

Börse als Informationsdrehscheibe und Handelsplatz

15. Symposium zur Bankengeschichte am 5. Juni 1992
in der Frankfurter Wertpapierbörse-IHK

Fritz Knapp Verlag



Frankfurt am Main

Inhaltsverzeichnis

Rüdiger von Rosen	
Begrüßung	7
Hans Pohl	
Einführung	10
Friedrich-Wilhelm Henning	
Die Börse als Informationsdrehscheibe und Handelsplatz bis zur Mitte des 20. Jahrhunderts	14
Bernd Rudolph	
Die Entwicklung der Börse von 1945 bis in die heutige Zeit	36
Podiumsdiskussion	50
Hans Konradin Herdt	
Michael Endres	
Uwe E. Flach	
Friedrich-Wilhelm Henning	
Edmond Israel	
Theo Mainz	
Rüdiger von Rosen	
Bernd Rudolph	
Teilnehmerverzeichnis	75

Bernd Rudolph

Die Entwicklung der Börse von 1945 bis in die heutige Zeit

1. Problemstellung

Das ökonomische Problem einer Gesellschaft ist im Kern ein Problem der Aktivierung und Nutzung des gesellschaftlichen Wissens. Dieses Wissen steht keinem Individuum in seiner Gesamtheit zur Verfügung; es muß gesammelt und zusammengeführt werden.¹ Diese Aussage Friedrich von Hayeks ist für unseren Überblick über die Börse als Informationsdrehscheibe und Handelsplatz seit 1945 unter zweierlei Gesichtspunkten von Bedeutung. Erstens stammt sie aus dem berühmten Beitrag von 1945 »The Use of Knowledge in Society« und fällt somit mit dem zeitlichen Startpunkt unserer Überlegungen zusammen. Zweitens zielt die Aussage genau auf das Oberthema unseres heutigen Symposiums »Börse als Informationsdrehscheibe und Handelsplatz«, weil sie die wichtige Funktion der Börse in einer arbeitsteiligen Wirtschaft, in einer Marktwirtschaft, deutlich machen kann.

In einer dezentral organisierten Wirtschaft muß das ökonomische und technische Wissen, die Einschätzung, das Know-How möglichst vieler Wirtschaftssubjekte gebündelt und zusammengeführt werden. Das verlangt u. a. eine institutionalisierte Informationsdrehscheibe, an der sich die Finanzströme orientieren können; wir nennen diese Drehscheibe Börse, wohlwissend, daß die Drehscheibenfunktion auch von anderen Institutionen wahrgenommen werden kann und wahrgenommen wird: von Finanzintermediären, von den Unternehmen und privaten Anlegern selbst, von der Fülle der Analysten und der Finanzpresse. Die Börse ist also von Natur aus kein Informationsmonopolist; daher hätte es auch nie sinnvoll sein können, einen Börsenzwang einzuführen, was zuweilen diskutiert worden ist. Ein Börsenzwang könnte im Hinblick auf die Konzentration des Handelsvolumens durchaus von Vorteil sein. Bezüglich der Funktion der Börse in der Wirtschaft wäre er aber zwangsläufig schädlich, weil er zu einer Funktionsverlagerung auf andere Institutionen führen würde.

Börsen sind also Institutionen, an denen Marktpreise für originäre und derivative Finanztitel gebildet und festgestellt werden und die eine möglichst effiziente Allokation des Kapitals in einer Volkswirtschaft ermöglichen sollen, indem sie den Anlegern unterschiedlich ertragreiche und risikobehaftete Kapitalanlagen bieten. Sie zeigen zugleich den Unternehmen an, wo die Mindestverzinsung für ihre Realinvestitionen liegen muß, oder anders ausgedrückt, wie hoch ihre Kapitalkosten sind. Diese Sichtweise wird heute vielfach als »Shareholder Value«-Ansatz bezeichnet.² Auch an den Wirtschaftswissenschaften ist diese Sichtweise nicht vorbeigegangen.

1 Vgl. Hayek, Friedrich A. v.: The Use of Knowledge in Society, American Economic Review 35 (1945), S. 519 – 530.

2 Vgl. insbesondere A. Rappaport: Creating Shareholder Value, New York, London 1986, sowie im deutschsprachigen Raum explizit Rolf Bühner: Das Management-Wert-Konzept, Stuttgart 1990. Typischerweise trägt

Der »Shareholder Value«-Ansatz eilt aber aus mehreren Gründen den Möglichkeiten der Börse von 1945 noch weit voraus, weil die deutschen Börsen bereits lange vor dem Ende des Zweiten Weltkrieges ihre eigentliche Funktion der Informationsbündelung und Preisfindung für Kapitalbeteiligungen verloren hatten, während des Krieges enorme Schäden an der baulichen Substanz hinzugekommen waren, und die Börsen nach Kriegsende daher nicht unmittelbar und auch nur unter sehr erschwerten Bedingungen wieder starten konnten. Die kriegsbedingten besonderen Belastungen und Probleme haben die Entwicklung des Börsenwesens in Deutschland nach dem Krieg über lange Jahre hinweg geprägt und sind in mancherlei Hinsicht bis in die jüngste Vergangenheit sichtbar geblieben. Beispiel: Beendigung der 1953 zugesagten ewigen Steuerfreiheit der Sozialpfandbriefe durch das Steueränderungsgesetz von 1992.

Damit wir uns nun aber in den folgenden Minuten nicht zu sehr in den speziellen Details dieser Nachkriegsentwicklung verlieren, möchte ich den folgenden Überblick an drei Hypothesen ausrichten:

1. These: In den ersten zwanzig Jahren, den Jahren des Wiederaufbaus der Börsen und des Börsenwesens bis 1955 und der Zeit der Kapitalmarktöffnung und Kapitalmarktreife bis 1965, spiegelt sich der allgemeine wirtschaftliche Aufschwung in der Bundesrepublik in der organisatorischen und marktlichen Entwicklung der deutschen Börsen wider.

