

**Möglichkeiten und Maßnahmen
zur Wahrung und Steigerung der
Wettbewerbsfähigkeit der Baden-
Württembergischen Wertpapierbörse
zu Stuttgart**

Michael Schröder, Friedrich Heinemann, Kathrin Kölbl,
Sebastian Rasch, Max Steiger, Peter Westernheide

Dokumentation Nr. 96-08



Inhaltsverzeichnis

Vorwort	IV
1 EINLEITUNG	1
2 MITTELSTANDSMARKT BADEN-WÜRTTEMBERG	6
2.1 Strukturmerkmale mittelständischer Beteiligungsmärkte	6
2.2 Einrichtung einer Informationsbörse an der Börse Stuttgart	11
2.2.1 Tätigkeitsbereiche	11
2.2.2 Inhaltliche Ausgestaltung der Datenbank	13
2.2.3 Installierung eines Rating-Systems	15
2.3 Kooperation der Börse Stuttgart mit Risikokapitalfonds	16
2.4 Potential und Ausgestaltung einer Mittelständischen Aktienbörse an der Wertpapierbörse Stuttgart	18
2.4.1 Abschätzung des Emissionspotentials auf der Basis des VVC-Datensatzes	19
2.4.2 Ergebnisse	22
2.5 Ergänzende Abschätzung des Emissionspotentials auf der Basis des Hoppenstedt-Datensatzes	24
2.5.1 Die konzeptionelle Ausgestaltung eines Mittelstandsmarktes	27
2.5.2 Fazit	30
2.6 Möglichkeiten zur Kooperation der Börse Stuttgart mit EASDAQ	31
2.6.1 EASDAQ als europäischer Aktienmarkt für Wachstumsunternehmen	31
2.6.2 Die Zulassung von Emittenten zum Börsenhandel an EASDAQ	33
2.6.3 Die Ausgestaltung des Börsenhandels an EASDAQ	33
2.6.4 Chancen einer Kooperation zwischen der Stuttgarter Wertpapierbörse und EASDAQ	34
2.6.5 Zulassung deutscher Emittenten zum Börsenhandel an EASDAQ	35
2.6.6 Zulassung deutscher Intermediäre zum Börsenhandel an EASDAQ	36
2.6.7 Cross Listing von EASDAQ-Werten und Anbindung privater Investoren	36
2.6.8 Abschließende Beurteilung	37

3	VERSTÄRKUNG DER AKTIVITÄTEN IM ANLEIHEMARKT	38
	3.1 Rentenhandel: Wichtigster Umsatzträger	38
	3.2 Konsequenzen der EWU für den Anleihemarkt	39
	3.2.1 Der europäische Bondsmarkt in der Euro-Ära	39
	3.2.2 Französische Anleihen mit hohem Potential	43
	3.2.3 Chancen für die Börse Stuttgart	43
	3.3 Pfandbriefmarkt	44
	3.3.1 Reformen auf breiter Front	44
	3.3.2 Chancen für die Börse Stuttgart	45
4	ELEKTRONISCHER CALL-MARKT FÜR INSTITUTIONELLE INVESTOREN	47
	4.1 Aktuelle Entwicklungen	47
	4.2 Wachsende Bedeutung institutioneller Investoren	47
	4.3 Institutioneller Blockhandel	48
	4.4 Vorteile der periodischen Auktion	49
	4.5 Ausgestaltungsmerkmale eines elektronischen Call-Marktes	51
	4.5.1 Der Vorschlag von Gerke/Rasch	51
	4.5.2 Der Vorschlag von Cohen/Schwartz	51
	4.5.3 Das POSIT-System	52
	4.5.4 Die Arizona Stock Exchange	52
	4.6 Ausgestaltung des Marktes	53
	4.7 Chancen für die Börse Stuttgart	54
5	DER HANDEL MIT ANTEILEN GESCHLOSSENER IMMOBILIENFONDS	56
	5.1 Der heute bestehende Sekundärmarkt: Darstellung und Kritik	56
	5.2 Neue Konzepte für die Organisation des Sekundärmarktes	58
	5.2.1 Börsensegment „Geschlossene Immobilienfonds“	58
	5.2.2 Informationsbörse für geschlossene Immobilienfonds	61
6	HANDLUNGSEMPFEHLUNGEN	62

7	LITERATUR, ABBILDUNGEN UND TABELLEN	65
7.1	Literaturverzeichnis	65
7.2	Verzeichnis der verwendeten Gesetzestexte, Richtlinien und sonstigen Quellen	69
7.3	Abbildungsverzeichnis	70
7.4	Tabellenverzeichnis	70
7.5	Abkürzungsverzeichnis	71

Vorwort

Die Börsenstrukturen befinden sich international in einer Phase dynamischer Veränderungen. Der härter gewordene Wettbewerb hinterläßt bei den großen nationalen Börsen tiefe Spuren und führt zu Anpassungsmaßnahmen, die vor allem in der technischen Neuorganisation des Börsenhandels und in der Erweiterung der Produktpalette ihren Ausdruck finden. Regionalbörsen wie die Baden-Württembergische Wertpapierbörse zu Stuttgart sind dabei einem noch stärkeren Wettbewerbsdruck ausgesetzt, da neben die internationale Konkurrenz noch die Konkurrenz der deutschen Börsen untereinander tritt.

Das vorliegende Gutachten, das vom Staatsministerium Baden-Württemberg in Auftrag gegeben wurde, widmet sich speziell der Erarbeitung von Vorschlägen, die der Wahrung und Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit der Stuttgarter Wertpapierbörse dienen.

Das Projektteam des Zentrums für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) GmbH bestand aus folgenden Mitarbeitern des Forschungsbereichs „Internationale Finanzmärkte und Finanzmanagement“:

- Dr. Michael Schröder (Projektleitung und Leiter des Forschungsbereichs)
- Dr. Friedrich Heinemann (Wissenschaftler im Forschungsbereich)
- Dipl.-Kffr. Kathrin Kölbl (freie wissenschaftliche Mitarbeiterin des ZEW)
- Dr. Sebastian Rasch (ehemals Wissenschaftler im Forschungsbereich)
- Dipl.-Kfm. Max Steiger (Wissenschaftler im Forschungsbereich)
- Dipl.-Oec. Peter Westerheide (freier wissenschaftlicher Mitarbeiter des ZEW)

Das Projektteam ist Prof. Dr. Wolfgang Gerke (Forschungsprofessor am ZEW und Inhaber des Lehrstuhls für Bank- und Börsenwesen der Universität Erlangen-Nürnberg) zu ganz besonderem Dank verpflichtet. Viele der im Gutachten analysierten Vorschläge gehen auf Ideen und Anregungen von Prof. Dr. Gerke zurück. Das Gutachten profitierte ganz erheblich von seiner steten Diskussionsbereitschaft und konstruktiven Begleitung der Projektarbeit.

1 Einleitung

Das deutsche Börsenwesen durchläuft derzeit einen tiefgreifenden Umbruchprozeß. Dieser Prozeß wird geprägt durch erhebliche Veränderungen im institutionellen Bereich und in der technisch-organisatorischen Umsetzung des Börsenhandels.

Anfang 1996 haben sich drei Regionalbörsen (Düsseldorf, München, Berlin) in einem Börsenverbund mit der Frankfurter Wertpapierbörse zusammengeschlossen. Für die nicht diesem Verbund angehörenden Regionalbörsen (Stuttgart, Hannover, Hamburg, Bremen) hat sich damit die Wettbewerbssituation spürbar verschärft. Die Konzentration im deutschen Börsenwesen ist noch einmal stärker geworden: Die Frankfurter Wertpapierbörse allein vereinigt etwa 70 % der in Deutschland getätigten Umsätze im Aktien- und Rentenhandel auf sich, der Börsenverbund repräsentiert jetzt ca. 90 % der Umsätze.¹ Der Börsenverbund beabsichtigt, ein gemeinsames Dach-Skontro für den Handel der DAX 100-Aktien einzurichten.² Es bleibt abzuwarten, ob die nicht dem Börsenverbund angehörenden Regionalbörsen sich ebenfalls an diesem Dach-Skontro beteiligen können.

Im Bereich der technisch-organisatorischen Durchführung des Handels zeichnen sich ebenfalls gravierende Veränderungen ab. Nach der Umsetzung der im ZEUS-Gutachten der Deutsche Börse AG unterbreiteten Vorschläge wird der gesamte Börsenhandel in Frankfurt (IBIS- und Parketthandel) etwa ab Ende 1998 über ein Elektronisches Handelssystem (EHS) abgewickelt werden.³ Dadurch dürfte der traditionelle Börsenhandel auf dem Parkett einen weiten Rückschlag erleiden.

Auch die Baden-Württembergische Wertpapierbörse zu Stuttgart wird von den sich abzeichnenden Zentralisierungstendenzen in erheblichem Ausmaß betroffen sein. So ist zu erwarten, daß entsprechend den schon vorliegenden Planungen sich vor allem der Börsenhandel mit den DAX-Werten, der bislang eine wichtige Einnahme der Regionalbörsen darstellt, vollständig auf das künftige EHS verlagern wird.

Das Ziel dieses Gutachtens ist es daher, Vorschläge zu erarbeiten, wie sich die Wettbewerbsfähigkeit der Stuttgarter Wertpapierbörse mittel- und langfristig stabilisieren und verbessern läßt. Im Zentrum der Vorschläge stehen dabei neue Produkte und Geschäftsfelder wie z. B. die Errichtung eines Mittelstandsmarktes, die Erweiterung des Rentenhandels auf europäische Renten und Pfandbriefe sowie die Implementierung eines sog. Call-Marktes.

Im folgenden wird zunächst als Grundlegung der Argumentation die Ausgangssituation dargestellt, in der sich die Stuttgarter Wertpapierbörse derzeit befindet.

Im Zuge der weltweiten Veränderungen im internationalen Börsenwesen hat in den meisten europäischen Ländern ein starker Zentralisierungsprozeß beim Börsenhandel stattgefunden. In vielen Fällen wurde der traditionelle Parketthandel ganz oder teilweise durch vollcomputerisierte Börsenhandelssysteme ersetzt, die einen landesweiten Zugang zum Börsenhandel ermöglichen.⁴ International haben viele der kleineren regionalen Börsenplätze ihre ursprünglichen Funktionen und damit ihre Eigenständigkeit ganz oder teilweise verloren oder sie sind

¹ Basis der Berechnungen sind die Umsatzangaben für das Jahr 1993.

² Das Dachskontro dient der Feststellung der Eröffnungs-, Kassa- und Schlußkurse. Diese gerechneten Kurse sollen einheitlich für die DAX 30-Aktien in Frankfurt und für die DAX-Werte 31 bis 100 an den jeweiligen Heimatbörsen des Börsenverbundes ermittelt werden.

³ Zunächst ist beabsichtigt, in einer Übergangsphase den Parketthandel parallel zum EHS aufrechtzuerhalten. Der Grund liegt in der Vermeidung von Risiken, die durch die noch mangelnde Erfahrung mit dem EHS hervorgerufen werden können.

⁴ Auch in Deutschland wird durch das EHS ein solches computerisiertes Handelssystem ab 1998 zur Verfügung stehen.

vollständig in einer nationalen Börsenorganisation aufgegangen. Auch in den USA existieren von den ehemals 22 Regionalbörsen neben der NYSE und der AMEX heute nur noch fünf.⁵ Der Finanzplatz Deutschland und mit ihm die acht regionalen Wertpapierbörsen haben bislang nur sehr zögerlich und oftmals unzureichend auf diese neuen Herausforderungen an den internationalen Kapitalmärkten reagiert. Als Folge davon werden heute beispielsweise rund zwei Drittel des Gesamtumsatzes in Terminkontrakten auf deutsche Bundesanleihen im Ausland, d. h. an der Londoner Terminbörse LIFFE getätigt. Trotz intensiver Bemühungen konnte die Deutsche Terminbörse (DTB) bis heute keine nennenswerten Marktanteile aus London zurückgewinnen.

Seit der Einführung von IBIS, das einem nationalen computerisierten Wertpapierhandelssystem für die umsatzstärksten Aktienwerte und Anleihen sehr nahe kommt, kann eine deutliche Abwanderung des Börsenumsatzes von den Regionalbörsen verzeichnet werden. Schätzungen zufolge vereinen die Frankfurter Wertpapierbörse und IBIS heute schon 85 bis 90 % des Gesamtbörsenumsatzes auf sich, während auf dem Parkett der sieben Regionalbörsen nur noch etwa 10 bis 15 % des täglichen Umsatzvolumens getätigt werden. Lediglich durch die Aufteilung der über IBIS getätigten Umsätze zugunsten der Regionalbörsen fallen die in den offiziellen Börsenstatistiken ausgewiesenen Umsätze höher aus. Durch die Einführung des EHS wird mittelfristig der Parketthandel noch weiter beeinträchtigt werden.

Tabelle 1 gibt einen Überblick über die Anzahl der an den Börsenplätzen gehandelten Aktien und Renten.

Tabelle 1: Anzahl der gehandelten Wertpapiere nach Börsenplätzen (Stand 1994)

Börsenplatz	Gesamtzahl	Anzahl Aktien	Anzahl Renten
Frankfurt	8.568	875	7.693
Düsseldorf	5.128	535	4.593
München	4.772	608	4.164
Hamburg	4.138	497	3.641
Berlin	2.809	560	2.249
Stuttgart	2.686	323	2.363
Hannover	1.637	158	1.479
Bremen	1.046	106	940
Summe	22.861	1.664	21.197

Quelle: Deutsche Börse AG (1995), S. 103

An der Stuttgarter Wertpapierbörse werden immerhin 19,5 % der in Deutschland zum Handel zugelassenen Aktien gehandelt. Bei den Renten ist der Anteil mit ca. 11 % etwas kleiner, aber immer noch in einer ganz beachtlichen Größenordnung. Die Anzahl der an der Stuttgarter Börse gehandelten Aktien ist von 1993 bis 1995 um 65 Titel angestiegen, was einem prozentualen Zuwachs von 22,5 % entspricht. Betrachtet man die einzelnen Handelssegmente, so fällt auf, daß der Zuwachs ausschließlich auf Aktivitäten im Freiverkehr zurückzuführen ist. Im amtlichen Handel ging die Anzahl der Titel dagegen leicht zurück. Im Rentenhandel ergab sich ebenfalls eine Erhöhung der gehandelten Werte: Zwischen 1993 und 1995 nahm die Anzahl der gehandelten Rententitel um 6,8 % zu.

⁵ Vgl. dazu Gerke/Rasch (1993), S. 316-317.

**Tabelle 2: Börsenumsatz in Mrd. DM nach Börsenplätzen
(Stand 1993)**

Börsenplatz	Gesamtumsatz	Umsatz Renten	Umsatz Aktien
Frankfurt	4.873	3.465	1.408
Düsseldorf	742	529	212
München	369	260	109
Stuttgart	283	217	66
Berlin	232	173	59
Hamburg	206	112	94
Hannover	115	99	16
Bremen	47	26	21
Summe	6.868	4.881	1.986

Quelle: Deutsche Börse AG (1994)

Das positive Bild ändert sich jedoch, wenn man die Umsatzanteile betrachtet (vgl. Tabelle 2). Der auf die Stuttgarter Wertpapierbörse entfallende Anteil am Gesamtumsatz (Aktien und Renten) aller deutschen Wertpapierbörsen beträgt nur 4,1 %. Für den Rentenhandel beträgt der Umsatzanteil 4,4 % und bei den Aktien 3,3 %. Die Stuttgarter Börse handelt also - genauso wie die anderen Regionalbörsen auch - vor allem mit solchen Titeln, die relativ umsatzschwach und illiquide sind. Allerdings haben sich die Umsatzanteile auf diesem niedrigen Niveau in den letzten Jahren recht stabil gehalten.

Die Aktien-Umsätze relativieren sich allerdings noch weiter, wenn man berücksichtigt, daß etwa die Hälfte dieser Umsätze über IBIS getätigt werden.⁶ Nur die dann noch verbleibenden Umsätze sind über den Parketthandel in Stuttgart zustande gekommen. Tabelle 3 gibt einen Vergleich der Umsatzentwicklung zwischen Renten und Aktien für die Jahre 1992 bis 1995. In diesem Zeitraum nahm der Rentenumsatz deutlich zu. Während 1995 im Stuttgarter Aktienhandel nur noch knapp 70 % des Niveaus von 1992 umgesetzt wurde, erreichte der Rentenumsatz eine Steigerung von 134 auf 176 Mrd. (+31,3 %). Die Zahlen zeigen, daß sich in diesen vier Jahren somit eine spürbare Verschiebung vom Aktien- zum Rentenhandel vollzogen hat. 1992 betrug die Relation von Aktien- zu Rentenumsatz noch 43,6 %. Sie ging bis 1995 allmählich auf nur noch 23 % zurück. Der Rentenhandel ist nicht nur der wichtigste Teilbereich der Stuttgarter Börse, er gewinnt im Zeitverlauf auch noch deutlich an Gewicht.

Die Analysen und Vorschläge des Gutachtens orientieren sich an der Fragestellung, welche Rolle den einzelnen Börsenplätzen angesichts der institutionellen und technisch-organisatorischen Änderungen zukommt.

⁶ Aktuell für 1995: Aktienumsatz 43,7 Mrd. inklusive Optionsscheine (ca. 3 Mrd.), davon 21,94 Mrd. über IBIS. Die über IBIS zustande gekommenen Umsätze betragen 1995 bei Aktien somit 53,8 % der für die Stuttgarter Börse ausgewiesenen gesamten Aktienumsätze.

Tabelle 3: Umsätze an der Stuttgarter Börse (Parkett und IBIS, ohne Optionsscheine)

in Mrd. DM			
	Gesamt	Renten	Aktien
1992	192,2	133,8	58,4
1993	282,8	216,9	65,8
1994	255,9	195,4	60,5
1995	216,5	175,7	40,8
1992=100			
1992	100,00%	100,00%	100,00%
1993	147,14%	162,11%	112,67%
1994	133,14%	146,04%	103,60%
1995	112,64%	131,32%	69,86%

Quelle: Baden-Württembergische Wertpapierbörse Stuttgart (1996), eigene Berechnungen

Die Errichtung des EHS als Vorläufer eines vollcomputerisierten Börsenhandelssystems läßt die Frage aufkommen, inwieweit noch mehr als eine einzige Zentralbörse nötig ist, um den Börsenhandel durchzuführen. Diese Zentralbörse könnte sogar theoretisch als rein virtuelle Börse implementiert werden, so daß der „Ort“ des Börsenhandels nur noch ein Computernetz darstellen würde. Soweit ist es aber vorerst noch nicht, und es bleibt abzuwarten, ob sich eine solche Zentralbörse überhaupt jemals ergibt. Starke Tendenzen in diese Richtung sind jedoch spätestens seit der Implementierung des IBIS-Systems auch in Deutschland nicht mehr zu verkennen.

