst umstritten. Kritiker halten dagegen, daß die Transparenz eines Bildschirmhandels schon allein deshalb auf dem Parkett nie erreicht werden kann, weil die Zeitgleichheit des Informationsabrufs auf dem Parkett immer nur für wenige Händler, auf dem Bildschirm dagegen prinzipiell für alle Marktteilnehmer gewährleistet werden kann. „Vor diesem Hintergrund mag man es als Anachronismus empfinden, wenn heute noch, wie vor Jahrzehnten, Wertpapierhändler mehr oder weniger wild gestikulierend und sich artikulierend das Börsenparkett

bevölkern und die Makler nach überkommener Weise die Kurse feststellen. Haben vielleicht die deutschen Börsen den Anschluß an die moderne Entwicklung verpaßt oder wird bewußt an einem bewährten Prinzip festgehalten, das nicht voreilig einem vermeintlich überlegenen geopfert werden soll?<sup>196</sup>

Weltweit gibt es eine Reihe national wie international tätiger Nachrichten- und Informationsdienste, die eine umfassende Dienstleistungspalette für alle Bereiche der Wirtschaft anbieten. Unternehmen wie Reuters, VWD, Telerate oder Telekurs liefern ihr Informationsmaterial an Banken, Händler und Börsen, an Industrie- und Dienstleistungsunternehmen, an Verbände, Behörden und an private Unternehmer. Sie übermitteln aktuelle Nachrichten über nahezu alle Märkte, Branchen und Unternehmen, insbesondere geben sie jedoch Wertpapier- und Devisenkurse vieler Handelsplätze weiter. Auch die Wertpapierbörsen mußten sich dem Trend stellen, als Serviceunternehmen den Marktteilnehmern ein breites Spektrum von Informationen anbieten zu können. Sie mußten sich aber ebenfalls dem weltweiten Trend stellen, die Marktqualität über die Entwicklung elektronischer Handessysteme zu verbessern.

Das *Kurs-Informations-Service-System (KISS)* der Frankfurter Wertpapierbörse wurde im September 1987 in Betrieb genommen. Über das System werden die Kurse aller amtlich gehandelten Aktien, seit Januar 1988 auch die Kurse der Wandel- und Optionsanleihen sowie der Optionsscheine und seit Oktober 1988 auch die Kurse der variabel gehandelten Bundesanleihen erfaßt und auf geeignete Bildschirme übermittelt. Auf Sonderseiten bietet KISS auch den Tagesverlauf des DAX sowie ausgewählte Kurse der Pariser Börse an. Schließlich steuert KISS die Darstellung des Deutschen Aktienindex DAX als Linienchart sowie weitere Informationen auf der Kursanzeigetafel im Börsensaal.<sup>197</sup>

Das im August 1991 gestartete *Börsen-Order und Service-System – Computerunterstütztes Börsenhandels- und Entscheidungssystem (BOSS-CUBE)* soll eine „elektronische Brücke“ zwischen dem eine Order aufgebenden Kreditinstitut und einem Makler schlagen. Börsenaufträge werden heute noch überwiegend per Fernschreiber oder Telefon zur Börse übermittelt und per Auftragsformular zum Kursmakler weitergeleitet. Damit ist ein erheblicher Aufwand an Zeit und manueller Arbeit verbunden, der mit der elektronischen Durchreichung der Orders an die Makler bei gleichzeitiger Reduzierung der Kosten und Fehler vermindert werden soll. Dementsprechend ist bereits seit Ende der 60er Jahre auch daran gearbeitet worden, Kundenorders mit immer weniger „Papierschnittstellen“ zu den Handelsabteilungen der Banken und nun sogar unmittelbar in den Orderbestand der Börse weiterzuleiten. Mit dieser Entwicklung ist die am 31. Oktober 1988 gegründete Deutsche Wertpapierdaten-Zentrale (DWZ) in Frankfurt als Nachfolgerin der Börsen-Daten-Zentrale (BDZ) in Frankfurt und der Betriebsgesellschaft Datenverarbeitung Wertpapiere (BDW) in Düsseldorf verbunden.<sup>198</sup>

Die am 1. Dezember 1989 gestartete Grundstufe des *Inter-Banken-Informationssystem (IBIS 1)*, das die Aufgabe hatte, die Transparenz und Effizienz des außerbörslichen Handels zu erhöhen und mit einem Informationsangebot über den Kassamarkt den im Januar 1990 eröffneten Handel an der DTB zu unterstützen, setzte an der



Notwendigkeit für den Terminhandel an der DTB an, während der Handelszeit ständig Kurse für die „Underlyings“ verfügbar zu haben. Ziel der Unterstützung des außerbörslichen Handels war es dabei von Anfang an auch, diesen Handel möglichst wieder unter das Dach einer Börse zurückzuholen.

Als Teilnehmer von IBIS 1 waren nur Banken, Kurs- und Freimakler vorgesehen, denen möglichst aktuelle marktrelevante Daten (Geld- und Briefkurse, Abschlußkurse, Umsatzzahlen des außerbörslichen Handels) zur Verfügung gestellt werden sollten. Geschäftsabschlüsse selbst kamen auch weiterhin durch telefonische Vereinbarung zustande, so daß die in IBIS gestellten Kurse unverbindlich waren. In IBIS ist dann aber auch die Möglichkeit geschaffen worden, die Geschäftsdaten nach telefonischen Geschäftsabschlüssen in das System einzugeben, um so die sich anschließende Geschäftsabwicklung über die DWZ und die Geldverrechnung über die Landeszentralbank zu automatisieren.<sup>199</sup>

Schon kurz nach dem Start des Systems Ende 1989 wurde aber auch der Wunsch laut, die über das Telefon getätigten Geschäftsabschlüsse auf das System zu verlagern, d. h. die Geschäfte automatisch mit Hilfe eines Zentralrechners abzuschließen. Mitte 1990 begannen die Vorarbeiten zum Ausbau von IBIS zu einem elektronischen Handelssystem, das in die Frankfurter Wertpapierbörse integriert werden sollte. Bereits im Januar 1991 konnte die Börse die Zulassung für IBIS als *Integriertes Börsenhandels- und Informations-System* beantragen. Mit der Genehmigung der geänderten Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse durch den hessischen Wirtschaftsminister, die am 21. Januar 1991 in Kraft trat, beinhaltete die Börsenordnung nun auch einen Abschnitt über Regelungen für Wertpapiergeschäfte in einem elektronischen Handelssystem.<sup>200</sup> Durch die Genehmigung wurde keine neue (zehnte) Börse in Deutschland und auch kein neues Marktsegment an der Börse geschaffen.<sup>201</sup> Das elektronische Handelssystem wurde vielmehr auf der Basis einer neuen Rechtsinterpretation des Börsengesetzes (§ 29) als Teil des Amtlichen Marktes der Frankfurter Wertpapierbörse eingeführt: „Der IBIS-Handel in amtlich notierbaren Wertpapieren kann dem Amtlichen Markt zugeordnet werden. Denn die EDV-mäßige Speicherung in einem der Weisungsbefugnis des Börsenvorstandes unterworfenen Zentralrechner erfüllt die gesetzlichen Anforderungen an eine amtliche Notierung (amtlicher Computerhandel). Sämtliche Preise der IBIS-Geschäfte sind daher amtliche Preise.“<sup>202</sup> Da das Börsengesetz also den usancemäßigen Handel von amtlich notierten Papieren zwischen Bankenhändlern und/oder Freimaklern ohne Einschaltung der Kursmakler erlaubte, wurden mit der Anerkennung der computermäßigen Speicherung der IBIS-Preise als amtliche Notierungen die in IBIS getätigten Direktgeschäfte des Computerhandels Teil des Amtlichen Handels.<sup>203</sup>

Das *Integrierte Börsenhandels- und Informationssystem*, das auch als IBIS 2 bekannt ist, bietet seit dem 5. April 1991 als erstes elektronisches Handelssystem für den Kassamarkt einen ganztägigen Amtlichen Markt in deutschen Standardwerten (30 DAX-Werte und 28 Anleihen des Bundes, der Post und der Bahn). Das Handelsverfahren beruht auf einer elektronischen Nachbildung der Auktionsbörse.<sup>204</sup> Im Gegensatz zu IBIS 1, das einen computerunterstützten Telefonhandel ermöglichte,

begann mit dem von der DWZ entwickelten IBIS 2 ein wirklicher Computerhandel. IBIS 2 kann von den Mitgliedern aller deutschen Wertpapierbörsen genutzt werden.

Mit der Einführung des Integrierten Börsenhandels- und Informationssystems trug die Frankfurter Wertpapierbörse dem Trend zum Computerhandel Rechnung und stärkte zugleich ihre Wettbewerbsposition, indem sie

- vor allem institutionellen Anlegern anbot, ganztägig in einem börslich beaufsichtigten Markt Geschäfte in den Standardwerten des Aktien- und Rentenmarktes abzuschließen,
- einen bundesweiten Markt schaffte, an dem die Börsenteilnehmer unabhängig von ihrem Standort zugelassen werden können,
- die Transparenz des Marktes durch real time-Veröffentlichung von Geld- und Briefkursen, Abschlußkursen und Umsatzvolumina im Interesse aller Marktbeteiligten erhöhte,
- einen Teil des außerbörslichen Handels wieder unter das Dach einer Börse zurückholte und
- die Voraussetzung dafür schaffte, den Handel in Optionen und Futures an der DTB zeitlich auszudehnen.<sup>205</sup>

„Bundesdeutsche Aktien, Renten und Derivate sollen mittelfristig an keinem Ort billiger, schneller und sicherer gehandelt werden als innerhalb des um Ibis erweiterten deutschen Börsensystems.“<sup>206</sup>

Mitte 1991 konnte IBIS Rekordumsätze vermelden, wonach teilweise über 15 Prozent der gesamten bundesdeutschen Aktienumsätze in den 30 DAX-Werten in IBIS 2 abgewickelt wurden. Dieser Trend wurde nicht zuletzt dem überproportionalen Zuspruch aus den Regionalbörsen und der regen Teilnahme der Makler zugeschrieben, auf die 30 bis 50 Prozent der Umsätze entfallen sollen.<sup>207</sup>

Im Rentenhandel wurde IBIS 2 weniger benutzt. Höhere Umsätze erhoffte man sich erst bei einer möglichen Teilnahme der Bundesbank am IBIS-Handel.<sup>208</sup> Daß IBIS als international wettbewerbsfähiges Börsenhandels- und Informationssystem an anderen Börsenplätzen der Welt durchaus als Herausforderung angesehen wurde, zeigten die Widerstände, die sich beim Plan der Einführung von IBIS in der Londoner Filiale einer deutschen Bank im Oktober 1991 ergaben, wo IBIS vom Londoner Platz offensichtlich als Bedrohung des dort etablierten Seaq-Systems empfunden wurde.

Als vorläufig letzte Stufe des Ausbaus der Wertpapierbörsen zu einer Computerbörse wird an der Konzeption eines *Elektronischen Handelssystems* (EHS) für den gesamten Kassamarkt gearbeitet, das zur Steigerung der Leistungsfähigkeit der deutschen Börsen eingerichtet werden soll.<sup>209</sup> Das Elektronische Handelssystem wird als „Computerbörse mit zentraler automatisierter Kursfeststellung nach dem Auktionsprinzip und Kursfeststellung in einem elektronischen Skontro“ konzipiert, wobei der Marktausgleich in den verschiedenen Marktabschnitten (nach Transaktionshäufigkeiten gegliederter Aktienmarkt, Rentenmarkt) gegebenenfalls unterschiedlich organisiert

wird. Die Funktionen Orderannahme, Orderdurchführung, Marktausgleich und Preisfeststellung sollen integriert werden, das EHS soll zugleich als Informations- und Abwicklungssystem dienen und mit der Deutschen Terminbörse verbunden sein. Außerdem soll es eine funktionsfähige Handelsüberwachung und Dokumentation sicherstellen. Auf Eigeninitiative oder im Rahmen eines Auftrags soll es den Teilnehmern des EHS freistehen, sich als Marktmacher zu betätigen. Diese Konzeption des EHS auf der Basis des Auktionsprinzips ist weitgehend begrüßt, aber wegen des vorgesehenen Ausschlusses der Makler und des möglicherweise sich ergebenden Ausschlusses von Marktteilnehmern wegen der hohen technischen, personellen und finanziellen Anforderungen auch heftig kritisiert worden.<sup>210</sup>

Es ist darüber hinaus zu vermuten, daß das EHS die Herausbildung einer Zentralbörse mit entsprechenden Konsequenzen für die Regionalbörsen in gewisser Weise erzwingen wird, was für die Börsen dann einen dramatischen Anpassungsbedarf induzieren würde: „Die deutschen Regionalbörsen sollten angesichts des steigenden internationalen Wettbewerbs schnell erkennen, daß ihre Zukunftschancen nicht im dezentralisierten Handel, sondern ausschließlich in der dezentralisierten Kundenakquisition und -bedienung liegen.“<sup>211</sup> Da für die Notarfunktion der Makler im EHS kein Raum mehr gesehen wird, dürfte sich auch das Berufsbild des Maklers ändern, „fort von der Rolle des Notars bzw. Auktionators mit umsatzabhängiger Courtage hin zum Fachmann für Wertpapiergeschäfte, der bei Selbsteintritt an Geschäften beteiligt ist.“<sup>212</sup> In selbständigen Wertpapierhandelshäusern könnten die Makler eine wichtige Ergänzung des Kapitalmarktes werden.

Bedenken von unterschiedlichen Seiten und der heftige Widerstand der Regionalbörsen wie der Maklerschaft gegenüber einer weitgehend maklerfreien Zentralbörse haben dazu geführt, daß der Begriff eines *dualen Börsensystems* geprägt wurde, unter dem man ein (zeitlich vermutlich befristetes) Nebeneinander von Bildschirmhandel und Präsenzbörse versteht, wobei beispielsweise die Computerbörse (vergleichbar IBIS 2) dem Handel ausgewählter Standardwerte und den größeren Orders vorbehalten bleiben könnte, während die kleineren Aufträge in den Präsenzhandel kommen.<sup>213</sup> Die Computerbörse würde dann gegebenenfalls mit der Zeit, wenn die computergestützte Auktionsbörse auch für kleinere Werte an Bedeutung gewinnt, den Gesamtmarkt bestimmen.

Auch die Börsensachverständigenkommission hat sich dafür ausgesprochen, die rechtlichen Rahmenbedingungen für den börsenmäßigen Wertpapierhandel in einem Computerhandelssystem so zu gestalten, daß im Hinblick auf die Qualität der festgestellten Kurse eine Chancengleichheit zur Präsenzbörse erreicht wird.<sup>214</sup>

#### 5.4. Die Umstrukturierung der Frankfurter Wertpapierbörse

Der Ausbau der Frankfurter Wertpapierbörse<sup>215</sup> als international wettbewerbsfähiges Wertpapierdienstleistungszentrum kann in zwei durchaus verschiedenartige Etappen zerlegt dargestellt werden, von denen die erste die achtziger Jahre mit diversen

Einzelmaßnahmen im technischen und organisatorischen Bereich umfaßt und die zweite mit der Überführung der Börse von dem öffentlich-rechtlichen auf einen privatrechtlichen Träger und der damit neu geschaffenen Plattform für die Geschäftstätigkeit verknüpft ist.

Zumindest seit 1982 trat das Bemühen um die Weiterentwicklung der Börse auch in der Form organisatorischer Maßnahmen zutage. Die Frankfurter Wertpapierbörse erhielt einen Ehrenausschuß, der an die Stelle des Ehrengerichts trat, sie nahm Änderungen ihrer Geschäftsbedingungen vor und gab sich eine neue Gebührenordnung, die Anfang 1983 in Kraft trat.

Am 16. September 1987 wurde das computergestützte Kursinformationssystem KISS offiziell in Betrieb genommen, das die seit 1963 benutzte Kursanzeigetafel im Börsensaal ablöste. Am 5. Oktober 1987 begann ein privater Fernsehsender mit der Ausstrahlung einer „Tele-Börse“, die zunächst börsentäglich um 13 Uhr, inzwischen ab 12.30 Uhr live aus dem Frankfurter Börsensaal wie auch aus dem Studio über die Zusammenhänge am Kapitalmarkt und das Geschehen an den Weltbörsen informiert. Am 2. Oktober 1989 nahmen auch die öffentlich-rechtlichen Fernsehanstalten die Live-Berichterstattung von der Börse in ihr Programm auf. Am 15. Januar 1990 wurde die Börsenzeit auf drei Stunden ausgedehnt.

1988 führte die Frankfurter Wertpapierbörse den minutenweise errechneten Deutschen Aktienindex DAX ein, der den seit 1987 verwendeten KISS-Index ersetzte. Seit dem 1. Juni 1989 veröffentlicht die Frankfurter Wertpapierbörse börsentäglich die für das moderne Portfoliomanagement wichtigen Kenndaten Volatilität, Korrelationskoeffizient und Beta-Faktor der 30 im DAX-Index enthaltenen Aktien. Gleichzeitig wurde die Umsatzstatistik dahingehend geändert, daß die Börsengeschäfte auf beiden Seiten als Käufe und Verkäufe gezählt werden. Seit dem 11. Juni 1991 berechnet die Frankfurter Wertpapierbörse zur Beschreibung des Geschehens am Rentenmarkt den Deutschen Rentenindex (REX), der auch als Grundlage für Terminkontrakte und andere Finanzinnovationen konzipiert wurde.<sup>216</sup>

Die aus der am 29. Dezember 1989 erfolgten Fusion der deutschen Wertpapiersammelbanken hervorgegangene Deutsche Kassenverein AG begann am 7. Juni 1990 mit dem Aufbau eines Wertpapierleihmarktes für die 30 im DAX enthaltenen Aktien. Die *Wertpapierleihe* ist insbesondere für die Übernahme von Stillhalterpositionen in Geld an der DTB von Bedeutung, weil sie es dem Stillhalter einer Verkaufsoption bei Kursverfall ermöglicht, sich schon frühzeitig, d. h. vor der späteren Ausübung der Option, von seiner Position zu trennen und zur Erfüllung dieser Transaktion auf Wertpapiere aus der Leihe zurückzugreifen.<sup>217</sup> Im August 1990 erweiterte der Deutsche Kassenverein sein Angebot der Wertpapierleihe um Bundesanleihen und Bundesobligationen. Seit April 1991 besteht die Möglichkeit, daß unter Erfüllung bestimmter Auflagen auch Wertpapiermakler bzw. Wertpapierhandelsfirmen als Kontoinhaber des Deutschen Kassenvereins zugelassen werden können. Von dieser Möglichkeit wurde bereits im Juli 1991 Gebrauch gemacht.<sup>218</sup>

Am 5. Juli 1990 verabschiedete der Börsenvorstand der Frankfurter Wertpapierbörse ein Umstrukturierungskonzept, wonach die Börse von der Industrie- und Handels-

kammer Frankfurt am Main auf eine zu gründende Frankfurter *Wertpapierbörse AG* als neuem Träger übergehen soll. Eine Änderung des öffentlich-rechtlichen Rahmens für die Marktveranstaltung „Börse“ war damit nicht verbunden; die Börse sollte aber durch die ab 1. Januar 1991 bestehende private Trägerschaft den unternehmerisch notwendigen Rahmen erhalten, um im Wettbewerb der europäischen Börsenplätze als Dienstleistungsunternehmen bestehen zu können. Daß der Träger als Aktiengesellschaft gegründet wurde, hatte mehrere Gründe. Insbesondere bot die Aktiengesellschaft die Vorteile, daß die AG den möglichen Gesellschafterkreis ohne Satzungsänderung erweitern kann und daß über eine Vinkulierung der auszugebenden Aktien sichergestellt werden kann, daß jeder Aktionär zugleich Börsenmitglied ist.

Organisatorisch wurde als erster Schritt von sieben Banken, der Kursmaklerkammer Frankfurt am Main und einem Vertreter der Freien Maklerschaft am 6. Juli 1990 eine Aktiengesellschaft als Vorausgesellschaft gegründet. Aufgabe des ersten Vorstands war es, das Unternehmen Börse von der Industrie- und Handelskammer auf die privatrechtliche Trägersgesellschaft zu überführen. In einem zweiten Schritt wurde dann am 16. November 1990 in der außerordentlichen Hauptversammlung der Frankfurter Wertpapierbörse AG der Beschluß gefaßt, das Grundkapital zu erhöhen, um sämtliche Börsenmitglieder als Aktionäre aufzunehmen. „Mit der Umstrukturierung wechselt lediglich die Trägerin der Frankfurter Wertpapierbörse. Die öffentlich-rechtliche Institution Börse bleibt mit ihren Zuständigkeiten und Befugnissen unverändert. Der Börsenvorstand und die übrigen Gremien behalten ihre bisherige Bedeutung insbesondere für die Gestaltung der Marktordnung und der Marktaufsicht.“<sup>219</sup>

Da sich der börsenmäßige Wertpapierhandel zunehmend standortunabhängig gestaltet, auf der anderen Seite aber die deutsche Börsenlandschaft nach wie vor durch eine Vielzahl organisatorischer Einheiten mit nicht eindeutig definierten Entscheidungsstrukturen gekennzeichnet ist, ist vorgeschlagen worden, eine einheitliche Trägergesellschaft *Deutsche Börse AG* zu gründen, die Träger aller deutschen Börsen einschließlich der DTB werden und den Deutschen Kassenverein, den Deutschen Auslandskassenverein und die Deutsche Wertpapierdaten-Zentrale einbinden sollte. Wenn auch die Frage der Repräsentanz der Regionalbörsen in diesem neuen Träger umstritten war, so zeichnete sich dennoch eine Unterstützung des Projektes ab.<sup>220</sup>

Nicht nur mit einer Realisierung der „Deutsche Börse AG“ und mit der Integration von IBIS in die Regionalbörsen, sondern auch mit der Übernahme der kapitalmarktbezogenen EG-Richtlinien in das deutsche Recht wurde auch die *Börsenaufsicht* vor neue Aufgaben gestellt, zumal die Aufsicht zunehmend als „Gütesiegel eines Finanzplatzes“ verstanden wird.<sup>221</sup> Auf einer Konferenz der für die Börsenaufsicht zuständigen Länderminister (Börsenfachminister) am 7. Oktober 1991 wurde betont, daß auch eine neugestaltete Börsenaufsicht im Rahmen der Kompetenzverteilung des Grundgesetzes Länderangelegenheit bleiben müsse: „Zur Sicherung einer einheitlichen und wirkungsvollen Börsenaufsicht sprechen sich die Börsenfachminister für eine gemeinsame Ländereinrichtung aus, die die Börsenländer zügig vereinbaren werden.“<sup>222</sup>

Trotz des grundsätzlich föderalistisch ausgerichteten Börsensystems und der daraus folgenden dezentralen Börsenaufsicht in der Bundesrepublik Deutschland ist natürlich

eine Kooperation auch auf internationaler Ebene erforderlich. Hier hat sich die *internationale Organisation der Börsenaufsichtsbehörden IOSCO* (International Organisation of Securities Commissions) als Drehscheibe für die Diskussion und die Lösung der durch die Internationalisierung der Wertpapiermärkte auftretenden Aufsichtsprobleme entwickelt. Von deutscher Seite war zunächst seit 1988 die Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen Vollmitglied. Deren Mitgliedschaft ist im Herbst 1990 auf das Bundesministerium der Finanzen übergegangen, wobei die Arbeitsgemeinschaft auch weiterhin an der Arbeit der verschiedenen IOSCO-Arbeitsgruppen beteiligt bleibt.<sup>223</sup>

## 6. Die deutschen Wertpapierbörsen in der EG

Die Vorstellung, daß zwischen Börsen ein Wettbewerb, vielleicht sogar ein internationaler Wettbewerb wünschenswert und realisierbar sei, war bis zu den 80er Jahren eine wenig populäre Ansicht. „Für den Börsenpraktiker erfordert eine Börse eine möglichst große Marktbreite und Markttiefe. Wettbewerb zwischen Börsenplätzen erscheint daher weder möglich noch sinnvoll, da er zu einer Aufspaltung des Handelsvolumens und damit zu einer Verringerung von Marktbreite und -tiefe führt. ... Für den Theoretiker ist internationaler Wettbewerb der Börsenplätze aus einem anderen Grund nicht selbstverständlich, denn Wettbewerb ist nur zwischen handelbaren Gütern vorstellbar. Sofern Anleger nur in heimischen Aktien investieren, wird internationaler Wettbewerb zwischen Börsenplätzen nicht entstehen, da das Gut Börse in diesem Fall ein reines Binnengut ist.