2. These: Die nachfolgenden zwanzig Jahre der Reformdiskussionen und Reformen von 1966 bis zur Mitte der 80er Jahre sind durch eher zähe organisatorische und strukturelle Fortschritte, halbherzige rechtliche Lösungen und ein mangelndes Gespür für die dynamischen Entwicklungen an den Auslandsmärkten gekennzeichnet. Insbesondere in den USA finden nach dem Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods eine stürmische Entwicklung des Kassahandels, ein rasanter Aufbau von Options- und Futures-Märkten und eine Neu- und Fortentwicklung der Instrumente des Risikomanagements statt, die gelegentlich als »Financial Revolution« bezeichnet wird. Weder diese Entwicklung noch die Reifung des Wirtschaftswunderlandes zur drittgrößten Industrie- und Handelsnation der Welt spiegeln sich in diesem Zeitraum in adäquater Weise in der Börsenentwicklung unseres Landes.

3. These: Seit Ende der 80er Jahre befindet sich der deutsche Kapitalmarkt in einer internationalen Aufholjagd; die Börsen müssen sich gegen wachsende internationale Konkurrenz wie auch gegen die OTC-Märkte behaupten. Rechtliche, informationstechnische und organisatorische Anstrengungen führen zu einer strategischen Verbesserung der Wettbewerbslage des Finanzplatzes Deutschland.³

das anspruchsvolle Standardwerk des Faches Finanzierung von Günter Franke und Herbert Hax den Titel »Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt«, Berlin u. a. 1988, was eben diesen Aspekt betont.

³ Die Landeszentralbank in Hessen faßt in ihrem Frankfurter Finanzmarkt-Bericht zusammen: »Der deutsche Finanzmarkt mit seinem Zentrum Frankfurt hat in den letzten Jahren große Fortschritte gemacht. Durch die von den Regierungen der Europäischen Gemeinschaft beschlossene neue Währungsordnung in Westeuropa und die politischen und ökonomischen Umwälzungen in Osteuropa werden allerdings den Finanzmärkten noch wesentlich weitergehende Perspektiven gesetzt. Die Europäische Währungsunion und eine einheitliche Geldpolitik bedürfen großer Finanzzentren mit starker internationaler Einbindung. Dem Wettbewerb zwischen den Finanzplätzen wird eine neue Qualität verliehen, Organisation und Liquidität der Märkte werden die entscheidenden Faktoren sein. Der Stabilitätsvorteil der D-Mark, der dem hiesigen Markt eine spezifische Stärke gegeben hat, würde in die europäische Währung eingehen; für die Position deutscher Finanzmärkte käme es nicht zuletzt auf die Entfaltung anderer Qualitäten an.« Landeszentralbank in Hessen: Frankfurter Finanzmarkt-Bericht, Ausgabe 9/92, März 1992, S. 1.

2. Die Zeit des Wiederaufbaus und der Kapitalmarktreife

Typischerweise war die Entwicklung des Börsenwesens nach Kriegsende zumindest bis zur Mitte der fünfziger Jahre ganz wesentlich durch dirigistische Eingriffe des Staates geprägt. Die Versuche zur Förderung der Kapitalbildung bei den privaten Haushalten und im Unternehmensbereich sowie zur Lenkung der Kapitalströme erfolgten überwiegend über steuerliche Begünstigungen und Anreize (Beispiel: Sozialpfandbrief, s. o.). Solche Begünstigungen und Anreize wirken aber für andere Anlagearten, z. B. für die Aktien diskriminierend. So konstatiert beispielsweise schon 1949 der Kölner Betriebswirtschaftler Eugen Schmalenbach, 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.«⁴ Das notwendige Pendant der Kapitalmarkthilfen und Stützen, also der Subventionen, pflegte man damals ebenso häufig zu übersehen, wie man es heute tut.

Auch die wachsende Auslandskonkurrenz und die Entwicklungen an den internationalen Kapitalmärkten haben die Entwicklung des Emissionsmarktes beeinflusst. Vorläufig abgeschlossen wurde die Entwicklung am Emissionsmarkt für festverzinsliche Wertpapiere erst mit der sogenannten »Restliberalisierung« 1985, mit der die Deutsche Bundesbank ihren Widerstand gegen bestimmte Zahlungsstromcharakteristika festverzinslicher Wertpapiere wie Floating Rate Notes und Zerobonds aufgab. Die Pflicht zur Einholung einer staatlichen Genehmigung für die Emission von Teilschuldverschreibungen endete schließlich erst 1991.

Neben dem Emissionsmarkt zeigte auch der Wertpapierhandel zunächst ein eher degeneriertes Bild. Die Kursstoppverordnungen von 1942 und 1943 mußten erst überwunden werden, bevor man überhaupt wieder von einer Preisfindungs- und Allokationsfunktion der Börse sprechen konnte. Das gelang letztlich erst mit der Währungsreform im Juni 1948. Mit Wirkung vom 7. September 1949 trat dann aber bereits das Kapitalverkehrsgesetz in Kraft, das die Emission von Schuldverschreibungen und Aktien der Genehmigung durch die Bundesregierung unterwarf. Dazu wurde beim Bundesfinanzministerium ein Kapitalverkehrsausschuß gebildet, dem die besondere Aufgabe gestellt war, die Begebung der Schuldverschreibungen und Aktien zu begutachten. Welche Aufgaben und Ziele dieser Kapitalverkehrsausschuß verfolgte und wie sich seine Aktivitäten in den konkreten Entwicklungen des Kapitalmarktes niederschlugen, kann man ausführlich und mit viel Einfühlungsvermögen formuliert in der Festschrift für die Frankfurter Wertpapierbörse nachlesen, die im Jahr 1985 von Bernd Baehring unter dem Titel »Börsen-Zeiten« herausgebracht wurde.⁵ Der Chronist muß sich in der Tat an dieser Stelle ein wenig überflüssig fühlen, weil in dieser Festschrift bis 1985 die Börsen- und Kapitalmarktentwicklung so ausführlich nachgezeichnet ist, daß dem kaum etwas hinzugefügt werden kann. Kürzer als diese Darstellung, aber ebenso durch die eigene Anschauung geprägt, ist der Aufsatz von Herbert Wolf⁶ mit dem bezeichnenden Titel »Als der Kapitalmarkt wieder laufen lernt«.

4 Eugen Schmalenbach: Aktiengesellschaft außer Dienst, Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung, NF, 1. Jg. (1949); Heft 1, S. 3.

5 Bernd Baehring: Börsen-Zeiten, Frankfurt in vier Jahrhunderten zwischen Antwerpen, Wien, New York und Berlin, Frankfurt a. M. 1985.