Zur Sicherstellung eines ausreichenden Wettbewerbs müßte an einer elektronischen Börse gewährleistet sein, daß alle Anbieter von Börsendienstleistungen auch zu diesem Computernetz zugelassen werden. Es wäre also z. B. zu verlangen, daß alle Makler gleichberechtigt Zugang zu dieser Börse hätten. Eine spezielle lokale Zuordnung zu einem Börsenplatz wäre dagegen nicht mehr notwendig. Eine Börse, die nur die Dienstleistung „Kursfeststellung“ anbietet, kann in einem solchen Umfeld schnell ihre Existenzberechtigung verlieren.

Zur mittel- und langfristigen Sicherung der Wettbewerbsfähigkeit ist es daher für eine Börse notwendig, andere Dienstleistungsangebote zur Verfügung zu stellen.

Ein wichtiger Gesichtspunkt, der immer wieder von den Regionalbörsen betont wird, ist die geographische Nähe der Börse zu potentiellen Emittenten und Marktteilnehmern⁷. Dieser Aspekt weist in eine möglicherweise sehr vielversprechende Richtung, denn er stellt den Wettbewerb für vielfältige Börsendienstleistungen in den Mittelpunkt der Betrachtung. Bislang sind jedoch die Beiträge von Börsen an der Wertschöpfungskette in diesem Bereich noch relativ gering. Den Hauptanteil beispielsweise bei Aktienemissionen (Unternehmensbewertung, Umwandlungsberatung, Emissionskonzept, Festsetzung des Emissionspreises) haben bisher die Emissionsabteilungen von Banken.

Die in den folgenden Kapiteln erarbeiteten Vorschläge zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit der Stuttgarter Wertpapierbörse zielen daher vor allem auf neue Geschäftsfelder und neue Dienstleistungsangebote. Ein Schwerpunkt der Vorschläge konzentriert sich auf das Thema „Mittelstandsmarkt“. Es geht dabei um Dienstleistungen, die speziell dem in Baden-Württemberg stark vertretenen Mittelstand zugute kommen können. Die Vorschläge in diesem Umfeld reichen von der Errichtung einer Informationsbörse für die Vermittlung von Beteiligungen an mittelständischen Unternehmen bis hin zur Verstärkung der Aktivitäten der Börse

⁷ Vgl. FREUDENBERG (1992), S. 126 f.

im Bereich des „Going Public“. Ausführlich wird geprüft, wie groß das Emissionspotential an mittelständischen Unternehmen ist, die für einen Gang an die Stuttgarter Börse gewonnen werden könnten.

Ein wichtiges Element ist dabei auch der Aufbau internationaler Verbindungen für den Aktienhandel im Bereich der Wachstumsunternehmen. Besonders interessant kann hier eine Kooperation mit der EASDAQ-Börse mit Sitz in Brüssel sein, die sich auf die Emission und den Handel europäischer Wachstumswerte spezialisiert.

Auch die anderen Vorschläge befassen sich mit einer Ausweitung des Produktangebotes. Zu nennen sind hier die Ausdehnung des Rentenhandels auf europäische Titel und eine Ausweitung des Pfandbriefhandels, die Errichtung eines elektronischen Call-Marktes für institutionelle Anleger und den Handel mit Anteilen geschlossener Immobilienfonds. Alle diese Vorschläge werden im Rahmen des Wettbewerbsumfeldes der Stuttgarter Börse analysiert und in bezug auf ihre Eignung für die Börse bewertet. Die erarbeiteten Vorschläge sind allerdings als neue Geschäftsfelder nicht nur für die Stuttgarter Wertpapierbörse geeignet. Andere Regionalbörsen oder die Deutsche Börse AG könnten die meisten der Produktideen ebenfalls verwirklichen. Eine schnelle und entschlossene Umsetzung ist in dem dynamischen Wettbewerbsumfeld, in dem sich die deutschen Börsen befinden, daher ein wichtiges Erfolgskriterium.

Den Schluß des Gutachtens bildet die konzentrierte Darstellung der wichtigsten Handlungsempfehlungen in der Reihenfolge ihrer Bedeutung für die Stuttgarter Börse und der Möglichkeit einer schnellen Umsetzung.

2 Mittelstandsmarkt Baden-Württemberg

2.1 Strukturmerkmale mittelständischer Beteiligungsmärkte

Kleine und mittlere Unternehmen stellen einen Eckpfeiler der deutschen und insbesondere der baden-württembergischen Unternehmenslandschaft dar. Gleichwohl ist ihre Eigenkapitalausstattung im Vergleich zu größeren, vor allem zu börsennotierten Unternehmungen häufig gering: Die entsprechenden Statistiken verzeichnen eine eindeutig positive Korrelation zwischen durchschnittlichem jährlichem Umsatzvolumen und der Eigenkapitalquote von Unternehmen. Betrachtet man die Entwicklung der Eigenkapitalausstattung im Zeitverlauf, so ist zudem festzustellen, daß sich die Schere zwischen kleinen und mittleren Unternehmen einerseits und Großunternehmen andererseits in der Vergangenheit immer stärker geöffnet hat: Während die Eigenkapitalausstattung von Großunternehmen in den letzten Jahren Konsolidierungstendenzen zeigte, scheint der Abwärtstrend bei den Eigenkapitalquoten kleiner und mittlerer Unternehmen ungebrochen.⁸

Mittelständische Unternehmer sehen sich durch ihr schwaches Eigenkapitalfundament häufig erheblich in ihrer Flexibilität und ihrem Wachstumspotential beschränkt. Denn eine angemessene Ausstattung mit Eigenkapital sichert am ehesten langfristige unternehmerische Unabhängigkeit: Neben der unmittelbaren Finanzierungsaufgabe des Eigenkapitals ist in diesem Zusammenhang besonders seine Sicherungsfunktion für die Gläubiger und die damit verbundene Akquisitionsfunktion für neues Fremdkapital herauszustellen.

Von entscheidender Bedeutung ist die Eigenkapitalausstattung daher vor allem für die Innovationsfähigkeit von Unternehmen: Zur Beurteilung der Erfolgsaussichten von Produkt- oder Verfahrensinnovationen kann i. d. R. nicht oder nur eingeschränkt auf Vergangenheitsdaten zurückgegriffen werden, die jedoch in der banküblichen Kreditwürdigkeitsprüfung im Vordergrund stehen. Je innovativer Investitionsprojekte sind, desto eher laufen sie daher Gefahr, durch das Raster entsprechender Bonitätsprüfungen zu fallen. Hinzu kommt, daß häufig eine erhebliche Zeitspanne zwischen der Erfindung eines neuen Produktes oder Verfahrens und seiner Markt- bzw. Produktionsreife zu überbrücken ist. Der Mangel an langfristig zur Verfügung stehendem und unternehmerisch souverän einsetzbarem Eigenkapital kann dann zur entscheidenden Restriktion für die Durchführbarkeit von Innovationsvorhaben werden.⁹

Die statistisch erkennbaren größenspezifischen Unterschiede in der Eigenkapitalausstattung lassen sich mit einer Reihe von finanzierungstheoretischen Überlegungen begründen, die auch die am deutschen Markt für Mittelstandsbeteiligungen bestehende Problematik erklären können.

Die Notwendigkeit finanzieller Institutionen wird durch den „neo-institutionalistischen“ Ansatz der Finanzierungstheorie erklärt. Als Weiterentwicklung der neoklassischen Finanzierungstheorie, die von vollkommenen Finanzmärkten, auf denen Gleichgewicht herrscht, ausgeht, wird bei der Betrachtung von Finanzierungsentscheidungen realistischerweise folgendes angenommen: Die Informationen über die aus Investitionen zu erwartenden Erträge und die Möglichkeiten, den Verlauf des Investitionsvorhabens zu beeinflussen, sind zwischen Kapitalnehmer und -geber ungleich verteilt. Übertragen auf expandierende kleine und mittelgroße Unternehmen (KMU) führt die asymmetrische Informationsverteilung zu der Situation, daß der mittelständische Unternehmer langfristiges Kapital benötigt, das er zur Durchführung der von ihm als vorteilhaft klassifizierten, aber risikoreichen Investitionsvorhaben einsetzen kann.

⁸ Vgl. zu diesen aktuellen Trends die Übersicht in KAUFMANN/KOKALI (1996), S. 16ff.

⁹ Vgl. zur Einschätzung fehlenden Eigen- und Fremdkapitals als Innovationshemmnis HEINEMANN/KUKUK/WESTERHEIDE (1995), S. 33.

Im Gegenzug ist er dazu bereit, beteiligungswillige Kapitalgeber anteilmäßig an den Investitionserträgen partizipieren zu lassen. Die für das Investitionsvorhaben vom Kapitalnehmer projizierten Daten, auf denen seine Beurteilung über die Vorteilhaftigkeit basiert, sind jedoch mit Unsicherheit behaftet und beruhen auf objektiv kaum nachvollziehbaren Annahmen. Dieser Umstand hat zur Folge, daß, falls es zum Abschluß eines Finanzierungsvertrages kommt, Kapitalnehmer und -geber zwar gleichermaßen an möglichst hohen Erträgen aus dem Investitionsprojekt interessiert sind, beide dieses Ziel jedoch - gegebenenfalls auf Kosten des anderen - verfolgen. Rationale Kapitalgeber werden dem Mittelständler folglich mit Skepsis und Mißtrauen entgegentreten, da sie sich des Risikos bewußt sind, daß dieser in konsequenter Verfolgung seiner Eigeninteressen möglicherweise Vermögensverschiebungen zu ihren Lasten vornimmt.¹⁰

Die Beziehung zwischen Kapitalnehmer und -geber kann als Principal-Agent-Problem analysiert werden, das nach ARROW dann vorliegt, wenn eine Person, der Agent, zwischen mehreren Handlungsalternativen wählen kann und damit nicht nur seinen, sondern auch den Nutzen des Principals beeinflusst.¹¹ Die externen Kapitalgeber (Principals) werden deshalb durch entsprechende Gestaltung des Finanzierungsvertrags versuchen zu verhindern, daß der Unternehmer (Agent) bei Entscheidungen über Investitionsvorhaben die sich auf sie negativ auswirkenden Alternativen wählt. Die Kosten der vertraglichen Beschränkungen, die Überwachung ihrer Einhaltung und die Nachteile aus dem nicht zu verhindernden Verhalten des Agenten werden als „agency costs“¹² bezeichnet. Diese Kosten hat letztendlich der kapitalsuchende Unternehmer zu tragen, da die Kapitalgeber weniger für ihre Beteiligung zu zahlen bereit sind, wenn sie Agency-Probleme erwarten. Die Problematik der Agency-Beziehung in Zusammenhang mit der Beteiligungsfinanzierung von KMU wird besonders deutlich, wenn angestrebt wird, auch vermögende Privatpersonen als Gesellschafter zu gewinnen. Anders als z. B. Kapitalbeteiligungsgesellschaften und Industriekonzernen steht diesem Gesellschafterkreis kein back office mit im Beteiligungscontrolling versierten Fachleuten zur Verfügung, was im Zusammenspiel mit der vergleichsweise begrenzten Kapitalkraft häufig dazu führt, daß den Wünschen und Vorstellungen der privaten Kapitalgeber von Kapitalnehmerseite weniger Gewicht beigemessen wird.

Folgende finanzierungstheoretisch fundierte Überlegungen zeigen, daß private Informationsaktivitäten (z. B. Signalling¹³, Screening¹⁴ und Self Selection¹⁵) potentieller Kapitalgeber nicht ausreichen, um die zwischen ihnen und den kapitalsuchenden KMU bestehenden Informationsasymmetrien abzuschwächen.

- Die kapitalsuchenden KMU sind versucht, ihre wirtschaftliche Situation besser darzustellen, als sie tatsächlich ist, um die Kosten für eine Kapitalaufnahme zu drücken. In Kenntnis der Situation werden rational handelnde Kapitalanleger ihren Renditeforderungen eine Ri-

¹⁰ Vgl. SCHMIDT (1981), S. 140-141.

¹¹ Vgl. ARROW (1985), S. 37.

¹² Vgl. SWOBODA (1991), S. 162-163.

¹³ Unter Signalling versteht man Informationsaktivitäten des besser informierten Marktteilnehmers, die dieser mit dem Ziel unternimmt, Qualitätsunterschiede zwischen den ihm angebotenen Gütern aufzudecken; vgl. hierzu SPENCE (1973), S. 355-374.

¹⁴ Vgl. STIGLITZ (1975), S. 283-300.

¹⁵ Self Selection bedeutet, daß die uninformierten Marktteilnehmer die besser informierte Marktseite - häufig mit Hilfe anreizkompatibler Techniken - dazu auffordert, direkt oder indirekt Informationen über das interessierende, aber nicht beobachtbare Merkmal zu geben; vgl. ROTHSCILD/STIGLITZ (1976), S. 629-649.

sikoprämie zuschlagen, um sich gegen das „moralische“ Informationsrisiko abzusichern. Wegen der durch Informationsasymmetrie bedingten unterschiedlichen Vorstellungen über die Höhe der Prämie für eine Kapitalüberlassung scheitern eine Reihe von Beteiligungsvorhaben.¹⁶

- Der Aufwand zur Verbesserung seines Informationsstandes ist für den einzelnen Kapitalanleger enorm hoch. Theoretisch bemüht sich der Anleger solange um Informationen, bis die Grenzkosten der Informationsbeschaffung den Grenzertrag der Informationsgewinnung erreichen. In der Beteiligungspraxis ist es jedoch problematisch, den Grenzertrag einer Information richtig einzuschätzen. Die Informationskosten zur Selektion guter Beteiligungsmöglichkeiten reduzieren ex ante die mit der Beteiligung erzielbare Rendite und führen häufig dazu, daß ein Anleger auf ein Beteiligungsengagement verzichtet.
- Aufgrund fehlender Informationen sind Kapitalanbieter häufig nicht in der Lage, gute von schlechten Unternehmen zu unterscheiden und verlangen zum Ausgleich dieses Qualitätseinschätzungsrisikos deshalb von allen Unternehmen gleichermaßen einen Zuschlag zu ihrer Renditeforderung. Um Kapitalgeber für sich zu interessieren, müssen gute Unternehmen eine höhere Kapitalverzinsung anbieten als dem mit einer Beteiligung verbundenen Investitionsrisiko entspricht. Sie ziehen sich deshalb vom Beteiligungsmarkt zurück mit der Folge, daß Kapitalanleger nur noch die Wahl zwischen im Durchschnitt qualitativ schlechter einzustufenden KMU haben und deshalb ständig steigende Risikoprämien fordern. Dieser in der Theorie als „adverse selection“ bezeichnete Ausleseprozeß unterstreicht auch die Bedeutung eines Ratings¹⁷ als Mittel zur Diskriminierung der Beteiligungsangebote.¹⁸
- Theoretische Überlegungen, die darauf abheben, daß an Informationen als öffentliche Güter keine Eigentumsrechte geltend gemacht werden können, geben auch Aufschluß darüber, warum für einzelne Anleger wenig Anreize bestehen, sich selbst Informationen über Mittelstandsbeteiligungen zu beschaffen. Da auch andere Anleger von den gewonnenen Informationen profitieren könnten¹⁹, ohne sich zugleich an den mit der Informationsgewinnung verbundenen Kosten zu beteiligen (sogenannte Free-Rider-Problematik), kann es dazu kommen, daß jeder Marktteilnehmer darauf wartet, daß andere die Informationen beschaffen. Diese vorprogrammierte Passivität der Anleger bei der Informationsgewinnung führt zu Informationsdefiziten und zu einer abwartenden Haltung beim Abschluß von Beteiligungsverträgen.²⁰

Die Bedeutung der Regionalbörsen wird vor allem mit ihren komparativen Vorteilen bei der Bewältigung der oben beschriebenen Informationsprobleme begründet: So fällt es kleinen und mittleren Unternehmen möglicherweise leichter, unter Ausnutzung ihres regionalen oder lokalen Bekanntheitsgrades Eigenkapital an Regionalbörsen zu akquirieren.²¹

Die Bedeutung, die dem regionalen Faktor beigemessen wird, mag angesichts leistungsfähiger Kommunikationsinfrastrukturen und der regen Informationsproduktion durch Finanzanalysten

¹⁶ Vgl. GERKE (1993), S. 625ff.

¹⁷ Zum Rating vgl. Abschnitt 2.2.3 des vorliegenden Gutachtens.

¹⁸ Vgl. AKERLOF (1970), S. 488-500.

¹⁹ Vgl. HOPF (1983), S. 93.

²⁰ Vgl. SPREMANN (1986), S. 43-45.

²¹ Vgl. Beschluß der Börsenfachministerkonferenz am 13.03.1996 zur Weiterentwicklung der Börsenstruktur, S. 5f.

verwundern. Für die Relevanz des Regionalfaktors spricht jedoch das geringe Emissionsvolumen mittelständischer Einzelwerte und die damit i. d. R. verbundene geringe Umsatztätigkeit: Die im Handel mit diesen Werten erzielbaren vergleichsweise geringen Renditen decken häufig nicht den Kostenaufwand umfassender Researchaktivitäten, so daß die Analysten der Großbanken und großen Investmenthäuser aus ihrem Renditekalkül heraus wenig Interesse am Abbau von Informationsasymmetrien zugunsten einer verstärkten Anlage in diesen Titeln zeigen.²² Mit dem gleichen Handikap hinsichtlich der potentiell erzielbaren Renditen sind zwar auch regional tätige Informationsproduzenten konfrontiert: Möglicherweise stehen ihnen aber aus bisherigen Geschäftsbeziehungen zu lokal tätigen Unternehmen kostenlose oder mit nur geringem Aufwand aufzubereitende Informationen zur Verfügung. Dieses Informationsprivileg dürfte vor allem für die am regionalen Börsenplatz tätigen Geschäftsbanken gelten. Hinzu kommt, daß sich möglicherweise das Interesse privater Anleger aus psychologischen Gründen leichter für „regionale“ Werte als für in diesem Sinne „anonyme“ Unternehmen mobilisieren läßt.

Betrachtet man das bisherige Emissionsgeschehen am Primärmarkt bzw. die Umsatztätigkeit auf den Sekundärmärkten, so wird allerdings deutlich, daß hier bislang allenfalls von Potentialen, nicht aber von bereits realisierten Volumina gesprochen werden darf: Zum gegenwärtigen Zeitpunkt spiegeln sich die erwähnten komparativen Vorteile der Regionalbörsen in ihren Kurszetteln kaum wider. Auch an der Wertpapierbörse Stuttgart läßt die aktuelle Anzahl von 40 im Geregelteten Markt und 31 inländischen im Freiverkehr notierten Werten (Stand 31.12.1995) im Vergleich zu den 127 im Amtlichen Handel notierten, vorwiegend großen Unternehmen keine besondere Gewichtung regionaler KMU erkennen.