Auf dem internationalen Markt für Börsentransaktionen ist Wettbewerb nur ausnahmsweise darauf zurückzuführen, daß Gesellschaften ihre Aktien an einer Börse außerhalb ihres Heimatlandes erstmalig zur Notiz zulassen. Für den Wettbewerb war vielmehr die Zweitnotiz ausschlaggebend: Neben der Börsenzulassung an einer heimischen Börse sind viele Aktien zusätzlich auch an Börsen im Ausland zugelassen worden.“<sup>224</sup>

Für eine solche Zweitnotiz gibt es eine Reihe von Anreizen, aber auch Hemmnisse. Neben Prestigegründen weisen die Gesellschaften insbesondere auf die Möglichkeit der Verbesserung der Refinanzierungsbedingungen hin. Anleger können prinzipiell zwischen dem Kauf von Auslandsaktien im eigenen Land und dem Erwerb der entsprechenden Aktien im Heimatland der Gesellschaft wählen. So wird heute eine Vielzahl amerikanischer Aktien an deutschen Börsen gehandelt und deutsche Aktien werden verstärkt auch in London gehandelt.<sup>225</sup> Zumindest für den Europäischen Raum machte diese Entwicklung eine Abstimmung und Harmonisierung der nationalen Börsen- und Wertpapiermarktregulierungen, im technischen Bereich aber natürlich auch vielfältige Vorkehrungen und Initiativen zur Realisierung eines möglichen europäischen Börsenverbundes notwendig.

## *6.1. Die Entwicklung eines europäischen Wertpapiermarktes*

Die Vorschläge im Segré-Bericht<sup>226</sup> von 1966 konnten auch als ein Beitrag zum Anstoß von Reformen der deutschen Wertpapierbörsen angesehen werden. Nach der im Segré-Bericht niedergelegten Auffassung war die Öffnung und Verbesserung der Funktionsfähigkeit der einzelnen nationalen Aktienmärkte eine wesentliche Voraussetzung für ihre Integration. Dazu gehörten quantitative und qualitative Verbesserungen der Publizität, die Aufhebung diskriminierender Bedingung für die Börsenzulassung ausländischer Wertpapiere sowie technische Vereinfachungen. Ziel war die Schaffung eines einheitlichen effizienten Wertpapiermarktes auf Gemeinschaftsebene, der mit den Märkten in den USA und Japan erfolgreich konkurrieren kann. Das sollte nach Meinung der EG-Kommission insbesondere durch folgende Mittel erreicht werden:

- Die Emittenten sollen gemeinschaftsweit Kapital in der Form von Aktien oder Schuldverschreibungen aufnehmen, und die entsprechenden Papiere sollen an einer europäischen Börse ihrer Wahl zugelassen werden können,
- Finanzmittler sollen gemeinschaftsweit ihre Dienste anbieten können und
- die Anleger sollen die Wahl zwischen gemeinschaftsweit konkurrierenden Anlagen haben und dabei über die Qualität ihrer Anlagen in hinreichendem Umfang unterrichtet sein.<sup>227</sup>

Die Entwicklung eines einheitlichen europäischen Wertpapiermarktes mit diesen Eigenschaften konkretisierte sich nach zahlreichen bürokratischen und wenig beachteten Vorschlägen und Schemata<sup>228</sup> u. a. in den EG-Richtlinien zur Verwirklichung eines Mindestmaßes an Rechtsgleichheit im Börsenrecht, im Investmentrecht und im Wertpapierdienstleistungsrecht sowie in der Umsetzung dieser Richtlinien in die entsprechenden deutschen Gesetze (z. B. durch die Novelle des Börsengesetzes). Daraus folgt, daß die Harmonisierung des Börsenrechts kein Selbstzweck, sondern dem Ziel der Integration der Kapitalmärkte verpflichtet ist.<sup>229</sup>

## *6.2. Die EG-Richtlinien zur Verwirklichung eines einheitlichen europäischen Wertpapiermarktes*

Über die Frage, ob die Harmonisierungsbestrebungen auf EG-Ebene der Börsenentwicklung und Börsenreform in Deutschland wirklich die entscheidenden Anstöße gegeben haben, läßt sich streiten. Sicher ist die Ansicht nicht von der Hand zu weisen, daß letztlich die Reformen der Londoner Börse und die Tatsache, daß dort ganz offensichtlich auch erhebliche Teile des Umsatzes in deutschen Werten getätigt werden, eine treibende Kraft für die Weiterentwicklung der Börsentechnik und Börsenstruktur in Deutschland waren. Andererseits hat aber auch der Anpassungsdruck auf die nationale Gesetzgebung zur Umsetzung der börsen- und kapitalmarktrechtlichen EG-Richtlinien wichtigen Strukturentscheidungen den Weg geebnet, so daß das Ziel der

- 25. 7. 1977 Empfehlung der Kommission betreffend europäische Wohlverhaltensregeln für Wertpapiere.
- 5. 3. 1979 Richtlinie des Rates zur Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse. (Börsenzulassungsrichtlinie).
- 17. 3. 1980 Richtlinie zur Koordinierung der Bedingungen für die Erstellung, die Kontrolle und die Verbreitung des Prospekts, der für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse zu veröffentlichen ist (Börsenzulassungsprospektrichtlinie).
- 15. 2. 1982 Richtlinie über regelmäßige Informationen, die von Gesellschaften zu veröffentlichen sind, deren Aktien zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse zugelassen sind (Zwischenberichtsrichtlinie).
- 20. 12. 1985 Richtlinie zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (Investmentrichtlinie).
- 12. 12. 1988 Richtlinie über die bei Erwerb und Veräußerung einer bedeutenden Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft zu veröffentlichen Informationen (Börsenpublizitätsrichtlinie).
- 17. 4. 1989 Richtlinie zur Koordinierung der Bedingungen für die Erstellung, die Kontrolle und die Verbreitung des Prospekts, der im Fall von öffentlichen Zeichnungen oder Verkaufsangeboten zu veröffentlichen ist (Verkaufsprospekt- bzw. Emissionsrichtlinie).
- 13. 11. 1989 Richtlinie zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte (Insiderrichtlinie).

Schaffung eines gemeinsamen europäischen Kapitalmarktes für die Veränderungen im Börsenwesen von nicht zu unterschätzendem Gewicht waren.

In vielen Ländern wird ein großer Teil der Börsenumsätze aus dem Ausland disponiert. Auch die großen Emittenten orientieren sich bei einer Kapitalmarktanspruchnahme an ausländischen Kapitalmärkten und Börsenplätzen. Schließlich werden auch die Kreditinstitute, die die Anleger und Emittenten beraten und begleiten, zunehmend außerhalb ihrer Ursprungsländer tätig. Für diese Entwicklung einer Inter-



nationalisierung und Globalisierung der Kapitalmärkte erwiesen sich die unterschiedlichen rechtlichen Ausgestaltungsformen der Kapitalmarktssysteme in den einzelnen Ländern als äußerst hemmend, weil erstens erhebliche Informationskosten wegen der fremden Rechtssysteme anfielen und zweitens Wettbewerbsverzerrungen zwischen den Anbietern, Interessenten und Finanzintermediären den Handel behinderten. Im Zuge der Schaffung eines gemeinsamen europäischen Kapitalmarktes wird versucht, diese Hemmnisse zumindest auf EG-Ebene zu beseitigen.

Die vorstehende Tafel (siehe Seite 357) gibt einen Überblick über die Initiativen und Regelungsbereiche der EG-Richtlinien und Richtlinienvorschläge in chronologischer Reihenfolge.<sup>230</sup>

Noch in der Beratung befindliche Vorschläge sind insbesondere die im Dezember 1989 eingebrachte Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen, die das Zulassungsverfahren für jene Börsenbesucher regeln soll, die mit der Zulassung als „Wertpapierfirma“ die Möglichkeit bekämen, ihre Dienstleistungen in allen Ländern der Gemeinschaft grenzüberschreitend zu erbringen bzw. Zweigniederlassungen in den anderen Ländern zu errichten. Ebenfalls in der Beratung ist die 1990 eingebrachte Richtlinie über die Eigenmittel von Wertpapierdienstleistungsunternehmen.

Da die deutsche Seite bei den EG-Verhandlungen nicht durch eine selbständige Wertpapieraufsichtsbehörde vertreten sein konnte, galt die Position des deutschen Börsensystems bei den EG-Verhandlungen stets als schwierig, weil „die deutsche Banken- und Börsenstruktur – ohne selbständige Wertpapieraufsichtsbehörde, wie sie in den USA, England oder Frankreich besteht – bei der Entwicklung und Durchsetzung gemeinsamer Positionen in einem europäischen wie globalen Integrations-, Harmonisierungs- und Liberalisierungsprozeß strukturell benachteiligt ist.“<sup>231</sup>

### 6.3. Börsen- und Wertpapiermarktharmonisierung

Die *Empfehlung der Kommission betreffend europäische Wohlverhaltensregeln für Wertpapiere* vom 25. Juli 1977 war die erste Gemeinschaftsmaßnahme bezüglich des Wertpapiergeschäftes überhaupt. Sie enthielt Empfehlungen über Vorschriften für Wertpapierhändler, Emittenten und andere an den Wertpapiermärkten tätige Personen zur Information über Wertpapieremissionen und -transaktionen sowie über faire und transparente Handelspraktiken. Die Empfehlung, hinter der damals noch die Vorstellung von einer vollständigen Harmonisierung der Märkte stand, wurde in den Mitgliedstaaten nur lückenhaft umgesetzt.

Die 1982 neu gefaßte *EG-Börsenzulassungsrichtlinie* von 1979 listete die Bedingungen (Mindestgröße und Dauer der Gesellschaft usw.) auf, die die Emittenten erfüllen müssen, um zu einer amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse zugelassen werden zu können. Die Beschränkung der Richtlinie auf das oberste Börsensegment, den Amtlichen Handel, erschien sinnvoll, weil nur unterschiedliche Zulassungsbestimmungen und Qualitätsstandards für die Marktsegmente sicherstellen können, daß die europäischen Börsen alle Handelsbedürfnisse der Anleger abdecken können.<sup>232</sup> Durch

die Richtlinie sollten aber für das oberste Marktsegment die Emissionsbedingungen in Europa angeglichen werden, und gemeinsam mit der Börsenzulassungsprospektrichtlinie und der Zwischenberichtsrichtlinie sollte sichergestellt werden, „daß die Kapitalanleger in allen Mitgliedstaaten der Gemeinschaft möglichst gleichwertige Informationen erhalten.“<sup>233</sup>

Die *Börsenzulassungsprospektrichtlinie* von 1980 koordinierte die Publizitätspflicht der Emittenten bei der Zulassung der Wertpapiere zur Amtlichen Notierung, bezog sich aber nicht auf das Antragsverfahren der Zulassung. Die Richtlinie zielte vielmehr auf die Zurverfügungstellung aller Informationen, die erforderlich erscheinen, um den Anlegern ein fundiertes Urteil über die Chancen und Risiken ihrer Vermögensanlagen sowie die Entwicklungsaussichten der Emittenten dieser Finanztitel zu ermöglichen. Der Richtlinientext, der 1982 und 1987 überarbeitet wurde, enthielt dementsprechend Schemata, die die Art der Präsentation der mitzuteilenden Angaben spezifizierten.<sup>234</sup>

Die *Zwischenberichtsrichtlinie* von 1982 verpflichtete die börsennotierten Gesellschaften zur Veröffentlichung von Halbjahresberichten über ihren Umsatz und ihr Ergebnis. Die in der Bundesrepublik bereits umgesetzte Richtlinie enthielt auch die umstrittene Verpflichtung zum Ausweise der Halbjahresgewinne.

Durch die *Richtlinie zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren* (Investmentrichtlinie) von 1985 wurde das europäische Investmentrecht koordiniert.<sup>235</sup> Ziel der Richtlinie war es, im gesamten EG-Bereich die Wettbewerbsbedingungen der Investment-Gesellschaften anzugleichen, einheitliche Mindeststandards für den Anlegerschutz einzuführen und das grenzüberschreitende Dienstleistungsangebot der Publikumsfonds zu erleichtern.

Kern der in der Richtlinie festgelegten Mindestanforderungen sind Publizitätsvorschriften und Regeln über die Anlagepolitik. So sind Anlagen grundsätzlich nur in amtlich notierten oder an einem geregelten Markt gehandelten Wertpapieren zulässig. Für die Anlagen sind zusätzlich einschränkende Diversifikationsgebote sowie ein Verbot unternehmerischer Investitionen formuliert.<sup>236</sup> Ist einem Fonds in einem Land die Zulassung erteilt worden, dann darf er nach dem Prinzip der *Heimatlandkontrolle* seine Anteile auch in anderen Mitgliedstaaten vertreiben, ohne eine neue Zulassung zu benötigen. Die Richtlinie wurde durch die Neufassung des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften („Kleine KAGG-Novelle“) und das Auslandsinvestment-Gesetz umgesetzt. Beide Gesetze waren Bestandteil des Finanzmarktförderungsgesetzes vom 22. Februar 1990.

Die *Börsenpublizitätsrichtlinie* von 1988 ergänzte die Richtlinie über die Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung von 1979. Gemäß der Richtlinie von 1979 waren börsennotierte Gesellschaften gehalten, die Öffentlichkeit über Änderungen in der Beteiligungsstruktur zu unterrichten, sofern ihnen eine solche Änderung bekannt war. Die Börsenpublizitäts-Richtlinie legte nun darüber hinaus fest, daß natürliche und juristische Personen, die große Positionen (Blöcke) an stimmberechtigten Aktien kaufen oder verkaufen, die Gesellschaft über die Höhe der nach dem Erwerb oder der Veräußerung gehaltenen Beteiligung unterrichten müssen.<sup>237</sup>

Die *Verkaufsprospektrichtlinie* von 1989 folgte dem Prinzip des Anlegerschutzes durch Information. Der Prospekt, der zu veröffentlichen ist, wenn Wertpapiere erstmals im Herkunftsland des Emittenten angeboten werden, soll für ein gleichzeitiges Angebot in anderen Mitgliedstaaten verwendet werden können, die ihn auf der Basis des Grundsatzes der gegenseitigen Anerkennung akzeptieren. Dem Anleger werden dabei bereits beim ersten öffentlichen Angebot Mindestinformationen über den Emittenten und über die emittierten Wertpapiere gegeben.<sup>238</sup>

Die 1987 vorgeschlagene und 1989 verabschiedete *Insiderrichtlinie* hatte eine lange Entwicklungsgeschichte<sup>239</sup>, die sich deutlich von dem bis Mitte 1989 durchgehaltenen „deutschen Weg“ der freiwilligen Regelung abhob. Die EG-Richtlinie, die bis zum 1. Juni 1992 in nationales Recht umzusetzen ist, unterscheidet sich inhaltlich insbesondere im Hinblick auf den Insider-Begriff, die Insider-Papiere und Insider-Informationen, die Sanktionen von Insider-Verstößen und den Aufbau von Überwachungsstellen von dem in Deutschland zuletzt 1988 überarbeiteten „Wohlverhaltenskodex“.<sup>240</sup>

Die Richtlinie definiert „Primäre Insider“, die aufgrund ihres besonderen Status innerhalb einer Gesellschaft Zugang zu Insider-Informationen haben. Die Richtlinie bezieht sich aber ebenso auf „Sekundär-Insider“, denen bekannt ist, daß die ihnen zugewandten Informationen von einem Primär-Insider stammen (und die nach dem deutschen Kodex bislang nicht zu den Insidern gerechnet werden). Auch diesen Sekundär-Insidern muß der Handel mit Wertpapieren unter Ausnutzung ihrer Insider-Informationen untersagt sein. Das Insiderhandelsverbot bezieht sich auf alle Wertpapiere, die an einer Börse zugelassen sind. Nicht börsennotierte Papiere, die nur im Telefonverkehr gehandelt werden, sind dagegen keine Insider-Papiere im Sinne der Richtlinie und unterliegen daher auch nicht dem Insiderhandelsverbot. Emittenten börsennotierter Papiere sind darüber hinaus angehalten, alle wesentlichen preisbeeinflussenden Informationen möglichst früh zu veröffentlichen, um den Zeitraum für denkbare Insidergeschäfte möglichst kurz zu halten.

Ziel des *Vorschlags der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie* von 1989 ist die Einführung eines vereinheitlichten Zulassungsverfahrens für Unternehmen, deren Geschäftstätigkeit auf das Anbieten von Dienstleistungen auf dem Sektor des Wertpapiergeschäfts gerichtet ist.<sup>241</sup> Solche Wertpapierfirmen sollen einen „europäischen Paß“ erhalten und damit ihre Dienstleistungen auch grenzüberschreitend anbieten oder im Ausland ohne neue Zulassungshürden eine Zweigniederlassung errichten können. Der Ansatz der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie entspricht dem der 1989 verabschiedeten Zweiten Bankrechtskoordinierungsrichtlinie, die den „europäischen Paß“ für Kreditinstitute regelt. Der Anwendungsbereich des Vorschlags der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie ist außerordentlich weit gefaßt. Unter den Begriff „*Wertpapierfirma*“ fallen nicht nur Banken und Wertpapierhäuser, sondern auch Anlageberater, Vermögensverwalter und „Market Maker“.

Voraussichtlich werden die meisten Wertpapierfirmen in Deutschland dennoch auch in Zukunft eine Vollbanklizenz benötigen, weil das Effektingeschäft und das Depotgeschäft Bankgeschäfte im Sinne des § 1 des Kreditwesengesetzes darstellen und damit die Bankeigenschaft des Anbieters erzwingen. Dem steht der Vorschlag entgegen, in § 1

KWG die Liste der Bankgeschäfte um das Effktengeschäft und das Depotgeschäft zu kürzen. „Dann könnten sich spezialisierte Emissionshäuser und Wertpapierhändler mehr als unabhängige Wettbewerber im Effktengeschäft betätigen; sie bräuchten keine Banklizenz und wären nicht in das Bankgeschäft eingebunden.“<sup>242</sup>

Entsprechend dem Vorbild der Bankrechtsrichtlinie werden für Wertpapierfirmen folgende Grundsätze gelten:

1. Jede Wertpapierfirma, die unter die Richtlinie fällt, bedarf der Zulassung zum Betreiben des Wertpapiergeschäfts. Ist die Zulassung erteilt, dann kann die Wertpapierfirma ihre Dienstleistungen ohne erneute Zulassung auch in anderen EG-Staaten anbieten.
2. Die Zulassung wird von den Aufsichtsbehörden des Herkunftslandes der Wertpapierfirma erteilt. Für die Überwachung gilt das Prinzip der Heimatstaatkontrolle.
3. Im Verhältnis zu Wertpapierfirmen, die ihren Sitz in einem außereuropäischen Staat haben und eine Zweigniederlassung innerhalb der EG errichten wollen, wird das Reziprozitäts-Prinzip beim Zugang zu den gegenseitigen Märkten verankert.<sup>243</sup>

Der *Vorschlag einer Kapitaladäquanzrichtlinie* hängt mit der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie insoweit zusammen, als letztere praktisch nicht in Kraft treten kann, solange nicht auch die Kapitaladäquanzrichtlinie verabschiedet ist. Die Freizügigkeit für Wertpapiergeschäfte soll nämlich nur dann Platz greifen, wenn Bestimmungen vereinbart sind, die das Risiko von Wertpapiergeschäften durch sachgerechte Eigenkapitalanforderungen abdecken. Wertpapierfirmen in Gastländern mit strengen Vorschriften in bezug auf die Eigenkapitalausstattung müßten gegenüber Wertpapierfirmen aus anderen Mitgliedstaaten mit niedrigeren Eigenkapitalanforderungen Wettbewerbsnachteile hinnehmen. In ihrem Herkunftsland zum Wertpapierhandel zugelassene Kreditinstitute würden in der Lage sein, diese Tätigkeiten auf der Grundlage der durch die Zweite Bankrechtskoordinierungsrichtlinie eingeführten einmaligen Zulassung gemeinschaftsweit auszuüben. Dabei muß berücksichtigt werden, daß in vielen Mitgliedstaaten eine faktische oder rechtliche Trennung zwischen Wertpapierhandel und Depositengeschäften besteht.