6 Herbert Wolf: Als der Kapitalmarkt wieder laufen lernte, Die Bank, Mai 1992, S. 291 – 297.

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 mit dem Namen Georg Opitz verbundene Wertpapierbereinigung, die Gründung der Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen und die private Bildung 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. Die Zusammenschlüsse und Notgemeinschaften der Wertpapierbesitzer, von denen später noch Anstöße zum Anlegerschutz, zur Aktienförderung oder zur Reform des Aktienrechts ausgegangen sind, haben unmittelbar nach Kriegsende auch Ideen und Aktivitäten zur Wertpapierbereinigung entwickelt, die insbesondere auf der Basis des am 1. Oktober 1949 in Kraft tretenden Wertpapierbereinigungsgesetzes vonstatten gingen.

Die Wertpapierbereinigung ermöglichte nicht nur den Wiederbeginn eines geordneten und legitimierten Effektenhandels, sie förderte auch die Wiedererrichtung eines zentralen Systems von Kassenvereinen und Wertpapiersammelbanken. Die Kassenvereine, die sich anfänglich insbesondere in die Aufgaben eben dieser Wertpapierbereinigung einschalteten, wurden an allen Börsenplätzen mit der Aufgabe der Durchführung der Sammelverwahrung und des Effektengiroverkehrs gegründet bzw. wiedererrichtet. Sie schlossen sich zu einer losen Vereinigung zusammen, der Arbeitsgemeinschaft deutscher Kassenvereine. Ende 1989 wurden die deutschen Kassenvereine dann durch Aufnahme in die Frankfurter Kassenverein AG zusammengefaßt mit der Folge, daß die bis 1989 selbständigen Institute in Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart seitdem als Niederlassung der Deutschen Kassenverein AG weitergeführt werden.

Eine solche Zentralisierung wurde auf der Börsenseite (noch) nicht erreicht. Trotz der Zusammenführung und Eingliederung einiger Regionalbörsen anläßlich der Ende 1934 verfügten Neuordnung der Börsen wurde in Deutschland nach 1945 wieder ein Börsensystem mit grundsätzlich dezentralem Charakter errichtet. Die Berliner Börse mußte ihre Vorrangstellung und ihre Funktion als Leitbörse aufgeben. Aus den acht nach 1945 startenden »Provinzbörsen« kristallisierten sich Düsseldorf und Frankfurt bald als umsatzstärkste Plätze heraus. Später, in den achtziger Jahren, ist dann der Frankfurter Wertpapierbörse die Funktion einer Leitbörse zugefallen. Heute gibt es sogar Stimmen, die die Bezeichnung »Finanzplatz Deutschland« gern in dem Terminus »Finanzplatz Frankfurt« aufgehen lassen wollen, was die Bedeutung Frankfurts im internationalen Wettbewerb der Börsen herausstellen soll. Die Rolle der deutschen Regionalbörsen muß noch bestimmt, über ihre optimale Anzahl und ihren Standort möglichst noch im Wettbewerb der kommenden Jahre entschieden werden. Sichtbarer ist dagegen die Kontur der »Deutsche Börse AG« als Dachgesellschaft, die auch die Deutsche Terminbörse und den Deutschen Kassenverein einbeziehen soll.

Ausführlich wird auf die ersten Jahre des Wiederaufbaus der Börsen in dem Kapitel über die deutschen Börsen nach 1945 in unserer neuen Deutschen Börsengeschichte eingegangen⁷, wo der Abschnitt über den Wiederaufbau der Börsen und des Börsenwesens bis

⁷ Bernd Rudolph: Die Wertpapierbörsen in der Bundesrepublik Deutschland seit 1945, in: Deutsche Börsengeschichte, hrsg. von Hans Pohl im Auftrag des Wissenschaftlichen Beirates des Instituts für bankhistorische Forschung, Frankfurt a. M. 1992, S. 293 – 361.

1955 von dem Neubeginn nach Kriegsende berichtet, von der angesprochenen Wertpapierbereinigung und den verschiedenen Versuchen der Kapitalmarktförderung sowie von den ersten Emissionen und auch Innovationen am Rentenmarkt. Die damaligen Innovationen waren für die Entwicklungsgeschichte des Kapitalmarktes bemerkenswerte Mosaiksteine.

Über eine lange, stabile Zeit konnte nämlich eine Emissionstätigkeit ohne »große Phantasie« beobachtet werden, die in den letzten Jahren dann von einer Flut von Finanzinnovationen ergänzt oder abgelöst worden ist. Aber ganz zu Beginn der Entwicklung, kurze Zeit nach der Währungsreform, setzten mit der Neuetablierung des Rentenmarktes innovative Versuche zur Ausstattung der Emissionen ein. So kann man als ein Beispiel für eine variabel verzinsliche Anleihe, die den heute populären Caps, Floors und Collars als Begrenzungsmarken variabel vom Marktniveau abhängiger Zinsen entspricht, die bereits 1949 begebene Namensschuldverschreibung der Rhein-Main-Donau AG in München nennen. Hier wurde der Zinssatz jeweils ein Prozent über dem Diskontsatz der Bank deutscher Länder festgestellt, mußte aber mindestens 6,5% betragen, hatte also einen Floor. Diese Emission war im Gegensatz zu einer vom Bund im März 1951 gestarteten Innovation, mit der Ausgabe von Prämienchatzanweisungen die Gunst der privaten Sparer zu gewinnen, ein Erfolg. Die Baby-Bonds des Bundes, bei denen die feststehende Zinssumme verlost wurde, haben dagegen nicht einmal einen Absatz von 40 Mill. DM erreichen können und sind bereits 1951 ganz aufgegeben worden, zu Recht, weil sie eine m. E. ökonomisch unsinnige Konstruktion waren, die auch heute keinen Sinn machen würde. Bei einer Indexanleihe wird der Rückzahlungsbetrag sinnvollerweise an eine ökonomisch greifbare und begreifbare Größe wie einen Aktienindex oder einen Währungskorb, in ein paar Jahren vermutlich zunehmend auch an andere gesamtwirtschaftliche Preisindikatoren gekoppelt und damit an ein in der Wirtschaft bereits existierendes Risiko. Das ist ein anderer Vorgang als die Neuschaffung eines Risikos, das wie beispielsweise das Wetterergebnis von 6 aus 49 am zweiten Sonntag im Juni kein besonders geeigneter Ansatzpunkt für eine Innovation sein dürfte, der für das Risikomanagement Bedeutung haben könnte.