Die Ursachen für diese in Stuttgart wie an anderen regionalen Börsenplätzen zu beobachtende unzureichende Ausschöpfung eines möglicherweise vorhandenen regionalen Marktpotentials liegen auf verschiedenen Ebenen:

- Einerseits verursachen Emission und Handel von wenig liquiden Nebenwerten relativ höhere Informations- und Kurssicherungskosten als entsprechende Marktaktivitäten in hochliquiden Standardwerten. Diese höheren Kosten schmälern die Dividendenrendite der Anleger und die Umsatzrendite des Intermediäre bzw. steigern die Kapitalkosten der Emittenten u. U. in einem Maße, das entsprechende Nebenwertsegmente weitgehend unattraktiv erscheinen läßt. Eine in gewissem Rahmen tragbare Quersubventionierung des Nebenwertehandels durch den Ertrag aus dem Handel mit hochliquiden Standardwerten wird für die Regionalplätze um so weniger möglich, je mehr sich der Umsatz in Standardwerten auf Frankfurt (Dax-30-Werte) bzw. im Rahmen der Dachskontren für die M-Dax-Werte auf die Börsenkooperation Berlin-Düsseldorf-Frankfurt-München konzentriert.
- Ein zweiter Begründungskomplex wird allgemein in den hohen Kriterien der Börsenreife gesehen, die von den Emissionsbanken bisher kaum segmentspezifisch differenziert werden: Zwar gelten für die z. Zt. vorhandenen Marktsegmente (Amtlicher Handel, Geregelter Markt, Freiverkehr) formal unterschiedliche Zulassungskriterien; in der Emissionspraxis sind diese jedoch wegen des von den Emissionsbanken angelegten hohen Standards weitgehend irrelevant. Dieses restriktive Verhalten der Emissionsbanken gilt als eine Hauptursache dafür, daß bisher alle Versuche, Mittelstandsmärkte an Regionalbörsen zu etablieren, gescheitert sind.²³

²² Das aus Rentabilitätsgründen bewirkte Desinteresse an Aktien mit kleinen Emissionsvolumina kann u. U. in einen „Teufelskreis der Umsatzlosigkeit“ führen, da fehlende Researchaktivitäten ihrerseits geringere Umsätze induzieren, die wiederum den betriebswirtschaftlich vertretbaren Analyseaufwand verringern. Vgl. RASCH (1994), S. 516.

²³ Vgl. KAUFMANN/KOKALJ (1996), S. 69f.

- Einen allerdings schwer einzuschätzenden Hemmnisfaktor stellen auch Informationsmängel bei Privatanlegern dar, die als Direktanleger die wichtigste Adressatengruppe auf Mittelstandsmärkten ist.²⁴ Zwar ist das Anlageverhalten Privater in der Vergangenheit deutlich renditeorientierter geworden; auf die Kapitalanlage in Aktien hat sich dies bisher jedoch nicht positiv ausgewirkt.²⁵ Dies dürfte - neben der vielfach unterstellten hohen Risikoaversion bzw. fehlenden „Aktienkultur“ deutscher Anleger - in der Anlageberatung der Banken begründet liegen, die - auch aus Haftungsgründen - auf die Empfehlung traditioneller Sparformen und Obligationen öffentlicher Schuldner konzentriert ist. Dieses Problem dürfte bei mittelständischen Beteiligungswerten in besonders hohem Maße auftreten.
- Informationsdefizite können auch auf Seiten der kapitalnachfragenden mittelständischen Unternehmen vermutet werden: Die Finanzierungsberatung mittelständischer Unternehmen ist gegenwärtig stark bankdominiert oder aber - z. B. im Hinblick auf steuerliche Detailfragen - sehr speziell ausgerichtet: Die hohen Standards der Banken hinsichtlich der Emissionsreife kommen damit um so mehr zur Geltung, da derart einseitig beratene Unternehmen ein verzerrtes Bild ihrer eigenen Kapitalmarktposition entwickeln können.

Die skizzierten Hemmnisfaktoren für die Etablierung von Mittelstandsmärkten zeigen zugleich die wichtigsten Ansatzpunkte für die Schaffung eines erfolgreichen Segmentes für Nebenwerte am Finanzplatz Stuttgart auf. Auf Grund der mittelständisch geprägten Unternehmenslandschaft in der Region könnte die Baden-Württembergische Wertpapierbörse durchaus eine Vorreiterrolle einnehmen: Entscheidend dafür ist allerdings, ob es gelingen kann, ein entsprechendes Marktsegment betriebswirtschaftlich rentabel zu betreiben, d. h. ein Marktvolumen zu realisieren, das die durchschnittlichen Transaktionskosten auf ein vertretbares Maß sinken läßt. Die Steigerung des Umsatzvolumens bzw. der Marktliquidität steht im Zentrum der Schaffung eines funktionsfähigen Mittelstandsmarktes; entsprechende Anstrengungen seitens der Börse sollten bei allen Marktbeteiligten ansetzen, schwerpunktmäßig

- durch Beratung von Anlegern und Unternehmen,
- durch Überprüfung und ggf. segmentspezifische Modifikation der hohen informellen Emissionsstandards in Kooperation mit den Emissionshäusern,
- durch Modifikationen des Handelssystems mit dem Ziel der weitestgehenden Verringerung der Liquiditäts- und Volatilitätsrisiken enger Märkte.

Als Ansatzpunkt zur Schaffung eines leistungsfähigen Mittelstandsmarktes ist jedoch nicht nur der Handel in Aktien von mittelständischen Unternehmen zu betrachten; in den Blick zu nehmen sind auch vorgelagerte außerbörsliche Marktsegmente.

Dies gilt einerseits für die Zusammenführung von Direktanlegern und nicht emissionsfähigen, aber kapitalaufnahmebereiten Unternehmen, wie sie im Rahmen der Aktivitäten sogenannter Informationsbörsen stattfindet. Zudem ist die Unterstützung von Kapitalbeteiligungsgesellschaften, die eine Mittlerfunktion zwischen Privat- bzw. institutionellem Anleger einerseits

²⁴ Institutionelle Anleger scheuen weitgehend das Risiko einer Anlage in wenig liquiden Nebenwerten, da sie im Vergleich zu Standardwerten relativ hohe Transaktionskosten bei geringen Anlagevolumina zu gewärtigen haben und im Rahmen des Portfoliomanagements erforderlich werdende Blocktransaktionen u. U. nur mit Zeitverzögerungen und unter Inkaufnahme erheblicher Volatilitätsrisiken abzuwickeln sind (vgl. KAUFMANN/KOKALJ (1996), S. 76) und RASCH (1996), S. 94-101. Hinzu kommt, daß für Institutionelle entsprechende Anreize zur Aufnahme von Nebenwerten fehlen, solange ihre Performance an der Entwicklung von Standardindizes gemessen wird (vgl. RASCH (1994), S. 515).

²⁵ Vgl. GERKE ET AL. (1995), S. 48.

und nicht börsenfähigem Kapitalnachfrager andererseits einnehmen, in entsprechende Strategieüberlegungen einzubeziehen.

Im folgenden werden, gestaffelt nach der Nähe zum traditionellen Börsengeschäft, die folgenden Optionen skizziert:

- Schaffung einer Informationsbörse an der Wertpapierbörse Stuttgart
- Kooperation der Wertpapierbörse Stuttgart mit Kapitalbeteiligungsgesellschaften
- Etablierung eines Marktes für mittelständische Aktienwerte an der Wertpapierbörse Stuttgart

Kooperation der Wertpapierbörse Stuttgart mit EASDAQ

2.2 Einrichtung einer Informationsbörse an der Börse Stuttgart

2.2.1 Tätigkeitsbereiche

Die Informationsbörse (IB) vermittelt Beteiligungen an innovativen mittelständischen Unternehmen, deren Anteile nicht börsennotiert sind²⁶, indem sie Daten über Beteiligungsofferten von KMU und über Anlagewünsche potentieller Investoren mittels EDV-gestützter Lösungen sammelt und miteinander vergleicht. Bei weitgehender Interessenidentität stellt sie den Kontakt zwischen den beiden Kontrahenten her, ohne gleichzeitig eine Handelsfunktion zu übernehmen. Das Engagement der IB bleibt vielmehr auf das beschriebene Informationsmatching beschränkt. Eine Beratung der Anleger und der kapitalnehmenden Unternehmen in gesellschafts- und steuerrechtlichen Fragen durch die IB ist zunächst nicht vorgesehen, weshalb sich die IB an den sich der Datenübermittlung eventuell anschließenden Vertragsverhandlungen nicht beteiligt. Unter diesen Voraussetzungen hat die IB grundsätzlich keine Kenntnis über das Zustandekommen eines Vertragsabschlusses. Es ist deshalb zweckmäßig, daß sich die IB die Vermittlungsaufträge der Kapitalnehmer und der Anleger befristet oder auf Widerruf erteilen läßt.²⁷

Als Ergänzung zum oben beschriebenen Matching ist eine Ausweitung des Tätigkeitsbereichs der IB in folgender Weise denkbar:

- Die IB könnte ihr Angebot an Informationen über die Beteiligungsofferten erweitern, z. B. Unternehmensinformationen selbständig aufzubereiten, etwa durch die Analyse testierter Jahresabschlüsse. Das so gewonnene Datenmaterial könnte dem Kapitalanbieter in Form von Bilanzkennzahlen zur Verfügung gestellt werden oder in ein Rating eingehen²⁸.
- Die IB könnte durch Einrichtung einer Rechts- und Steuerabteilung kapitalsuchende KMU und Anleger in gesellschaftsrechtlichen und steuerrechtlichen Fragen beraten.
- Die IB könnte eine Kontrollfunktion hinsichtlich der Einhaltung der vertraglichen Zusagen der mittelständischen Unternehmen übernehmen, z. B. durch Interessenvertretung in den Gesellschafterversammlungen.
- Bei einer Vielzahl von Interessenten für ein und dieselbe Beteiligungsofferte könnte die IB

²⁶ Eine weitere Abgrenzung nach den für die Definition „mittelständischer Unternehmen“ geeigneten qualitativen und quantitativen Kriterien ist deshalb an dieser Stelle entbehrlich.

²⁷ Vgl. GERKE (1995a), S. 20; vgl. GERKE/VAN RÜTH/SCHÖNER (1992), S. 84-85.

²⁸ Vgl. dazu Abschnitt 2.2.3 des vorliegenden Gutachtens.

Unternehmensversteigerungen („kontrollierte Auktionsverfahren“²⁹) durchführen³⁰. Detaillierte Informationen über die Beteiligung würden dann - nach Rücksprache mit dem beteiligungswilligen KMU - nur die Interessenten erhalten, die die höchsten Gebote abgegeben haben.

- Neben der Beteiligungsvermittlung könnte die IB auch eine zentrale Informationsstelle über öffentliche Finanzierungshilfe-Programme für mittelständische Unternehmen einrichten. Ohne sachkundige Unterstützung ist es kleinen und mittleren Unternehmen kaum möglich, insbesondere in Anbetracht der großen Zahl von Förderprogrammen die für sie bereitgestellten Mittel auszuschöpfen. Kreditinstitute und Kammern unterstützen die Unternehmen zwar bei der Beantragung öffentlicher Fördermittel, die unabhängige Informationsbereitstellung und Beratungsleistung der IB könnte jedoch das Angebot an Fördermitteln transparenter machen.³¹

Eine große Hemmschwelle für die Beteiligung an nicht börsennotierten KMU stellt für potentielle Investoren die Nicht-Existenz eines gut organisierten Sekundärmarktes dar. Einem Börsenhandel von Beteiligungen an KMU steht jedoch deren mangelnde Fungibilität entgegen. Die Beteiligungstitel der KMU verkörpern anders als Aktien nicht prinzipiell die gleichen Rechte und sind in diesem Sinne deshalb nicht fungibel. Ein Vergleich bzw. die Bewertung der Gesellschaftsanteile wird durch deren mangelnde Standardisierung erheblich erschwert (eine Kommandit-Beteiligung kann z. B. eine prinzipielle Nachschußpflicht des Gesellschafters vorsehen, eine andere jedoch nicht). Da ein börsenmäßig organisierter Handel aus diesen Gründen nicht darstellbar ist, ist es für Anleger, die sich von ihrer Beteiligung in einem KMU trennen wollen, hilfreich, über die IB ein breites Anlegerpublikum zu erreichen.³²

Zur Einschätzung der Erfolgsaussichten des hier vorgestellten Konzepts einer IB für Mittelstands-beteiligungen ist die zu erwartende Akzeptanz auf Seiten der KMU von großer Bedeutung. Die Ergebnisse empirischer Untersuchungen stimmen hier sehr positiv. Knapp 40 % der befragten mittelständischen Unternehmer würden eine IB zur Eigenkapitalbeschaffung nutzen, fast 75 % zur Suche nach beteiligungsinteressierten Unternehmen.³³ Dabei überrascht es wenig, daß die Bereitschaft zur Leistung eines Kostenbeitrags für die Inanspruchnahme der Leistungen der IB, z. B. in Form einer Vermittlungsprovision, bei den Kapitalnehmern stärker ausgeprägt ist als bei den als Kapitalgeber auftretenden mittelständischen Unternehmen.³⁴

Auf Kapitalgeberseite richtet sich die IB mit ihrem Angebot an Informationen über Mittelstands-beteiligungen sowohl an nationale und internationale institutionelle Kapitalgeber (z. B. Kapital- und Unternehmensbeteiligungsgesellschaften, Venture Capital Gesellschaften, Beteiligungssondervermögen der Kapitalanlagegesellschaften, Versicherungsgesellschaften), Industrieunternehmen als auch an vermögende Privathaushalte.³⁵ Das Geldvermögen der privaten

²⁹ COULSON (1994), B 16.

³⁰ Vgl. HUMPERT (1992), S. 365.

³¹ Vgl. GERKE ET AL. (1995), S. 142.

³² Vgl. MINISTERIUM FÜR WIRTSCHAFT (1987), S. 85.

³³ Vgl. GERKE (1995a) S. 20; vgl. GERKE/VAN RÜTH/SCHÖNER (1992), S. 58-62.

³⁴ Vgl. GERKE/VAN RÜTH/SCHÖNER (1992), S. 60-62.

³⁵ Als „vermögende Privathaushalte“ wurden in der an dieser Stelle bereits mehrfach skizzierten Untersuchung Haushalte mit einem Haushaltsnettoeinkommen von 80.000,- DM und mehr definiert. Mehr als 5 % der Haushalte erfüllen dieses Kriterium. 77 % der in der Studie befragten Privathaushalte würden die Bereitstellung von Informationen über Beteiligungs-offerten mittelständischer Unternehmen begrüßen, wobei kommerziellen Anbietern das höchste Vertrauen entgegengebracht werden würde. Vgl. ebda, S. 64-65 und S. 82.

Haushalte wird den Unternehmen bisher nur in geringem Umfang ohne die Zwischenschaltung von Intermediären wie Kreditinstituten und Versicherungen direkt als Risikokapital zur Verfügung gestellt. So sind in Deutschland nur 5,5 % des Geldvermögens in Aktien investiert.³⁶ Aus Befragungen von Kapitalanlegern ist bekannt, daß auf die Geldanlage in Aktien vor allem deshalb verzichtet wird, weil diese Anlageform als zu risikoreich eingestuft wird. Der Umstand, daß der Kauf von Aktien im Vergleich zur Direktanlage in kleine und mittlere Unternehmen organisatorisch unkomplizierter ist und wegen des gut organisierten Aktienmarktes vergleichsweise weniger riskant, legt den Schluß nahe, daß es erforderlich ist, der Direktanlage in Mittelstandsbeteiligungen auf andere Weise Attraktivität zu verleihen, z. B. durch die Einführung von Steuervergünstigungen für diese Anlageform.³⁷

2.2.2 *Inhaltliche Ausgestaltung der Datenbank*

Zur Erfüllung ihrer Aufgabe benötigt die IB von Kapitalnehmern und -anbietern eine Reihe von Informationen. Um der besonderen Vertrauenssensitivität des Beteiligungsgeschäfts gerecht zu werden, wird eine abgestufte Informationsbereitstellung vorgeschlagen. In einer ersten Phase können potentielle Kapitalgeber lediglich allgemeine Unternehmensdaten abfragen (z. B. Branche, regionaler Tätigkeitsbereich, Mindestbeteiligungshöhe), um die aus Wettbewerbsgründen notwendige Anonymität zu wahren. Detailliertere entscheidungsrelevante Daten erhält der potentielle Investor von der IB erst nach Rücksprache mit dem kapitalsuchenden Unternehmen.³⁸ Aus Haftungsgründen wird empfohlen, daß nicht die IB für die Vollständigkeit und Genauigkeit der bereitgestellten Informationen haftet, sondern die Informationslieferanten selbst.

Das oben beschriebene Matching könnte auf der Basis der in Tabelle 2 aufgeführten und von kapitalsuchenden KMU und potentiellen Kapitalgebern zu erhebenden Daten durchgeführt werden.³⁹

Sofern durch das Matching für ein kapitalsuchendes KMU ein oder mehrere potentielle Kapitalgeber ermittelt werden können, bedürfen diese als Basis für ihre Anlageentscheidung neben dem Namen des KMU detailliertere Unternehmensinformationen. Da mehrere Beteiligungsangebote dann besser vergleichbar sind, ist es für Anleger von Vorteil, wenn ihnen diese Informationen in standardisierter Form zugehen. Dies gilt um so mehr, als die IB ein sehr heterogenes Anlegerpublikum anspricht. Mit Standardisierung ist an dieser Stelle gemeint, daß die Datensätze inhaltlichen Mindestanforderungen genügen, wobei Freiräume für beteiligungs- bzw. anlagespezifische Besonderheiten bestehen bleiben sollten. Insbesondere ist ein branchenspezifischer Anhang zum Standarddatensatz zu befürworten. Um eine Standardisierung zu gewährleisten, wird deshalb empfohlen, daß diese für die Anlageentscheidung relevanten Daten nicht direkt vom mittelständischen Unternehmen selbst, sondern über die IB - selbstverständlich erst nach Rücksprache mit dem KMU - an die Kapitalgeber weitergeleitet werden.

³⁶ Vgl. DEUTSCHE BUNDESBANK (1995), S. 40.

³⁷ Vgl. GERKE ET AL. (1995), S. 52-54 und S. 118.

³⁸ Vgl. GERKE dies. (1995), S. 140f.

³⁹ Vgl. GERKE/VAN RÜTH/SCHÖNER (1992), S. 86-88.

Tabelle 4: Daten für das Matching

Vom kapitalsuchenden Unternehmen bereitzustellende Informationen :	Vom potentiellen Investor für das Matching bereitzustellende Daten:
Rechtsform der angebotenen Beteiligung (z. B. Stille Beteiligung, Kommanditbeteiligung)	Rechtsform der gewünschten Beteiligung und in Abhängigkeit davon der gewünschte Grad an Mitwirkung bei der Geschäftsführung (z. B. Einsicht in die Jahresabschlüsse und Teilnahme an den Gesellschafterversammlungen oder Geschäftsführungsbefugnisse)
Branche	Präferenzen für bzw. Ablehnung gegenüber bestimmten Branchen
Alter des Unternehmens	Mindestalter des Unternehmens
In Frage kommende Kapitalgeber (private oder institutionelle Investoren, andere Industrieunternehmen)	Einstufung als privater oder institutioneller Investor bzw. als beteiligungssuchendes Industrieunternehmen
Standort bzw. regionaler Wirkungskreis des Unternehmens	Angaben über die Region, in der das kapitalsuchende Unternehmen seinen Sitz haben sollte bzw. sein regionales Betätigungsfeld
Kapitalbedarf und Mindestanlagebetrag	Mindest- bzw. Höchstanlagebetrag
Kapitalüberlassungsdauer	Anlagedauer (unbefristet bzw. befristet z. B. bei stiller Beteiligung).