Die deutsche Seite ist vornehmlich daran interessiert, daß die Kapitaladäquanz-Richtlinie in einer Weise formuliert wird, daß keine Wettbewerbsnachteile für die Universalbanken entstehen.<sup>244</sup> Wenn man es etwas überspitzt sagen will: Aus der Sicht der Banken ist die Sicherung des *level playing field* der Kardinalpunkt. Diese Position wird kontrovers diskutiert. Dem von der deutschen Seite vertretenen Grundsatz „same business – same risk – same rule“ stehen die anderen Länder überraschend reserviert gegenüber. Von der EG-Kommission wurde eingewandt, es sei nicht denkbar, auf Banken und Wertpapierhäuser identische Regeln anzuwenden. Bestenfalls könnte man „gleichwertige“ Regeln erwägen. Dem Wunsch nach Wettbewerbsgleichheit wäre damit ausreichend Rechnung getragen.“<sup>245</sup>

Dagegen steht die Meinung, daß viele Wertpapierhäuser in der Tat keine Kundengel-der als Einlagen halten und daher ihre Kunden bei einer möglichen Zahlungsunfähigkeit auch nicht in Schwierigkeiten bringen könnten. „Auch sollten die kleinen Wertpapierfirmen, die es in einigen Mitgliedstaaten gibt, nicht aus dem Geschäft verdrängt werden, wenn der Anlegerschutz es nicht dringend erforderlich macht. Diese Überlegungen rechtfertigen nach Ansicht der Kommission unterschiedliche Schwellen sowohl zwischen Banken und Nichtbanken als auch innerhalb der Kategorie der Nichtbank-Wertpapierfirmen.

Der zur Risikodeckung erforderliche Kapitalbedarf ist schwierig zu ermitteln. So sind beispielsweise der auf einer bestimmten Transaktion oder Wertpapierposition beruhende Ansatz und der Ansatz, der das Risiko eines ganzen Wertpapierbestandes oder einer Bilanz berücksichtigt, nicht miteinander in Einklang zu bringen. Deshalb ist die Forderung, für gleiche Risiken, ob sie von einer Bank oder einer Nichtbank eingegangen werden, die gleiche Eigenkapitalausstattung zu fordern, problematisch.“<sup>246</sup> Eine aufsichtliche Trennung der mit Wertpapiergeschäften verbundenen Kredit- und Marktrisiken könnte zu einem vertretbaren Kompromiß führen.

Die weitere Umsetzung der EG-Richtlinien in das deutsche Börsen- und Wertpapierrecht wird gemeinsam mit den steigenden Wettbewerbsanforderungen und der globalen Konkurrenz der Wertpapierbörsen dazu führen, daß in Zukunft auch die *Börsenaufsicht* einer Neugestaltung unterzogen wird. Die Überlegungen zielen dabei inhaltlich insbesondere auf eine Ergänzung der bislang bestehenden Rechtsaufsicht um eine staatliche Marktaufsicht<sup>247</sup>, die die Ordnungsmäßigkeit der Geschäfte, die öffentliche Preisfeststellung und die Ordnungsmäßigkeit der Zusammenführung von Angebot und Nachfrage bei elektronischen Handelssystemen betreffen wird. Was die Organisation der Börsenaufsicht angeht, so wird man wohl davon ausgehen können, daß im Hinblick auf die internationale Akzeptanz erstens die staatlichen Überwachungsaufgaben zunehmen und zweitens gewisse Zentralisierungen von Aufsichtsaufgaben die Börsenaufsicht der Länder ergänzen werden. Diesbezügliche Änderungen des Börsengesetzes werden aber auch weitergehende Änderungen in der Gesamtorganisation der Börsen und des deutschen Börsensystems mit sich bringen.

## Anmerkungen

- 1) Rodrian: *Börse*, S. 555; Vgl. auch Oppermann/Degner: *Börsen- und Wertpapiergeschäfte*, S. 29.
- 2) Merkel: *Kapitalmarktpolitik*, S. 66 f.
- 3) Rheinisch-Westfälische Börse (Hrsg.): *Rheinisch-Westfälische Börse*.
- 4) *30 Jahre Neue Börse in Berlin*, S. 605.
- 5) *Berliner Wertpapierbörse* (Hrsg.): *Berliner Börse*, S. 79.
- 6) Durch Gesetz vom 4. 12. 1934 wurde mit Wirkung vom 1. 1. 1935 ein Zusammenschluß von 21 auf 9 Wertpapierbörsen verfügt, so daß für jedes größere zusammenhängende Wirtschaftsgebiet nur noch eine Börse weitergeführt wurde: Berlin, Breslau, Düsseldorf, Frankfurt a. M., Hamburg, Hannover, Leipzig, München und Stuttgart.

- 7) Bremer Wertpapierbörse (Hrsg.): Börsenwesen.
- 8) Die Banken und Versicherungen in der sowjetischen Besatzungszone waren bereits am 23. 7. 1945 verstaatlicht worden.
- 9) Bremer: Börsenrecht, S. 18. Die Bank deutscher Länder wurde am 1. 3. 1948 als zentrale Notenbank der westlichen Zonen in Frankfurt am Main gegründet.
- 10) Im übrigen galt auch noch die Kursstopp-Verordnung von 1942 bzw. 1943 bis zur Währungsreform weiter. Im Frühjahr 1942 wurden Kurskontrollen und Anfang 1943 ein Kursstopp-System eingeführt. Diese Eingriffe setzten im Grunde alle wichtigen Marktfunktionen der Börse außer Kraft. Sie ergänzten den 1941 eingeführten totalen Börsenzwang und die auf Gewinnbegrenzung abzielenden Zins-, Ausschüttungs- und Preisreglementierungen. Das Kursstopp-System endete erst mit der Währungsreform.
- 11) Ernst: Börsenrecht, S. 281.
- 12) Der Geschäftsführer der Arbeitsgemeinschaft wurde ständiger Gast der Sitzungen des Arbeitskreises für Börsen- und Wertpapierfragen der Börsenaufsichtsbehörden, dessen Vorsitzender seinerseits zu den Präsidentensitzungen der Arbeitsgemeinschaft eingeladen wurde.
- 13) Zu diesen Zusammenschlüssen zählt die 1947 gegründete „Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V.“ als größte Vereinigung von Wertpapierbesitzern in der Bundesrepublik Deutschland. Vgl. Naumann: Aktionärs-Zusammenschlüsse.
- 14) Opitz/Goetze: Wertpapierbereinigung.
- 15) Seit dem 30. 1. 1943 durfte nur noch die Reichsbank als Wertpapiersammelbank tätig sein.
- 16) Anstelle der kraftlos gewordenen Wertpapiere wurde vom Aussteller eine Sammelurkunde ausfertigt und vom Anspruchsberechtigten sein Wertpapierrecht angemeldet. Die anerkannten Anmeldungen führten dann jeweils zur Gutschrift auf eine bei der Wertpapiersammelbank hinterlegte Sammelurkunde. Den Abschluß der Wertpapierbereinigung bildete die Auslösung der Sammelurkunden durch neue Einzelurkunden. Vgl. Bruns: Einführung, S. 89 f.
- 17) Zu Einzelheiten vgl. ebd., S. 90 ff. Da die Umstellung der Schuldverschreibungen viele Sparer verarmen ließ, wurde im Gesetz zur Milderung von Härten der Währungsreform (Altspargesetz) vom 14. 7. 1953 bestimmten Altspargern eine Entschädigung aus Mitteln des Ausgleichsfonds gewährt.
- 18) Opitz/Goetze: Wertpapierbereinigung, S. 1815.
- 19) Gericke: Börsenzulassung, S. 135 mit Hinweisen auf die prospektähnlichen Bekanntmachungen und die prospektfreien Einführungen von Wertpapieren, die an stillgelegten Börsen gehandelt und amtlich notiert worden waren.
- 20) Ende 1989 wurden die deutschen Kassenvereine/Wertpapiersammelbanken durch Aufnahme in die Frankfurter Kassenverein AG zusammengeschlossen. Die Gesellschaft firmiert seitdem als Deutsche Kassenverein AG. Die bis 1989 selbständigen Kassenvereine/Wertpapiersammelbanken (Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Hannover, München, Stuttgart) werden seitdem als Niederlassungen der Deutschen Kassenverein AG weitergeführt. Zu den Zielen, Projekten und internationalen Verbindungen des Deutschen Kassenvereins vgl. Jeck: Deutscher Kassenverein AG.
- 21) Das Gesetz wurde mit Wirkung vom 7. 9. 1949 bis zum 30. 6. 1952 erlassen, durch Gesetz vom 22. 10. 1952 verlängert, am 15. 12. 1952 mit Wirkung vom 17. 12. 1952 neu gefaßt und am 31. 12. 1953 außer Kraft gesetzt.
- 22) Baehring: Börsen-Zeiten, S. 204. Die umfassende Darstellung von Baehring hat für die ersten Jahre nach dem Krieg in vielfältiger Weise als Quelle für die hier vorgenommene Darstellung der Kapitalmarkt- und Börsenentwicklung gedient.
- 23) Häuser: Kapitalmarkt, Sp. 1069. Vgl. auch Bub: Privates Sparen, S. 76 sowie Irmeler: Währungsreform, S. 16 ff.

- 24) Baehring: Börsen-Zeiten, S. 205.
- 25) Zur kritischen Beurteilung des Steueränderungsgesetzes 1992 und seinen betriebswirtschaftlichen und finanzpolitischen Folgen vgl. Rehbein: Sozialpandbriefe.
- 26) Häuser: Kreditinstitute, S. 33.
- 27) Schmalenbach: Aktiengesellschaft, S. 3. Schmalenbach macht für die unterentwickelte Aktienfinanzierung insbesondere die besonderen steuerlichen Belastungen verantwortlich, die mit diesem Finanzierungsinstrument verbunden sind. Vgl. hierzu auch Bornemann/Linnhoff: Industrie-Anleihen, S. 105 ff.
- 28) Das Konsortium, das an die Tradition des ehemaligen Preußen- und Reichsanleihekonsortiums anknüpfte, mußte 1952 völlig neu zusammengestellt werden. Zu den Gründen, den neu festgesetzten Konsortialquoten und den Erweiterungen und Veränderungen des Konsortiums im Zeitablauf vgl. insbesondere Reiter: Bundesanleihekonsortium, S. 139-157.
- 29) vgl. zu diesem Themenkomplex in einer weiteren Perspektive Abs: Entscheidungen. Abs berichtet auch über das Verfahren zur Wertpapierbereinigung bei den deutschen Auslandsbonds.
- 30) Volkswirtschaftliche Studiengruppe der Amsterdam-Rotterdam Bank N.V.: Europäische Kapitalmärkte, S. 33.
- 31) Schlesinger: Kapitalmarkt, S. 21.
- 32) H. H. Hauck: Ansprache.
- 33) Häuser: Kreditinstitute, S. 36.
- 34) Keßler: Deutscher Auslands-Kassenverein AG.
- 35) Hauslage: Zentraler Kapitalmarktausschuß, S. 121.
- 36) Der Zentrale Kreditausschuß wurde gemäß § 5 des Mantelvertrages zwischen den Spitzenverbänden, den Wirtschafts- und Fachgruppen der Kreditinstitute am 22. 12. 1936 zur Festsetzung der Zins- und Provisionssätze sowie zur Regelung des Wettbewerbs im Kreditwesen gegründet. Der 1953 neu gebildete Zentrale Kreditausschuß (ZKA), dem die Spitzenverbände der deutschen Kreditwirtschaft angehören, erteilt bankbetriebliche und rechtliche Empfehlungen und koordiniert insbesondere die Stellungnahmen der Kreditwirtschaft zu den Kommissionsvorschlägen der EG im Zuge der Bankrechtsharmonisierung.
- 37) Rosen: Zentraler Kapitalmarktausschuß, S. 33.
- 38) Andreas: Banken, S. 30.
- 39) Das Bankenkonsortium verkaufte die VW-Aktien kommissionsweise im Auftrag und für Rechnung des Bundes, wobei ein nach Familienstand und Einkommen gestaffelter Sozialrabatt gewährt wurde, der zurückzahlen war, sofern der Erwerber die Aktien im Zeitraum von 2 Jahren wieder verkaufte. Ein geregelter Freiverkehr für die VW-Aktie begann am 7. 4. 1961, der amtliche Handel wurde am 15. 8. 1961 aufgenommen.
- 40) o. V.: Volksaktie S. 2162.
- 41) Bei einer weiteren Teilprivatisierung der VEBA wurden am 16. 1. 1984, als die Aktienkurse das Niveau von 1961 gerade wieder erreicht hatten, noch einmal für 4,4 Millionen VEBA-Aktien über ein Bankenkonsortium zum Kauf angeboten. Später erfolgten noch die Teilprivatisierungen der VIAG AG und IVG, die ebenfalls zur Aktienaussgabe mit einer Bevorzugung der Kleinanleger genutzt wurden.
- 42) Winden: Aktienrechtsreform, S. 43.
- 43) Eckhardt: Die Aktiengesellschaft, S. 9. Vgl. als Beispiel für einen bereits 1954 von Ulf R. Siebel initiierten Vorstoß zur Modernisierung des Aktienrechts die Studie von Jahr/Stützel: Aktien.
- 44) Zu den beachteten Vorschlägen zählten beispielsweise die Denkschrift zur Reform des Aktienrechts der Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz von 1952, die vom Deutschen Industrie- und Handelstag im Juni 1954 veröffentlichten Überlegungen zur Reform des Aktienrechts, die Untersuchungen einer Studienkommission des Deutschen Juristentages

- 1955 und 1957 zur Reform des Unternehmensrechts, die Vorschläge zur Aktienrechtsreform eines Arbeitskreises im Institut der Wirtschaftsprüfer 1956 und die Denkschrift zur Reform des Aktienrechts des Bundesverbandes des privaten Bankgewerbes.
- 45) Baehring: Börsen-Zeiten, S. 212.
  - 46) Kübler: Transparenz, S. 85. Zur rückblickenden Bewertung der Großen Aktienrechtsreform vgl. Claussen: Aktiengesetz.
  - 47) H.-D. Koch: Kapitalanlegerschutz, S. 47.
  - 48) Bundesminister für Wirtschaft: Möglichkeiten.
  - 49) Umgekehrt bewirkte die fast zwanzig Jahre später am 6. 10. 1984 geäußerte Absicht der Bundesregierung, die Kuponsteuer (rückwirkend zum 1. 8. 1984) wieder abzuschaffen, eine Hausse am Rentenmarkt.
  - 50) Hammer: Börsenzulassungs-Richtlinien, S. 1114.
  - 51) Baehring: Börsen-Zeiten, S. 221.
  - 52) Marcus: Selbstalimentierung.
  - 53) Grunwald: Ergiebigkeit, S. 230 ff.
  - 54) Kjer: Optionsanleihen.
  - 55) Bremer: Börsenreform, S. 141. Die Frage, welche Auswirkungen ein allgemeiner Börsenzwang auf die Kursbildung an der Börse ausüben würde, ist in der wissenschaftlichen Literatur damals kontrovers diskutiert worden. Die empirischen Untersuchungen von Hanssen: Aktienkursverlauf und Hanssen/Reiß: Börsenzwang, die beispielsweise als Reaktion auf die Reformpläne angestellt wurden, ergaben, daß eher ein entgegengesetzter Einfluß zu erwarten sei: „Die Kursschwankungen haben sich für die Mehrzahl der Aktien keinesfalls verringert (sondern eher erhöht).“ S. 235; Hanssen/Reiß, Börsenzwang, folgern aus ihren statistischen Untersuchungen, daß der Börsenzwang zu einer Effizienzverbesserung des deutschen Aktienmarktes geführt hat.
  - 56) Ein weiterer Vorschlag zur Börsenreform, der aber damals nicht durch konkretere Überlegungen Gestalt annahm, betraf die Schaffung einer international konkurrenzfähigen Zentralbörse bzw. Leitbörse in der Bundesrepublik Deutschland. Vgl. hierzu Degner: Zentralbörse, S. 773. Insbesondere lehnte die Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen solche Überlegungen mit der Begründung ab, daß bei einer Zentralbörse die Kunden nahe verlorenginge und die regionalen Märkte vernachlässigt würden. Eine Leitbörse sei auch nicht notwendig, da die Arbitrage funktioniere, so daß die acht deutschen Börsenplätze insgesamt als eine Art Gesamtbörse angesehen werden könnten.
  - 57) Flöge: Effektenbörsen, S. 23.
  - 58) Bremer: Börsenreform, S. 141.
  - 59) Schwark: Börsengesetz, S. 32.
  - 60) An den Beratungen nahmen Vertreter des Bundeswirtschaftsministeriums bzw. seit der Regierungsumbildung nach den Wahlen von 1972 Vertreter des Bundesfinanzministeriums teil. Zu den Aufgaben der Kommission vgl. Hankel: Kapitalmarktpolitik, Sp. 1082 f.
  - 61) Beyer-Fehling/Bock: Börsenreform, S. 29.
  - 62) Abs. 29 (1) der Allgemeinen Geschäftsbedingungen der Kreditinstitute.
  - 63) Beyer-Fehling/Bock: Börsenreform, S. 30.
  - 64) Zu ihnen gehörte der Arbeitskreis zur Förderung der Aktie, die Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen, der Bundesverband der deutschen Industrie, der Bundesverband deutscher Banken und der Deutsche Sparkassen- und Giroverband. Der Arbeitskreis zur Förderung der Aktie hatte bereits 1953 Anregungen für den Aufbau und den Inhalt der Geschäftsberichte von Gesellschaften mit amtlicher Notierung ihrer Aktien erarbeitet und Anfang 1964 Empfehlungen an die Aktiengesellschaften gerichtet, deren Aktien an der Börse amtlich notiert oder im geregelten Freiverkehr gehandelt wurden. Den Gesellschaften wurde darin nahegelegt, Zwischenberichte zu veröffentlichen.



- 65) Oppermann/Degner: Börsen- und Wertpapiergeschäfte, S. 53.
- 66) Die Umsatzlisten verzeichneten für die vier erstgenannten Börsen 40 identische sowie weitere, nach regionalen Gesichtspunkten ausgesuchte Werte. Die Stuttgarter Börse veröffentlichte ihre eigene Umsatzstatistik. Vgl. ebd., S. 53.
- 67) Der Widerstand gegen die Umsatzpublizität hatte sich insbesondere nach einer Sitzung der Börsenaufsichtsbehörden im Oktober 1960 formiert, als festgestellt worden war, „daß unter volkswirtschaftlichen Gesichtspunkten keine Gründe erkennbar sind, die gegen eine Veröffentlichung der Börsenumsätze sprechen können“. Dies hatte am 20. 11. 1961 zu einer überraschenden Verlautbarung der Arbeitsgemeinschaft Deutscher Wertpapierbörsen geführt, in der die Meinung zum Ausdruck gebracht wurde, „daß eine Veröffentlichung der Börsenumsätze angesichts der Struktur des deutschen Börsenwesens zwangsläufig zu Mißverständnissen führen und unvollständig bleiben muß. Sie kann deshalb im Interesse einer zutreffenden Unterrichtung der Öffentlichkeit nicht verantwortet werden. Das schließt jedoch nicht aus, daß an allen Börsenplätzen Makler allgemein gehaltene Angaben von Umsätzen in einzelnen Wertpapieren machen in jenen Fällen, in denen diese für die Beurteilung der Marktlage von wesentlicher Bedeutung sein können.“ Zitiert nach Kriebel: Börsenumsatzveröffentlichung, S. 72.
- 68) Verordnung über die Feststellung des Börsenpreises von Wertpapieren vom 17. 4. 1967. Bis zum 30. 6. 1969 mußte die amtliche Kursnotierung für Wertpapiere in Prozent des Nennbetrages durch eine Notierung in DM je Stück abgelöst worden sein. Insgesamt wurden Ende 1991 noch 123 von 791 Aktien mit einem Nominalwert von 100 DM notiert. Neben den 635 Aktien mit einem Nominalwert finden sich 33 abweichende Werte mit einer Spannweite von 20 DM bis 2 000 DM. Vgl. Mella: Streifzug.
- 69) Hartmut Schmidt: Börsenorganisation, S. 253.
- 70) Baker: The German Stock Market, S. 130.
- 71) Eckardt: Vorbemerkungen, S. 44.
- 72) Engels: Deutsche Börsen, S. 21. Vgl. für den damaligen Stand der Informations- und Nachrichtentechnik der Börse typisch auch Flöge: Effektenbörsen, S. 197: „Die Kursbildung vollzieht sich heute aufgrund der Arbitrage zwischen den Börsenplätzen praktisch wie an einem einzigen Markt. Insofern könnte die Zusammenlegung von Börsen kaum Vorteile erbringen, hingegen den Nachteil, daß die Umsätze aus Arbitragegeschäften wegfallen würden.“
- 73) Bundesministerium der Finanzen (Hrsg.): Grundsatzfragen, S. 151.
- 74) Die 1934 gegründete Securities and Exchange Commission SEC beaufsichtigt in den USA beispielsweise den gesamten Wertpapiermarkt einschließlich der Börsen und Investmentgesellschaften.
- 75) Für einen umfassenden Überblick über den Stand der Diskussion und die Literaturmeinungen vgl. M. Richter: Sicherung.
- 76) G. Schacht: Kapitalmarktaufsicht, S. 295.
- 77) vgl. Rosen: Wall Street.
- 78) Zu anderen Diskussionsschwerpunkten und Vorschlägen vgl. Bruns: Entwicklungsprobleme.
- 79) Lüthje: Funktionsfähigkeit, S. 61. Vgl. zu einer anderen Gliederung der Börsenfunktionen Oppermann/Degner: Börsen- und Wertpapiergeschäfte, S. 40–47.
- 80) Die Notverordnung des Reichspräsidenten und die Durchführungsverordnung der Reichsregierung, die beide am 25. 7. 1931 erlassen wurden, befaßten sich nur mit der Abwicklung der Termingeschäfte, die am Tage der Schließung der Börsen bestanden hatten, ohne eine endgültige Untersagung des Terminhandels festzuschreiben. Mit der Wiedereröffnung der Börsen nach dem Krieg wurde allerdings nur das Kassageschäft wiederbelebt.
- 81) Bremer: Börsenrecht, S. 117.