Eine andere Innovation, die wir heute als Callable Bond bezeichnen, machte mehr Sinn. Manch einer erinnert sich noch an die Anleihe der Degussa aus dem Jahre 1953, die mit einem Gläubigerkündigungsrecht ausgestattet war, das als Degussa-Klausel bekannt wurde. Das ist eine Klausel, deren Konstruktion und Bewertung sich erst heute nach der Entwicklung der Optionspreistheorie voll erschließt.

In der Zeit zwischen 1956 und 1975 sind weitere wichtige Rahmendaten für das Börsenwesen geschaffen oder weiterentwickelt worden, so beispielsweise das Abkommen der Bundesrepublik Deutschland mit den neun westeuropäischen Staaten über die freie Konvertierbarkeit ihrer Währungen und das überarbeitete Gesetz über das Kreditwesen vom 10. Juli 1961. Die Börsenkompetenz und die Börsenaufsicht blieben dabei von der Bankenaufsicht unberührt dezentral bei den Ländern angesiedelt. Die Kapitalmarktöffnung und -reife betraf insbesondere die internationale Öffnung des Kapitalmarktes, zu der der Präsident der Frankfurter Wertpapierbörse Hans Heinrich Hauck in seiner Festansprache anlässlich der Eröffnung des wiederhergestellten Börsensaales am 9. Februar 1957 ausführte, »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 kund geworden sind, ausländische Wertpapiere in

den Börsenhandel einzuführen«. Im übrigen setzte die Zeit der Kapitalmarktöffnung und -reife von 1956 bis 1965 an der Gründung der Deutschen Bundesbank an, die bekanntlich mit Sitz in Frankfurt am Main errichtet wurde, solange sich der Sitz der Bundesregierung nicht wieder in Berlin befindet. Diese Festlegung verschaffte den Frankfurter Banken, aber auch der Börse am Frankfurter Platz einen von den anderen Börsen im Laufe der Zeit immer weniger einholbaren Standortvorteil, der mit dem erstrebten, aber nicht notwendigerweise auch erreichbaren Sitz einer europäischen Zentralbank in Frankfurt noch ausgebaut werden könnte.

In das Jahr 1957 fällt die Gründung einer Institution, die wegen ihrer besonderen Stellung zwischen dem Markt und der Politik für die Organisation des Kapitalmarktgeschehens in Deutschland besonders prägend wurde. Die Gründung des Zentralen Kapitalmarktausschusses galt als Ausfluß einer kriegsbedingt besonderen Schwäche des deutschen Kapitalmarktes, nämlich seiner besonders ausgeprägten »Sensibilität«. Der Ausschuß verstand sich als 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 vorgeschriebene Emissionskalender definitiven Charakter besaß. »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 zentralen Kapitalmarktausschusses den entsprechenden Wirkungsgrad zu verleihen« schreibt Rüdiger von Rosen in seinem Buch von 1973.⁸

Ein für die Kapitalmarktentwicklung und wegen der steuerlichen Diskriminierung der Aktie bemerkenswertes Ereignis war die 1959 durchgeführte Teilprivatisierung der Preußische Bergwerks- und Hütten-AG in Hannover, der Preußag, die aus vermögenspolitischen Gründen erstmals zur Ausgabe sogenannter Volksaktien führte. Nach der überraschend erfolgreichen Transaktion wurde 1961 die Emission von Volksaktien im Zuge der Teilprivatisierung des Volkswagenwerks vorbereitet. Die dritte Ausgabe von Volksaktien, die bereits in die lange Schwächeperiode des Aktienmarktes von 1961 bis 1983 fiel, betraf die Veba, deren Teilprivatisierung der Deutsche Bundestag 1965 beschlossen hatte. Die Idee der Volksaktie, das Aktiensparen durch einen Sozialrabatt für Bezieher niedrigerer Einkommen attraktiv zu machen, ist danach aufgegeben worden. Falls es beispielsweise in den nächsten Jahren zu einer breiten Ausgabe von Aktien bei der Privatisierung der Telekom kommen wird, dürften die damaligen Emissionsmodalitäten kaum mehr Pate stehen.

Als wichtige Änderung der gesellschaftsrechtlichen Basis für Aktienemissionen und den Börsenhandel ist in diesem Zusammenhang die große Aktienrechtsreform zu nennen. Ende 1959 ging mit dem Gesetz über die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln und über die Gewinn- und Verlustrechnung der großen die kleine Aktienrechtsreform voraus, die zur Erleichterung der Ausgabe der Volksaktien bestimmte Regelungskomplexe vorzog. Die große Aktienrechtsreform von 1965 mit den neu verankerten Publizitätsverbes-

⁸ Rüdiger von Rosen: Der Zentrale Kapitalmarktausschuß, Frankfurt a. M. 1973.

serungen ist von Claussen⁹ ausführlich und positiv gewürdigt worden. Kübler¹⁰ hat insbesondere darauf hingewiesen, daß die große Aktienrechtsreform kein weiterführender Beitrag zu einem einheitlichen Kapitalmarktrecht geworden ist: Gesellschaftsrecht, Börsenrecht und Wertpapierrecht blieben unverbundene Rechtsbereiche. Erst mit dem Publizitätsgesetz von 1969 wurde eine Erweiterung der Informationsanforderungen an Unternehmen vorgenommen, die keinen speziellen Bezug zu einer Gesellschaftsform aufwies.

3. Die Zeit der Reformen und Reformdiskussionen

Damit kann ich von der Zeit, in der die Bundesrepublik Deutschland auf dem Gebiet der Anlageberatung, der Portfolio-Verwaltung, der Aktienbewertung und -analyse, der Aktienbörse und der Börsenstruktur als Entwicklungsland galt¹¹, zur der m. E. kritischeren Zeitspanne von der Mitte der 60er bis in die zweite Hälfte der achtziger Jahre übergehen und damit zugleich zur Begründung meiner zweiten These vom relativen Rückfall der Börsenentwicklung gegenüber dem Realsektor unserer Wirtschaft sowie der Verschlechterung der internationalen Wettbewerbsposition in dieser Zeit. Der Beginn dieses Zeitraums ist markiert durch die Reformvorschläge des Bundeswirtschaftsministeriums.¹² Damals ging es um Vorschläge zur

- Konzentration des Aktienhandels an der Börse,
- um die Veröffentlichung von Zwischenberichten,
- um die Veröffentlichung der Börsenumsätze und
- um die Aktiennotierung je Stück;
- es ging um die Einführung des Terminhandels,
- das Insiderproblem und um
- eine Reihe weiterer Anlage-, Informations- und Steuerfragen.