Zum Schutz gegen eine unkontrollierte Informationsverbreitung sollte die IB den Kapitalanlegern in diesem Stadium eine Vertraulichkeitserklärung (Confidentiality Letter⁴⁰) zur Unterschrift vorlegen. Hierin verpflichtet sich der Unterzeichnende, die ihm weitergegebenen Informationen nur den ausdrücklich dazu Berechtigten zugänglich zu machen, sie nicht unbefugt an Dritte weiterzugeben, keine Kopien anzufertigen, sie nicht für wettbewerbliche Zwecke zu nutzen und die erhaltenen Schriftstücke nach Abschluß wieder zurückzugeben. Die rechtliche Bedeutung dieser Erklärung ist allerdings umstritten, da Verstöße nur schwer nachweisbar sind.

Um den Anlegern ein umfassendes Bild über die Situation des Anlageobjekts zu vermitteln, wird vorgeschlagen, neben allgemeinen Unternehmensinformationen auch Angaben über Märkte und Produkte, Produktion, Marketing und Vertrieb, die finanzielle Lage (z. B. anhand der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanz), eine Mehrjahresplanung, vorhandene Beteiligungen, Organisation und EDV sowie den Personalbestand bereitzustellen.

Die Beteiligungsvermittlung auf der Basis des kapitalsuchenden Unternehmens gegenüber der IB bereitgestellten und an potentielle Anleger kongruent weitergegebenen Informationen be-

⁴⁰ Vgl. EARL/FISHER (1986).

seitigt jedoch noch nicht das Problem asymmetrisch verteilter Informationen hinsichtlich des Wahrheitsgehaltes der von seiten des kapitalsuchenden Unternehmens bereitgestellten Informationen. Das Problem der Bereitstellung von die Unternehmenssituation besonders positiv darstellenden Daten, um günstig an Eigenkapital zu kommen, besteht nach wie vor.

2.2.3 *Installierung eines Rating-Systems*

Besonders effektiv würde eine der IB angegliederte Rating-Agentur die asymmetrische Information zwischen Kapitalanbietern und -nachfragern reduzieren. Rating-Agenturen verdichten Unternehmenskennzahlen auf ein die Qualität des Unternehmens darstellendes Symbol (z. B. „A“ für erstklassig eingestufte Unternehmen). Differenzierte Informationen bietet ein Zwei- bzw. Drei-Ziffern-Rating, das über Bilanzdaten, Wachstumspotential und Risikoeinschätzung informiert. Das Unternehmensrating bietet z. B. auch den bei der Interpretation betriebswirtschaftlicher Kennzahlen weniger versierten Privatanlegern die Möglichkeit einer qualitativen Einschätzung des beteiligungsinteressierten Unternehmens.⁴¹ Dieser Umstand dürfte zu einer erhöhten Akzeptanz gegenüber Beteiligungen an KMU führen. Darüber hinaus bietet ein Rating die Möglichkeit, Unternehmen anhand einer Vielzahl von Daten qualitativ zu klassifizieren, die durch Einsicht in unternehmensinterne Dokumente genommen werden, ohne die Detailinformationen selbst aufzudecken.

Die empirischen Untersuchungsergebnisse belegen die hohe Akzeptanz eines Ratings. 34 % der befragten vermögenden privaten Haushalte wären zu einer Beteiligung an KMU bereit, wenn markttechnische Voraussetzungen und Informationsmöglichkeiten in ausreichendem Maß vorhanden wären. 70,8 % der Privatanleger halten ein Rating im Rahmen ihrer Anlageentscheidung über eine Beteiligung an KMU für vorteilhaft, 76,5 % der kapitalsuchenden KMU wären bereit, sich einem solchen Rating zu unterziehen⁴², um vertrauensfördernde Signale an das interessierte Anlegerpublikum abzugeben⁴³. Aus diesem Grund wird empfohlen, daß das kapitalsuchende Unternehmen die Kosten für das Rating trägt und die Haftung für die Richtigkeit der dem Rating zugrundeliegenden Informationen übernimmt.

Nachdem die Planungen der Deutschen Börse AG, unter ihrem Dach in Leipzig mit Beginn des Jahres 1996 eine Informationsbörse einzurichten⁴⁴, vorerst zurückgestellt wurden⁴⁵, besteht für die Stuttgarter Wertpapierbörse die Möglichkeit, sich gegenüber anderen Börsenplätzen durch die Installierung der IB zu profilieren. Der regionale Bezug der IB zu Kapitalnehmern und -gebern ist für die Tätigkeit der IB von besonderer Bedeutung, und es existiert gerade in Baden-Württemberg eine große Anzahl an mittelständisch strukturierten Unternehmen. Insofern ist Stuttgart als Standort für eine Informationsbörse prädestiniert und könnte damit einen wichtigen Beitrag zur Verbesserung der Finanzierungssituation nicht nur für in Baden-Württemberg ansässige KMU leisten.

⁴¹ Zur Konzeption des Rating-Systems vgl. die Ausführungen in GERKE/VAN RÜTH/SCHÖNER (1992), S. 94-126.

⁴² Vgl. GERKE/VAN RÜTH/SCHÖNER (1992), S. 74-75, 93.

⁴³ Das Signalling-Konzept wurde zunächst als Mittel zur Beseitigung von Informationsungleichgewichten zwischen Arbeitgebern und Arbeitnehmern über die Qualifikation von Stellenbewerbern entwickelt. Vgl. SPENCE (1973), S. 355-374.

⁴⁴ Vgl. GERKE (1995a), S. 18-23.

⁴⁵ Vgl. RITTER (1996).

2.3 Kooperation der Börse Stuttgart mit Risikokapitalfonds

Neben der Zusammenführung von Anlegern und Kapitalnachfragern im Rahmen der Aktivitäten einer Informationsbörse kommt der Kooperation mit Kapitalbeteiligungsgesellschaften, die eine Intermediationsfunktion zwischen kapitalnachfragenden Unternehmen und Privatanlegern wahrnehmen, eine wichtige Rolle bei der Etablierung eines leistungsfähigen Mittelstandsmarktes zu. Grundsätzlich erbringen Kapitalbeteiligungsgesellschaften folgende Intermediationsleistungen:

- Kapitalbeteiligungsgesellschaften nehmen dem Privatanleger die Suche nach aussichtsreichen Beteiligungen ab, indem sie - ähnlich den Banken bei der Kreditvergabe - die Funktion der beauftragten Informationsproduktion und Unternehmenskontrolle („delegated monitoring“) erfüllen. Im Rahmen dieser Suchintermediation kommen im Idealfall entsprechende Spezialisierungsvorteile des Fondsmanagements zum Tragen.
- Von ebenso großer Bedeutung sind die Diversifikationseffekte, die sich im Rahmen entsprechend breit angelegter Portfolios von Kapitalbeteiligungsgesellschaften ergeben. Damit wird die indirekte Beteiligung an kleinen und mittleren Unternehmen auch für solche Privatanleger darstellbar, die die mit einer Direktanlage verbundenen Ausfallrisiken im Rahmen ihrer eigenen Portfolios nicht tragen können.
- Ein erfolgreicher Beteiligungsverlauf wird darüber hinaus häufig durch den Transfer von Management-Know-How in die beteiligungsnehmenden Unternehmen gefördert. Auch hier kommen ggf. entsprechende Spezialisierungsvorteile zur Geltung, z. B. wenn Fonds auf bestimmte Branchen oder Wirtschaftsbereiche ausgerichtet sind.

Im internationalen Vergleich betrachtet ist der Anteil der Kapitalbeteiligungsgesellschaften an der Mittelaufbringung für kleine und mittlere Unternehmen in Deutschland bisher noch gering. Zudem betätigen sich - im Unterschied z. B. zum US-amerikanischen Markt - die hier ansässigen Gesellschaften vornehmlich im Segment der Wachstumsfinanzierung bereits etablierter Unternehmen mit gut kalkulierbaren Erfolgchancen - ein Trend, der sich in den letzten Jahren noch deutlich verstärkt hat.⁴⁶

Gerade diese im Zusammenhang mit der Existenzgründungsförderung oft beklagte Entwicklung läßt die Kapitalbeteiligungsgesellschaften andererseits zu einem interessanten Kooperationspartner für die Börsen werden, da sie vorwiegend in einer Finanzierungsphase tätig sind, an die bei erfolgreichem Verlauf des Engagements ein Going Public anschließen könnte bzw. sollte. Als entscheidende Restriktion für das weitere Wachstum von Risikokapitalfonds kann andererseits gerade die fehlende Veräußerungsmöglichkeit sich erfolgreich entwickelnder Beteiligungen am organisierten Kapitalmarkt angesehen werden.

Die Desinvestmentstruktur deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften spiegelt diese Problematik deutlich wider: So wurden 1994 nur rund ein Zehntel aller Beteiligungsverkäufe im Rahmen eines Going Public realisiert, während rund ein Drittel der Beteiligungen durch einen Rückverkauf an das beteiligungsnehmende Unternehmen und knapp 40 % durch einen Weiterverkauf an industrielle Investoren veräußert wurden.⁴⁷ Es ist zu vermuten, daß eine weitere Expansion des in Fonds organisierten Risikokapitalmarktes vor allem von der Schaffung eines

⁴⁶ Vgl. GERKE ET AL. (1995), S. 29; KAUFMANN/KOKALJ (1996), S. 46f.: Während 1989 noch knapp 20 % aller Investment der im BVK organisierten deutschen Kapitalbeteiligungsgesellschaften auf die Frühphasenfinanzierung entfielen, waren es 1994 nur noch 7,4 %. Die in die Wachstumsfinanzierung investierten Volumina wuchsen dagegen im gleichen Zeitraum von knapp 40 % auf fast 65 % des Gesamtvolumens.

⁴⁷ Vgl. KAUFMANN/KOKALJ (1996), S. 50.

entsprechenden organisierten Kapitalmarktes für mittelständische Beteiligungen als Anschlußsegment abhängt.

Aus Sicht der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse ist vor allem zu prüfen, inwieweit grundsätzlich übereinstimmende Interessen von Beteiligungsgesellschaften und Börse eine Basis für Kooperationsvereinbarungen darstellen. Grundsätzlich bieten sich hier drei Ansatzpunkte:

- Einerseits ist zu analysieren, inwieweit ein integriertes Beratungskonzept entwickelt werden kann, das eine Beratung und Betreuung von Wachstumsunternehmen von der Expansionsfinanzierung im Rahmen von Risikokapitalfonds bis zur Emission am organisierten Kapitalmarkt gewährleistet. Ziel sollte es sein, Synergieeffekte im Abbau von Informationsasymmetrien zu nutzen und eine frühzeitige Identifizierung potentieller Emissionskandidaten zu gewährleisten. Ansprechpartner sind hier vornehmlich die erwerbswirtschaftlich orientierten Universalbeteiligungsgesellschaften, deren Tätigkeitsschwerpunkt üblicherweise in der Wachstumsfinanzierung bereits etablierter Unternehmen liegt. Kooperationen mit öffentlich geförderten Risikokapitalfonds bieten sich demgegenüber weniger an, da der Anlageschwerpunkt dieser Gesellschaften eher im Bereich der weniger rentablen und daher subventionsabhängigen Frühphasenfinanzierung liegt.
- Andererseits stellen auch die Emission und der Handel von Anteilen an Risikokapitalfonds ein potentielles Geschäftsfeld für die Börse im Rahmen eines Mittelstandsmarktes dar. Dies betrifft zum einen insbesondere die Unternehmensbeteiligungsgesellschaften, die auf der Grundlage des Gesetzes über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBGG) operieren: Bisher wurde dieser Gesellschaftstyp wegen vorhandener Restriktionen im Anlagegeschäft und in den Refinanzierungsmöglichkeiten, vermutlich aber auch auf Grund der gesetzlichen Verpflichtung zum Angebot der Fondsanteile an der Börse und der damit verbundenen Aufwendungen nur selten gewählt.⁴⁸ Im Rahmen des 2. Finanzmarktförderungsgesetzes wurden einige Portfoliorestriktionen für die UBG eliminiert⁴⁹: Es bleibt abzuwarten, ob Beteiligungsgesellschaften dieses Typs auf der Basis jetzt flexiblerer Anlagemöglichkeiten in Verbindung mit den Steuervorteilen, die ihnen gewährt werden, künftig ausreichend hohe Renditen erwirtschaften können, um ein größeres Interesse an dieser Rechtsform hervorzurufen und mittelfristig auch ein entsprechende Emissionsvolumen an UBG-Aktien zu induzieren.⁵⁰ Aus heutiger Sicht erscheinen Überlegungen zur Etablierung eines besonderen Geschäftsbereichs für die Emission und Betreuung von UBG-Aktien und auf Grund des bislang geringen Geschäftsvolumens verfrüht.
- Um das Emissions- und Sekundärhandelspotential für Anteile an Risikokapitalfonds langfristig zu steigern, sollte von seiten der Wertpapierbörse Stuttgart und der Landesregierung Baden-Württemberg zum anderen aktiv und nachdrücklich auf die Zulassung geschlossener, börsennotierter Wertpapierfonds (Investmentfonds des Gesellschaftstyps) im Rahmen eines dritten Finanzmarktförderungsgesetzes hingewirkt werden.⁵¹ Die z. Zt. gemäß KAGG

⁴⁸ Derzeit existieren 16 UBG in Deutschland, von denen bislang nur eine einzige börsennotiert ist.

⁴⁹ Vgl. FANSELOW/STEDLER (1994).

⁵⁰ Hinzuweisen ist hier auch auf die Vorschläge zur erweiterten steuerlichen Förderung von Beteiligungen an UBG, die vom ZEW 1995 in einem Gutachten für das Bundesministerium für Wirtschaft unterbreitet wurden. (Vgl. GERKE ET AL. [1995], S. 144).

⁵¹ Vgl. zu den Details einer entsprechender Ergänzung im KAGG GERKE ET AL. (1995), S. 120 ff.

bestehende Rücknahmeverpflichtung von Anteilen zum Inventarwert für Spezialwertfonds des Vertragstyps (offene Fonds) verhindert bislang die Entwicklung eines attraktiven Marktsegmentes börsennotierter Spezialwertfonds in Deutschland.

Zusätzlich könnte in Erwägung gezogen werden, in Kooperation mit dem Land Baden-Württemberg auch Anteile an öffentlich geförderten Risikokapitalfonds an der Börse Stuttgart zu emittieren. Aus wirtschaftspolitischer Sicht könnte ein Vorteil des Going Public solcher vor allem auf die Gründungs- und Frühphasenfinanzierung ausgerichteten Fonds darin liegen, eine stärkeres Interesse des Privatanlegers am Gründungsgeschehen in der Region zu bewirken. Als Ansprechpartner für entsprechende Maßnahmen ist für Baden-Württemberg z. B. die Mittelständische Beteiligungsgesellschaft zu nennen.

2.4 Potential und Ausgestaltung einer Mittelständischen Aktienbörse an der Wertpapierbörse Stuttgart

Wie oben aufgezeigt, hängen der Erfolg und die Rentabilität eines Marktsegmentes für die Emission und den Handel von Aktien mittelständischer Unternehmen entscheidend vom realisierbaren Marktvolumen ab. Beträchtliche Kostensenkungseffekte dürften z. B. im Bereich fixer bzw. sprungfixer Kosten, die für den Aufbau einer entsprechenden Marktinfrastruktur aufzuwenden sind, zu erzielen sein. Dies betrifft zum einen die Personalkapazitäten und die möglicherweise entstehenden Kosten für die Entwicklung und Implementierung eines geeigneten Elektronischen Handelssystems. Zum anderen werden mit einer Ausweitung der Börsenaktivitäten im Bereich mittelständischer Werte auch umfangreiche Beratungsaktivitäten verbunden sein: Die hier erforderlichen Kapazitäten werden nur dann ausgelastet sein, wenn ein entsprechendes Marktvolumen realisiert werden kann. Letztlich werden sich auch die grundsätzlich variablen Transaktionskosten mit steigendem Marktvolumen in dem Maße verringern lassen, in dem es zu Lerneffekten und damit einhergehenden Aufwandsminderungen kommt.

Um das gegenwärtige Potential emissionsfähiger mittelständischer Unternehmen in Baden-Württemberg abzuschätzen, wurden zwei verschiedene Datenquellen ausgewertet:

Zum einen wurde ein Auszug der MARKUS-Datenbank des VERBANDES DER VEREINE CREDITREFORM (VVC) herangezogen: Für die Stichprobe wurden solche Unternehmen ausgewählt, die in Baden-Württemberg beheimatet sind und die im Zeitraum 1985 bis 1993 jährliche Umsätze zwischen 30 Mio. DM und 1 Mrd. DM erzielt haben. Der Repräsentationsgrad der Daten für den gesamten baden-württembergischen Unternehmensbestand im betrachteten Umsatzgrößensegment kann als sehr hoch eingeschätzt werden: Dies zeigt bereits die mit 3 553 Datensätzen hohe Anzahl der den Auswahlkriterien entsprechenden Unternehmen.⁵²

⁵² Über den genauen Repräsentationsgrad läßt sich keine quantitative Aussage treffen, da die Unternehmen vom Verband der Vereine Creditreform nach einer Reihe unterschiedlicher Kriterien in die MARKUS-Datenbank aufgenommen werden: I. d. R. sind alle Großunternehmen vertreten, außerdem solche Unternehmen, die einen Mindestumsatz von 100 000 DM ausweisen *oder* die mindestens 5 Mitarbeiter haben *oder* die mindestens 100 000 DM Stammkapital besitzen. Aufgrund dieser umfassenden Definition ist im allgemeinen davon auszugehen, daß der Repräsentationsgrad außer im Segment der Kleinunternehmen sehr hoch ist. Im einzelnen lagen zu den Unternehmen folgende Einträge vor:

- Umsätze aus den Jahren 1985-1993 (nicht vollständig, meist für 3 oder 4 Jahre am aktuellen Rand),
- Rechtsform,
- Datum der Unternehmensgründung und/oder des letzten Rechtsformwechsels,
- Mitarbeiterzahl,
- bei Kapitalgesellschaften: eingetragenes Kapital,
- nur bei Aktiengesellschaften: Reserven (gesetzliche Rücklage und andere offene Rücklagen),

Zum anderen wurde in derselben regionalen Abgrenzung ein Auszug aus der Finanz- und Börsendatenbank des HOPPENSTEDT-Verlages analysiert: Diese Unternehmensdatenbank bietet eine alternative und detailliertere Datenquelle zur Abschätzung des Potentials emissionsfähiger Unternehmen in Baden-Württemberg. Die hier zur Auswertung verfügbare Grundgesamtheit ist - relativ zur Stichprobe des VERBANDES DER VEREINE CREDITREFORM - erheblich kleiner, da im HOPPENSTEDT-Datenbestand im wesentlichen Großunternehmen und nur vergleichsweise wenige Mittelständler enthalten sind.⁵³ Andererseits erlauben die hier verfügbaren Daten einen Einblick in die Ertragslage der Unternehmen; ihre Auswertung bietet damit verlässlichere Anhaltspunkte in bezug auf das möglicherweise realisierbare Emissionspotential.⁵⁴ Aufgrund des erheblich kleineren Stichprobenumfangs muß die auf der Basis dieses Datensatzes ermittelte Zahl von Emissionskandidaten als Untergrenze eines Intervalls angesehen werden, dessen Obergrenze durch die Auswertung der VVC-Daten aufgezeigt wird.