- 82) Von den Prämiengeschäften unterscheiden sich die Optionsgeschäfte im wesentlichen dadurch, daß die Prämie schon bei Vertragsschluß fällig und die Optionsausübung (bei der amerikanischen Option) jederzeit bis zum Fälligkeitstermin möglich ist.
- 83) Zur Ausgestaltung der bis 1931 in Deutschland üblichen Termingeschäfte im Vergleich zu den neuen Optionsgeschäften vgl. Henning: Börsentermingeschäfte und Rudolph: Börsenterminmärkte und die in beiden Beiträgen angegebene Literatur.
- 84) Stein: Entwicklungsperspektiven, S. 41. Zur Entwicklung des Terminhandels in Deutschland und zur Einführung des Optionshandels vgl. ausführlich Schlicht: Börsenterminhandel.
- 85) Imo: Börsentermin- und Börsenoptionsgeschäfte, Bd. I, S. 89 f.
- 86) Wiedemann: Minderheitenschutz. Ob Insiderhandeln, wie heute im Rahmen der Theorie der Marktregulierung formuliert würde, zwingend zu einem Marktversagen führt, so daß es im Interesse aller Marktteilnehmer liegen müßte, verbindliche Regelungen zu finden, die die Transaktionen an den Börsen für alle Marktteilnehmer interessant erhalten, oder ob Insiderhandel eher die Informationseffizienz des Kapitalmarktes stützt, weil die Börsenkurse bereits vor der Veröffentlichung einer Nachricht angepaßt werden, wird in der betriebswirtschaftlichen Literatur nicht einheitlich beurteilt. Vgl. Ballwieser: Insiderrecht und zur Stützung der Argumente, die händlerische Umsetzung von Informationsvorsprüngen in einem marktwirtschaftlichen System möglichst wenig zu behindern, insbesondere Schörner: Insiderhandelsverbot.
- 87) Die Empfehlungen dienen der Regelung von „Fragen, die daraus resultierten, daß manche Personen auf Grund ihrer Stellung in börsennotierten Aktiengesellschaften oder als Wertpapierhändler und -berater über Vorgänge, die möglicherweise von Einfluß auf die Börsenbewertung von Wertpapieren sind, früher informiert sein können als das breite Anlegerpublikum. Hinzu kommen die Fragen, die sich daraus ergeben, daß bestimmte Personenkreise durch die Art ihrer Händler- und Berater Tätigkeit Börsenkurse beeinflussen könnten.“ Frankfurter Wertpapierbörse: Jahresbericht 1971, S. 30. Zur Entwicklungsgeschichte der Insider-Regeln ausführlich Walther: Erfahrungen.
- 88) Reuter: Aktienmarkt, S. 214. Vgl. auch Börsensachverständigenkommission (Hrsg.): Empfehlungen.
- 89) Bremer: Insider-Regeln.
- 90) Degner: Börsennovelle.
- 91) vgl. die von der Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen herausgegebenen Insider-Regeln, Erläuterungen und Verfahrensordnung, Stand Juli 1976 sowie erläuternd Bremer: Neufassung.
- 92) vgl. den Überblick bei Schörner: Insiderhandelsverbot, S. 31 ff.
- 93) vgl. die von Hopt/Will: Europäisches Insiderrecht, S. 152 ff. vorgeschlagenen Gesetze sowie den Entwurf eines Gesetzes gegen unlautere Börsengeschäfte in Wertpapieren in: Hueck: Verbot. Vgl. auch Kübler: Transparenz, S. 86, den Beitrag von G. Roth: Verbot sowie Pfister: Insiderdiskussion;
- 94) vgl. hierzu die Dokumentation des Arbeitskreises für Insider-Fragen (Hrsg.): Neufassung.
- 95) Übersichtlich auch Koenigs: Verfassung, S. 12 ff.
- 96) Schwark: Börsengesetz, S. 36 ff.
- 97) G. Schacht: Kapitalmarktaufsicht, S. 291 ff.
- 98) Schwilling: Kursbildende Faktoren, S. 259.
- 99) So wurden das bankaufsichtsrechtliche Normensystem überarbeitet (Grundsatz Ia, KGW-Novelle von 1976), die Liquiditätskonsortialbank gegründet, die Einlagensicherungsrichtungen aller drei Institutgruppen verbessert und im November 1974 die Studienkommission „Grundsatzfragen der Kreditwirtschaft“ zur Prüfung struktur- und gesellschaftspolitischer Fragen gebildet. Die Studienkommission legte auch Vorschläge zur Verbesse-

- rung des Anlegerschutzes auf den Wertpapiermärkten und zum Wertpapiergeschäft vor. Im Zentrum ihrer Arbeit standen aber letztlich die Vorschläge zur Verbesserung der Eigenkapitalausstattung der Kreditinstitute.
- 100) vgl. z. B. Engels/Stützel: Teilhabersteuer sowie Arbeitskreis zur Förderung der Aktie: Memorandum.
  - 101) Dies wurde erreicht, indem zwei Tarife eingeführt wurden, nämlich ein allgemeiner Steuersatz für den thesaurierten Gewinn und ein ermäßigter Steuersatz für „berücksichtigungsfähige Ausschüttungen“. Siara: Aktie, S. 34. Zu den Zielen und Auswirkungen der Spaltung des Körperschaftssteuersatzes vgl. N. Walter: Kapitalertragsbesteuerung, S. 34 ff.
  - 102) Schaffhausen: Körperschaftssteuerreform, S. 23.
  - 103) Deutsche Bundesbank: Aktienmarkt, S. 14.
  - 104) ebd., S. 20.
  - 105) Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 1983/84. Damals hatte sich der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung mit dem Thema Aktienfinanzierung auseinandergesetzt und somit seine Abstinenz im Hinblick auf das Thema Aktie aufgegeben, die vorher Stützel heftig beklagt hatte. Vgl. Stützel: Aktie, S. 200.
  - 106) vgl. beispielsweise Fritsch: Eigenkapitallücke.
  - 107) Schürmann: Familienunternehmen.
  - 108) Deutsche Bundesbank: Bedeutung, S. 22.
  - 109) H. Walter: Gang.
  - 110) vgl. die Berichte von Ahrend Weber: Ergebnisse und Ahrend Weber: Deutscher Juristentag.
  - 111) Albach: Deregulierung, S. 17.
  - 112) Hidding: Parallelmarkt.
  - 113) Quelle: Börsen-Zeitung v. 31. 12. 1991, S. 6.
  - 114) Die Basispreise mußten je nach Kurshöhe des Basispapiers durch 2,50, durch 5,00 oder durch 10,00 DM teilbar sein. Vgl. Arbeitsgruppe Optionsgeschäft (Hrsg.): Leitfaden.
  - 115) Baxmann: Optionsentwicklung, S. 495.
  - 116) Gleichzeitig traten einige weitere Regeln in Kraft (Vergrößerung der Spannen der Basispreise, Anpassung der Basispreise bei Gewährung von Bezugsrechten), die die Effizienz des Marktes steigern sollten. Vgl. im einzelnen Müller/Steuer: Rentenoptionshandel.
  - 117) Imo: Börsentermin- und Börsenoptionsgeschäfte, S. 97; Baxmann: Optionsentwicklung, S. 495.
  - 118) Köpf/Walz: Indexanleihe. Zu den Ausgestaltungsmöglichkeiten und zur Bewertung börsengehandelter Aktienindex-Futures und Aktienindex-Optionen vgl. Gießelbach: Strategien.
  - 119) Reszat: GOFFEX.
  - 120) Arthur Andersen & Co.: Studie.
  - 121) Berliner Wertpapierbörse (Hrsg.): Berliner Börse, S. 19.
  - 122) Das Statut der Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen vom 21. 4. 1986 ist abgedruckt in W. Hofmann (Hrsg.): Handbuch des gesamten Kreditwesens, S. 645–649.
  - 123) A. v. Oppenheim: Bestrebungen, S. 21; vgl. auch Röller: Neuorganisation, S. 392.
  - 124) Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen, Jahresbericht 1986, S. 36.
  - 125) Forumsveranstaltungen zu Themen wie „Bilanz und Börse“ (1987), „Pensionskasse und Börse“ (1989) oder Selbstverwaltung und Börse“ (1990) fanden eine breite Resonanz. Die Jahresberichte wurden zu beachteten Darstellungen und kritischen Bestandsaufnahmen der Börsenentwicklung.
  - 126) Quelle: Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen, Jahresbericht 1991, S. 136.
  - 127) vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1985, S. 118. Zur Bedeutung der Erklärung vgl. auch Pöhl: Frankfurt, S. 59 sowie Röller: Kapitalmarkt, 35 f.

- 128) Claussen: Zukunftsfragen, S. 67.
- 129) K. Thomas: DM-Auslandsanleihen, S. 33.
- 130) Der Zentrale Kapitalmarktausschuß einigte sich am 8. 8. 1985 auf einen Referenzzinssatz für variabel verzinsliche DM-Anleihen, genannt FIBOR (Frankfurt Interbank Offered Rate), der als Durchschnitt der täglich von 12 führenden Bankinstituten an die Privatskont AG gemeldeten Briefsätze für Dreimonats- bzw. Sechsmonatsgeld errechnet wird. Die erste Emission einer zinsvariablen Anleihe durch den Bund erfolgte im März 1990.
- 131) Röller: Finanzinnovationen, S. 11.
- 132) K. Thomas: Deutsche Bundesbank, S. 56 f.
- 133) Die Regelung über die Mitantragsbefugnis besonders geeigneter Nicht-Kreditinstitute hatte in der Folgezeit keine praktische Bedeutung erlangen können. Vgl. Mülhausen: Geregelter Markt, S. 343.
- 134) Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen, Jahresbericht 1986, S. 44.
- 135) vgl. im einzelnen K. Müller: Börsenzulassungs-Gesetz. Gemeinsam mit dem Börsenzulassungs-Gesetz verabschiedete der Bundestag das Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBGG), das die Eigenkapitalbeschaffung für Unternehmen ohne Zugangsmöglichkeiten zur Börse erleichtern sollte, sowie das Gesetz zur Verbesserung der Rahmenbedingungen für institutionelle Anleger, das den Anlagespielraum der Versicherungen und Kapitalanlagegesellschaften vergrößerte.
- 136) Ernst: Börsenrecht, S. 273–274.
- 137) Claussen hatte gegenüber den Bezeichnungen Parallelmarkt bzw. Geregelter Markt den Namen „Neuer Zweiter Markt“ vorgeschlagen. Vgl. Claussen: Neuer Zweiter Markt.
- 138) Schmidt/Döhrmann: Der geregelte Markt, S. 374. Vgl. zum grundsätzlichen Problem der Marktsegmentierung auch Hartmut Schmidt: Wertpapierbörsen, S. 40 ff.
- 139) Claussen: Marktsegmente, S. 46 ff.
- 140) Hans Schmidt: Unternehmensstrategie, S. 27. Vgl. auch Ertl: Gang, Schürmann: Familienunternehmen, S. 86–91.
- 141) Weichert: Risikokapitalmarkt, S. 134.
- 142) Claussen: Marktsegmente, S. 48. Die Argumentation gilt ebenso für die Zeit nach Einführung des Geregelten Marktes.
- 143) Im Freiverkehr wurden 461 Aktien (davon 345 ausländische) und 122 Anleihen notiert. Vgl. Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen: Jahresbericht 1990, S. 142.
- 144) Der Emittent und die weiteren Antragsteller unterliegen gemäß § 45 Börsengesetz hinsichtlich der Richtigkeit des Inhalts dieser Veröffentlichungen einer besonderen Haftung, der sogenannten Prospekthaftung.
- 145) Meier-Preschany/Schäfer: Der Geregelte Markt; Mülhausen: Geregelter Markt, S. 342 ff.; Schierenbeck: Organisationsinnovation.
- 146) Schwark: Kapitalmarktrecht.
- 147) F. Metzler: Börsenordnung, S. 312.
- 148) Waldeck: Frankfurter Wertpapierbörse.
- 149) Um den Telefonhandel unter das Dach der Börse zurückzuholen, sind Ende der achtziger Jahre Anstrengungen zur Einführung von elektronischen Informations- und Handelssystemen gemacht worden, auf die im Abschnitt 5.3. noch zurückgekommen wird.
- 150) Das besagt nicht, daß das Publikum nicht über den Abschluß einzelner Transaktionen sinnvoll über die Börse informiert werden könnte.
- 151) o. V.: Arbeitskreis Aktie.
- 152) Aignesberger: Innovationsbörse.
- 153) Claussen: Mittelstands-Aktiengesellschaft.
- 154) Bekanntlich sind für die 80er Jahre der „Crash“ vom 19. 10. 1987 und der „Mini Crash“ vom 13. 10. 1989 als besonders markante Daten für einschneidende Kurseinbrüche von Bedeu-

- tung gewesen, die aber den positiven Gesamttrend der Dekade nicht haben revidieren können. Zur Beschreibung und Beurteilung des Kurseinbruchs vom Oktober 1987 vgl. Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen, Jahresbericht 1987, S. 12 f.; Fördran/Maier: Der „Schwarze Montag“; Spahn: Turbulenzen.
- 155) Deutsche Bundesbank: Bedeutung, S. 24.
  - 156) Hansen: Aktienmarkt, S. R415.
  - 157) M. Hauck: Bedeutung, S. 18; vgl. auch Guthardt: Pensionskassen.
  - 158) Waldeck: Frankfurter Wertpapierbörse. S. 21.
  - 159) Hartmut Schmidt: Liquiditätsmangel.
  - 160) Hansen: Neuordnung.
  - 161) Beer: Wettbewerb, S. 28. Vgl. auch Steuer: Börsenreform, S. 365.
  - 162) Die Ursachen, die wesentlichen Reformen und die Auswirkungen des Big Bang vom 27. 10. 1986 werden ausführlich beschrieben von Götz: Big Bang; vgl. zur weiteren Entwicklung Rosen: Wettbewerb.
  - 163) K. Thomas: Börsenreform; vgl. auch Pöhl: Frankfurt, S. 65 f.
  - 164) Ernst: Neue Aufgaben.
  - 165) o. V.: Finanzplatz Frankfurt.
  - 166) Gesetzentwurf der Bundesregierung: Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Börsengesetzes.
  - 167) Diese drei Grundfragen wurden beispielsweise auf dem Mannheimer Bankenforum vom 27. 1. 1989 in das Zentrum der Erörterungen gerückt und bildeten von da an einen wichtigen Ausrichtungspunkt der Börsenstrukturdiskussion. Vgl. Breuer: Börse im Wandel, S. 24 ff.
  - 168) Saure: Regionale Börse.
  - 169) Degner: Regionalmärkte. Die Frage, ob eine Zentralbörse zu einer wünschenswerten „Vertiefung“ der Umsätze führt und ein zentrales gegenüber einem dezentralen Börsensystem überlegen ist, hat eine lange Tradition und ist beispielsweise von Degner schon fast ein Vierteljahrhundert vor der gerade zitierten Quelle vehement zugunsten der Regionalbörsen beantwortet worden. Vgl. Degner: Zentralbörse, S. 772 f. Damals mußte man allerdings noch davon ausgehen, daß seit dem Ausfall Berlins als zentralem und dominierendem Börsenplatz kein anderer deutscher Börsenplatz dieses Erbe antreten konnte, was sich in der Zwischenzeit geändert hat. Vgl. zur Darstellung und Beurteilung der älteren Pläne für eine Zentralbörse auch Büschgen: Reformpläne. Zu den Alternativen einer Zentralisierung vgl. auch Kalenberg: Stärkung. Zur Bewertung der Diskussion vom Standpunkt der ausländischen Börsen vgl. Huang/Stoll: Major World Equity Markets, S. 43.
  - 170) Breuer: Börse im Wandel, S. 26.
  - 171) Schwark: Kursmakler.
  - 172) Krützfeld: Computerbörse, S. 107 sowie Blase: Marktstrukturen. Blase schätzt die Anpassungsmöglichkeiten der Freiverkehrsmakler an die Strukturveränderungen ungleich günstiger ein als die der Kursmakler.
  - 173) Rudolph: Theorie, sowie Rudolph: Innovationen.
  - 174) Zu den Erfolgskriterien von Terminbörsen vgl. Black: Futures Contracts.
  - 175) So hatte beispielsweise Zahn noch 1981 vorgebracht daß die Entwicklung des Optionsgeschäfts seit 1970 deshalb mager sei und eigentlich den Aufwand nicht lohne, weil sich hier zeige, „daß der deutsche Aktiensparer primär Anleger ist, d. h. daß das spekulativ-händlerische Element beim deutschen Publikum nicht besonders stark ausgebildet ist.“ Vgl. Zahn: Aktienanleger, S. 121.
  - 176) Memorandum: Stärkung des Finanzplatzes Deutschland, abgedruckt in: Die Bank (1987), Heft 7, S. 368 sowie bei Imo: Börsentermin- und Börsenoptionsgeschäfte, S. 106–108. Vgl. hierzu auch Breuer: Options- und Futures-Börse.
  - 177) Arthur Andersen & Co.: Studie.

- 178) Breuer: Deutsche Terminbörse.
- 179) Horn: Börsentermingeschäfte, S. 2.
- 180) Zu den Ordnungsprinzipien und Selbstverwaltung der DTB vgl. Puckler: Errichtung, S. 40 ff.
- 181) Deutsche Terminbörse (Hrsg.): Einführung, S. 3. Zur Bewertung und Bedeutung der neuen Börse vgl. Köhler: Terminbörse sowie den Tenor der Beiträge zur Handelsblatt-Beilage „Deutsche Terminbörse. Aufbruch in eine neue Ära“ vom 26./27. 1. 1990.
- 182) vgl. im einzelnen DTB Deutsche Terminbörse: Aktienoptionen.
- 183) So die Feststellungen des Geschäftsführers der DTB Deutsche Terminbörse GmbH in einem Vortrag vor dem Bankwirtschaftlichen Kolloquium an der Universität Frankfurt. Vgl. J. Franke: Deutsche Terminbörse, S. 63.
- 184) Stellt der Market Maker nämlich einen Kurs, so kann er nicht wissen, ob es zu diesem Kurs einen Interessenten gibt, der kaufen oder verkaufen will. Steigt nun ein Interessent in das Kursangebot ein und gibt den Abschluß eines Geschäftes in das System ein, dann besteht für den Market Maker ein Kontrahierungszwang. Zur Zeit der Eröffnung der DTB bestand im Bankenbereich eine Neigung, auch für den Kassenmarkt, und zwar insbesondere zur effizienten Bedienung der institutionellen Anleger in den umsatzstarken Werten, ein Market Maker-System einzuführen. Insbesondere im Hinblick auf die wenig ermutigenden Erfahrungen mit diesem System in den USA während des Crashes 1987 gab es aber auch zahlreiche warnende Stimmen, weil die Kursausschläge in schwierigeren Börsenzeiten in einem Market Maker-System eher größer zu sein scheinen als an einer Auktionsbörse. Darüber hinaus besteht für die Marktmacher während eines Crashes ein Anreiz, überhaupt keine Werte mehr anzukaufen, eine Strategie, die sich durch besonders große Spannen zwischen den Ankaufs- und Verkaufskursen auch durchaus umsetzen läßt. Der offensichtliche Erfolg des Market Maker-Systems an der Optionsbörse darf also nicht zwangsläufig dahingehend gedeutet werden, dieses System müsse auch für den Underlying Market optimal sein.
- 185) Thießen: Market Maker.
- 186) Schlüter: Börse ohne Börsenmakler.
- 187) Zur steuerlichen Behandlung von Optionen- und Futures-Geschäften vgl. Christian: Einkommensteuerliche Behandlung, S. 24; Wiesenbart/Häuselmann: DTB.
- 188) Weigel: Vermögensanlage, S. 216.
- 189) vgl. im einzelnen und zur Bewertung dieser Regeln Laux: Umsetzung, S. 251.
- 190) Zaß: Marktchancen, S. 77.
- 191) Der Wert eines Indexpunktes beträgt 100 DM, die Notierung erfolgt in Ticks von 0,5 Indexpunkten bzw. DM 50,-. Gehandelt werden drei Verfalltermine, nämlich die nächsten drei Quartalsmonate der Monate März, Juni, September und Dezember. Die Erfüllung erfolgt in bar (cash settlement) und ist am zweiten Börsentag nach dem letzten Handelstag fällig. Die deskriptiven und operativen Aufgaben des DAX und die Verwendungsmöglichkeiten des DAX-Futures, der DAX-Optionen und der DAX bezogenen OTC-Optionen werden ausführlich dargestellt in Janßen/Rudolph: DAX.
- 192) Das ist auch der Grund, warum im Ausland gerade viele Märkte für Aktienindex Futures einen enormen Markterfolg mit beeindruckenden Volumensteigerungen zu verzeichnen hatten. Vgl. im einzelnen Rudolph: DTB-DAX-Future, S. 2-4 u. 18.
- 193) Basiswert ist eine idealtypische deutsche Bundesanleihe mit einer Nominalverzinsung von 6 Prozent, lieferbar in Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von 8,5 bis 10 Jahren. Der Kontraktwert beträgt 250 000 DM, die Notierung erfolgt in Prozent vom Nennwert. Liefermonate sind die nächsten drei Quartalsmonate.
- 194) Knipp: Erfolg.
- 195) Erlenbach/Gotta: Börse, S. 9.
- 196) Schneider-Gädicke: Anmerkungen, S. 19.