Am 14. Dezember 1967 wurden die Reformpläne des Ministeriums in einem Referententwurf konkretisiert, dessen Leitgedanken in einer gegenüber der Arbeitsgemeinschaft abgegebenen Stellungnahme formuliert war und zwei Hauptzielsetzungen heraus hob, nämlich die Verbreiterung der Eigenkapitalbasis der Unternehmen zu erleichtern sowie immer breitere Bevölkerungsschichten für das Wertpapier-, speziell das Aktiensparen zu gewinnen. Die Beurteilung der Vorschläge in der Presse war aber äußerst kritisch bis ablehnend, und auch die Reaktionen der Börsen und der hinter ihnen stehenden Banken waren insgesamt negativ, wobei zwar die Begründungen für die Reformnotwendigkeiten grundsätzlich akzeptiert wurden, die konkreten Einzelvorschläge aber durchweg als »wirklichkeitsfremde und deshalb nicht diskussionsfähige Grundlage« abgelehnt wurden.

Das Ministerium veranstaltete im März 1968 ein Hearing und berief kurze Zeit später auf Grund der heftigen Auseinandersetzung um den Entwurf einen unabhängigen Sachver-

9 Carsten P. Claussen: 25 Jahre deutsches Aktiengesetz von 1965, Die Aktiengesellschaft 35 (1990), S. 509 – 517 und 36 (1991), S. 10 – 18.

10 Friedrich Kübler: Transparenz am Kapitalmarkt, Die Aktiengesellschaft 22 (1977), Heft 4, S. 85 – 92.

11 Michael Hauck: Rechtes Maß und richtige Richtung?, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 45 (1992), S. 474.

12 Vgl. Hermann Beyer-Fehling/Alexander Bock: Die deutsche Börsenreform und Kommentar zur Börsengesetznovelle, Frankfurt a. M. 1975.

ständigenausschuß »Börsenreform« ein, der verschiedene Lösungsmöglichkeiten zur Verbesserung der Börsenorganisation erörtern sollte. Der Ausschuß schloß die erste Phase seiner Arbeit im März 1969 mit einem Pressecommuniqué ab und wirkte dann mit einer Erweiterung seiner Aufgaben als »Börsensachverständigenkommission« bis heute weiter. Im Mai 1970 wollte das Ministerium dann die »letzte Phase« des Entwurfs einleiten und lud die Verbände zu einem zweiten Hearing ein. Das Kabinett verabschiedete den Entwurf, der Bundesrat legte Änderungen und Ergänzungen an. Im März 1971 leiteten die deutschen Wertpapierbörsen dem Wirtschaftsausschuß des Deutschen Bundestages ihre Stellungnahmen zur Novellierung des Börsengesetzes zu. Das Gesetz ist dann aber wegen der vorgezogenen Wahlen zum Deutschen Bundestag 1972 dennoch nicht verabschiedet worden.

Durch Eigeninitiativen sind aber dennoch eine ganze Reihe der Reformvorschläge umgesetzt worden. So haben sich die Spitzenverbände der Kreditwirtschaft in der Änderung ihrer allgemeinen Geschäftsbedingungen 1968 verpflichtet, sämtliche Kundenaufträge über die Börse zu leiten. Die Forderung nach einer Veröffentlichung von Zwischenberichten der Gesellschaften wurde mit Hilfe eines im März 1969 erfolgten Aufrufs von Verbänden und Arbeitsgemeinschaften aufgefangen, auf freiwilliger Basis Zwischenberichte zu erstatten. Bezüglich der börsentäglichen Veröffentlichung der Börsenumsätze einigten sich die Börsen auf die monatlich zusammengefaßte Veröffentlichung aller Umsätze in DM-Aktien an den acht deutschen Wertpapierbörsen ab September 1968. Der Übergang von der Prozent- zur Stücknotierung deutscher Aktien wurde im April 1967 beschlossen. Insgesamt hatten die Reformpläne des Wirtschaftsministeriums also bewirkt, daß punktuelle und nicht unwesentliche Änderungen und Verbesserungen insbesondere auf freiwilliger Basis vorgenommen wurden. Die beabsichtigte Modernisierung und Dynamisierung der Entwicklung der Börsen hat sich daraus aber nicht ergeben.

Lassen Sie mich über die zeitlich folgenden Teilabschnitte, über die Diskussion über die Regionalbörsen und die Funktionsfähigkeit der Aktienbörse, über die am 1. Juli 1970 erfolgte Eröffnung des Optionshandels nach amerikanischem Vorbild, über die 1970 und 1971 verabschiedeten Empfehlungen zur Lösung der sogenannten Insiderprobleme mit Hilfe der freiwilligen Insiderregeln hinweggehen, die insgesamt aber deutlich machen, daß sich die Börsenreform fast über zehn Jahre erstreckte. Sie basierte auf den Vorschlägen des Jahres 1966 über »Maßnahmen auf dem Gebiet des Börsenwesens« und wurde endlich 1975 abgeschlossen. Die Börsengesetznovelle vom 28. April 1975 brachte eine Erweiterung der Börsenvorstände um Vertreter der Investmentgesellschaften, der Emittenten und der Anleger sowie Anpassungen der Börsen- und Gebührenordnungen. Es wurde die Bildung von Kursmaklerkammern für Börsen mit mindestens acht Kursmaklern gesetzlich verankert, der Umfang der zulässigen Eigengeschäfte der Kursmakler wurde neu abgegrenzt und die Überwachung der Kursmakler den Kursmaklerkammern bzw. dem Börsenvorstand übertragen.

Hinzuweisen ist dann auf Weiterentwicklungen und manche Enttäuschungen über die Akzeptanz der Terminmärkte, auf die Neugründung der Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen, die eine gewisse Aufbruchstimmung signalisierte und auf die Deregulierung des Marktes für DM-Auslandsanleihen, die zur erwähnten Restliberalisierung Anfang Mai 1985 führte und das Interesse der Bundesbank an einer besseren Wettbewerbsposition des deutschen Finanzplatzes zum Ausdruck brachte.