2.4.1 Abschätzung des Emissionspotentials auf der Basis des VVC-Datensatzes

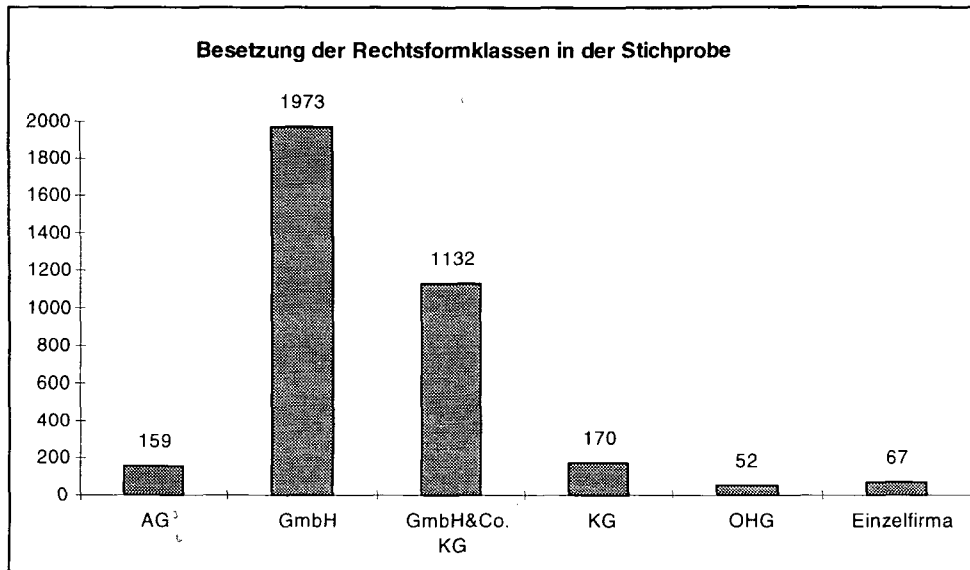
Eine erste Sortierung des Datenmaterials nach Unternehmensrechtsformen ergibt die aus Abbildung 2.1 ersichtliche Besetzung der unterschiedlichen Rechtsformklassen. Danach besitzt nur ein kleiner Teil der in dem hier analysierten Umsatzgrößenintervall vertretenen Unternehmen bereits die Rechtsform einer Aktiengesellschaft. Der weitaus größte Teil der Unternehmen firmiert als GmbH oder als Kommanditgesellschaft mit Komplementär-GmbH. „Reine“ Personengesellschaften in den Rechtsformen der KG und der OHG bzw. Einzelfirmen sind in nur geringem Umfang vertreten.

-
- Branchenkennziffern,
 - Anzahl und Spezifikation der Bankverbindungen.

⁵³ Im HOPPENSTEDT-Datensatz sind nach Auskunft des Verlages zum gegenwärtigen Zeitpunkt alle in Deutschland bestehenden Aktiengesellschaften sowie alle Banken und Versicherungen enthalten. Außerdem werden alle großen GmbH einbezogen, für die entsprechend detaillierte Jahresabschlußdaten verfügbar sind.

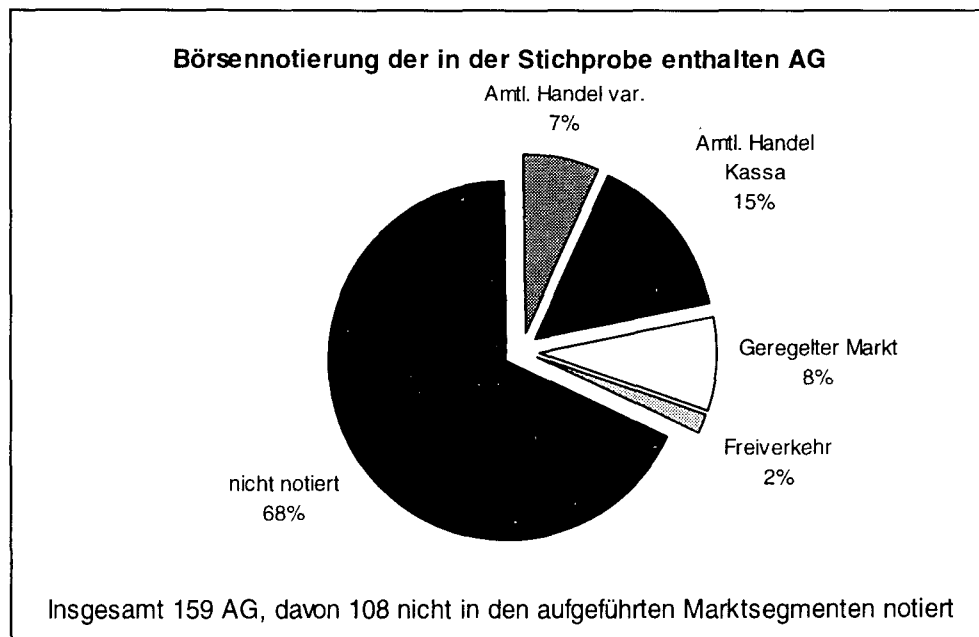
⁵⁴ Über die in den VVC-Daten enthaltenen Angaben hinaus enthält die HOPPENSTEDT-Datenbank vollständige Jahresabschlußdaten, die zum einen die Ermittlung von Ertragskennziffern erlauben und zum anderen auch die Berechnung von Eigenkapitalquoten gestatten.

Abbildung 1: Anzahl der Unternehmen nach Rechtsformen



In einem ersten Schritt wurden die im Datensatz enthaltenen Aktiengesellschaften gekennzeichnet, deren Anteile bereits an einer deutschen Börse notiert werden. Unter den 159 Aktiengesellschaften befinden sich 108 Unternehmen, deren Anteile in keinem der offiziellen Börsensegmente notiert werden. Von den 51 gelisteten Gesellschaften befinden sich 35 im amtlichen Handel; 13 weitere Gesellschaften werden am Regelmärkte gehandelt. Im Freiverkehr werden lediglich drei der in der Stichprobe enthaltenen AG notiert.⁵⁵

Abbildung 2: Die Börsennotierung der in der Stichprobe enthaltenen AG



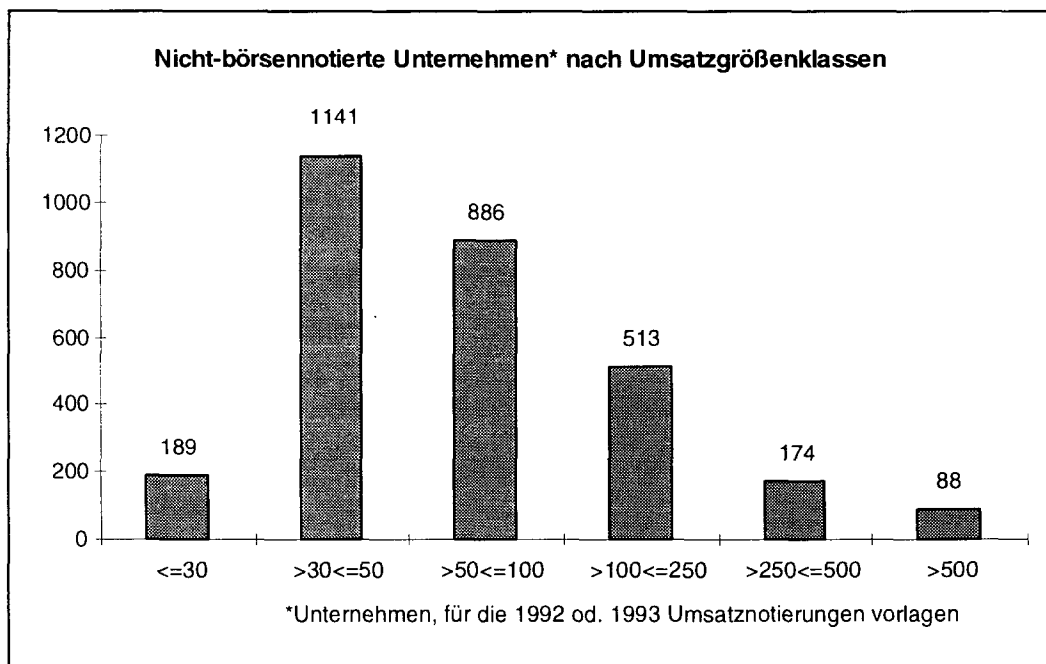
⁵⁵ Der Freiverkehr spielt damit, wie verschiedene Autoren mit Bezug auf den Gesamtmarkt konstatieren (vgl. z. B. NEUS [1995], S. 133), auch für Baden-Württemberg eine zu vernachlässigende Rolle.

Da unter der hier zugrundegelegten Fragestellung das Potential der emissionsfähigen, aber noch nicht zum Börsenhandel zugelassenen Unternehmen abgeschätzt werden soll, wurde die Stichprobe um die bereits notierten Unternehmen bereinigt.

Aus den verbleibenden 3 502 Unternehmen wurden ferner solche Datensätze eliminiert, zu denen keine Umsatzdaten am aktuellen Rand der Stichprobe (1992 oder 1993) vorlagen: Dies betraf 511 Unternehmen, so daß 2 991 Unternehmen in die weitere Untersuchung einbezogen werden konnten. Diese Unternehmen wurden nach Umsatzgrößenklassen geordnet: Rund 40% der Unternehmen hatten danach in den Jahren 1992 oder 1993 Umsätze zwischen 30 und 50 Mio. DM und liegen damit unter dem von BLÄTTCHEN (1995, S. 351) genannten informellen Eckwert für börsenreife Unternehmen von rund 50 Mio. DM.

Wenngleich die Höhe dieses Eckwertes als unangemessen kritisiert werden kann⁵⁶, so empfiehlt es sich doch, im Rahmen einer konservativen Potentialabschätzung diese Untergrenze zugrunde zu legen. Dies gilt um so mehr, als der verfügbare Datenumfang nur geringe Rückschlüsse auf die Ertragsentwicklung der Unternehmen zuläßt. So sinkt zwar die von den Emissionsabteilungen der Banken geforderte Mindestumsatzgröße bei überdurchschnittlicher Umsatzrendite tendenziell, entsprechende Informationen bzw. Hinweise auf weit überdurchschnittliche Ertragsentwicklungen lassen sich aus der vorliegenden Stichprobe jedoch nicht ableiten.

Abbildung 3: Nicht-börsennotierte Unternehmen



Als Indikator für eine zumindest stabile Ertragsentwicklung kann allenfalls die Entwicklung der Umsatzerlöse angesehen werden: Unter der Prämisse, daß Unternehmen, die ein kontinuierliches Umsatzwachstum erzielen, auch eine positive Ertragsentwicklung zu verzeichnen haben, läßt sich der Kreis der für eine Börsenemission in Frage kommenden Unternehmen weiter eingrenzen. Als in diesem Sinne überdurchschnittlich erfolgreich werden hier solche Unternehmen klassifiziert, die in drei aufeinanderfolgenden Jahren steigende Umsätze zu ver-

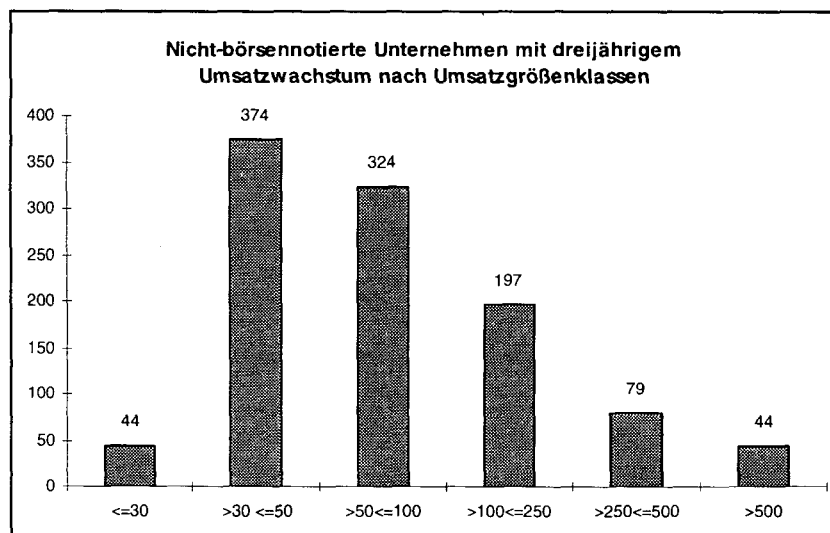
⁵⁶ Vgl. RASCH (1996), S. 29 und die dort angegebene Literatur.

zeichnen hatten.⁵⁷ Da im hier zugrundegelegten Datenumfang nur Unternehmen enthalten sind, zu denen jüngste Umsatzdaten aus den Jahren 1992 oder 1993 vorliegen, beziehen sich die entsprechenden Umsatzzeitreihen auf die Zeiträume 1990-1992 bzw. 1991-1993. In diesem Zeitraum steigende Umsätze können vor allem deshalb als positives Selektionskriterium gewertet werden, weil in den Jahren 1992 und 1993 ein nur noch schwaches bzw. rückläufiges Wachstum des westdeutschen Brutto-Inlandsproduktes zu verzeichnen war: Unternehmen mit in diesem Zeitraum nicht rückläufiger Umsatzentwicklung können insofern als positive Auslese angesehen werden.

2.4.2 Ergebnisse

Wendet man die oben erläuterte Verfahrensweise an, so reduziert sich der Kreis der in Frage kommenden Unternehmen beträchtlich: Von den 1661 nicht börsennotierten Unternehmen, die 1992 und 1993 Umsätze von mehr als 50 Mio. DM erzielt haben, können nur 644 mit einer stabilen bzw. einer positiven Umsatzentwicklung aufwarten.⁵⁸ Eine Aufteilung des Segments der umsatzstabilen Unternehmen nach Umsatzgrößenklassen - hier einschließlich der Unternehmen mit 50 Mio. DM Umsatz und weniger - zeigt Abbildung 4.

Abbildung 4: Nicht-börsennotierte Unternehmen mit dreijährigem Umsatzwachstum



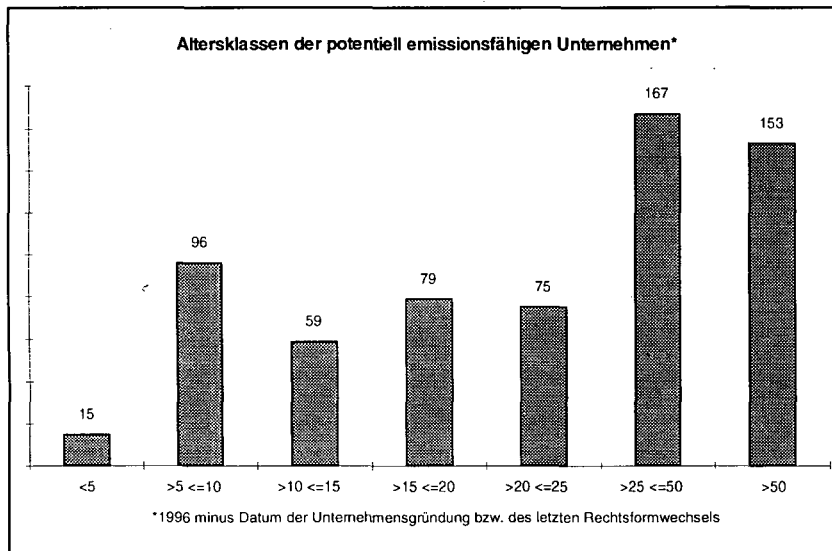
Auf Basis des Kriteriums Jahresumsatz bzw. Umsatzentwicklungen können kaum konkretere Anhaltspunkte über die Anzahl tatsächlich emissionsfähiger Unternehmen gewonnen werden. Im Hinblick auf das bisherige Emissionsgeschehen im deutschen Markt ist allerdings zu vermuten, daß auch das Unternehmensalter Bedeutung für die Beurteilung der Emissionsfähigkeit

⁵⁷ Eine Begrenzung auf drei Jahre empfiehlt sich hier aus pragmatischen Gründen, da die überwiegende Anzahl der Datensätze nicht mehr als drei aufeinanderfolgende Umsatzjahresdaten ausweist. Zugleich ist damit ein wesentliches Zulassungskriterium für den amtlichen Handel erfüllt, wonach ein Emissionskandidat zuvor mindestens drei Jahre als Unternehmen bestanden haben muß.

⁵⁸ Allerdings muß hier angemerkt werden, daß neben den Unternehmen, die keine kontinuierlich steigenden Umsätze aufwiesen, auch solche nicht weiter berücksichtigt wurden, zu denen keine vollständigen Umsatzzeitreihen im entsprechenden Zeitraum vorlagen.

keit aus Sicht der Emissionsbanken hat.⁵⁹ Eine Segmentierung der Stichprobe nach Altersklassen zeigt, daß im hier betrachteten Spektrum rund 75 % aller Unternehmen älter als 20 Jahre sind und nur rund ein Sechstel weniger als 10 Jahre bestehen: Sofern das Unternehmensalter als Emissionskriterium angesehen werden kann, besteht aus dieser Perspektive kein Anlaß, das hier grob skizzierte Potential erheblich kleiner anzusetzen als auf Grund der Umsatzzahlen geschätzt.