- 197) Die von KISS erfaßten Kursinformationen ebenso wie gewisse Stamminformationen wurden später auch in PC KISS verfügbar gemacht. Der Nutzer kann sich hier die Bildschirmseiten individuell zusammenstellen. Außerdem lassen sich vollständige Kursketten angeben, d. h. alle Notierungen eines Wertpapiers mit eventuellen Kurszusätzen und den jeweiligen Zeiten. Außerdem sind grafische Aufbereitungen der Kursverläufe und des DAX möglich.
- 198) Reiter: BOSS, S. 618 f.; vgl. auch A. Fischer: Wertpapierbörse, S. 18.
- 199) Nachdem beim Start des Systems im Dezember 1989 zunächst nur die 14 Standardwerte, mit denen die Deutsche Terminbörse am 26. 1. 1990 den Optionshandel aufgenommen hatte, einbezogen waren, wurden im Mai 1990 alle 30 im DAX enthaltenen Aktien Gegenstand der außerbörslichen Information von IBIS. Vor der Aufnahme des Bund-Futures-Handels an der DTB wurde das Informationsangebot von IBIS am 3. 9. 1990 auch noch um 30 aktiv gehandelte öffentliche Anleihen erweitert. Zur Entwicklung von IbisI vgl. Gottschalk: IBIS, sowie Breuer: IBIS.
- 200) Minor: Börsenordnung mit dem Hinweis, daß die Genehmigung nicht ein bestimmtes elektronisches Handelssystem betrifft.
- 201) Die Länderbörsenminister hatten am 3. und 4. 3. 1990 beschlossen, IBIS als eigene, zehnte deutsche Börse zu konstruieren. Von den Regionalbörsen war gefordert worden, IBIS unter das Dach aller deutschen Präsenzbörsen zu nehmen.
- 202) vgl. die Entwicklung dieser Interpretation in Kümpel: Aufnahme, S. 24.
- 203) Die Kursmakler können diese Preise bei der Kursfeststellung im Amtlichen Kurs berücksichtigen. Dank eines Kompromisses zwischen den Regionalbörsen und der Frankfurter Wertpapierbörse Anfang September 1991 können nach Anpassung der jeweiligen Börsenordnungen alle deutschen Händler und Makler die Zulassung zum IBIS-Handel beantragen und auf dieser Basis wie die an der Frankfurter Wertpapierbörse bestellten Kursmakler IBIS-Geschäfte mit amtlich notierten Kursen tätigen. Vgl. o. V.: Alle IBIS-Preise.
- 204) Dem IBIS-Handel geht eine kurze Vorhandelsphase voraus, innerhalb der nur Geld- und Briefkurse in das System eingegeben und verändert werden können. Erst nach Handelsbeginn um 8.30 Uhr sind die eingegebenen Geld- und Briefkurse verbindlich. Für die angeschlossenen Marktteilnehmer sind die Quotierungen anonym. Die Mindestschlußmengen im elektronischen Handel betragen bei Aktien 500 Stück und bei Renten nominal 1 Million DM. Vgl. Gottschalk, IBIS, S. 24, sowie Blitz: Computerhandel.
- 205) ebd., S. 260.
- 206) Zaß: Börsengeschäft.
- 207) Im Gegensatz zu IBIS 1 dürfen an IBIS 2 teilnehmende Makler und Freimakler Courtage erheben. Zu den Einzelheiten vgl. die Broschüre der Frankfurter Wertpapierbörse: IBIS und o. V.: Kursmakler sowie Rosen: IBIS.
- 208) An dieser Stelle ist noch auf das am 15. 12. 1989 in Betrieb genommene Makler-Tele-Informationen-System MATIS hinzuweisen, das als Konkurrenz zu dem von den Banken installierten IBIS-System den Betrieb in zunächst 50 Titeln aufgenommen hatte und zuerst höhere Umsätze als IBIS verzeichnen konnte. Ebenfalls hinzuweisen ist auf das im September 1989 von 16 Freimaklerfirmen initiierte elektronische Handelssystem MIDAS (Market Maker Information & Dealing System), bei dem wie in IBIS verschiedene Übersichtsseiten für die aktuellen Quotes angeboten werden, die helfen, die Markttransparenz zu erhöhen. Die veröffentlichten Quoten sind verbindlich und können per Tastendruck akzeptiert werden, wonach dann eine automatische Abwicklung erfolgt. Nach Ansicht der Freimakler und der die Systemtechnik tragenden Citibank entspricht MIDAS allen Anforderungen eines zukunftsorientierten elektronischen Wertpapierhandelssystems. Man kann nach Gesprächen zwischen den Trägern von IBIS, MATIS und MIDAS erwarten, daß die drei Systeme in Zukunft vereint werden könnten. Vgl. auch Diederich/Commichau: MATIS. Mit der Übernahme des elektronischen Handelssystems MIDAS in die Bremer

- Börse ist es auch zwischen den Börsenplätzen und den Handelssystemen zu einer neuen Dimension des Wettbewerbs gekommen.
- 209) Gerke: Gutachten zur Fortentwicklung.
  - 210) Krützfeld, Computerbörse, S. 107. Vgl. auch Eberstadt: Auktionsbörse, Knipp: Computer und Parkett sowie Röller: Börse.
  - 211) Gerke/Hamann: Börsenhandelssysteme, S. 566. Zu den möglichen Gefahren einer solchen Entwicklung und möglichen Alternativen vgl. Hartmut Schmidt: Regionalbörsen.
  - 212) o. V.: Finanzplatz Frankfurt. Nach Auffassung der Kursmakler ist ein Amtlicher Kurs keineswegs das Ergebnis einer Rechenaufgabe, die ein Computer ebenso gut lösen könne. Vielmehr erfülle der Makler bei der amtlichen Kursfeststellung durch seine ständige Bereitschaft, einen Spitzenausgleich herbeizuführen, eine unverzichtbare Ausgleichsfunktion. Für diese Evidenz- und Exklusivfunktion aus der Kenntnis der Marktlage habe der Gesetzgeber eine eingeschränkte Selbsteintrittsfunktion und weitere Restriktionen für die Kursmakler erlassen. Vgl. Blase: Marktstrukturen, mit Überlegungen zu den möglichen ergänzenden zukünftigen Betätigungsfeldern der Kurs- und Freimakler.
  - 213) Zur Diskussion steht beispielsweise eine Segmentierung des Aktienmarktes in drei Teilabschnitte, wonach ein Segment, das auch über elektronische Schnittstellen mit ausländischen Börsen verfügt, für Blue Chips eingerichtet werden könnte, ein zweites für Werte von nationaler und ein drittes Segment für Werte von regionaler Bedeutung. Vgl. Gerke: Gutachten zur Fortentwicklung, S. 22 ff. sowie Breuer: Kassa- und Terminhandel.
  - 214) Hansen: Entwicklungen. Neben der Kritik der Makler und der Regionalbörsen sind auch technische Bedenken bezüglich der grundsätzlichen Leistungsfähigkeit von Computerbörsen vorgebracht worden. Vgl. hierzu: o. V.: Wissenschaftler, sowie die Gegendarstellung von Gerke/Bienert: Börsentechnik. Vgl. auch Mechler/Niedereichholz: Risiken.
  - 215) Die Darstellung der neuesten organisatorischen Entwicklungen wird auf die Frankfurter Wertpapierbörse beschränkt, womit nicht impliziert werden soll, daß die Marktstellung, Entwicklung oder Innovationsbereitschaft anderer Börsenplätze unbeachtlich ist. So wird beispielsweise Düsseldorf, „gemessen am Umsatz mit sicherem Abstand die zweitgrößte deutsche Börse“, eine Vorreiterrolle im Hinblick auf die Börsentechnik bescheinigt: „Wichtige Beiträge zur Weiterentwicklung der deutschen Börsentechnik kamen und kommen aus Düsseldorf, das für sich in Anspruch nehmen darf, zumindest auf diesem Gebiet innovativer als Frankfurt zu wirken.“ Vgl. Knipp: Düsseldorfer Börse.
  - 216) Zur Konstruktion und den Anwendungsmöglichkeiten des Deutschen Rentenindex (REX) vgl. Mella: REX.
  - 217) Mit dem Wertpapierleihsystem des Deutschen Kassenvereins können seitdem jenseits der bereits bestehenden Möglichkeiten, Wertpapiere bei den im Wertpapiergeschäft dominierenden Instituten zu leihen, auch Leigeschäfte zur Überbrückung technisch bedingter Lieferverzögerungen sowie zur Tätigkeit von Leerverkäufen (short sales) durchgeführt werden. Für die institutionellen Anleger, für die sich die Verleiherposition in Wertpapieren anbietet, ermöglicht die Wertpapierleihe eine Verbesserung ihrer Portfolio Performance. Zu den Funktionen der Wertpapierleihe und zur Abgrenzung gegenüber verwandten Geschäften vgl. Acker: Wertpapierleihe, Blitz/Illhardt: Wertpapierleihe, sowie Landeszentralbank in Hessen: Wertpapierleihe.
  - 218) o. V.: Berwein AG.
  - 219) Waldeck: Umstrukturierung.
  - 220) Der Vorschlag der Frankfurter Wertpapierbörse ist enthalten in dem Beitrag von Hansen: Meinungsverschiedenheiten. Vgl. zur Bewertung o. V.: Bremen, o. V.: Bayern. Daß der Finanzplatz Frankfurt selbst im Vergleich zu London und Paris mit einer solchen Struktur gute Chancen besitzt, wurde in einer 1991 für den Hessischen Wirtschaftsminister erarbeiteten Perspektivstudie herausgestellt. Vgl. Bauer/Spahn: Chancen.



- 221) Landeszentralbank in Hessen: Börsenaufsicht, S. 2; zu der bis dahin verfolgten „Club-Lösung“ der Börsenaufsicht vgl. Rosen: Aufsichtsamt.
- 222) o. V.: Länder. Vgl. auch Lang: Börsenaufsicht. Der ohne die Stimme des Landes Hessen erfolgte Beschluß der Börsenfachminister ist abgedruckt bei Hansen: Meinungsverschiedenheiten.
- 223) Radtke: Internationale Wertpapieraufsicht.
- 224) Walgenbach: Börsen, S. 427 f.
- 225) Deutsche Aktien werden aber nicht an den amerikanischen Börsen gehandelt. Die amerikanische Börsenaufsichtsbehörde SEC verlangt von den deutschen Gesellschaften nämlich zusätzlich zu den nach deutschem Recht erstellten Bilanzen die Vorlage von Abschlüssen nach amerikanischem Recht. Vgl. Rosen: Wall Street.
- 226) EWG-Kommission: Aufbau.
- 227) Fitchew: Overview, S. 10 f.
- 228) vgl. hierzu Weigelt: Ansatzpunkte, S. 147 ff.
- 229) Raida: Entwicklungen, S. 231.
- 230) Die drei Richtlinien von 1979, 1980 und 1982 sind durch das Börsenzulassungsgesetz vom 16. 12. 1986 und die Börsenzulassungsverordnung vom 15. 4. 1987 bereits umgesetzt und insofern in der Bundesrepublik Deutschland schon seit einigen Jahren geltendes Recht. Die Verkaufsprospektrichtlinie ist durch das Wertpapierverkaufsprospektgesetz vom 13. 12. 1990 umgesetzt worden.
- 231) Engelen: Bestandsaufnahme.
- 232) Assmann/Schütze: Handbuch des Kapitalanlagerechts, S. 69.
- 233) Gericke: Harmonisierung, S. 27.
- 234) Es gibt darüber hinaus den Vorschlag einer Richtlinie über die gegenseitige Anerkennung des Börsenprospekts vom 22. 4. 1989. Mit dieser Richtlinie soll erreicht werden, daß ein im Herkunftsland bereits genehmigter Prospekt nicht nur für öffentliche Angebote in den Aufnahmemitgliedstaaten, sondern auch für die Zulassung zur amtlichen Notierung im Herkunfts- und im Aufnahmemitgliedstaat verwendet werden kann. Das bedeutet, daß in Zukunft für öffentliche Angebote und die Börsenzulassung in allen Teilen der Gemeinschaft ein einziges Dokument ausreichen soll.
- 235) Die Richtlinie betrifft offene Investmentfonds (open-end-funds mit laufender Kapitalbeschaffungsmöglichkeit) sowie alle Publikumsfonds, deren Vermögen ausschließlich in Wertpapieren angelegt ist. Spezialfonds, Grundstücksfonds und Geldmarktfonds fallen nicht unter den Anwendungsbereich der Richtlinie. Vgl. hierzu und zur Umsetzung der Richtlinie S. Grundmann: Investmentrecht, Laux: Entwurf.
- 236) ebd., S. 249 ff.
- 237) Die Richtlinie legt eine Reihe von Schwellen fest, deren Über- oder Unterschreiten eine Meldung erforderlich macht (10%, 20%, 33 1/3%, 50% und 66 2/3% der Stimmrechte). Von der Meldepflicht sind Wertpapierhändler (auch Kreditinstitute) ausgenommen, wenn sie keinen Einfluß auf die Gesellschaft ausüben und gleichzeitig Börsenmitglied sind oder einer amtlichen Überwachung unterliegen. Die Richtlinie bezieht sich nur auf Beteiligungen an im Amtlichen Handel notierten Gesellschaften, sofern die Aktien mit einem Stimmrecht verbunden sind, also nicht auf Vorzugsaktien.
- 238) K. Müller: Richtlinie, S. 375. Zur Umsetzung der Richtlinie in das Wertpapierverkaufsprospektgesetz vom 13. 12. 1990 vgl. Schäfer: Emission.
- 239) Schwarze: Vereinheitlichung; Groß: Börsenregeln; Hopt: Deutsches Insiderrecht; Grunewald: Insiderhandel; Hansen: Insider-Regeln; W. Grundmann: Neuregelung.
- 240) vgl. hierzu Jentsch: Insider-Regeln.
- 241) Ausführlich hierzu Böttger: Vorschlag.
- 242) Giersch/Schmidt: Beteiligungskapital, S. 66.

- 243) Böttger: Vorschlag, S. 268.
- 244) Zum Konzept der als Lösung des Problems vorgeschlagenen „Trading-book“-Alternative sowie dem „Building Block Approach“ vgl. Arnold: Kapitel.
- 245) Jentsch: Eigenkapitalausstattung.
- 246) Brittan: Wertpapiermarkt, S. 19.
- 247) Kümpel: Neugestaltung.

# Personen-, Orts- und Sachregister

- Aachen 172  
Abendbörse 185  
Ablösungsschuldverschreibung 267  
Abschlagsystem 326  
Abschnittsfinanzierung 309  
Acheren, Johann von 48  
Achonate di Capitani, Carlo de 56  
Adelskapital 65  
Adler (Handelshaus) 58  
Adler, Philipp 46  
AEG 177  
agent de change 240  
„Agiotage“ 138  
Agrarkrise 267  
Aktien 19, 27, 84, 86, 88, 89, 93–95, 101, 103, 110, 113, 123, 135, 140, 142, 144–148, 150, 151–157, 160–165, 167, 168, 170, 173, 181, 183, 184, 188, 191, 194–196, 211, 212, 215–217, 226–228, 235, 236, 242, 244, 247, 248, 255, 263, 266–268, 272–274, 278, 281, 282, 297, 298, 312, 322–324, 325, 328, 337, 338, 347, 356  
Aktienamt 313  
Aktienbanken 145, 146, 150, 154, 156, 184, 191, 247, 266  
Aktienbörse 144, 147, 313, 314  
Aktienemission 27, 157, 307, 323, 324  
Aktienfinanzierung 323  
Aktiengesellschaften 93, 94, 103, 140, 150, 151–154, 156, 161, 183, 216, 245, 253, 255, 263, 272, 276, 299, 306, 309, 310, 317, 323, 324, 336, 354  
Aktien-Gesellschaft für Bergbau, Blei- und Zinkfabrikation 147  
Aktienhandel 94, 110, 142, 144, 150, 305  
Aktienindex-Anleihe 326  
Aktienkurse 223  
Aktienmarkt 299, 332, 337  
Aktien- und Rentenmarkt 299  
Aktiennotierungen 310, 319  
Aktienoptionen 344  
Aktienoptionshandel 325  
Aktienrecht 153, 295, 324  
Aktienrechtsnovelle (1870) 153  
Aktienrechtsreform 305–307, 322  
Aktienumsätze 311, 319, 339  
Aktienwerte 227  
Aktionärsdemokratie 306  
Alberti (Bankhaus) 43  
Albertinelli, Carlo 56  
Allgemeine Deutsche Creditanstalt 146  
Allgemeine Geschäftsbedingungen 311  
Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch (1871) ADHGB 151, 165, 172, 180, 192, 194, 195, 238  
Alliierte 294  
Älterleute 67, 102, 111, 119  
Älteste 100  
American Stock Exchange 240  
Amerikanischer Bürgerkrieg 145, 150  
Amsterdam 49, 51, 55, 67, 83, 96, 101, 107–110, 112, 113, 118, 119, 136, 138, 140, 155, 191, 238, 264, 328  
amtliche Notierungen 295, 297  
Amtlicher Handel 333–335  
Amtlicher Markt 345  
Angebots- und Nachfragekurse (Quotes) 345  
Anglo American Corporation of South Africa 302  
Anlagegeschäft 166  
Anlagenmobilisierung 338  
Anlagepolitik 359  
Anlegerschutz 331, 333  
Anlegerschutzinteressen 307  
Anleihebörse 183  
Anleihegeschäft 184  
Anleihemarkt 144  
Anleihen 19, 40, 50, 85, 106, 109, 121–123, 144, 145, 147, 148, 150, 162, 181, 184, 186, 194, 199, 211, 242, 259, 281, 298–300, 328, 330  
Anleihpolitik 169  
Anleihestock 273  
Anleihestockgesetz (1934) 272  
Anliegerschutz 317  
Antwerpen 18, 19, 28, 36, 38, 44, 46–50, 52, 55, 57, 59–67, 108, 110, 155  
Antwerpener Krise 65, 66  
Arbeitsausschuß für den Optionshandel 326, 343  
Arbeitsbeschaffung 272  
Arbeitseinkommen 262  
Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen 295, 310, 315, 317, 327–329, 395

Arbeitsgemeinschaft deutscher Effekten-  
 Girobanken 256  
 Arbeitsgemeinschaft deutscher Kassenvereine  
 297  
 Arbeitsgruppe „Optionsgeschäft“ 326  
 Arbeitskreis für Insider-Fragen 317  
 Arbitrage 16, 38, 49, 50, 59, 64  
 Arbitrage-Gewinne 234  
 Arbitrageausgleich 259  
 Arbitragegeschäfte 232, 246, 257  
 Arbitragehandel 252, 253, 256  
 Arbitragestellen 278  
 Arbitrageure 232  
 Argentinien 159  
 Argentinische Staatsanleihen 177  
 Asiatische Companie 101  
 Assignaten 85, 95  
 Aufrüstung 272, 275, 276, 280, 282  
 Aufsichtsratsmandate 307  
 Aufwertungsschuldverschreibungen 214, 217  
 Augsburg 19, 52, 60, 113  
 – Banken 55, 57, 96, 104  
 – Börse (Wechselplatz) 29, 38, 39, 57, 87, 88,  
 90, 96–98, 108, 119, 120, 139, 179, 181,  
 186–188, 255, 277, 294  
 – Handel/Messe 33, 46–49, 55, 57, 62, 63  
 Auktion 193  
 Auktionsbörse 350  
 Auktionsprinzip 341  
 Ausbeute 255  
 Ausland 262, 263  
 Auslandsinvestment-Gesetz 359  
 ausländische Anleger 337  
 ausländische Titel 219, 221, 228  
 ausländische Währung 269  
 ausländische Wertpapiere 269, 273  
 Auslandsanlagen 158  
 Auslandsanleihen 309, 332  
 Auslandsbanken 330  
 Auslandskapital 245, 264  
 Auslandskredite 260  
 außerbörsliche Märkte (OTC-Märkte) 342  
 außerbörslicher Handel (Telefonverkehr) 336  
 Avignon 54, 59  
 Ayrmann, Georg 56  
  
 Baby-Bonds 300  
 Baisse 235, 302  
 Baisse-Tendenz 220  
 Banco di Rialto 83  
 Banco Publico 56  
 Bancozettel 123  
 Bank-Aktiengesellschaften 234  
 Bankaktien 145, 147, 148, 177, 183, 192, 194,  
 195, 197, 225, 255, 259, 278  
 Bank deutscher Länder 295, 299–301, 303  
 Banken 16, 85, 89, 169, 219, 221, 231, 232,  
 243, 244, 252, 257, 258, 261, 265, 271, 299,  
 311, 313, 314  
 Bankenaufsicht 301, 314  
 Bankensortien 136, 304, 305  
 Bankenkrise 265–267, 276, 278  
 Bank für Handel und Industrie („Darmstäd-  
 ter“ Bank) 145, 146, 178  
 Bankiers 21, 85, 93, 138, 165, 166, 174, 178,  
 189, 239  
 Banknoten 20, 27, 84–86  
 Bank of England 84, 137, 249  
 Bankozettel 180–182  
 Bankplatz 197  
 Bankrotteure 229  
 Bank von Frankreich 249  
 Banquiers en valeurs à terme 240  
 Banquiers en valeurs au comptant 240  
 Barbarigo 52  
 Barcelona 63  
 Bardepotpflicht 320, 321  
 Bargeldumlauf 249  
 Baring (Bankhaus) 136, 137  
 Basel 55, 238, 239  
 Basismünze 107  
 Basispreis (strike price) 315, 316, 325, 344  
 Baumwolle 255  
 Bayerische Hypotheken- und Wechsel-Bank  
 143, 147, 188  
 Bayerische Landanlehen 186  
 Bayerische Lotterielose 186  
 Bayerische Obligation 188  
 Bayerischer Hypothekenschein 186  
 Bear-Bonds 326  
 L. Behrens & Söhne (Bankhaus) 154, 197  
 Beiläufer (Winkelmakler) 111, 112  
 Belegschaftsaktien 306  
 Belgien 282  
 Gebr. Benecke (Bankhaus) 138  
 Benelux-Staaten 321  
 Beneveni, Antonio 56  
 Bengalische Compagnie 101  
 Berenberg, Gouler & Co. (Bankhaus) 197  
 Berg- und Hüttenwerke 225