Die Entwicklung strebte dann zunächst auf das Börsenzulassungsgesetz von 1986 zu, das zum ersten Mal auch die Einbindung der Börsen in das europäische Umfeld deutlich werden ließ, weil es der Transformation der Börsenzulassungsrichtlinie, der Börsenzulassungsperspektivrichtlinie und der Zwischenberichtsrichtlinie in deutsches Recht diene. Alle drei Harmonisierungsrichtlinien zielten auf eine Anhebung der Mindeststandards für die börsenrechtliche Publizität der im amtlichen Handel notierten Aktien. Ganz wesentlich mit dem Gesetz verbunden ist aber die Einführung des Geregeltten Marktes als neues Marktsegment der deutschen Börsen im Mai 1987. Mit der Einführung des Geregeltten Marktes fand eine mehrjährige Diskussion um die Möglichkeiten der börsenrechtlichen Erleichterung von Eigenkapitalbeschaffungsmaßnahmen über die Börse ihren vorläufigen Abschluß, dessen Ausgangspunkt die Vorschläge der Börsensachverständigenkommission aus dem Jahr 1983 waren, die darauf abzielten, insbesondere kleinen und mittleren Unternehmen den Zugang zur Börse durch die Schaffung eines neuen Marktes, eines Parallelmarktes bzw. Geregeltten Marktes zu erleichtern. Der Geregeltte 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.

Die Eröffnung des Geregeltten Marktes hat aber die Diskussion um die Erleichterung des Zugangs kleinerer 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 Aktien behindere. Unabhängig davon ist anzumerken, daß im Vergleich zu den Kapitalmarktanfängen nach dem Zweiten Weltkrieg der Aktienmarkt in den achtziger Jahren eine stürmische Aufwärtsbewegung verzeichnen konnte. 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«.¹³

Dieser positiven Bewertung kann man allerdings auch eine kritischere Sichtweise gegenüberstellen, wenn man bedenkt, 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 der Erhebung der Deutschen Bundesbank 1950 mehr als 40 Prozent und 1960 noch 27 Prozent betragen hatte, ging bis 1990 auf nur noch 17 Prozent zurück. Die Entwicklung am deutschen Aktienmarkt wurde von institutionellen Anlegern, den Investmentfonds, den Versicherungen und insbesondere den Kreditinstituten sowie immer mehr vom Verhalten ausländischer Anleger bestimmt. Die Institutionalisierung des Börsenhandels ist ein Thema, das die Börse auch in Zukunft beschäftigen wird, weil beispielsweise die Beurteilung des Handels- oder Marktsystems durchaus unterschiedlich ausfallen kann, je nachdem, ob man aus dem Blickwinkel eines institutionellen oder aus dem Blickwinkel eines privaten Anlegers argumentiert. Im Hinblick auf die Funktion der

13 Vgl. Deutsche Bundesbank: Zur Bedeutung der Aktie als Finanzierungsinstrument, Monatsberichte der Deutschen Bundesbank 43 (1991), Nr. 10, S. 22–29.

Börse als Informationsdrehscheibe ist aber auch der nicht immer zufriedenstellende Anteil der Börsenumsätze am gesamten Aktien- und Rentenmarktumsatz von Bedeutung, der nicht übermäßige Anteil der börsennotierten an der Gesamtzahl aller Aktiengesellschaften und der insgesamt geringe Anteil der Aktiengesellschaften am Gesamtbestand der Wirtschaftsunternehmen.

Wer das Buch von Robert A. Schwartz: *Equity Markets*¹⁴ über Aufbau und Funktionsweise der amerikanischen Börsen, oder das neuerschienene Buch von Peter Bernstein: *Capital Ideas*¹⁵ über die Ideengeschichte der Aktienanalyse, Portfolio Theorie und Optionsbewertung zur Hand nimmt, dem wird deutlich, daß die Zeit der siebziger Jahre hätte besser genutzt werden können. Das gilt für die Wertpapierbörsen, die Börsianer und die Kreditinstitute, das gilt aber auch für die betriebswirtschaftliche Forschung, die das Thema Börse, sieht man einmal von der Arbeit von Hartmut Schmidt über Börsenorganisation zum Schutz der Anleger¹⁶ ab, bis in die jüngste Zeit weitgehend vernachlässigt hat. Peter Bernstein zeichnet übrigens seit 1974 als Herausgeber des *Journal of Portfolio Management*, einer Zeitschrift, die wie das bereits seit 1945 herausgegebene *Financial Analysts Journal* in einer für deutsche Vorstellungen ungewöhnlichen Art hervorragende wissenschaftliche Beiträge über mit wissenschaftlichen Methoden angegangene praktische Fragestellungen publiziert. Hingewiesen werden muß in diesem Zusammenhang auch auf die in den 70er Jahren insbesondere im *Journal of Finance* veröffentlichten Arbeiten über die Mikrostruktur der Börsen, über die Informationsverarbeitung an der Börse und die Börsenorganisation. Dies sind die Determinanten der Börsenliquidität und Qualität, die auch von dem Marktmodell, dem Zentralisierungsgrad und der Segmentierung der Börsen beeinflusst wird. Diese Vorarbeiten sind für die gegenwärtige Diskussion um die Ausgestaltung des EHS bislang nur unzureichend ausgewertet. Hingewiesen werden soll auch auf das bereits 1964 von Sharpe entwickelte, dann von Linter und Mossin neu formulierte *Capital Asset Pricing Model*, das den Siegeszug der β -Analyse eröffnete und erst viel später in Deutschland wahrgenommen wurde.¹⁷

Hingewiesen werden muß schließlich auf das 1973 von Fisher Black und Myron Scholes gelöste Problem der präferenzfreien Bewertung von Aktienoptionen¹⁸, das zeitlich in etwa mit der Eröffnung der ersten Börse für Optionen und Futures in Chicago zusammenfiel. Das war die Zeit, in der sich zwischen den amerikanischen und internationalen Kapitalmärkten und Börsen einerseits und den deutschen Börsen eine beachtliche intellektuelle und marktliche Lücke auftat, die Wissenschaft in Deutschland die Erforder-

14 Robert A. Schwartz: *Equity Markets. Structure, Trading, and Performance*, New York 1988.

15 Peter L. Bernstein: *Capital Ideas. The Improbable Origins of Modern Wall Street*, New York 1992.

16 Hartmut Schmidt: *Börsenorganisation zum Schutz der Anleger*, Tübingen 1970. Als Ausnahmeaktivität im kreditwirtschaftlichen Bereich ist auch auf die 1960 erfolgte Gründung der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse (DVFA) hinzuweisen.