Abbildung 5: Altersklassen der potentiell emissionsfähigen Unternehmen



Eine genauere Charakterisierung der verbleibenden Unternehmen nach Rechtsformen und Branchenzugehörigkeit ergibt folgendes:

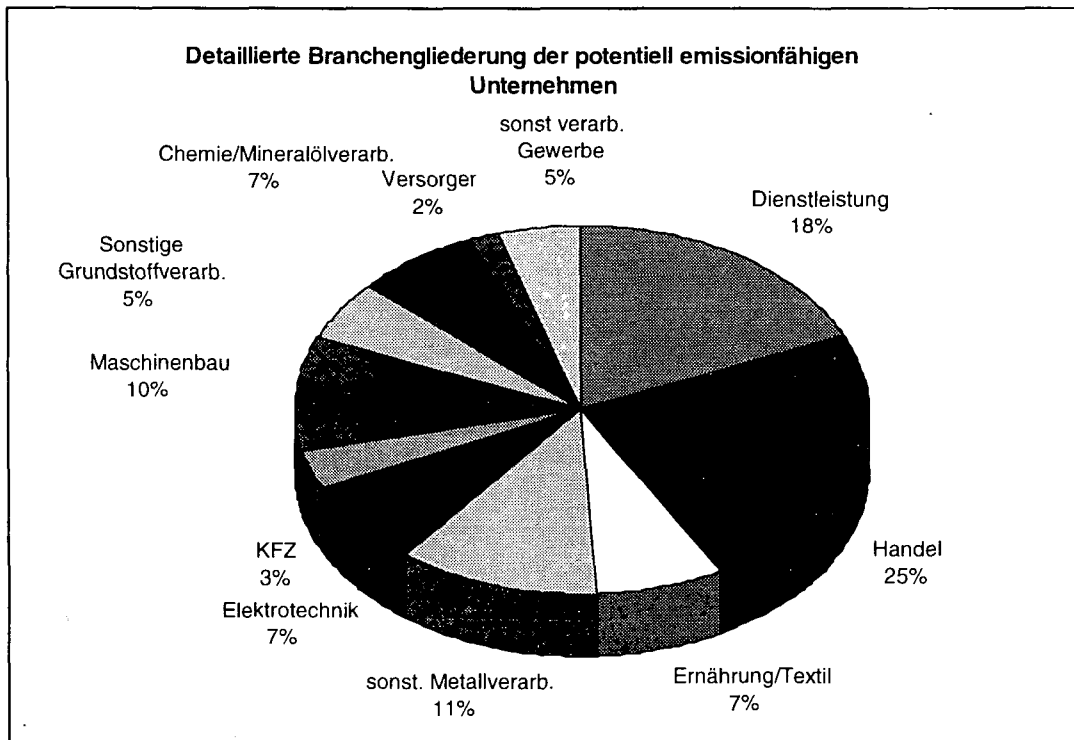
Mit einer Anteilssumme von rund 60 % firmiert der überwiegende Teil der Wachstumsunternehmen in der Stichprobe bereits in der Rechtsform der AG oder der GmbH. In rund einem Drittel aller Fälle stellt eine GmbH den Komplementär einer Kommanditgesellschaft. Nur in einem verhältnismäßig kleinen Teil der Fälle handelt es sich um reine Personengesellschaften in Form der OHG oder KG. Mit dieser Rechtsformstruktur sind die institutionellen Voraussetzungen für ein Going Public in diesem Segment nicht ungünstig. Nach den von Neus ([1995], S. 138) geschilderten stilisierten Fakten der Neuemissionen seit Beginn der 80er Jahre haben „viele der Gesellschaften, die sich dem Publikum öffnen, [...] bereits zuvor die Rechtsform der Aktiengesellschaft. Bei einem Rechtsformwechsel handelt es sich zuvor fast immer um eine GmbH. Nur sehr selten werden Personengesellschaften nach der Umwandlung unmittelbar an die Börse gebracht.“⁶⁰ Betrachtet man die Branchenstruktur der potentiell emissionsfähigen Unternehmen, so zeigt sich, daß hier eine für Baden-Württemberg ungewöhnlich breite Streuung über alle Wirtschaftsbereiche vorliegt. Insbesondere ist bemerkenswert, daß der

⁵⁹ Das Durchschnittsalter deutscher Emittenten lag - bezogen auf den Zeitraum 1987-1994 - zum Zeitpunkt der Emission bei ca. 55 Jahren und damit erheblich über den Vergleichswerten für die USA (14 Jahre) bzw. für Großbritannien (8 Jahre). (Vgl. RASCH [1996], S. 24f. und die dort angegebene Literatur.)

⁶⁰ Auch die Ergebnisse von WIESELHUBER & PARTNER (1995) bestätigen, daß Unternehmen in der Rechtsform der AG die Vorteile eines Going Public grundsätzlich höher und die Nachteile geringer einschätzen als Unternehmen in der Rechtsform einer GmbH oder GmbH & Co. KG (vgl. WIESELHUBER & PARTNER [1995], S. 90).

Anteil der Unternehmen, die in den baden-württembergischen Kernbranchen (Maschinenbau, Elektrotechnik, Fahrzeugbau) tätig sind, mit rund 20 % an der Gesamtzahl bzw. rund 35 % am Verarbeitenden Gewerbe deutlich geringer ist als im baden-württembergischen Durchschnitt. Ebenfalls unterrepräsentiert sind Dienstleistungsunternehmen, überproportional sind dagegen Handelsunternehmen vertreten.

Abbildung 6: Branchengliederung der potentiell emissionsfähigen Unternehmen



2.5 Ergänzende Abschätzung des Emissionspotentials auf der Basis des Hoppenstedt-Datensatzes

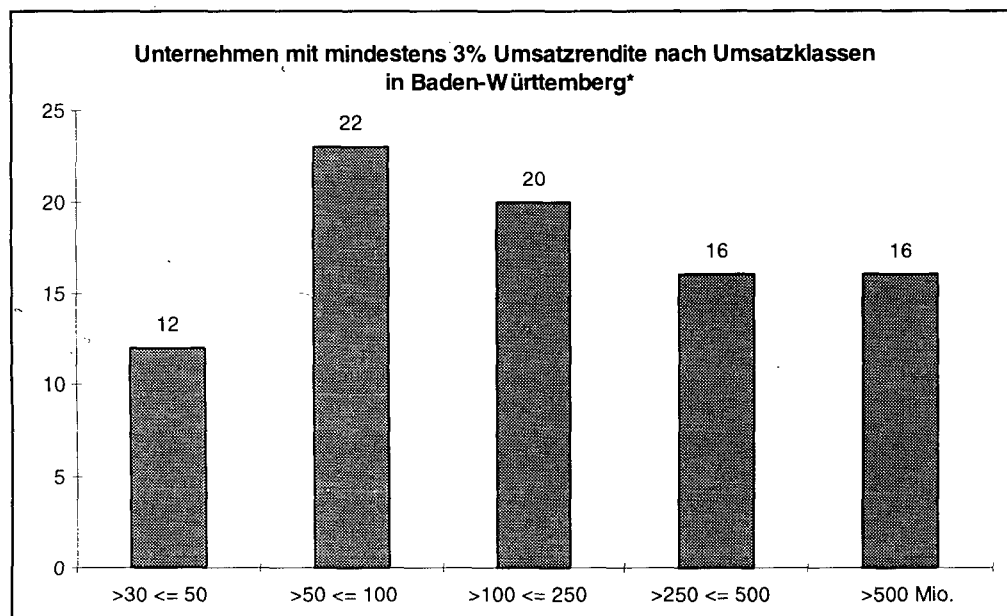
Ergänzend wurde in derselben regionalen Abgrenzung wie zuvor ein Auszug aus der Finanz- und Börsendatenbank des HOPPENSTEDT-Verlages analysiert. Als prinzipiell emissionsfähig wurden gemäß den bei BLÄTTCHEN (1995) genannten Kriterien solche Unternehmen qualifiziert, die eine Umsatzrendite von mehr als 3 % aufweisen.⁶¹ Bei gleicher Abgrenzung des verwendeten Umsatzgrößenintervalls wie oben ergibt sich daraus für Baden-Württemberg ein Emissionspotential von immerhin 86 Unternehmen.⁶² Allerdings wurden hier bereits solche

⁶¹ Als Ertragskennziffer wurde hier das Ergebnis der gewöhnlichen Betriebstätigkeit in Relation zum Außenumsatz im Durchschnitt der letzten beiden in der Datenbank verzeichneten Geschäftsjahre gewählt. Das Ergebnis der gewöhnlichen Betriebstätigkeit berechnet sich in der hier gewählten Definition wie folgt: Umsatz (ohne Bestandsveränderungen) plus Finanzergebnis plus Saldo der sonstigen betrieblichen Aufwendungen und Erträge minus Materialaufwand minus Personalaufwand minus Abschreibungen des Geschäftsjahres.

⁶² Um das potentielle Marktvolumen eines süddeutschen Mittelstandsmarktes, der sich nicht nur auf solche Unternehmen beschränkt, die in Baden-Württemberg ansässig sind, abzuschätzen, wurde auf Basis der in der HOPPENSTEDT-Börsen- und Finanzdatenbank verfügbaren Unternehmensdaten eine ergänzende Schätzung in einer breiteren regionalen Abgrenzung vorgenommen. Einbezogen wurden hier neben baden-württembergischen auch bayerische Unternehmen und der Postleitzahlenraum mit der ersten Kennziffer Null, der im wesentlichen Sachsen, Sachsen-Anhalt und Thüringen umfaßt. Legt man dieselben Kriterien wie zuvor zugrunde, so erhöht sich die Anzahl der Emissionskandidaten damit auf 224 Unternehmen.

Unternehmen ausgeschlossen, deren enge Verflechtung mit einem börsennotierten Großunternehmen im In- und Ausland anhand des Gesellschaftsnamens offensichtlich ist: Für solche Unternehmen⁶³ gilt - weniger im Hinblick auf ihre Emissionsfähigkeit als hinsichtlich ihres Emissionsbedarfs - ein anderes Kalkül als für die hier im Vordergrund stehende mittelständische Klientel.

Abbildung 7: Unternehmen mit mind. 3 v.H. Umsatzrendite nach Umsatzklassen



* auf der Basis der HOPPENSTEDT-Stichprobe

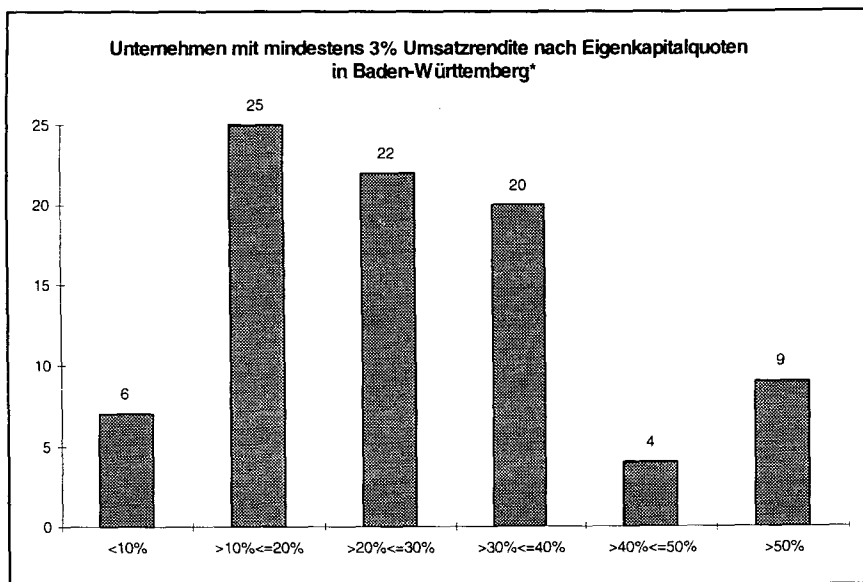
Die unterschiedlichen Schwerpunkte der Stichproben lassen sich deutlich anhand der Rechtsformverteilung (50 AG, 34 GmbH und zwei Personengesellschaften) und der anteiligen Besetzung der einzelnen Umsatzgrößenklassen (vgl. Abbildung 4 mit Abbildung 7) erkennen. Gruppiert man die Unternehmen nach der Höhe ihrer Eigenkapitalquote, so ist zu erkennen, daß die Beschränkung des Hoppenstedt-Datensatzes auf Großunternehmen keineswegs besonders hohe Eigenkapitalquoten impliziert. Immerhin rund ein Drittel der betrachteten Unternehmen operiert mit einem Eigenmittelanteil von 20 % und weniger an der Bilanzsumme (vgl. Abb. 8) und liegt damit unter dem westdeutschen Durchschnitt.⁶⁴ Unterstellt man eine negative Korrelation zwischen der Höhe der Eigenkapitalquote und der Bereitschaft zu einem Going Public seitens der Unternehmen, so kann zumindest für einen Teil der Stichprobe eine hohe Bereitschaft zum Börsengang unterstellt werden.⁶⁵

⁶³ Beispielhaft sind hier die zahlreichen in Baden-Württemberg beheimateten Betriebsgesellschaften von ABB zu nennen, die als GmbH firmieren und jede für sich zwar in das hier betrachtete mittelständische Unternehmensgrößensegment fallen, deren Kapitalmarktposition jedoch kaum der eines typischen Mittelständlers entsprechen dürfte.

⁶⁴ Die Deutsche Bundesbank ermittelte eine durchschnittliche Eigenkapitalquote von 22,6 % für 1991 (vgl. Deutsche Bundesbank [1993]).

⁶⁵ Darauf deuten zumindest die Ergebnisse einer Befragung von Wieselhuber und Partner hin, die einen deutlichen Zusammenhang zwischen der Höhe der Eigenkapitalquote und der Entscheidung gegen einen Börsengang erkennen lassen (vgl. Wieselhuber & Partner [1995]).

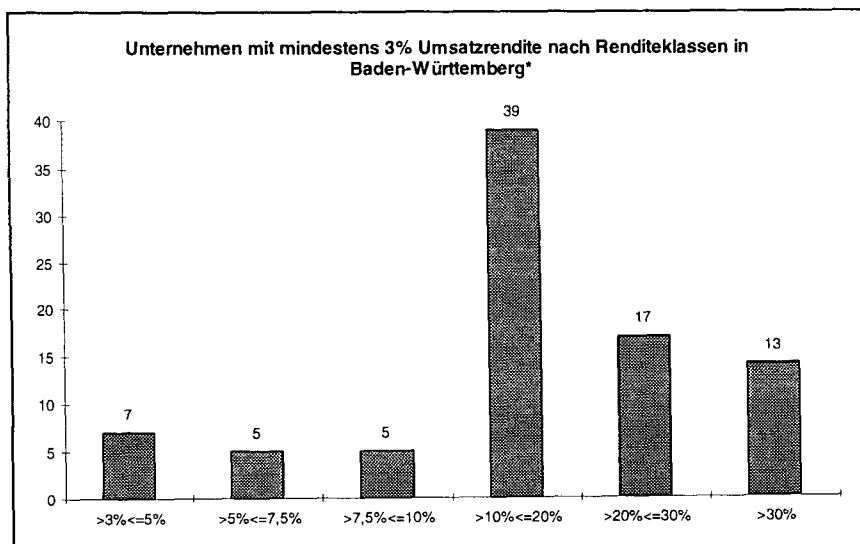
Abbildung 8: Unternehmen mit mind. 3 v.H. Umsatzrendite nach EK-Quoten



* auf der Basis der HOPPENSTEDT-Stichprobe

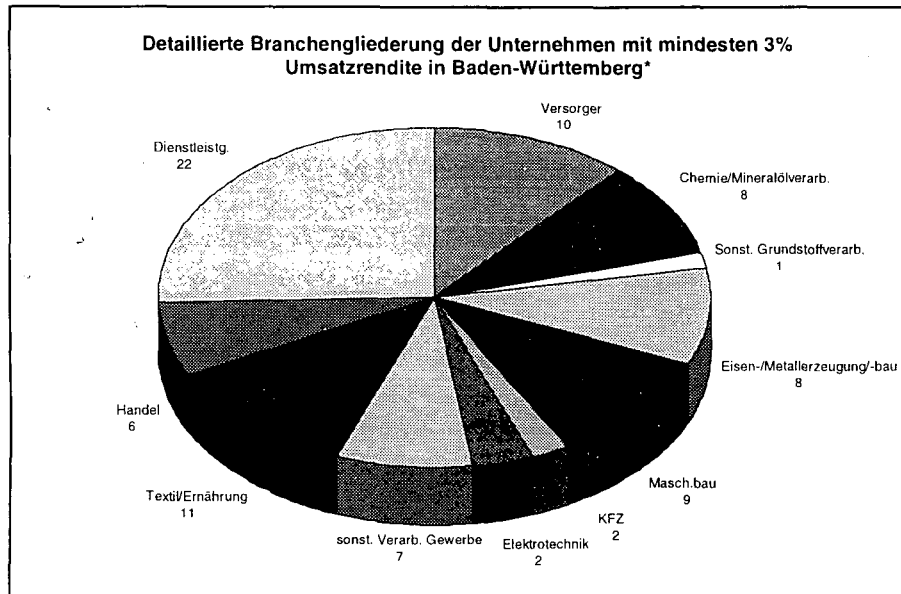
Die Klassifizierung nach dem Renditekriterium (vgl. Abbildung 9) zeigt, daß sich die Unternehmenserträge - wiederum gemessen am oben definierten Ergebnis der gewöhnlichen Betriebstätigkeit in Relation zum Außenumsatz - für rund 80 Prozent der ausgewählten Unternehmen auf mehr als 10 Prozent vom Umsatz beziffern, so daß von dieser Seite einem Going Public kaum etwas im Wege stehen dürfte. Einschränkend muß allerdings eingewendet werden, daß neben unzureichender Höhe der Rendite auch ihre zu hohe Volatilität ein Emissionshemmnis sein kann. Da bislang für viele Unternehmen nur wenige Jahresabschlüsse in der Stichprobe verzeichnet sind, läßt sich über dieses Kriterium keine Aussage treffen. Um den Stichprobenumfang nicht zu stark eingrenzen zu müssen, wurde der Analyse generell ein Renditedurchschnitt nur aus den letzten beiden in der Datenbank verzeichneten Geschäftsjahren zugrundegelegt: Angesichts dieses kurzen Referenzzeitraums ist die Aussagekraft eines Volatilitätsmaßes gering.

Abbildung 9: Unternehmen mit mind. 3 v.H. Umsatzrendite nach Renditeklassen



Die Segmentierung der Unternehmen nach Branchen zeigt - wie schon die Analyse des VVC-Datensatzes - , daß die in Baden Württemberg schwerpunktmäßig vertretenen Branchen keineswegs auch in der Auswahl u. U. emissionsfähiger Unternehmen dominieren. Das Branchenportfolio ist recht breit gefächert: Bedingt durch die Fokussierung der Hoppenstedt-Datenbank auf nicht-börsennotierte große Unternehmen nehmen in dieser Stichprobe die nicht börsennotierten, größtenteils im Eigentum der Gebietskörperschaften befindlichen Energie- und Wasserversorger einen größeren Stellenwert ein.

Abbildung 10: Branchengliederung der Unternehmen mit mind. 3 v.H. Umsatzrendite



* auf der Basis der HOPPENSTEDT-Stichprobe

2.5.1 Die konzeptionelle Ausgestaltung eines Mittelstandsmarktes

Das bei mittelständischen Unternehmen häufig geringe Emissionsvolumen birgt für den Anleger besonders hohe Risiken hinsichtlich der Veräußerbarkeit (Liquiditätsrisiko) bzw. des Wertes (Volatilitätsrisiko) seiner Anlage. Das Handelsverfahren eines Mittelstandsmarktes sollte daher darauf ausgerichtet sein, das Liquiditäts- und Volatilitätsrisiko soweit wie möglich zu minimieren bzw. einen vertretbaren Kompromiß zwischen jederzeitiger Veräußerbarkeit (immediacy) und Volatilität bei gleichzeitig akzeptablen Transaktionskosten zu realisieren.