Bergbau 223, 249, 254, 272  
 Bergbaugesellschaft 255  
 Bergisch-Märkische Bank 257  
 Bergwerks- und Hüttenaktien 195  
 Bergwerksaktien 177, 255  
 Bergwerksanteile 255  
 Bergwerkspapiere 176  
 Berlin 68, 92, 149, 150, 153, 154  
 – Banken 101, 137, 143, 146, 164–166, 173, 177, 192, 197, 222, 235, 246, 249, 257, 265, 296  
 – Börse (Wechselplatz/Geld- und Kapitalmarkt) 87, 89, 94, 99–101, 105, 135, 140, 142–148, 151, 163, 173, 174, 177, 179, 182, 184–188, 191–194, 196, 200, 219, 220, 224, 225, 230, 232, 234–236, 241–245, 251–259, 267, 276, 293, 294, 312, 320, 325  
 – Handel/Messe 172  
 Berliner Aktionäre 149  
 Berliner Börsen-Courier 149  
 Berliner Börsen-Zeitung 149, 150  
 Berliner Börsenordnung (1885) 173  
 Berliner Disconto-Gesellschaft 191  
 Berliner Handels-Gesellschaft 145, 150  
 Berliner Maklerbank 164  
 Berliner Maklerverein 164, 165  
 Berliner Stadtoobligationen 142  
 Berliner Zentralbank 301  
 Berufsverbände 275  
 Besançon 61  
 Besatzungsmächte 295  
 Besucherzahlen 230  
 Beteiligungsfinanzierung 263  
 Beteiligungspapiere 38–42  
 Gebr. Bethmann 185  
 Bethmann, Gebr. (Bankhaus) 94, 109, 110, 136, 143, 146  
 Bethmännische Obligationen 136  
 Betriebsgesellschaft Datenverarbeitung Wertpapiere (BDW) 349  
 Beurse-Ordnung (Börsenordnung) 99  
 Bezugsrechte 211, 297, 318  
 Bidermann, Anthoni 49  
 Big Bang 339  
 Bischof von Bamberg 56  
 Bismarck, Otto von 153, 166  
 Bleichröder, Gerson 143, 153, 154  
 Bleichröder S. (Bankhaus) 143, 154  
 Block-Floating 321  
 Blockhandel (Block Trading) 336  
 Blum, Wolf 46  
 Blum-Gesellschaft (Handelsgesellschaft) 46  
 Bochumer Verein für Bergbau und Gußstahlfabrikation 147  
 Bode (Börsenkaufleute) 50  
 Bodeck, Bonaventura von 49  
 Bodeck, Johann von 49, 50  
 Bodelschwingh, Franz von 140  
 Bologna 54, 55  
 Bordeaux 113  
 Borromei (Kaufleute) 52  
 Börse (Definition) 20, 21, 30, 92, 135, 162  
 Börsenalte 67  
 Börsenaufsicht 90, 176, 313, 340, 354, 362  
 Börsenaufsichtsbehörden 313  
 Börsenausschluß 274, 275  
 Börsenausschüsse 176, 275, 278, 319  
 Börsenbank für Maklergeschäfte 164  
 Börsenbesucher 234  
 Börsenbuch 238, 278  
 Börsenclubs 135  
 Börsen-Daten-Zentrale (BDZ) 349  
 Börsendirektion 199  
 Börseneinführungsprospekt 308  
 Börsen-Enquête-Kommission 164, 170, 171, 175, 192, 195, 268, 312  
 Börsenfinanzierung 91  
 Börse für Optionen & Financial Futures 343  
 Börsengebäude 67, 68, 99, 102, 104, 110, 114, 116, 117, 121, 135, 180, 186, 187, 234, 241  
 Börsengeschäfte 92–94  
 Börsengesetze 334, 362  
 Börsengesetz (1896) 157, 170–178, 185, 188, 192, 193, 220, 222, 230  
 Börsengesetz (1908) 220, 229  
 Börsengesetz (1970) 311  
 Börsengesetze (1920, 1921) 228  
 Börsengesetzesänderung (1922) 230  
 Börsengesetzgebung 277, 281  
 Börsengesetznovelle (1975) 318  
 Börsengesetznovelle (1986) 324  
 Börsengesetznovelle (1989) 340–342, 346  
 Börsengesetzreform (1908) 178  
 Börsenhandel 237, 332  
 Börsen-Handels-Verein 164, 165, 168  
 Börsenhändler 233, 240  
 Börsenharmonisierung 355, 358  
 Börsenkammer 180  
 Börsenkarte 277  
 Börsenknecht 111, 120

- Börsenkomitee 189  
 Börsenkommissare 157, 165, 178, 180, 188, 194, 275  
 Börsenkommissariat 173  
 Börsen-Kommission 173, 193  
 Börsenkorporation 189, 191  
 Börsenkrise 137, 141, 156, 159, 173, 180, 185, 189, 194–196, 198, 199, 211, 260, 269  
 Börsenkurse 233, 235, 237  
 Börsenmakler 222, 223, 238  
 Börsenöffnungszeiten 228  
 Börsen-Order und Service-System – Computerunterstütztes Börsenhandels- und Entscheidungssystem (BOSS-CUBE) 349  
 Börsenordnungen 90, 91, 99, 102, 114, 116, 117, 135, 172, 193, 221, 224, 229, 232, 243, 244, 277, 319, 335, 350  
 Börsenorganisation 90, 91–94, 96, 97, 99, 100, 102, 106, 107, 110–112, 114–118, 120–122, 171, 222, 271, 275, 311, 319, 334, 337  
 Börsenpatent 122  
 Börsenplätze (vgl. auch Wechselplätze) 86–90, 197  
 Börsenpräsident 240, 328  
 Börsenpreis 332  
 Börsenpreisfestsetzung 282  
 Börsenpublizitätsrichtlinien 357, 359  
 Börsenrecht 90, 91, 102, 228, 242, 274, 307, 324, 333, 356  
 Börsenreform 271, 302, 307–312, 318, 319  
 Börsenregister 177, 178  
 Börsenreglement 99, 115, 191, 194  
 Börsensachverständigenkommission 316, 317, 324, 325, 332, 352  
 Börsenschiedsgericht 173, 174  
 Börsenschreiber 91, 111  
 Börsensekretär 100, 176  
 Börsenspekulation 95  
 Börsenspiel 178  
 Börsenstatut 122  
 Börsensteuer 166–169, 184  
 Börsensteueraufkommen 179  
 Börsentermingeschäfte 211, 346  
 Börsenterminhandel 319  
 Börsenterminkontrahandel 343  
 Börsenumsätze 216  
 Börsenumsatzsteuer 160, 164, 167–169, 184, 190, 192–195, 197–200, 212–214, 216, 217, 232, 246, 273, 282, 339  
 Börsenverein 114, 189  
 Börsenverfassung 172, 173, 175, 186, 188  
 Börsenverkehr 229  
 Börsensammlung 172, 196  
 Börsenvertreter 231  
 Börsenvorstand 106, 111, 120, 173, 175, 176, 185, 193, 219, 223, 224, 228, 229, 232, 233, 235, 236, 274, 275, 277, 278, 282, 319  
 Börsenzeiten 44, 90, 117, 120, 122, 135, 145, 224, 225, 244, 252, 277, 282, 336, 353  
 Börsenzeitung 180  
 Börsenzugang 258  
 Börsenzulassung 135, 174, 175, 185, 189, 232, 233, 243, 244, 254, 278, 281, 297, 310, 319, 331, 338, 356, 359  
 Börsenzulassungs-Gesetz (1986) 330, 331  
 Börsenzulassungssprospekt 330, 340  
 Börsenzulassungssprospektrichtlinien 357, 359  
 Börsenzulassungsrichtlinien 357  
 Börsenzulassungsstelle 334, 335  
 Börsenzutritt 90  
 Börsenzwang 92, 122, 282  
 Börsenzwangsordnung 180  
 Bosel, Siegmund 236  
 Bozen 17, 18, 55, 87, 90, 96, 119  
 Brauereien 254  
 Braun (Börsenkaufleute) 50  
 Bremen  
 – Börse (Wechselplatz/Geld- und Kapitalmarkt) 87, 89, 102, 103, 108, 173, 174, 179, 198, 199, 255, 277, 294, 325  
 – Handel/Messe 102  
 Breslau 179, 192, 193  
 – Banken 104, 164, 257  
 – Börse (Wechselplatz) 54, 87, 89, 93, 103, 104, 108, 119, 173, 174, 255, 257–259, 267, 277, 295  
 – Handel/Messe 53, 54, 59  
 Breslauer Maklerbank 164  
 Briefkurse 277  
 Broker 239, 240  
 Brügge 15, 17, 19, 51, 53, 54, 59, 66  
 Brull, Heinrich von 48  
 Brüssel 143, 238  
 Buchgeld 83  
 Budweis-Linz-Gmundener Bahn 144  
 Buenos Aires 159  
 Bull-Bonds 326  
 Bundesanleihe 300, 348, 349, 353  
 Bundesanleihekonsortium 300, 330

- Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen 301, 314, 321, 327  
 Bundesbankgesetz (1956) 301, 308  
 Bundesfinanzministerium 319, 355  
 Bundesjustizministerium 306  
 Bundesobligationen 302, 353  
 Bundesregierung 319  
 Bundesreservebank 249  
 Bundesschatzbriefe 302, 330  
 Bundesverband deutscher Banken 295  
 Bundeswirtschaftsministerium 307, 309–312  
 Bund Future-Kontrakt 348  
 Bunt- und Edelmetall-Handwerk 62  
 Bürgschaft 230, 243
- Cadiz 113  
 Call 344, 347  
 Camphausen (Bankhaus) 143  
 Caprivi 170  
 Castiglioni, Camillo 236  
 Chambre syndikale 241  
 chemische Industrie 152, 158, 225, 253  
 Chemnitz, Börse 277, 295  
 Chicago Board of Trade (CBOT) 342, 345  
 Chicago Board Options Exchange (CBOE) 316, 325  
 Coburg-Gothaische Credit-Gesellschaft 146  
 Code de Commerce 140  
 Colleg 185  
 Commerzbank 257  
 Commerz- und Discont-Bank 154  
 Commissions- und Maklerbank 164  
 Computer 348–352  
 Computerbörse 341, 345, 352  
 Computerhandel 351  
 Computerhandelssystem 352  
 Contarini 52  
 Coulissier 169, 170  
 Courtage 91, 166, 181, 188  
 Crédit Mobilier 145, 146  
 Creditanstalt für Industrie und Handel 146  
 Cremona 59
- Dänemark 148, 321  
 Danzig 67  
 – Börse 51, 54, 59, 87, 89, 104, 105, 172, 178, 255  
 Darlehensanleihen 40–42  
 Darlehensgeschäft 60, 65
- Darmstädter Bank (Bank für Handel und Industrie) 150  
 Darmstädter und Nationalbank (Danat-Bank) 265  
 Dawes-Plan 243, 264, 300  
 DAX-Terminkontrakte 347  
 Dealer 239, 240  
 Degussa-Klausel 300  
 del Mayno 52  
 Depositengeschäft 49, 56  
 Depression 263  
 Der Aktionär 149  
 Deutsche Bank 154, 163, 169, 191, 216, 257, 326, 351  
 Deutsche Börsen AG 354  
 Deutsche Bundesbank 295, 301, 303, 304, 308, 312, 321, 322, 329, 330, 337, 339  
 Deutsche Reichsbahn 212  
 Deutsche Reichsbank 219  
 Deutsche Terminbörse (DTB) 327, 340, 342–350, 352, 354  
 Deutsche Wertpapierdaten-Zentrale (DWZ) 349, 350, 351, 354  
 Deutscher Aktien Index (DAX) 347, 349, 351, 353  
 Deutscher Auslandskassenverein 354  
 Deutscher Kassenverein AG 353, 354  
 Deutscher Rentenindex (REX) 353  
 Deutsch-Französischer Krieg 153  
 Devisen 30, 222, 225–227, 247, 254  
 Devisenbewirtschaftung 273, 278  
 Devisenbörse 233, 236, 251, 252, 320–322  
 Devisengeschäfte 251  
 Devisenhandel 228, 236, 252, 253  
 Devisenhandelsbeschränkungen 269  
 Devisenhändler 234  
 Devisenkurse 235, 321  
 Devisenmangel 264  
 Devisenmarkt 233, 308, 321  
 Devisenproblem 235  
 Devisentermingeschäfte 228, 236  
 Devisenverkehr 228  
 Differenzgeschäfte 138, 268  
 Disconto-Gesellschaft 145, 148, 156, 257  
 Diskont 16, 23, 28, 37, 38  
 Diskontpolitik 249, 250  
 Diskontsatz 246, 247, 249  
 Dividenden 23, 223, 263, 272  
 Dividendenpapiere 223, 235, 263, 273  
 Dividendenwerte 219, 225, 251, 339

- DM-Auslandsanleihen 302, 304, 329, 330  
 DM-Auslandsemissionen 330  
 DM-Auslandsschuldverschreibungen 330  
 DM-Hedgingmöglichkeiten 326  
 Dollar-Anleihen 237  
 Dollarkrise 321  
 Dominici, Bartholomaeus 43  
 Doppelbesteuerung 322  
 Doppelwährungsanleihen 329  
 Dortmunder Union 197  
 Dresden, Börse 174, 179, 192–194, 254–257, 277, 295  
 Dresdner Bank 154  
 DTB-DAX-Future 347  
 duales Börsensystem 352  
 Düsseldorf, Börse 179, 195, 196, 199, 200, 254, 255, 277, 293–295, 312, 320, 324
- Ebel, Hans 48  
 ECU 340  
 Edelmetallgehalt der Münzen 22, 34, 83  
 Edelmetallwährungen 16, 30, 83  
 Eduard III. v. England (Kg.) 32  
 Effekten 21, 53, 56, 86, 90, 92–95, 97, 98, 101, 104, 106, 108–110, 113, 115, 137, 141, 146, 149, 150, 154, 157, 159, 162, 165, 166, 170, 174, 160, 167, 169, 177, 178, 183–187, 198, 199, 214, 218, 221, 222, 224–226, 229, 233, 240, 242–247, 253, 258–260, 264, 265, 268, 272, 276  
 Effekten-Makler-Verband 198  
 Effekten-Societät 185  
 Effektenbanken 177  
 Effektenbörsen 183, 198, 211, 220, 229, 230, 236, 241, 260, 271, 274, 278  
 Effektengeschäfte 21, 53, 56, 90, 97, 101, 104, 108–110, 113, 246, 251, 256, 278, 324  
 Effektengiroverkehr 297  
 Effektenhandel 92–95, 98, 108, 115, 138, 157, 165, 178, 185, 199, 212, 220, 236, 241, 254, 258, 294, 297, 307  
 Effektenkurse 234  
 Effektenmärkte 297  
 Effektenspekulation 137, 154  
 Effektenstempel 160, 167, 169, 184  
 Effektensteuer 163  
 Effektermingeschäfte 186, 235  
 Effekterminhandel 243, 252, 315  
 Effektenverkehr 183
- Effektzulassungsvorschriften 229  
 EG-Kommission 327, 356, 361  
 EG-Richtlinien 331, 354, 356, 360  
 Ehrenausschuß 319, 353  
 Ehrengericht 176, 244, 275, 276, 319, 353  
 Eichborn & Co. (Bankhaus) 104  
 Eigengeschäfte 187  
 Eigenkapitalausstattung 323  
 Eigenkapitalbeschaffung 332  
 Eigenkapitallücke 322  
 Eigenverwahrung 296  
 Einheitskurs 164, 174, 175, 251  
 Einheitsmarkt 266  
 Eintrittsgeld 230, 239, 240  
 Eisenbahn 153, 154, 156, 168  
 Eisenbahnaktien 101, 135, 139–144, 146–148, 155, 172, 177, 184, 192, 197, 255, 259  
 Eisenbahnaktiengesellschaften 152  
 Eisenbahnanleihen 194  
 Eisenbahnbau 138, 141, 144, 152  
 „Eisenbahnfieber“ 139  
 Eisenbahnfinanzierung 143, 144  
 Eisenbahngesellschaften 153, 212  
 Eisenbahnnetz 139  
 Eisenbahnobligationen 160, 161  
 Elberfeld 257  
 Elektrizitätswerke Schlesien AG 267  
 elektronische Wertpapierhandelssysteme 340  
 Elektronisches Handels-System (EHS) 340, 341, 348, 351, 352  
 Emission 142, 143, 145, 158–161, 302–305, 308  
 Emissionsanleihen 19, 20  
 Emissionsbanken 329  
 Emissionsgeschäft 231  
 Emissions Sperre 274  
 Emissionsstempel 168, 197, 200  
 Engelhardt (Brauerei) 255  
 England 158, 316, 358  
 European Option Exchange (EOE) 343  
 Erhard, Hieronymus 61  
 Ersatzgeschäft 222  
 „erster Kurs“ 175  
 Essen  
 –Banken 257  
 –Börse 179, 195, 196, 254–256, 277, 294  
 Essener Credit-Anstalt 257  
 Euromärkte 309  
 Europäische Gemeinschaft 319



- Europäischer Binnenmarkt 339  
europäischer Wertpapiermarkt 356
- Fahrzeugbau 249  
Faktoren 57  
Fälligkeiten 316  
Feder, Gottfried 270  
Ferdinand I. (Ks.) 58  
festverzinsliche Kredite 263  
Fill-or-kill-Aufträge 344  
Finanzinnovationen 23  
Finanzkapital 271  
Finanzmarktförderungsgesetz (1990) 339, 346  
Finanzplatz Deutschland 327, 328, 337–340  
Finanzplatz Frankfurt 339  
Finanzreform (1909) 168  
Finanztermingeschäfte 340  
Finanzterminkontrakte 327  
Flandern-Brabant 53  
Flick, Friedrich 236  
florentinisch-lyonisches System 60  
Florenz 55, 59  
föderative Börsenverfassung 328  
Fondsbörsen 95, 98, 101, 103, 140  
Fondsgeschäfte 89, 109  
Fondsverkehr 113  
Förderung der Kapitalbildung 293  
Forderungen 23, 28, 85, 86  
FOX 345  
Franco-Ungarische Bank 155  
Frankenspekulation 242  
Frankfurt a. Main  
– Banken 45, 106, 108, 137, 143–146, 181, 184, 301, 339  
– Börse (Wechselplatz/Geld und -Kapitalmarkt) 26, 29, 45–51, 54, 55, 87, 88, 90–94, 96, 101, 105–110, 113, 119–120, 135, 139, 141–145, 147, 148, 167, 173, 174, 179, 183–186, 188, 190–193, 197, 198, 200, 225, 228, 231, 234, 244, 245, 251–253, 276, 277, 293, 295, 301, 302, 312, 320, 325, 326, 338–341, 349–355  
– Handel/Messe 15, 17, 18, 23, 33, 35, 39, 44–53, 55, 57, 59, 62–64, 66, 110, 172  
– Industrie- und Handelskammer 354  
Frankfurter Allgemeine Versicherungen AG 264  
Frankfurter Handelszeitung 149  
Frankfurter Hypothekenbank 147  
Frankfurter Obligationen 142  
Frankfurter Wertpapierbörse AG 354  
Frankfurter Zeitung 149, 150, 227  
Frankreich 137, 138, 158, 172, 183, 260, 316, 321, 358  
Franz I. v. Frankreich (Kg.) 58  
französische Krone 60  
französische Reparation 153, 154  
Frauen 228–230, 274  
Freibörse 187  
freie Börsenmakler 231, 240, 277, 282, 354  
freier Kapitalmarkt 217, 222  
Freihandel 238  
Freiverkehr 165, 225, 235, 295, 302, 333  
Fremdfinanzierung 263, 322  
Fremdwährungsanleihe 302, 330  
Friedländer & Sonnenfeld (Bankhaus) 170  
Friedrich I. v. Preußen (Kg.) 99  
Friedrich II. v. Preußen („der Große“) (Kg.) 104  
Friedrich Wilhelm v. Brandenburg (der „Große Kurfürst“) (Kfst.) 99, 101  
Friedrich Wilhelm I. v. Preußen (Kg.) 99  
Fries & Co (Bankhaus) 181  
Fritz, Hans 44  
Froler, Simon und Sixtus 54  
Fugger 26, 38, 39, 44, 47–49, 57, 60, 61  
Führerprinzip 274–276  
Fungibilität 19, 21, 23, 27, 30, 84  
Funk, Walter 272, 274  
Fürer, Christof 63  
Fürstenhäuser, Hans 48  
Fürth 120, 139  
Futurekontrakte 340  
Futures 326
- Gamp 171  
Garantiefonds 253  
Gebührenordnung 319, 353  
Gegengeschäfte 239  
Geldentwertung 266  
Geldgeschäfte 21, 42, 43, 65, 67, 85  
Geldkurse 277  
Geld- und Briefkurse 233  
Geldmarkt 21, 55, 65, 141  
Geldmenge 31  
Gelsenkirchener Bergwerksverein 177  
Gemeindeverschuldungsgesetz (1933) 273  
Generalbank für Maklergeschäfte 164  
Genf 108, 155, 238, 239

- Genua 18, 47, 53–55, 59, 60, 63  
 Genuesisches System 60  
 Genußrechte 318  
 Genußscheinmarkt 332  
 Geraer Bank 146  
 „geräuschlose“ Finanzierung 217  
 Regelter Freiverkehr 333–336  
 Regelter Markt 324, 331–337, 359  
 German Options and Financial Futures Exchange (GOFEX) 326  
 Geschäftsbanken 303  
 Geschäftsbedingungen 353  
 Gesellschaftsrecht 307  
 Gesellschaft- und Wechselsteuer 339  
 Gesellschaftsvorstand 307  
 Gesetz über die Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln (1959) 306  
 Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften, Novellierung (1990) 346, 359  
 gespaltener Körperschaftssteuertarif 322  
 Gewerke 255  
 Gewinn 231, 273  
 Gewinnaussichten 263  
 Geymüller (Bankhaus) 136, 181  
 Giralgeld 51  
 Giro-Bank 56, 67, 110  
 Girosammeldepots 296  
 Giroverkehr 66  
 Glattstellung 252  
 Gläubigereffekte 237, 255  
 Gläubigerpapiere 226  
 Gläubigerrecht 296, 300  
 Gläubigerschutz 157  
 Gleiwitz 178  
 Globalisierung der Kapitalmärkte 358  
 Going Public 323  
 Goldpfandbriefe 247, 266  
 Goldsmith Symonds (Bankhaus) 138  
 Goldwährung 31–34  
 Johann Goll & Söhne (Bankhaus) 109  
 Göring, Hermann 272  
 Gossembrot, Georg 58  
 Gossembrot (Handelsgesellschaft) 58  
 Gossler & Co (Bankhaus) 197  
 Gozzadini, Gabione 54  
 Gratisaktien 306  
 Graz 56  
 Griechenland 137  
 Grimmen 178  
 Großaktionäre 318  
 Großbanken 162, 178, 197, 221, 225, 231, 233, 246, 249, 257, 265, 296  
 Großbritannien 221, 339  
 Großindustrie 275  
 Großunternehmen 276  
 Gründerkrise 152, 156  
 Gründerzeit 183  
 Gründungsgeschäft 145, 146  
 Gummersbach (Kaufleute) 45  
 Gutehoffnungshütte Aktiengesellschaft 156  
 Gwinner, Arthur von 169  
 Haber, Moritz von 146  
 Haftungssumme 239  
 Halbjahresberichte 359  
 Halle a. d. Saale, Börse 178, 255, 277  
 Hamburg 17, 34, 155, 323  
 – Banken 66, 93, 136, 137, 257  
 – Börse (Wechselplatz, Geld- und Kapitalmarkt) 41, 49, 63, 66, 67, 83, 87, 88, 91, 93, 96, 101, 108, 110–113, 119, 120, 135, 148, 173, 174, 179, 185, 192, 193, 197–200, 225, 230, 245, 251–254, 256, 257, 276, 277, 294, 312, 320, 325  
 – Handel/Messe 17, 49, 55, 62, 63, 66, 67  
 Hamburger Anleihen 142  
 Hamburger Kurszettel 148  
 handelsfähige Wertpapiere 212  
 Handelsgerichtsordnung 117  
 Handelsgesetzbuch (1897) 151  
 Handelskammern 172–174, 185, 193, 196, 198, 199, 233  
 Handelsmakler 178  
 Handelsministerium 225  
 Handelsmünzen 31  
 Handelsrecht 232  
 Handelsregister 229  
 Händler- und Beraterregeln 317  
 Handlungs-Gremium 187  
 Hannover, Börse (Wechselplatz/Geld- und Kapitalmarkt) 89, 113, 114, 192, 199, 200, 224, 232, 254, 255, 277, 294, 325  
 Hansemann 156  
 Hansemann, David (Bankhaus) 146  
 Harpener Bergbau-Actien-Gesellschaft 147  
 Hassenbart, Peter Paul 56  
 Hatzfeld zu Gleichen, Karl Friedrich Graf von 122  
 Hausse 228, 235, 245, 256, 302  
 Hausse-Spekulation 211, 246