17 William F. Sharpe: *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*, *Journal of Finance* 19 (1964), S. 425 – 442; John Lintner: *The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*, *Review of Economics and Statistics* 47 (1965), S. 13 – 37; Jan Mossin: *Equilibrium in a Capital Asset Market*, *Econometrica* 34 (1966), S. 768 – 783. Zur frühen Rezeption in Deutschland vgl. Helmut Laux: *Kapitalkosten und Ertragsteuern*, Köln u. a. 1969 sowie Kajo Neukirchen: *Die Berücksichtigung der Beteiligungsfinanzierung in Investitionsmodellen von Publikums-Aktiengesellschaften auf der Grundlage einer Theorie der Eigenkapitalattraktivität*, Diss. Bonn 1973. Die Entwicklung der Modellsätze wird verglichen in Bernd Rudolph: *Kapitalkosten bei unsicheren Erwartungen*, Berlin u. a. 1979.

18 Fischer Black und Myron Scholes: *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, *Journal of Political Economy* 81 (1973), S. 637 – 659.

nisse der Praxis und die Praxis die Theorie nicht beachtete. Dagegen konnten die amerikanischen Leser bereits 1973 den von dem Yale-Professor Burton G. Malkiel verfaßten vergnüglichen und dennoch wissenschaftlich anspruchsvollen »Random Walk Down Wall Street« studieren, der auch heute noch einen lesenswerten Streifzug durch die praxisrelevante Wissenschaft der Aktien- und Finanzmarktanalyse vermittelt.

4. Die neueste Zeit

Der zeitlich letzte Abschnitt der Börsenentwicklung betrifft das Wachstum der Börse und die Innovationen seit der zweiten Hälfte der achtziger Jahre. Die Diskussion um die Weiterentwicklung der Börsenorganisation und Börsenstruktur seit dieser Zeit ist insbesondere dadurch geprägt, daß die Wettbewerbsposition der deutschen Börsen in ihrem europäischen und internationalen Umfeld gesehen wird. Die Börsen werden seitdem nicht mehr als »landesherrlich lizenzierte und regulierte amtliche Handelsstellen für qualifizierte Effekten«, vielmehr als Finanzdienstleistungsunternehmen gesehen, die im internationalen Wettbewerb konkurrieren müssen, sogar als Profit Center betrieben werden können, deren Organisation, Ordnung und Aufsicht sich daher wesentlich nach Markt- und Wettbewerbsgesichtspunkten zu orientieren hat.

Ein wichtiger Ausrichtungspunkt für die strategische Entwicklung der Frankfurter Börse war und ist dabei der Londoner Platz. Ob schließlich der hohe Auslandsanteil der Umsätze in London oder mehr die EG-Regelungen die Reformkräfte in Deutschland beflügelt haben, darüber läßt sich streiten. Gestritten worden ist natürlich heftig über die Ergebnisse der Analysen des Anforderungsprofils an moderne Wertpapierbörsen. Einen strategischen Vorsprung erhofften sich jene Börsenplätze, die möglichst geringe Transaktionskosten verbunden mit hoher Marktliquidität, hohem Sicherheitsstandard und schneller Abwicklung aufweisen. Der Schock des Big Bang und die hohen Umsätze deutscher Papiere in London, die starken Wachstumsraten der Pariser Börse, die steigenden Anforderungen der japanischen Anleger an die Marktliquidität und die beständige Innovationskraft der amerikanischen Börsen haben zunehmend das Bewußtsein dafür geschärft, daß der Finanzplatz Deutschland nur dann eine Chance im vorderen Feld der internationalen Kapitalmärkte hat, wenn er über ein leistungsfähiges und sich den Marktgegebenheiten flexibel und innovativ anpassendes Börsensystem verfügt.¹⁹

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 hat ihr vehementes Interesse an der Entwicklung bekundet, »daß sich in ihrem Vorhof ein im internationalen Rahmen funktionierender Finanzmarkt befindet« 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 Börsenumsatz-

¹⁹ Das Stärken-Schwächen-Profil Frankfurts gegenüber London und Paris wird insbesondere in der vom Institut für Kapitalmarktforschung erarbeiteten Studie: Frankfurts Wettbewerbslage als europäisches Finanzzentrum, Frankfurt a. M. 1990, herausgearbeitet.

steuer zum 1. Januar 1991 brachte und das außerdem den Investmentfonds die Ausweitung ihrer Geschäftsmöglichkeiten gestattete. Daß der Finanzplatz Deutschland wegen der Wiedervereinigung und der durch die Reformprozesse in Osteuropa entstandenen neuen Aufgaben einer besonderen Förderung bedurfte, war nicht nur finanziell, sondern auch personell zu verstehen.

Doch werfen wir noch einmal einen kurzen Blick zurück auf die am 1. August 1989 in Kraft getretene Novelle des Börsengesetzes, die von der Bundesregierung als gezielter Beitrag zur Stärkung des Finanzplatzes Deutschland konzipiert und dargestellt worden war. Dementsprechend ließen sich zumindest zwei der drei wesentlichen Regelungsbereiche der Novelle internationalen Wettbewerbsaspekten zuordnen, nämlich erstens die Neuordnung der gesetzlichen Rahmenbedingung, die die Grundlage für die Errichtung einer Deutschen Terminbörse bildete, und zweitens die Vorschriften, die den Börsenzugang für ausländische Wertpapiere, die bereits an einer anderen EG-Börse zugelassen sind, erleichterte, sowie eine Notierung in ausländischer Währung oder in ECU ermöglichten. Die Maßnahmen zur Verbesserung der Börsenaufsicht und des Maklerrechts dienten dagegen eher 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 zu börsenmäßigen Finanztermingeschäften der privaten Kundschaft gesteckt. Die Banken konnten daraufhin an der Eröffnung einer Börse für Optionen und Futures-Kontrakte arbeiten, deren Gründung durch die einschränkenden terminrechtlichen Regelungen des Börsengesetzes und die entsprechend termingeschäftsfeindliche Rechtsprechung verhindert worden war. Der große Erfolg der DTB ist heute unumstritten²⁰, wenn auch Michael Hauck kürzlich meinte, daß ihm die DTB manchmal wie ein Auto ohne Bremsen erschiene, »Bremsen in bezug auf Kosten, auf Publizität. Sie wird immer stärker von den Aktien losgelöst und wird zum Selbstzweck, zur l'art pour l'art, ebenso wie viele neue Instrumente«. ²¹ Aufgabe der neuen Instrumente ist doch gerade die Trennung der Risikoübernahme von der Liquiditätswirkung des Engagements. Daß das manchmal eine Kunst ist, zeigen die Ansätze des »financial engineering«. Und was den Selbstzweck der Kunst anbelangt, so gibt es den Handel um des Handels willen notwendigerweise und sinnvollerweise auch am Kassamarkt.