Ins Zentrum der Diskussion um die optimale Marktstruktur in Nebenwertsegmenten rückt damit die Periodizität des Handels. Nach der Häufigkeit des Marktzusammentritts wird regelmäßig in kontinuierlich (Continuous Market) bzw. periodisch (Call-, Periodic- oder Batch-Market) organisierte Märkte differenziert.⁶⁶ Im fortlaufenden Handel können jederzeit Transaktionen getätigt werden, während bei den periodisch organisierten Börsen zu einem oder mehreren bestimmten Zeitpunkten innerhalb eines Sitzungsverlaufs die aufgelaufenen Aufträge simultan zu einem einheitlichen Preis ausgeführt werden.⁶⁷ Die Grundtypen des Börsen-

⁶⁶ Vgl. MADHAVAN (1992), S. 607-641; SCHWARTZ (1988), S. 18 ff.; AMIHU/D/SHWARTZ (1985), S. 237 ff.

⁶⁷ Vgl. SCHWARTZ (1991), S. 180.

handels - das Auktions- und das Market-Maker-Verfahren⁶⁸ - lassen sich hinsichtlich ihrer Periodizität wie folgt klassifizieren:

Auktionsbörsen können *sowohl periodisch als auch fortlaufend gestaltet* sein. Der kontinuierlich stattfindende Auktionshandel (Double auction) erlaubt sofort einen bilateralen Handelsabschluß, sobald sich entsprechende Kauf- und Verkaufsaufträge treffen (Matching).⁶⁹ Bei dem zu diskreten Zeitpunkten stattfindenden Gesamtpreisverfahren (Call-Market, Clearinghouse oder Batch Market) werden die an die Börse geleiteten Aufträge zunächst über eine gewisse Zeit gesammelt, bevor ein Gesamtpreis ermittelt wird, der für alle Transaktionen gilt und den Markt zum Ausgleich bringt.⁷⁰ Die Ausführung aller gesammelten Börsenaufträge im Rahmen einer multilateralen Transaktion geschieht zu einem oder mehreren im voraus bestimmten Zeitpunkten.

Market Maker-Systeme sind *prinzipiell kontinuierlich organisiert* (mögliche Ausnahmen sind die Eröffnungs- und Schlußkurse). Bei diesem Preisfindungsprozeß sind die zwischen Käufer bzw. Verkäufer und dem Market Maker vereinbarten Kurse auch tendenziell markträumend, denn die Qualität der vom Market Maker gestellten quotes wird durch seine Bereitschaft unterstrichen, zu seinen Kursen selbst größere Mengen von Wertpapieren zu kaufen oder zu verkaufen.⁷¹ Der Ankaufs-(bid-)Kurs wird darum immer niedriger, der Verkaufs-(ask-)Kurs immer höher als der von ihm angenommene Gleichgewichtspreis sein. Der jeweils bilateral vereinbarte Preis ist ein Einzelkurs, der nur für das betreffende Geschäft gilt.

Das Market Maker-Prinzip beruht deshalb im Kern auf dem richtigen Urteil des Market Makers über den fairen Kurs für ein Wertpapier. Durch seine prinzipielle Bereitschaft, kontinuierlich entsprechend seiner quotes den betreffenden Titel in bestimmten Volumina zu kaufen oder zu verkaufen, setzt er sich gleichzeitig einem besonderen Regelmechanismus aus. Schätzt er den Kurs richtig ein, so schwankt sein Handelsbestand (inventory) im Zeitablauf um Null; ist der Kurs allerdings nicht korrekt, so baut sich seine Position tendenziell entweder in Richtung eines hohen Handelsbestandes (Plusposition) oder negativen Handelsbestandes (Leerposition) auf, was ein erhöhtes Kursrisiko für ihn beinhaltet. Dies trifft ihn insbesondere dann, wenn sich der fundamentale Gleichgewichtskurs sehr schnell und stark verändert, ohne daß der Market Maker seine alten quotes eliminieren und neue stellen kann. Bei falschen Kursen und sukzessivem Aufbau von Positionen wird er folglich - bei Beibehaltung der absoluten Höhe seines spreads - die Verkaufs- und Kaufkurse fortlaufend anpassen, bis zu dem Kurs, der markträumend wirkt. Dieser Mechanismus impliziert zuverlässige Preise. Die Wirkung ist um so effizienter, je lebhafter der Handel verläuft, denn je höher die Umsatzfrequenz ist, desto besser wird die Qualität der Kursbildung und vice versa.⁷² Gleichzeitig maximiert der Market Maker sein Einkommen, das er als spannenorientierter Finanzintermediär durch möglichst hohen Umsatz in kürzester Zeit und dem damit verbundenen Verdienst des spread erzielen kann.

Die wesentlichen theoretischen Vorteile⁷³ periodischer und kontinuierlicher Handelsverfahren, auf die im folgenden nicht näher eingegangen werden soll, faßt Tabelle 5 zusammen.

⁶⁸ Vgl. HIELSCHER (1993), S. 1138.

⁶⁹ Vgl. COHEN et al. (1986), S. 18.

⁷⁰ Vgl. dies., S. 16.

⁷¹ Vgl. SCHMIDT (1988), S. 24.

⁷² Vgl. SCHMIDT (1988), S. 25.

⁷³ Vgl. zu den Vorteilen des periodischen Verfahrens auch Abschnitt 4.4 mit den dort angegebenen Quellen. Zu den Vorteilen des kontinuierlichen Handels vgl. z. B. LUCAS/SCHWARTZ (1989), S. 25; SCHWARTZ (1991), S. 185f.; PAGANO/RÖELL (1990), S. 86; MADHAVAN (1992), S. 622 oder GERKE/RAPP (1994), S. 8f.

Aus theoretischer Sicht ist festzuhalten, daß „die Frage nach der optimalen Organisationsstruktur [...] weitgehend akademischer Natur ist und nach dem heutigen Stand der Wissenschaft nicht eindeutig beantwortet werden kann“⁷⁴. Es bietet sich an, die beiden Grundformen auf effiziente, an das jeweilige Marktsegment weitgehend angepaßte Weise zu verknüpfen. Die zunehmende Konvergenz der beiden Preisbildungsmechanismen hin zu sogenannten „hybriden Handelssystemen“, die die traditionelle Verteilung aufweichen, um die Vorteile beider Systeme zu nutzen, spiegelt diese Diskussion wider.⁷⁵

Hinsichtlich der Gestaltung eines problemadäquaten Handelsverfahrens für den Sekundärmarkt mittelständischer Werte lassen sich aus den oben skizzierten grundsätzlichen Argumenten folgende Schlußfolgerungen ableiten: Ein kontinuierlicher Handel im Rahmen einer double auction, die auf direktem Matching von An- und Verkaufsorders basiert, wird den Problemen mittelständischer Aktienmärkte kaum gerecht. Ein kontinuierlicher Handel für Einzelwerte wäre nur unter Inkaufnahme starker Kursvolatilitäten möglich. Realistischer ist eine häufig geringe Handelsfrequenz wegen des Mismatch entsprechend limitierter An- und Verkaufsorders.

Tabelle 5: Vorteile des periodischen und kontinuierlichen Handels

Periodischer Handel (Gesamtpreisverfahren)	Kontinuierlicher Handel (Double Auction und Market Maker-System)
niedrigere Transaktions- und Suchkosten	geringeres Transaktionsrisiko
geringere Kosten für Settlement und Clearing	Möglichkeit des sofortigen Abschlusses (Immediacy)
geringe adverse Preiseffekte	fortlaufende Beobachtbarkeit der Marktpreisentwicklung
höhere Preisstabilität und Bewertungseffizienz insbesondere in volatilen Märkten	höhere Handelsfrequenz kann zu größerem Marktvolumen führen
keine „free trading option“	begünstigt sowohl liquiditätsorientierte Anleger als auch Insider
effizientere Handelsüberwachung	permanenter Marktzugang

Die unzureichende Handelskontinuität in Mittelstandsmärkten bei stetig stattfindenden Auktionen erfordert daher zusätzliche Intermediationsleistungen durch Market Maker, die die Funktion eines „supplier of immediacy“ (Anbieter des Sofortigkeitsservices) übernehmen. Vorgeschlagen wird die Einführung von sogenannten Betreuern bzw. Liquiditätshändlern, die als Market Maker fungieren, um Börsenteilnehmern die sofortige Transaktionsausführung zu im voraus feststehenden Kursen anbieten zu können. Die Betreuer stehen in diesem Modell

⁷⁴ GERKE (1993), S. 730.

⁷⁵ Vgl. GERKE (1993), S. 730.

mit anderen Market Makern und dem offenen Orderbuch in direkter Konkurrenz um die Abschlüsse. Für ihre auf eigenes Risiko angebotenen Leistungen sollen den Betreuern als Kompensation verschiedene Privilegien eingeräumt werden, wie z. B. ein Transparenzschutz, so daß die vom Betreuer gestellten Kurse nur dem jeweiligen Anfrager sichtbar gemacht werden.⁷⁶

2.5.2 Fazit

Eine erste grobe Abschätzung des Potentials emissionsfähiger Unternehmen in Baden-Württemberg auf der Basis von VVC-Umsatzdaten ergab, daß rund 20 Prozent der hier als Mittelständler definierten Unternehmen durchaus kapitalmarktfähig sind. Die hier geschätzte Zahl von rund 650 Unternehmen weist allerdings erhebliche Unschärfen auf: Einerseits würden Unternehmen nicht berücksichtigt, zu denen keine Umsatzzahlen über einen genügend langen Zeitraum vorlagen oder die vorübergehende Umsatzrückgänge zu verzeichnen hatten, aber aufgrund des Umsatzniveaus und der Umsatzrendite durchaus als emissionsfähig zu beurteilen wären. Andererseits sind in der Endauswahl sicher auch Unternehmen enthalten, die aus Rentabilitätsgründen nicht für ein Going Public in Frage kommen.

Mit diesem Manko ist die ebenfalls zur Analyse des Emissionspotentials herangezogene Finanz- und Börsendatenbank des HOPPENSTEDT-Verlages nicht behaftet. Andererseits muß dafür in Kauf genommen werden, daß die in diesem Abschnitt besonders interessierende Gruppe der Mittelständler hier unterrepräsentiert ist. Dementsprechend resultierte aus der hier vorgenommenen Analyse, die allerdings erheblich besser fundiert ist als die Grobabschätzung anhand der VVC-Daten, eine deutlich geringere Anzahl potentieller Emissionskandidaten.

Die hier ermittelte Gesamtzahl von 86 möglicherweise emissionsfähigen Unternehmen mag prima facie niedrig erscheinen. Dies gilt besonders vor dem Hintergrund, daß auch in der hier vorgenommenen Analyse eine Vielzahl von Kriterien unberücksichtigt bleiben mußte. So konnten insbesondere möglicherweise vorhandene Verflechtungen mit anderen Unternehmen und die aktuelle Struktur des Anteilsbesitzes - insbesondere die Höhe des Streubesitzes - in dieser Grobabschätzung nicht in die Beurteilung einbezogen werden: Die Berücksichtigung entsprechender Merkmale würde den Umfang emissionsfähiger Unternehmen möglicherweise weiter reduzieren.

Andererseits müssen die hier ermittelten Volumina auch vor dem Hintergrund der Gesamtzahl der bisher an der Wertpapierbörse Stuttgart notierten Aktien betrachtet werden: Sollte schon ein kleiner Teil der hier als möglicherweise emissionsfähig beurteilten Unternehmen tatsächlich seinen Weg an die Stuttgarter Börse finden, würde dies im Hinblick auf die Anzahl in Stuttgart notierter Werte bereits eine erhebliche Steigerung des Marktvolumens bedeuten.

Solche Expansionsbestrebungen erfordern allerdings strategische Maßnahmen, die erst mittelfristig Wirksamkeit zeigen dürften und deren Rentabilität auch in langer Frist in hohem Maße unsicher ist. Sie leiten sich aus den eingangs geschilderten strukturellen Schwächen des Beteiligungsmarktes in Deutschland ab:

- Ein langfristig erfolgversprechender Ansatzpunkt ist der Aufbau einer Beratungsinfrastruktur für private Anleger einerseits und mittelständische Unternehmen als Kapitalnachfrager andererseits. Angesichts der bisher bankendominierten Anlage- und Finanzierungsberatung ist eine gezielte Ansprache geeigneter Anlegergruppen und kapitalnachfragender Unternehmen offensichtlich unumgänglich, um die bisherige Zurückhaltung von Kapitalangebot und -nachfrage zu überwinden.

⁷⁶ Vgl. für eine detailliertere Darstellung des Marktmodells mit Liquiditätshändlern RASCH (1996), S. 237-249 mit weiteren Nennungen sowie GERKE ET AL. (1995), S. 135f.

- In der Finanzierungsberatung für wachstumsträchtige Unternehmen sollte auf mittlere Sicht ein *alle Finanzierungsphasen übergreifendes Beratungskonzept* angestrebt werden: Dies setzt eine umfassende Kooperation zwischen den Beratungsaktivitäten einer möglicherweise zu etablierenden Informationsbörse, dem Management von Risikokapitalfonds und schließlich den Emissionsberatern am organisierten Kapitalmarkt voraus.⁷⁷ Ziel sollte es sein, „fließende Übergänge“ zwischen den verschiedenen Finanzierungsphasen mit dem Fernziel der Heranführung an die Börse zu schaffen.
- Von grundsätzlicher Bedeutung ist es, die Kriterien zur Beurteilung der Emissionsreife seitens der Emissionshäuser zu überprüfen: Solange von Seiten der emissionsbegleitenden Banken bzw. Wertpapierhäuser keine nachhaltige Förderung eines wachstumsorientierten Mittelstandsmarktes zu erwarten ist, laufen entsprechende Akquisitionsbemühungen der Börse weitgehend ins Leere.

Um dem Problem der Marktengde bzw. Illiquidität im Sekundärhandel mit mittelständischen Werten zu begegnen, sollte geprüft werden, inwieweit Anpassungen des Handelsverfahrens an die Probleme dieses Marktsegmentes erforderlich sind. Zur Diskussion steht hier vor allem die Einführung von Elementen des Market-Maker-Systems bzw. Liquiditätshändlern, um die erforderliche Mindestliquidität im Markt zu gewährleisten.

2.6 Möglichkeiten zur Kooperation der Börse Stuttgart mit EASDAQ

2.6.1 EASDAQ als europäischer Aktienmarkt für Wachstumsunternehmen

Ein effizienter und dynamischer Kapitalmarkt für Wachstumsunternehmen ist essentiell für die wirtschaftliche Entwicklung in Europa, da diese Unternehmen einen wesentlichen Beitrag zum Wirtschaftswachstum und zur Beschäftigung leisten. Trotz einiger Initiativen der europäischen Wertpapierbörsen in der Vergangenheit⁷⁸ bleibt kleineren Unternehmen der Aktienmarkt als Finanzierungsquelle nach wie vor weitgehend verschlossen.⁷⁹ Im Gegensatz dazu sind am amerikanischen NASDAQ-Aktienmarkt heute über 4 600 Unternehmen notiert. Zwischen 1990 und 1994 haben die an NASDAQ notierten Unternehmen rund 16 % aller neuen Arbeitsplätze geschaffen, obwohl sie nur etwa 1 % aller Unternehmen in den USA ausmachen; dagegen haben die großen FORTUNE 500-Unternehmen in den USA im gleichen Zeitraum etwa 200 000 Arbeitsplätze pro Jahr abgebaut.⁸⁰

Auf Initiative der EUROPEAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION (EVCA) wurde im November 1994 in London die EUROPEAN ASSOCIATION OF SECURITIES DEALERS (EASDAQ) in Anlehnung an die US-amerikanische NATIONAL ASSOCIATION OF SECURITIES DEALERS (NASD) gegründet. Mittlerweile zählen über 60 Investmentbanken, Brokerhäuser, Venture Capital-Gesellschaften, Börsenmakler und sonstige Institutionen aus Europa und den USA zu den

⁷⁷ Eine Emissionsberatung im Vorfeld des going public seitens der Börse bietet z. B. die BWB WERTPAPIER-EMISSIONSBERATUNG GMBH, eine Tochtergesellschaft der Bremer Wertpapierbörse, im Rahmen des Bremer Mittelstandsmarktes an. Geplant ist zudem der Ausbau des Beratungsangebots hinsichtlich einer Nachemissionsberatung und eines Hauptversammlungsservice. Vgl. o. V. (1996d).

⁷⁸ Wie etwa der Unlisted Securities Market in Großbritannien, der Second Marché in Frankreich, der Official Parallel Market in den Niederlanden oder der Geregelter Markt in Deutschland, vgl. RASCH (1994).

⁷⁹ Vgl. GERKE ET AL. (1995), S. 93-98.

⁸⁰ Vgl. EASDAQ (1995), S. 1.

Mitgliedern der EASD.⁸¹

Wesentliches Ziel der EASD ist die Förderung eines pan-europäischen Aktienmarktes für Wachstumsunternehmen. Mit EASDAQ (EASD Automated Quotation System) soll im September 1996 ein Wertpapierhandelssystem für den Börsenhandel in solchen Unternehmen in Betrieb genommen werden. Als Vorbild dient dabei das amerikanische NASDAQ-System. EASDAQ tritt damit in Konkurrenz zu den nationalen Wertpapierbörsen in Europa. Derzeit wird die Anerkennung von EASDAQ als regulierte Aktienbörse („Regulated Market“) im Sinne der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie durch die belgischen Behörden angestrebt. Die EASD übernimmt eine Überwachungsfunktion für den Börsenhandel an EASDAQ, um Investoren von Betrügereien und Manipulationen zu schützen.

Organisiert und betrieben wird die neue Aktienbörse von der EASDAQ S.A., die als privatwirtschaftliche Kapitalgesellschaft nach belgischem Recht geführt wird und mit einem Grundkapital von 42 Mio. BEF (rund 2 Mio. DM) ausgestattet ist. Derzeit halten 60 Aktionäre aus 12 Ländern, darunter 13 aus Deutschland, Anteile an dieser Gesellschaft (Stand April 1996). Demnächst sollen weitere 400 Mio. BEF (knapp 20 Mio. DM) über eine Kapitalerhöhung mobilisiert werden. Damit sollen die Kosten für die Systementwicklung bis zum Handelsstart und für die Phase bis zur Gewinnschwelle, die im vierten Jahr nach Inbetriebnahme erreicht werden soll, finanziert werden. Am Kapital der EASDAQ S.A. können sich sowohl Banken als auch Investmenthäuser, Market Maker, institutionelle Investoren, Venture-Capital-Gesellschaften, nationale Wertpapierbörsen und sonstige Beraterfirmen beteiligen.⁸²

EASDAQ versteht sich insbesondere als Markt für unternehmergeführte Wachstumsunternehmen aller Größenklassen, steht aber grundsätzlich allen Unternehmen offen. Als mögliche Emittenten für eine Notierung an EASDAQ kommen daher in Frage:

- Unternehmen ("start-ups"), die jünger sind als drei Jahre,
- Buy-out- und Buy-in-Unternehmen,
- High-tech-Unternehmen aus forschungsintensiven Branchen,
- Ausgründungen aus größeren Unternehmen oder
- Unternehmen, die ein internationales Image und einen internationalen Aktionärskreis aufbauen möchten.