- Hedge-Position 347  
 Heimatbörse 277, 278  
 Heimatlandkontrolle 359  
 Salomon Heine (Bankhaus) 197  
 Heinrich, Walter 271  
 J.D. Herstatt (Bankhaus) 143  
 Hertel'scher Cours-Bericht 163  
 Herwart (Bank- und Handelshaus) 47, 58  
 Hessen 300, 343  
 Hindenburgprogramm 223  
 Hirschfeld & Wolff (Bankhaus) 170  
 Hoechstetter (Kaufmannsbankiers) 47, 58  
 Hoerder Bergwerks- und Hüttenverein 147  
 Hof-Courtier 100  
 Hofbankiers 94  
 Hoffaktoren 85, 94  
 Hofkammer 122  
 Hofrechenkammer 122  
 Hohenloherwerke 193  
 Holland 138, 148  
 Holsteinscher Adel 65  
 Hope (Bankhaus) 136  
 Hyperinflation 226, 238  
 Hypothekenbanken 168, 211, 212, 221, 247, 266, 303, 308  
 Hypothekenscheine 98  
  
 I.G. Farbenindustrie AG 253, 259, 278  
 IFOX 345  
 Imhof (Bank- und Handelshaus) 47, 56  
 Imhof, Andreas 56  
 Imhof, Wilhelm 56  
 Immediate-or-cancel-Aufträge 344  
 Index-Future-Kontrakt 347  
 Indossament 16, 19, 23, 27–29, 37, 84, 107, 115  
 Industrieaktien 135, 144, 145, 147, 148, 177, 183, 187, 192, 194, 227, 234, 255, 259  
 Industrieanleihe 299  
 Industriebörse 189  
 Industriefinanzierung 299  
 Industrieobligationen 161, 255, 273, 298, 309  
 Industriewerte 264  
 Inflation 214, 216, 217, 226–242, 246, 249, 253, 258, 263, 293  
 Information 221, 266, 309, 327, 338, 348, 352, 356, 359  
 Informationsfunktion 20  
 Inhaberaktien 149–151  
 Inhaberpapiere 19, 37  
  
 Inhaberschuldverschreibung 298, 320  
 inländische Aktien 332  
 inländische Wertpapierbestände 296  
 Insider 317, 318  
 Insiderhandels-Richtlinien 317, 318  
 Insiderinformationen 317, 360  
 Insiderpapiere 317, 318, 360  
 Insiderproblem 310  
 Insiderprüfungskommission 317, 318  
 Insiderregel 316–318  
 Insiderrichtlinien 357, 360  
 Insiderverstöße 360  
 Insolvenz 155  
 Integriertes-Börsenhandels- und Informations-System (IBIS 2) 350–352, 354  
 Inter-Banken-Informations-System (IBIS 1) 349, 350, 354  
 Interimsschein (Promessen) 140  
 International Organisation of Securities Commissions (IOSCO), internationale Organisation der Börsenaufsichtsbehörden 355  
 internationale Börsenbeziehungen 212  
 internationale Hochfinanz 57  
 Internationaler Währungsfonds 321  
 Investitionen 263, 264  
 Investmentbanken 330  
 Investmentfonds 337, 339  
 Investmentgesellschaften 319  
 Investmentrecht 356  
 Investmentrichtlinien 357, 359  
 Investmentzertifikate 337  
 Italien 43, 45–46, 50, 52, 53, 64, 107, 137  
  
 Jacobi, Haniel & Huysen (Handelsgesellschaft) 156  
 Japan 339, 342, 356  
 Jobber 239, 240  
 Johann Georg III. v. Sachsen (Kfst.) 117  
 Jolier, Johann (Börsenkaufmann) 50  
 Juden 43, 46, 91, 92, 94, 98, 100, 106, 111, 120, 272, 274  
 jüdische Aktienbesitzer 274  
 jüdische Kursmakler 274  
 Juristische Personen 217  
 Justenhöfer, Loy 46  
  
 Kaib (Börsenkauffleute) 50  
 Kaiser-Ferdinand-Nordbahn 144  
 Kali & Co 186  
 Kalianleihe 237

Kaliwerte 224, 254  
 Kamerer-Seiler (Bankhaus) 53, 54  
 Kammerbriefe 41  
 Kanitz, Graf von 171  
 Kansas City Board of Trade (KCBOT) 342  
 Kapitaladäquanrichtlinien 361  
 Kapitalanlagegesellschaften 326, 346  
 Kapitalbedarf 245  
 Kapitalertragssteuer (Kuponsteuer) 301, 307, 308  
 Kapalexport 145, 158, 159  
 Kapitalflucht 183  
 Kapitalimport 159  
 Kapitalknappheit 158, 242  
 Kapitalmarkt 21, 26, 41, 60, 105, 106, 141  
 Kapitalmarktdirigismus 297–299  
 Kapitalmarktförderung 297–299  
 Kapitalmarktförderungsgesetz 297, 298  
 Kapitalmarktrecht 307, 323  
 Kapitalnachfrage 300  
 Kapitalstock 152  
 Kapitaltransfer 59  
 Kapitalüberfluß 158  
 Kapitalverkehrsausschuß 297  
 Kapitalverkehrsgesetz 297, 298  
 Kapitalversorgung 247, 336  
 Kapitalzufuhr 250  
 Kapitalmarktaufsicht 314  
 Karl IV. (Ks.) 31, 66  
 Karl V. (Ks.) 59, 31  
 Karoline 108  
 Kartelle 261  
 Kartellgesetz (1957) 301  
 Kaschau 54  
 Kassabörse 344  
 Kassageschäfte 138, 163, 164, 174, 235, 243, 269, 251, 266, 276–278  
 Kassahandel 177, 178  
 Kassakurs 165, 225  
 Kassamarkt 164, 175, 241  
 Kassapapiere 177, 185  
 Kassenverein 237, 253, 256, 297  
 Katalonien 53  
 Kauffleute 43–45, 47, 50, 64–65, 67, 92, 93, 97–99, 102, 104–107, 110, 113, 116, 117, 119, 120, 122, 137–139, 186, 187, 193, 222  
 Kauffleutestubengesellschaft 186, 187  
 Kaufmannschaft 173, 199  
 Kaufmannschaftskorporation 172, 173, 176  
 Kaufmannsordnung 107  
 Kaufoptionen (calls) 315  
 Kiel 65, 66  
 Kipper und Wipper 26, 33, 66  
 Kleberger, Hans 58  
 Kleberger (Kaufmannsbankiers) 52, 58  
 Kleinaktionäre 139, 309  
 Kleingewerbetreibende 229  
 Koch 171  
 Kolberg, Börse 89, 92, 116, 117  
 Köln 24, 144, 155  
 – Banken 43–45, 115, 143, 197, 257, 295  
 – Börse (Wechselplatz/Geld- und Kapitalmarkt) 53, 87, 89–92, 108, 114–116, 146, 149, 174, 179, 184, 192, 194, 199, 223–225, 228, 229, 232–237, 243–246, 251–254, 256, 257, 276, 277, 294  
 – Handel/Messe 15, 17, 33, 43–46, 49, 51, 53, 54, 63, 66, 141, 172  
 Kölner Bergwerks-Verein 147, 195  
 Kölner Liquidationsverein für Zeitgeschäfte e.V. 252  
 Kölnischer Maschinenbau 195  
 Köln-Mindener Eisenbahn 139, 195  
 Köln-Mindener Eisenbahngesellschaft 139  
 Kolonialgesellschaften 84, 101  
 Kombinationsaufträge 344  
 Kommanditwechsel 53  
 Kommerzdeputation 67, 110, 111–113  
 Kommission betr. europäischer Wohlverhaltensregeln für Wertpapiere (EG Börsenzulassungsrichtlinien) 358  
 Kommissionär 231, 239, 311  
 Kommissionsgeschäft 170, 171, 175, 232  
 Kommunalanleihe 162, 197, 273  
 Kommunalobligation 144, 147, 298, 299, 309  
 Kommunalpapiere 255  
 Kommunikation 45, 255, 259, 327  
 Kompensationsgeschäfte 238, 257  
 Königliche Bank 101  
 Königsberg, Börse 68, 87, 89, 90, 115, 116, 179, 192, 194, 195, 255, 257, 267  
 Konsortialbanken 308  
 Konsortialgeschäfte 318  
 kontrollierte Notierungen 295  
 kontrollierter Freiverkehr 295  
 Konversionskassen 278  
 Konzentrationsprozesse 259  
 Konzessionssystem 151, 153, 154, 157  
 Kopenhagen 113  
 Körperschaftssteuer 274

Körperschaftssteuerreform 323  
 Körperschaftssteuerreformgesetz (1975) 322  
 Korrespondenten 57  
 Kraft- von Locheim-Stark (Bankhaus) 53  
 Krakau 54, 59  
 Kraut(t), Johann Andreas 101  
 Kredit 16, 25, 35, 40, 41, 51, 53  
 Kreditaufnahme 263  
 Kreditinstitute 303, 318, 327, 328, 337, 345  
 Krefeld 172  
 Krel, Daniel 49  
 Kress (Handelshaus) 28, 53, 54, 64  
 Kreuger, Ivar 236  
 Kriege 212  
 Kriegsanleihen 219, 220  
 Kriegsanleihepapiere 234  
 Kriegsentschädigung 153  
 Kriegsfinanzierung 219, 282  
 Kriegsgewinne 220  
 Kriegsgüter 281  
 Kriegsgüterproduktion 216, 220, 234  
 Kriegsindustrie 223  
 Krölller, Anton G. 236  
 Kulisse 181, 240–242, 254  
 Kupfermarkt 63  
 Kuponsteuergesetz 308  
 Kurfürsten von Sachsen 56  
 Kurs-Informations-Service-System (KISS)  
     349, 352  
 Kursblatt 98, 187  
 Kurseinbrüche 218  
 Kursentwicklung 234  
 Kursermittlung 198  
 Kursfestsetzung 280  
 Kursfeststellung 164, 165, 171, 174, 185, 224,  
     225, 233  
 Kursmakler 176, 231, 274, 282, 310, 319  
 Kursmaklerkammern 354  
 Kursmanipulation 231  
 Kursnotierung 175, 178, 219  
 Kursschwankungen 211, 269  
 Kursicherungstratten 228  
 Kursverluste 211  
 Kurszettel 91, 98, 100, 101, 104, 107–109,  
     112, 117, 119, 121, 142, 147, 149, 164, 178,  
     187–189, 191, 194–197, 199, 223  
 Kuxe 38–40, 196, 211, 223, 226, 254, 255, 282  
 Kuxenhandel 199, 200  
 Kuxenurse 223  
 Landeszentralbank 301, 350  
 Landschaftsbanken 211  
 Lauingen 53  
 Lausanne 238  
 Law'sche Bank 84, 85, 93, 94  
 Lebrun, Cornelius 45  
 Lebzelter, Friedrich 50  
 Lederer, Matheo 49  
 Leerverkäufe 138  
 Leipzig 39, 50, 113, 140, 193  
   – Börse (Wechselplatz/Geld- und Kapital-  
     markt) 29, 87, 88, 90, 92, 96, 101, 108,  
     117–119, 139, 173, 174, 179, 192–194, 254,  
     255, 277, 295  
   – Handel/Messe 18, 47, 49, 55, 57, 62–64, 94,  
     117  
 Leipziger Börsenordnung (1886) 174  
 Leitbörse 293, 341  
 Lemaire, David 50  
 Lenkung der Kapitalströme 293  
 Levin, Anthonius 48  
 Liberalismus 271  
 Lichtenstein, Martin von 54  
 Lieferbarkeitsbescheinigung (Affidavit) 296  
 Liefergeschäfte 178  
 London International Financial Future Ex-  
     change (LIFFE) 343, 345, 348  
 Lille 46, 108  
 Linz 18, 55, 90  
 Liquidationskassen 253, 269  
 Liquidationskurse 163  
 Liquidationsverein für Zeitgeschäfte 164  
 Liquidationsvereine 253  
 Liquiditätsschwierigkeiten 267  
 Lissabon 63, 113  
 „Loch im Westen“ 228, 244, 254  
 Lohneinkommen 263  
 Lokalbörse 187, 199  
 Lombardkredite 321  
 Lombardsatz 246  
 London 17, 63, 66, 67, 96, 101, 107, 108, 113,  
     119, 136–140, 145, 155, 179, 183, 191, 192,  
     238–242, 245, 259, 264, 269, 278, 293, 300,  
     328, 338, 339, 351  
 Londoner Schuldenabkommen 300  
 Losanleihe 181, 182  
 Lose 188  
 Lotterianleihe 137  
 Lotterielose 98  
 Loucher, Louis 236

Löwen 54  
 Lübeck  
 – Börse (Wechselplatz) 64–67, 87, 89, 119, 120, 277, 294  
 – Handel/Messe 17, 46, 51, 54, 64, 67  
 Lucca 59  
 Ludwig XI. v. Frankreich (Kg.) 18  
 Ludwigs-Eisenbahn-Gesellschaft 139  
 Lufthansa AG 309  
 Lumago, Antonio 56  
 Lumago, Octavio 56  
 Lund 54  
 Lüneburg 63  
 Lyon 24, 28, 36, 49, 52, 57, 59, 61, 63, 96, 108, 119  
  
 Magdeburg 172, 178, 255  
 Magdeburg-Leipziger-Bahn 140  
 Mailand 53, 54, 59, 63, 108  
 Mainz 53  
 Makler 63, 65, 90–92, 97–100, 103, 104, 106, 107, 110–116, 118–122, 141, 165, 175, 225, 230, 239, 240, 242, 258, 276–278, 341, 349, 352  
 Maklerbank 164–166, 198,  
 Maklerbuch 238  
 Maklerbüro 222, 235  
 Maklereid 91, 115, 118  
 Maklerfreiheit 172  
 Maklergebühr 135, 176  
 Maklergesellschaften 165  
 Maklerkammer 176, 185, 231, 275–277, 282, 319  
 Maklerordnungen 63, 90, 91, 100, 103, 106, 107, 111, 115, 116, 118, 121, 193, 198  
 Maklerrecht 111, 340  
 Maklerwesen 91, 92, 171, 175  
 Maklerzwang 92, 111, 122  
 Malapert, Ludwig 45  
 Manlich (Bank- und Handeishaus) 47, 61  
 Mannheim, Börse 178, 255, 257, 277  
 Maria Theresia (Ksin.) 122  
 Maria, Statthalterin der Niederlande (Kgin.) 59  
 Mark banco 66, 93, 120  
 Market Maker (Marktmacher) 341, 345, 352, 360  
 Market Maker-System 341, 345  
 Marktliquidität 338, 341  
 Marktordnung 120  
 Marktpreisrisiken 342  
 Marktsegment 333, 336  
 Marktüberwachung 338  
 Marshall-Plan 298, 300  
 Maschinenbau 249  
 Maschinenbau-Aktiengesellschaft Nürnberg 156  
 Marché à Terme de Instruments Financiere de Paris (MATIF) 343, 345  
 Maximilian (Ks.) 31  
 Meckau, Melchior von (Fstbf. v. Brixen) 58  
 Medici 43, 53, 64  
 Medici-Bank 53  
 Medio-Handel 253  
 Medioliqidation 245  
 Meinau, Hieron 44  
 Meistausführungsprinzip 345  
 Memel 178  
 Mendel, Marquart 54  
 Mendelssohn & Co (Bankhaus) 143  
 Merchants Adventurers 66  
 Messen 15, 17, 20, 30, 43, 88, 90, 92, 93, 105, 107, 117–119, 254  
 Meßgulden 93  
 Meßkonto 108  
 Meßtaler 92  
 Metallherzeugung 272  
 Metallgeld 86  
 Metalliques-Anleihen 136, 182  
 metallverarbeitende Industrie 158  
 Metaverbindung 252  
 B. Metzler seel. Sohn & Cons. (Bankhaus) 109  
 Mevissen, Gustav 146, 150, 151  
 Minderheitsaktionäre 307  
 Mindestkapital 185  
 Mindestnennbetrag 151, 312  
 Miquel, Johannes von 156  
 Mitteldeutsche Creditbank 146  
 Mittelkurs 185  
 Mittelstands AG 336  
 Mobilisierung der Forderungen 23, 85, 86  
 Mobilisierung des Kapitals 20  
 Montanwerte 294  
 Montpellier 59  
 München  
 – Börse 173, 179, 186–189, 192, 193, 245, 254, 257, 277, 294, 312, 320, 325  
 – Wirtschaft 254  
 Münchener Handelsverein 173, 187, 188  
 Mündelgeld 226

Münzen 21, 23, 41, 105, 136  
Münzgeschäft 21  
Münzordnungen 32, 33  
Münzpolitik 33  
Münzvergleich 105

Nachbörse 225, 277, 336  
Nachrichtenübermittlung 149, 252  
Namensaktie 150, 151  
Namensschuldverschreibungen 299  
Napoleon 113  
napoleonische Kriege 136  
nationalsozialistische Wirtschaftspolitik 270  
Naumburg 62, 113  
Neapel 59, 63  
Nebensmakler (Winkelmakler) 107  
Neithart 52  
Nell-Breuning, Oswald von 268, 269  
Neuenburg 238  
„Neuer Plan“ (1934) 278  
New York 179, 238, 240–242, 249, 259, 260, 269, 278  
Nicht-Kaufleute 346  
Niederlande 105, 226, 282, 316  
Niederländische Bank 249  
Niedersachsen 305  
Norddeutsche Bank 257  
Norddeutsche Credit-Anstalt 257  
Nordenholt, Henrich 102  
Nördlingen 53–55  
Norwegen 321  
Notgemeinschaften der Wertpapierbesitzer 295  
Notierungsaufnahme 336  
Null-Kupon-Anleihen (Zero-Bonds) 329  
Numerus clausus 111, 112, 116  
Nürnberg 39, 83, 138, 139  
– Banken 55, 56, 93  
– Börse (Wechselplatz) 29, 46–49, 53–57, 87, 90, 93, 96, 108, 113, 119–121  
– Handel/Messe 17, 33, 46–49, 51–57, 59, 62–64  
Nützel, Caspar 40  
Nützel, Gabriel 40  
Nützel, Hans 39  
Nützel, Sigismund 40

Oberbeck (Börsenkaufleute) 50  
Oberdeutsche Geld- und Wechselmärkte 55  
Oberdeutsche Hochfinanz 51–53  
Obermayer, Jakob 98, 186  
Obermayer, Süßkind 186  
Obligationen 27, 41, 44, 66, 88, 94, 96, 98, 101, 104, 114, 122, 139, 147, 184, 191, 192, 196, 213, 248, 259, 266, 268, 272  
Ofen 53, 54  
öffentlich-rechtliche Kreditinstitute 303  
Ölwerte 254  
Opitz, Georg 296  
Oppenheim 153, 156  
Sal. Oppenheim jr. & Cie (Bankhaus) 143  
Oppenheim, Abraham 146  
Optionen 325–327, 340, 342, 344, 346  
Optionsanleihen 304, 309  
Optionsgeschäft 315, 319  
Optionshandel 316, 325  
Optionskontrakte 316, 343, 344, 347  
Options- und Terminkontrakte 343  
Optionslaufzeit 316  
Optionsmärkte 325  
Optionspreis 315  
Optionsrecht 316  
Optionsscheine 318, 328  
Optionsscheinmarkt 332  
Orderbuch 238  
Orders 344  
Orderschuldverschreibungen 298, 320  
Ordnungsfunktion 20  
Osmanisches Reich 137  
Österreich 136, 137, 142, 145, 148, 154, 157, 166, 169, 183, 186, 214, 217, 273, 277, 281  
Österreichische Credit-Anstalt 146–149, 155  
Österreichische Donaukraftwerke 303  
Österreichische Kreditbank 197  
Österreichische Nationalbank 110, 143, 181, 188  
Österreichische Obligation 186  
Österreichische Staatsanleihen 188  
Österreichisches Börsengesetz (1854) 180  
Österreichisches Börsengesetz (1875) 157, 166, 176  
Österreichisches Börsenumsatzsteuergesetz (1893) 169  
Österreich-Ungarn 155  
Österreichisch-Preußischer Krieg 150  
Ostpreußen 143  
Ostpreußische Landschaft 194  
Ostpreußisches Mäkler-Reglement 116  
Outside-Broker 239