Eine Börsengeschichte der Nachkriegszeit muß unter dem Kapitel »Der Finanzplatz Deutschland im internationalen Wettbewerb« neben der Börsengesetznovelle von 1989 die Eröffnung der Deutschen Terminbörse sowie die diversen Informations- und Handelssysteme und die rechtliche und organisatorische Umstrukturierung der Frankfurter Wertpapierbörse darstellen. Das wollen wir aber an dieser Stelle übergehen, weil zu diesen Punkten in der Diskussion noch ausführlich Stellung genommen werden kann.

20 Hartmut Schmidt hat sie als Katalysator des Finanzplatzes Deutschland bezeichnet: »Sie beschleunigt nützliche Prozesse. Sie hat den Finanzplatz Deutschland lebendiger gemacht. Das wir ihm im internationalen Wettbewerb zugute kommen.« Hartmut Schmidt: Die Terminbörse als Förderer des Finanzplatzes Deutschland? Hamburger Beiträge zum Genossenschaftswesen 12, Hamburg 1991, S. 20. Vgl. auch o. V.: Die DTB ist der größte Optionsmarkt in Europa, Handelsblatt v. 3. 1. 1992, sowie o. V.: Deutsche Terminbörse ist in Europa Spitze, Handelsblatt v. 9. 4. 1992.

21 Michael Hauck: Rechtes Maß und richtige Richtung?, a. a. O., S. 474.

Unter den EG-Richtlinien, die zur Umsetzung anstehen, nimmt die Insider-Richtlinie von 1989 einen wichtigen Platz schon allein deshalb ein, weil bis zum 1. Juni dieses Jahres im Prinzip ein gesetzliches Verbot von Insider-Geschäften in Kraft hätte getreten sein müssen. In der Praxis gibt es aber immer noch keine gesetzlichen Bestimmungen. Es gelten immer noch »nur« die sog. »Insiderhandels-Richtlinien«, die auf einer Empfehlung der Börsensachverständigenkommission vom 13. November 1970 beruhen, im Juli 1976 überarbeitet wurden und ihre heute gültige Fassung im Juni 1988 erhielten. Die Wirksamkeit dieser Richtlinien beruht allein auf freiwilliger Selbstverpflichtung, die nun durch eine gesetzliche Regelung abgelöst werden soll bzw. abgelöst werden muß. Während man sich in Deutschland lange Zeit gegen eine gesetzliche Regelung gesträubt hat, scheint nun der Trend genau umgekehrt: Allenthalben werden strenge rechtliche Bestimmungen gefordert. Eine andere Frage ist natürlich, ob die Verrechtlichung der Materie wirklich mehr leisten kann als die Funktion eines »Gütesiegels« zu übernehmen, das man im Ausland vorzeigen kann, das aber in der Tagespraxis eher unwirksam oder sogar schädlich ist.²²

Auch die weiteren EG-Vorschläge, soweit sie nicht bislang schon Eingang in die Gesetzgebung gefunden haben, werden Gegenstand der anstehenden Novelle des Börsengesetzes sein. Dabei müssen erhebliche Kraftanstrengungen erfolgen, weil die Ausgangsprämisse, daß der Finanzplatz Deutschland im internationalen Vergleich immer noch einen deutlichen Rückstand aufweist, nicht wegzudiskutieren ist. Auch die Bundesbank betont in ihrem neuesten Geschäftsbericht, daß in letzter Zeit Zweifel aufgetaucht sind, »ob das derzeitige System der Börsen- und Wertpapieraufsicht noch den gewandelten Anforderungen eines im internationalen Wettbewerb stehenden Finanzplatzes genügt«.²³ Daher werden die Fragen nach der Konzeption eines Wertpapieraufsichtsamtes und den Entwicklungsmöglichkeiten der Makler als Börsenteilnehmer sowie nach den technischen Erfordernissen der Ausgestaltung eines Computerhandels immer drängender. Aber auch diese Fragen werden erst zu einem späteren Zeitpunkt Gegenstand einer chronologischen Betrachtung wie dieser sein können. Huang und Stoll überschreiben ihren Abschnitt über den deutschen Aktienmarkt beim Vergleich der Börsen von London, Toronto, Paris und Tokio mit der Aussage: *Germany: An Unfinished Puzzle*.²⁴ Hoffen wir, daß wir alle Teile dieses Puzzles möglichst rasch und möglichst vollständig ineinanderfügen können.

22 Günter Engel: »Zur Problematik eines gesetzlichen Verbots von Insider-Geschäften«, ZfS 42 (1991), S. 388 – 407, hat die unterschiedlichen Positionen treffend charakterisiert und kommt zu dem Ergebnis, daß es sich mit dem gesetzlichen Verbot von Insider-Geschäften am Aktienmarkt ähnlich verhalte wie mit einem gesetzlichen Pornographieverbot: Während die Gegner von einem Verbot vor allem unter moralischen Aspekten fest überzeugt sind, ist die Schädlichkeit bei Fachleuten umstritten, und darüber hinaus treten ja ähnlich Abgrenzungsprobleme auf, die man den Gerichten im Einzelfall überlassen muß, die dann die Grenze zwischen Kunst und Pornographie, die Grenze zwischen effizienzfördernder Umsetzung von Informationen und der verwerflichen Ausnutzung von Informationen immer neu ziehen müssen, so daß die Entscheidung über Freispruch oder Bestrafung stark zufallsabhängig werden dürfte. In einer unvollkommenen Welt kann eben das Streben nach der vermeintlich optimalen Lösung bei der praktischen Durchführung durchaus zu Verschlechterungen führen.

23 Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1991, S. 59.

24 Roger D. Huang/Hans R. Stoll: *Major World Equity Markets: Current Structure and Prospects for Change*, Monograph Series in Finance and Economics 1991 – 3, New York 1991.