Palermo 59, 85  
 Papen, Franz von 266  
 Papiergeld 123  
 Parallelmarkt 324  
 Paris 59, 96, 101, 107, 108, 113, 119, 122, 140,  
 145, 155, 179, 183, 191, 192, 238, 240–242,  
 245, 254, 259, 260, 269, 270, 293, 339, 349  
 Gebr. Parish (Bankhaus) 136, 137  
 Parish, John 112  
 Parkett 240–242, 254, 348–352  
 Partialobligationen 84–86, 94, 136  
 Pastor (Kaufleute) 45  
 Paumgartner (Bankhaus) 52, 55, 58, 59, 64  
 Paumgartner, Anton 52, 55, 58  
 Paumgartner, Franz 55  
 Paumgartner, Hans d.J. 58  
 Perpignan 54  
 Personalgesellschaften 217, 272, 273, 276  
 Petrofina 302  
 Pfalz 143  
 Pfandbriefe 27, 101, 104, 139, 143, 144, 147,  
 162, 191, 194, 197, 199, 211, 255, 259,  
 297–299, 307, 309  
 Pfandbriefemissionen 162  
 Pfandbriefmarkt 188  
 Pflingstmesse 66  
 Pfinzing (Kaufmannsbankiers) 64  
 Pfuschkler (Privatmakler) 165, 195, 230  
 Philipps-Aktie 302  
 Phoenix Aktiengesellschaft für Bergbau und  
 Hüttenbetrieb 147  
 Piacenza 61  
 Pirkheimer 53, 54, 64  
 Pirkheimer, Conrad 53  
 Peter Pohle & Comp. (Bankhaus) 138  
 Pölnitz, Götz Freiherr von 58  
 Pommern 143  
 Portfeuille 347  
 Portfoliomanagement 353  
 Portugal-Anleihe 159  
 Portugiesen 45  
 Posen 143, 178  
 Prag 54, 56, 63, 87, 108, 113, 119  
 Prämengeschäfte 235, 277, 315, 316  
 Prämien-Schatzanweisungen 300  
 Präsenzbörse 341, 352  
 Prechter 57  
 Preiskurantanten 91, 103, 113  
 Preisnotierung 222  
 Preußen 109, 139, 144, 148, 151, 153, 156, 172,  
 191, 237  
 Preußische Bergwerks- und Hütten AG  
 (Preußag) 304  
 Preußische Seehandlung 101, 104  
 preußische Staatsanleihen 148, 153, 191  
 preußische Staatsschuldscheine 142  
 Preußisches Aktiengesetz (1843) 140  
 Preußisches Allgemeines Landrecht 140  
 Preußisches Eisenbahngesetz (1838) 151  
 Primär-Insider 360  
 Privatanleger 299  
 Privatbanken 136, 143, 177, 184, 231, 249, 258  
 Privatbörse 231  
 Privatliskont 247, 249  
 Privatliskontsatz 192  
 Privatliskontwechsel 261  
 private Effektenbörsen 178  
 private Investoren 326  
 Privatmakler 193  
 privatrechtlicher Freiverkehr 335  
 Produktenbörse 178, 186, 195, 198  
 Prospekt 297, 334  
 Prospektpflicht 333  
 Provinzbörse 179, 192, 193, 198  
 Prozentnotierung 312  
 Publikum 229  
 Publizität 331  
 Put 344, 347  
 Quirini, Vincenzo 58  
 Ravensburg 53  
 Reallohn 261, 262  
 Rechenmünzen 30, 31, 33–35, 41  
 Rechtmäßigkeit 296  
 Rediskontkontingente 321  
 Regionalbörse 270, 293, 313, 314, 322, 337,  
 340, 341, 351, 352, 354  
 Regionalisierung 256, 294  
 Reichsanleihen 167, 169, 229, 272, 280, 282  
 Reichsbank 148, 151, 168, 228, 235, 246, 247,  
 249, 250, 261, 264, 273, 278, 296  
 Reichsbankdiskont 249  
 Reichsbankdiskontsatz 192  
 Reichsbankpolitik 242  
 Reichsfinanzreform (1909) 163  
 Reichsgoldanleihe 213  
 Reichskredite 272  
 Reichspräsident 269



Reichsregierung 235, 236  
 Reichsschatzanweisungen 217  
 Reichsspeziestaler 107  
 Reichstag 171  
 Reichstrehänderbezirk der Arbeit 277  
 Reichswirtschaftsminister 275, 282  
 Rembours 221  
 Renten 38, 40, 167, 188, 213, 324, 328  
 Rentenanleihen 40–42  
 Rentenbanken 211  
 Rentenbörse 110  
 Rentenmark 242  
 Rentenmarkt 26, 40, 41, 188, 298, 299, 303,  
 307–309, 332  
 Rentenpapiere 226, 247  
 Rentenwert 308  
 Reparationen 250  
 Reparationsgläubiger 228, 262  
 Reparationszahlungen 247, 262  
 Reportsatz 246  
 Restliberalisierung 329  
 Reuters 349  
 Rheinische Bahn 139, 143, 195  
 Rheinische Creditbank 257  
 Rheinische Eisenbahngesellschaft 150  
 Rheinland 153, 244, 251, 253  
 Rheinlandbesetzung 235, 236  
 Rhein-Main-Donau AG 299  
 Ribbecksche Montanwerke AG, A. 255  
 Ricorsawechsel 17, 36  
 Riedler, Anton 55  
 Risikobegrenzung 338  
 Ritterschaftliche Pfandbriefe 143  
 Roggenanleihe 237  
 Rom 54–55, 59, 63  
 Römer, Nicolaus 49  
 Rosencrans, Johann 44  
 Rostock 67  
 Roß, Peter 50  
 Roth, Christoph 56  
 Roth, Elias 56  
 Roth, Thobias 56  
 Rothenburg 53  
 Rothschild 106, 137, 143, 146, 148, 156, 181,  
 183, 185, 191  
 Rothschild (Bankhaus) 144  
 M.A. Rothschild & Söhne 137  
 Rothschild, Nathan Meyer 137  
 Rothschildlose 186  
 Ruland (Börsenkaufleute) 50  
 Rummel, Wilhelm 53–54  
 Rüstungsindustrie 276  
 Rußland 137, 142, 148, 162  
 Rütgerswerke AG 278  
 Sachsen 153, 255  
 Sachverständigenausschuß Börsenreform 311,  
 315  
 Sachverständigen-Kommission der Fondsbör-  
 se (Berlin) 173  
 Sachverständigenkommission der Fondsbörse  
 (Bremen) 173  
 Sachverständigen-Kommission für den  
 Effektenhandel 173  
 Saigerhandel 62  
 Saling's Börsen-Papiere 149  
 Sange, Hieron de 45  
 Sarajevo 183, 218, 226  
 Sassolini, Simon 43  
 Savioli, Benedict 56  
 A. Schaaffhausen'scher Bankverein 143, 145,  
 146, 150, 257  
 Schachen, Bastian 48  
 Schacht, Hjalmar 246, 250, 273, 275, 276, 278,  
 282  
 Schaffhausen 238  
 Schatzanweisungen 213, 273, 308  
 Schatzwechsel 308  
 Scheck 34, 35  
 Scheidemünzen 83, 108  
 Gebr. Schickler (Bankhaus) 147  
 Schickler, Johann Jacob 101  
 Schiedsgericht 188  
 Schiedsstelle 278  
 Schiffahrtsgesellschaften 254  
 Schiffspfandbriefbanken 212  
 Schlesien 143  
 Schlesische Aktiengesellschaft für Bergbau  
 und Zinkhüttenbetrieb 147  
 Schlesische Portland-Zement AG 267  
 Schlesischer Bankverein 257  
 Schleswig-Holstein 300  
 Schlichtung 244  
 Schluchsee-Werke AG 299  
 Schlußkurs 165  
 Schlußnote 238  
 Schmoller, Gustav 159, 171  
 Schot, Antoni Leonhard de 67  
 Schuldscheinfiananzierung 309

- Schuldverschreibungen 142, 167, 168, 183, 184, 212, 214–217, 268, 297, 302, 308, 328, 356
- Schutzgemeinschaft der Wertpapierbesitzer 295
- Schutzprinzip 268
- Schwankungsmarkt 266
- Schwarz, Matthäus 52
- Schweden 148, 282, 321
- Schweiz 226, 238, 280, 282, 326
- Schweizerische Nationalbank 321
- Schwerindustrie 152, 158, 223, 249
- Seaq-System 351
- Segré-Bericht 356
- Seiler 52, 54
- Seitz, Jeremias 50
- Sekundär-Insider 360
- Sekundärhandel 343
- Sekundärmarkt 325
- Selbsteintrittsrecht 311
- J. & W. Seligmann & Co (Börsenfirma) 145
- Seligmann & Stettheimer 145
- Sensale (Makler) 91, 96, 107, 120, 122, 180, 181, 187
- Serbien 226
- Seydlitz & Merkens (Bankhaus) 143
- Siebenbürgen 53
- Siebenjähriger Krieg 100, 104, 118, 121
- Sigismund (Ks.) 31
- Silber- und Wechselmarkt 63
- Silberhandelszentren 62
- Silberwährung 31–35
- Sina (Bankhaus) 181
- Sini, Cosimo 56
- Solawechsel 17, 36, 46
- G. Sondheimer (Bankhaus) 190
- Sonnemann, Leopold 149
- Sorten 30, 92, 93, 95, 110, 119, 211
- Sortengeschäft 93, 95
- Sortenhandel 93
- Sozialismus 271
- Sozialpfandbriefe 299
- Spanien 137, 139, 148
- spanische Anleihen 163
- spanischer Königshof 60
- spanischer Staatshaushalt 60, 61
- Spann, Othmar 271
- Spekulanten 135, 137
- Spekulation 50, 110, 113, 123, 136, 137, 139–141, 144, 146, 148, 150, 153, 155, 157, 159, 164–167, 169, 171, 172, 177, 178, 180–182, 186, 191, 217, 219, 223, 227, 231, 235, 236, 242, 268, 270, 274, 347
- Spekulationshandel 236
- Spekulationskredit 177
- Spekulationspapiere 150
- Spekulationsverhalten 182
- Spekulationswelle 182
- Spezialmarkt 195
- Spinnereien 225
- Splitgerber, David 101
- St. Gallen 53, 238
- staatliche Kapitalmarktpolitik 293
- Staatsanleihen 40, 94, 97, 103, 106, 108, 109, 114, 136, 137, 144, 147, 153, 162, 166, 169, 181, 182, 186, 197, 273
- Staatsbankrott 181
- Staatsfinanzen 145
- Staatskommissar 176, 220, 275
- Staatskredit 136, 147
- Staatspapierbörse 142, 147
- Staatspapiere 85, 86, 88–90, 94, 95, 98, 101, 109, 110, 122, 123, 144, 145, 147, 148, 161, 180, 184, 190, 192, 194, 197, 224, 255, 259
- Staatspapiergeld 85, 86, 101
- Staatspapierhandel 135, 137, 142
- Staatsrenten 177
- Staatsschulden 84, 86, 94, 104, 121, 123, 181, 217
- Staatsschuldscheine 104
- Staatsschuldtitel 219, 280
- Staatsschuldverschreibungen 138
- Stametz (Bankhaus) 181
- Standardisierung 325
- Ständestaat 271
- Ständige Kommission für amtlich nicht notierte Werte 295
- J.H. Stein (Bankhaus) 143
- Steiner (Bankhaus) 181
- Stempelsteuern 213
- Stenglin, Daniel und Matthäus 47
- Stettin 89, 172, 178, 255
- Steuergesetz (1894) 168
- Steuergesetz (1897) 170
- Steuergutschein 273
- Steuerlastquote 262
- Steuervereinfachungs-Verordnung (1944) 282
- Stillhalter 347
- Stillhalter in Geld 315
- Stillhalter in Wertpapieren 326

- Stillhalterposition 353  
 Stinnes, Hugo 236  
 Stock Exchange 239  
 Stockholm 238  
 Stralsund 87  
 Straßburg 55, 57  
 Streifbanddepots 296  
 Stromeir (Bankhaus) 53  
 Stücknotierung 312  
 Stuttgart  
 – Banken 189, 257  
 – Börse 179, 189, 190, 192, 255, 277, 294, 312, 325  
 Stuttgarter Industriebörsen-Verein 189  
 Subskription 147, 148, 153, 154  
 Süddeutsche Disconto-Gesellschaft 257  
 Sudetenland 273  
 Swiss Options and Financial Futures Exchange (SOFFEX) 326, 343, 345  
 Syndicat der Effektenbörse 198  
 synthetische Bundesanleihe (Bund-Future) 347  
 synthetische Finanztitel 326  
 System von Bretton Woods 320, 342
- Tabak 255  
 Tages- und Lieferungsgeschäfte 180  
 Tagesbörse 189  
 Technisierung 340, 341  
 Teilhabereffekte 226, 237, 244, 255  
 Teilschuldverschreibungen 95, 109  
 Telebörse 353  
 Telekurs 349  
 Telerate 349  
 Terminbörsen 243, 253, 275  
 Termin- und Optionsbörse 326  
 Termin- und Differenzinwand 269  
 Termingeschäfte 138, 139, 141, 163–165, 172, 177, 178, 192, 194, 219, 240, 243, 251, 253, 266, 268, 278, 316, 319  
 Terminhandel 164, 166, 171, 175–177, 181, 191–193, 197, 219, 226, 245, 269, 310, 315, 316  
 Terminhandelsverbot 185  
 Terminmärkte 219, 241, 325–327  
 Thumer, Hans 46  
 Thüringen 255  
 Thüringische Bank 146  
 Tokio 269  
 Transparenz 21, 348
- Tratte 17, 51, 53  
 Trier 172  
 Tucher, Lazarus 52
- Überproduktion 261  
 Überspekulation 155, 157  
 Übertragbarkeit 27, 28  
 Ulm 53, 59  
 Ultimogeschäft 175  
 Ultimohandel 253  
 Ultimokurse 163  
 Ultimoliquidation 219, 245  
 Ultimomarkt 164, 165  
 Umsatzprinzip 268  
 Umstellungsgesetz (1948) 296  
 Ungarn 154, 183  
 Ungeregelter Freiverkehr 332  
 Union-Aktiengesellschaft für Bergbau, Eisen- und Stahlindustrie 156  
 Universalbanksystem 314  
 Unterausschuß für DM-Auslandsanleihen 329  
 USA 144, 145, 250, 251, 264, 269, 315, 316, 339, 342, 343, 356, 358
- Venedig 18, 48–50, 53–55, 57, 59, 63, 83, 96, 108, 113  
 Verankerungsprinzip 329  
 vereidigte Makler (Handelsmakler) 164, 165, 172, 174, 175, 185, 188–190, 193, 194, 198  
 Verein des Handelsstandes 187  
 Verein für die bergbaulichen Interessen des Oberbergamts Dortmund 176  
 Verein für die Interessen des Kuxenverkehrs 196  
 Vereinfachung des Steuersystems 214  
 Vereinigte Elektrizitäts- und Bergwerks AG (Vewa) 304, 305  
 Vereinigte Königs- und Laurahütte, Actien-Gesellschaft für Bergbau und Hüttenbetrieb 154, 156, 193, 197  
 Vereinigte Stahlwerke AG 259  
 Vereinsbank Quistorp & Co 155  
 Verfalltag (Expiration Day) 344  
 Verkaufsoptionen (puts) 315  
 Verkaufsprospektrichtlinien 357, 360  
 Verflechtung mit dem Ausland 243  
 Verschlichung der Forderungsrechte 83, 85, 86  
 Versailles, Vertrag 228, 250  
 Versicherungen 337, 346

- Versicherungsaktien 225  
 Versicherungsunternehmen 278, 326  
 Versicherungswerte 254, 255  
 Vertrauensmänner-Ausschuß 244  
 Vesenmair, Hanß Christoff 50  
 G. Vester (Spedition) 255  
 Viatis, Bartholomäus 56  
 Vierjahresplan 272, 274  
 Volksaktien 304, 305, 322  
 Volkseinkommen 250  
 Volkswagen-Gesetz (1960) 304  
 Vorbörse 225, 277, 336  
 Vormundschaftsgerichte 226  
 Vor- oder Nachprämiengeschäft 316  
 VW-Aktien 305  
 VWD 349
- Währung 25, 33, 34  
 Währungskrise 320  
 Währungsparitäten 320  
 Währungsreform (1923) 217, 237, 242, 243  
 Währungsreform (1948) 299  
 Währungsstabilisierung 217  
 Walpergt, Jost 45  
 Wandel- und Gewinnschuldenverschreibung 318  
 M. M. Warburg & Co (Bankhaus) 197  
 Warenbörse 54, 67, 114, 116, 196, 255  
 Wechsel 16, 17, 19, 21, 23, 26–28, 30, 34–38, 44, 46, 48, 50, 54, 55, 57, 60, 61, 63–65, 68, 84–90, 92, 93, 95–97, 101, 103–105, 107, 108, 110–121, 123, 211, 226, 308  
 Wechselbanken 36  
 Wechselbörsen 68, 101, 233  
 Wechsel- und Devisenbörsen 211  
 Wechselgeschäfte 16, 17, 42–44, 46, 50, 54, 57, 60, 64, 67, 90, 92, 93, 95–97, 101, 103, 105, 107, 108, 112, 115, 118–120, 189  
 Wechselhandel 50, 54, 85, 89, 92, 107, 120  
 Wechselhandlungen 85  
 Wechselkurse 45, 87, 113  
 Wechselmakler 66, 107, 108  
 Wechselmesse 19, 93  
 Wechselordnungen 29, 84, 90, 97, 107, 112, 114, 115, 117, 119, 121  
 Wechselplätze 87, 88, 90, 97, 101, 103–105, 108, 113, 115, 118–121  
 Wechselrecht 16, 64, 67, 100, 101  
 Wechselsensale 187  
 Wechselumlauf 261  
 Wechselverkehr 16, 36, 42, 55, 61, 68, 87–90, 93, 104, 112, 118, 120  
 Wechsel- und Zahlungsverkehr 61  
 Wechselzahlung 107  
 Wechsler 16, 31  
 Weimarer Bank 146  
 Weinsberg, Hermann von 44  
 Welser (Bank- und Handelshaus) 39, 46, 47, 60–61, 63  
 Welser, Franz 46  
 Welser, Jacob 39, 63  
 Welser, Jacob d.J. 46  
 Welser-Vöhlin 63  
 Weltbörse 183, 191, 293, 353  
 Weltwirtschaftskrise 214, 217, 251, 260–270, 273, 274  
 Wertemann, Johann Francisco 50  
 Wertpapieramt 313  
 Wertpapieraufsichtsbehörde 358  
 Wertpapierbereinigung 294–297, 306  
 Wertpapierbereinigungsgesetz 296  
 Wertpapierbeziehungen 218  
 Wertpapierbörsen 275, 316  
 Wertpapierdienstleistungsrecht 356  
 Wertpapierdienstleistungsrichtlinien 360  
 Wertpapiere 16, 21, 23, 27, 38–42, 83–86, 114, 116, 158–160, 162, 164, 166–170, 173, 181, 182, 226, 227, 229, 234, 238  
 Wertpapieremission 293  
 Wertpapierfirmen 360  
 Wertpapierhandel 252, 253, 278, 295, 303, 316, 352  
 Wertpapierhandelshäuser 344, 352, 353, 362  
 Wertpapierleihe 353  
 Wertpapiermakler 353  
 Wertpapiermarkt 235, 299  
 Wertpapiermarktregulierung 355  
 Wertpapierrecht 307  
 Wertpapiersammelbanken 297  
 Wertpapierstempel 252  
 Wertpapiersteuer 308  
 Wertpapierverkehr 295  
 Wertpapierzulassung 278  
 Wertverminderung 228  
 Westfalen 153  
 Wien  
 – Banken 136, 181  
 – Börse (Wechselplatz/Geld- und Kapitalmarkt) 101, 108, 113, 119–123, 135, 144, 147, 148, 155, 157, 167, 169, 170, 180–183,

186–188, 191, 226, 238, 277, 281, 293  
 – Handel/Messe 53, 57, 59, 63, 87, 89–92, 96,  
 121  
 Wiener 171  
 Wiesbaden 231  
 Wilhelm v. Sachsen (Hzg.) 55  
 Winkelbörse (Privatbörse) 122, 123, 231  
 Winkelmakler (Nebemakler) 92, 100, 111,  
 118  
 Wirtschaftskrise 236, 312  
 Wirtschaftsministerium 233, 308, 314  
 Wechselbank 83  
 Wolff, Otto 236  
 Wolffs Telegraphisches Bureau 149  
 Worms 55  
 Württembergische Staatsobligation 190  
 Württembergische Vereinsbank 257  
  
 Young-Plan 300  
  
 Zahlungsströme 42  
 Zahlwoche 93  
 Zeitgeschäfte 95, 138, 139, 163, 164, 174, 252,  
 277  
 Zeithandel 253  
 Zentralbank 235  
 Zentralbörse 179, 183, 192, 294, 313, 352  
 Zentraler Kapitalmarktausschuß 303, 304,  
 307, 329  
  
 Zentralhandelsbörse 195  
 Zentralisation 340  
 Zinsarbitrage-Geschäft 252  
 Zinsbindung 302  
 Zinsen 23, 263  
 Zinsgarantie 140  
 Zinsknechtschaft 270  
 Zinspapiere 235  
 Zinssatz 247  
 Zinsterminkontrakte 347, 348  
 Zinswerte 219  
 Zinzendorf und Pottendorf, Ludwig Julius  
 Graf von 122  
 Zivilbedarfsgüterproduktion 234  
 Zobel, Martin 49  
 Zorsi, Antonio 45  
 Zubaße 255  
 Zulassungsausschüsse 278  
 Zulassungskarte 230  
 Zulassungsstelle 245, 317  
 Zulassungsstellen der deutschen Wertpapier-  
 börsen 308  
 Zürich 226, 238, 328  
 Zurzach 55  
 Zwangsbörse 90, 121  
 Zwickau, Börse 255, 277  
 Zwischenberichte 310–312, 314, 319, 333  
 Zwischenberichts-Richtlinie 330, 357, 359



## Autorenverzeichnis

*Prof. Dr. Rainer Gömmel*

Lehrstuhl für Wirtschaftsgeschichte  
Universität Regensburg

*Prof. Dr. Dr. Friedrich-Wilhelm Henning*

Direktor des Seminars für Wirtschafts- und Sozialgeschichte  
Universität zu Köln

*Prof. Dr. Karl Heinrich Kaufhold*

Geschäftsführender Leiter des Instituts für Wirtschafts- und Sozialgeschichte  
Georg-August-Universität Göttingen

*Prof. Dr. Bernd Rudolph*

Lehrstuhl für Kreditwirtschaft und Finanzierung  
Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main

*Prof. Dr. Rolf Walter*

Lehrstuhl für Wirtschafts- und Sozialgeschichte  
Friedrich Schiller-Universität Jena