Vor allem Unternehmen, die derzeit durch Venture-Capital-Gesellschaften externes Kapital aufgenommen haben, sollen in den nächsten Jahren über EASDAQ Zugang zum Kapitalmarkt erhalten. Nach einer Schätzung der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft COOPERS & LYBRAND zufolge könnten innerhalb von nur fünf Jahren über 500 Unternehmen an EASDAQ notiert werden.

Aufgrund der Konzeption von EASDAQ als Wachstumsbörse werden die dort notierten Unternehmen ein grundsätzlich anderes Rendite-Risiko-Profil aufweisen als die an den nationalen Börsen notierten Unternehmen. Es ist zu erwarten, daß eine Reihe von Unternehmen nicht auf Dauer überleben werden. Die daraus für den Anleger entstehenden Verluste müssen durch andere sehr erfolgreich operierende Unternehmen kompensiert werden. EASDAQ wird somit eine europäische Börse für Wagniskapital.

⁸¹ Zu den deutschen Mitgliedern zählen ATCO PARTNERS GMBH; BALLMAIER & SCHULTZ WERTPAPIER AG; BAYERISCHE HYPOTHEKEN- UND WECHSEL-BANK AG; BOCKEMÜHL & SPITTA; BRUCKHAUS, WESTRICK UND STEGEMANN; der BUNDESVERBAND JUNGER UNTERNEHMER, der BUNDESVERBAND DER KAPITALBETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN; KNORR, REINSCH & PARTNER; die KURSMAKLER SERVICE GESELLSCHAFT sowie die VALUE MANAGEMENT & RESEARCH GMBH.

⁸² Vgl. EASDAQ (1995), S. 4.

2.6.2 Die Zulassung von Emittenten zum Börsenhandel an EASDAQ

Für eine Erstzulassung zum Börsenhandel an EASDAQ muß ein emittierendes Unternehmen zunächst die gesellschafts- und börsenrechtlichen Bestimmungen seines Heimatlandes erfüllen, um Aktien emittieren zu dürfen. Außerdem müssen die angebotenen Aktien ohne Einschränkungen transferierbar sein. Darüber hinaus muß der Emittent bestimmte Mindestkriterien hinsichtlich Bilanzsumme, Eigenkapitalausstattung und Marktwert der ausstehenden Aktien erfüllen. Danach wird die Börsenzulassung in regelmäßigen Abständen von EASDAQ überprüft und nur dann verlängert, wenn auch nach der Börseneinführung gewisse Mindestanforderungen erfüllt sind (vgl. Tabelle 6). Neben der jährlichen Berichterstattung muß der Emittent vierteljährlich sogenannte Unternehmensberichte erstellen, die nicht testiert werden müssen ("unaudited quarterly reports").⁸³

Tabelle 6: Mindestbedingungen für die Zulassung an EASDAQ

	Anforderungen für die Erstzulassung	Anforderungen für die Verlängerung der Zulassung
Bilanzsumme	3,5 Mio. ECU	1,8 Mio. ECU
Eigenkapital	1,8 Mio. ECU	0,9 Mio. ECU
Marktwert der ausstehenden Aktien im Publikumsbesitz	0,9 Mio. ECU	0,9 Mio. ECU
Anzahl der Market Maker	2	2

Auch an die Qualität der emittierten Wertpapiere werden bestimmte Anforderungen gestellt. So muß die emittierende Gesellschaft in Übereinstimmung mit den Richtlinien der EU zunächst einen Emissionsprospekt erstellen.⁸⁴ Zudem muß der Emittent beim Börsengang von einer Investmentbank als Sponsor begleitet werden. Darüber hinaus müssen mindestens zwei registrierte und aktive Market Maker die Handelbarkeit der Titel am Sekundärmarkt gewährleisten, indem sie in Konkurrenz zueinander handelbare Geld- und Briefkurse stellen.

Diskutiert wird derzeit noch, welchen Status die an EASDAQ notierten Titel erhalten sollen. Grundsätzlich wäre zum einen ein "full listed"-Status denkbar, der in etwa der deutschen Zulassung zum Amtlichen Handel oder zum Geregelten Markt entspricht. Zum anderen käme auch ein "accepted for trading/quoted"-Status in Frage, der weitgehend der Einbeziehung in den deutschen Freiverkehr entspricht. Diese Unterscheidung hat in einigen Ländern, wie etwa Großbritannien, steuerrechtliche Relevanz, ist aber vor allem auch für institutionelle Investoren von Bedeutung. In der Vergangenheit haben viele institutionelle Investoren ihre Engagements in kotierten Werten, die keine volle Börsenzulassung besitzen, eingeschränkt bzw. stark zurückgefahren.

2.6.3 Die Ausgestaltung des Börsenhandels an EASDAQ

Bei der Verbreitung der Kursinformationen, bei der Organisation des Börsenhandels und bei der Abwicklung der getätigten Transaktionen baut EASDAQ weitgehend auf bereits bestehende Systeme und Plattformen auf. Neben den geringeren Entwicklungskosten liegen die

⁸³ Vgl. EASDAQ (1995), S. 8.

⁸⁴ Vgl. Richtlinie 89/298/EWG.

Vorteile vor allem in einer kurzen Realisierungszeit, so daß der Börsenhandel voraussichtlich schon im September 1996 aufgenommen werden kann.

Bei der Ausgestaltung des Börsenhandels wird sich EASDAQ zunächst am angelsächsischen Market Making orientieren. Market Maker stellen für die Titel, in denen sie aktiv sind, fortlaufend oder auf Anfrage verbindliche Geld- und Briefkurse („Quotes“) für eine bestimmte Mindestanzahl an Aktien. Der Anleger muß bei der Ausführung seiner Order mit einem Market Maker abschließen. Der Abschluß einer Transaktion kommt über Telefon zustande. Die ISMA (INTERNATIONAL SECURITIES MARKET ASSOCIATION) wird im Auftrag der EASDAQ das entsprechende Kursnotierungssystem entwickeln und betreiben, über das die Market Maker ihre Quotes in den Markt stellen.

Dabei wird das derzeitige TRAX-System der ISMA, das bislang als Bestätigungssystem für den Eurobond-Handel eingesetzt wird und an das über 260 Nutzer angeschlossen sind, für den Aktienhandel ausgebaut. Außerdem werden auch die Handelsbestätigungen (trade confirmation) der abgeschlossenen Transaktionen und regulative Meldungen über das von ISMA entwickelte System laufen. Auf Grundlage der in TRAX eingegebenen Transaktionen wird eine Marktaufsicht etabliert. Die Verbreitung der Quotes und der Transaktionsdaten erfolgt über bestehende Informationsanbieter wie beispielsweise REUTERS und BLOOMBERG.

Die Abwicklung der getätigten Transaktionen soll über eine der großen internationalen Abwicklungsinstitutionen, INTERSETTLE, durchgeführt werden. Angestrebt wird eine Lieferfrist von drei Handelstagen (T+3).

Erst mittelfristig soll in EASDAQ ein Börsenhandel nach dem kontinentaleuropäischen Auktionsverfahren stattfinden. Beim Auktionsverfahren wird für jeden Wert ein zentrales Limitorderbuch geführt, an das die Orders der Anleger geleitet und bei entsprechender Orderlage gegeneinander ausgeführt werden.⁸⁵

2.6.4 Chancen einer Kooperation zwischen der Stuttgarter Wertpapierbörse und EASDAQ

Anknüpfungspunkte für eine Kooperation zwischen der Stuttgarter Wertpapierbörse und EASDAQ ergeben sich vor allem aus den aus heutiger Sicht absehbaren Schwachstellen und Imperfektionen von EASDAQ. Aufgrund der Konzipierung von EASDAQ als europäischer Aktienmarkt kann angenommen werden, daß es sich bei den meisten der dort getätigten Geschäfte um grenzüberschreitende Aktientransaktionen handeln wird. Die Abwicklung solcher Geschäfte, d. h. die Anlieferung der Stücke und die Abrechnung des Gegenwertes, ist bislang kompliziert und mit hohen, volumenunabhängigen Kosten verbunden. Während dies für institutionelle Investoren kaum ein Hindernis darstellt, da diese Kosten im Vergleich zum Transaktionsvolumen relativ gering ausfallen, dürfte die Marktteilnahme privater Anleger an EASDAQ anfangs stark beeinträchtigt sein.

Ein weiteres Problem besteht in der Wahl des Market Making als Organisationsform für den Börsenhandel. Vor allem die in Großbritannien und in den USA gemachten Erfahrungen belegen, daß sich das reine Market Making nicht als optimal für den Handel in kleinen und damit oftmals wenig liquiden Titeln erwiesen hat. Oftmals liegen die Spannen zwischen den von den Market Makern gestellten Geld- und Briefkurse bei kleinen Aktien sehr weit auseinander, teilweise 10 % und mehr. Dies trifft insbesondere für große Transaktionen zu. Einige europäische und internationale Wertpapierbörsen, nicht zuletzt auch NASDAQ in den USA, gehen daher verstärkt dazu über, sogenannte „hybride Handelssysteme“, die Elemente des Market Making und des Auktionsverfahrens (Einführung eines Limitorderbuches) kombinieren, für

⁸⁵ Vgl. ausführlich dazu GERKE/RASCH (1993), S. 322-323.

den Börsenhandel in kleinen und wenig liquiden Aktien einzusetzen.⁸⁶

Damit könnte die für EASDAQ ungünstige Situation eintreten, in der sich sowohl die Privatanleger (aufgrund der hohen expliziten Transaktionskosten) als auch die institutionellen Investoren (aufgrund der hohen impliziten Transaktionskosten) vom Marktgeschehen fernhalten. Solch eine Situation könnte EASDAQ durch eine Kooperation mit bereits bestehenden Wertpapierbörsen auf nationaler oder regionaler Ebene vermeiden. Erstrebenswert wäre in diesem Zusammenhang eine Zweitnotierung von EASDAQ-Aktien an der Stuttgarter Börse ("Cross Listing"). Auf diese Weise könnten sich deutsche Privatanleger zu vergleichsweise geringen Kosten an EASDAQ-Werten beteiligen.

Weitere Anknüpfungspunkte für eine Kooperation ergeben sich aus der Bündelung der Börsenaktivitäten deutscher Emittenten und Intermediäre über den Finanzplatz Stuttgart. So könnte die Börse in Stuttgart sowohl in Fragen der Börsenzulassung von Emittenten und Börsenteilnehmern an EASDAQ als auch bei der Durchführung des Börsenhandels wichtige Aufgaben und Funktionen übernehmen. Außerdem könnte am Finanzplatz Stuttgart ein Markt für europäische Wachstumswerte mit internationalem Aktionärskreis entstehen.

2.6.5 Zulassung deutscher Emittenten zum Börsenhandel an EASDAQ

Wie bereits in Abschnitt 2.6.2 dargestellt, hat ein Emittent neben den Mindestvoraussetzungen für eine Börsenzulassung an EASDAQ die jeweiligen börsenrechtlichen Bestimmungen seines Heimatlandes zu erfüllen.⁸⁷ In Deutschland sind dies die Bestimmungen des Börsengesetzes, der Börsenzulassungsverordnung und des Wertpapier-Verkaufsprospektgesetzes von 1990. Der Rückgriff auf nationalstaatliche Börsenbestimmungen hat jedoch zur Folge, daß an EASDAQ nicht allgemein gültige Regelungen für einen Börsengang bestehen. So muß ein deutsches Unternehmen andere Voraussetzungen erfüllen als ein vergleichbares britisches oder französisches Unternehmen.

Gravierender erscheinen die zahlreichen Koordinations- und Überwachungsprobleme, die sich aus der Vielzahl der einzelstaatlichen Regelungen ergeben. Außerdem ist bislang nicht geklärt, welche Gremien innerhalb von EASDAQ S.A. über die Zulassung zum Börsenhandel entscheiden sollen. Aus heutiger Sicht ist zu bezweifeln, daß EASDAQ S.A. die vorgesehene Überwachung der einzelstaatlichen Börsenrechtsbestimmungen organisatorisch durchführen kann, zumindest nicht in der Anfangsphase.

Diese juristische Kompetenz wäre gerade bei den Regionalbörsen für den deutschen Aktienmarkt in ausreichendem Maße vorhanden. Sinnvoll wäre es daher, wenn EASDAQ S.A. die Überwachung der einzelstaatlichen Börsenrechtsbestimmungen an Partnerbörsen in den jeweiligen Herkunftsländer der Emittenten delegieren könnte. Für Deutschland könnte dies die Stuttgarter Wertpapierbörse sein. Gleichzeitig könnten alle Unternehmen, die eine Börsenzulassung an der Stuttgarter Wertpapierbörse beantragen, zugleich an EASDAQ gelistet werden, wodurch sie einen Zugang zum europäischen Kapitalmarkt erhielten.

⁸⁶ Vgl. LUCAS/RASCH (1995), RASCH (1995), RASCH (1996a) und RASCH (1996b).

⁸⁷ Vgl. EASDAQ (1995), S. 8.

2.6.6 Zulassung deutscher Intermediäre zum Börsenhandel an EASDAQ

Ein weiterer Anknüpfungspunkt für eine Kooperation liegt in der Zulassung deutscher Intermediäre zum Börsenhandel an EASDAQ. Bislang liegen noch keine konkreten öffentlichen Informationen darüber vor, nach welchen Gesichtspunkten Intermediäre die Zulassung zum Börsenhandel an EASDAQ beantragen können. Ungeklärt ist bislang auch noch die Überwachung und die Kontrolle der offenen Positionen der Börsenteilnehmer. Auch hier könnte die Stuttgarter Wertpapierbörse bei der Zulassung deutscher Intermediäre an EASDAQ eine bedeutende Rolle spielen. Vorstellbar wäre etwa, daß alle in Stuttgart zugelassenen Börsenteilnehmer auch die Berechtigung zum Börsenhandel an EASDAQ erhalten. Dies würde die Attraktivität einer Börsenmitgliedschaft an der Stuttgarter Börse erhöhen.

2.6.7 Cross Listing von EASDAQ-Werten und Anbindung privater Investoren

Es wurde bereits erwähnt, daß zumindest in der Anfangsphase des Börsenhandels in EASDAQ bei den grenzüberschreitenden Aktiengeschäften hohe Transaktionskosten bei der Ausführung und Abwicklung kleinerer Orders anfallen werden. Dies wird dazu führen, daß die Beteiligung privater Investoren am EASDAQ-Börsenhandel beeinträchtigt wird und daß EASDAQ zunächst institutionellen Investoren vorbehalten bleibt.

Die hohen Transaktionskosten ließen sich jedoch umgehen, wenn EASDAQ-Werte zum Freiverkehr an der Stuttgarter Börse einbezogen werden. Nach den Statuten der Stuttgarter Börse muß der Antrag auf Einbeziehung eines Wertpapiers nicht zwangsläufig von einem Kreditinstitut, sondern kann auch von einer in Stuttgart zugelassenen Freimaklerfirma gestellt werden.⁸⁸ Gegebenenfalls könnte auch ein separates Börsensegment innerhalb des Freiverkehrs errichtet werden, um EASDAQ-Werte von anderen ausländischen Werten zu differenzieren. Ein solches Cross Listing von EASDAQ-Werten an der Stuttgarter Börse würde deutschen Privatinvestoren den Erwerb dieser Titel zu den im Inland üblichen Transaktionskosten ermöglichen.

Der Börsenhandel in EASDAQ-Werten an der Stuttgarter Wertpapierbörse würde nach dem Auktionsverfahren erfolgen, wobei jedem Titel ein skontroführender Makler zugeordnet wird. Zur Vermeidung von Preisnachteilen für den Privatanleger könnte dem skontroführenden Makler in Stuttgart bei der Kursfeststellung eine Verpflichtung zur Berücksichtigung der aktuellen EASDAQ-Kurse auferlegt werden. So könnte beispielsweise festgelegt werden, daß die in Stuttgart festgestellten Kurse nicht höher als der niedrigste Briefkurs bzw. nicht niedriger als der höchste Geldkurs sein dürfen, sondern innerhalb der quotierten Geld-Brief-Spanne liegen müssen. Da bei einer solchen Vorgehensweise durchaus ein erhebliches Manipulationspotential zu Lasten der privaten Anleger besteht, muß eine gemeinsame Marktaufsicht der Stuttgarter Börse und von EASDAQ regelmäßig die Ordnungsmäßigkeit der festgestellten Kurse überprüfen.

Die Abwicklung der in Stuttgart getätigten Transaktionen könnte über das in Deutschland bestehende Abwicklungssystem der DEUTSCHE BÖRSE AG (DWZ/AKV) getätigt werden. Auch dies würde die anfallenden Kosten, insbesondere für Privatanleger, minimieren.

⁸⁸ Vgl. § 2 der Richtlinien für den Freiverkehr an der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse zu Stuttgart vom 5. September 1988 mit Änderung vom 6. März 1995.

2.6.8 Abschließende Beurteilung

Eine mögliche Kooperation zwischen der Stuttgarter Wertpapierbörse und EASDAQ bietet beiden Beteiligten eine Reihe von Vorteilen. Auf diese Weise könnte EASDAQ eine Reihe von Schwächen, die sich aus der bisherigen Konzeption als Market-Maker-Börse ergeben, beseitigen. Gleichzeitig wird für deutsche Emittenten und Intermediäre die Börsenzulassung bzw. die Mitgliedschaft an der Stuttgarter Wertpapierbörse attraktiver, wenn mit dieser ein automatischer Zugang zu EASDAQ verbunden ist. Wichtig erscheint jedoch eine schnelle Ausarbeitung und Umsetzung, da die Deutsche Börse AG den Start ihres „Neuen Marktes“ für Anfang nächsten Jahres vorgesehen hat. Tabelle 7 faßt die vorgestellten Kooperationsmöglichkeiten und deren Potentialabschätzung nochmals zusammen, wobei „+“ für gute und „++“ für sehr gute Realisierungschancen stehen.

Tabelle 7: Kooperationsmöglichkeiten und Potentialabschätzung

Möglichkeiten der Kooperation	Potentialabschätzung
Zulassung von Emittenten aus Deutschland zum Börsenhandel an EASDAQ	+
Zulassung von Börsenteilnehmern aus Deutschland zum Börsenhandel an EASDAQ	+
Cross Listing von ausländischen Unternehmen zur Anbindung von deutschen Privatanlegern	+
Handel nach dem Auktionsverfahren	++

3 Verstärkung der Aktivitäten im Anleihemarkt

3.1 Rentenhandel: Wichtigster Umsatzträger

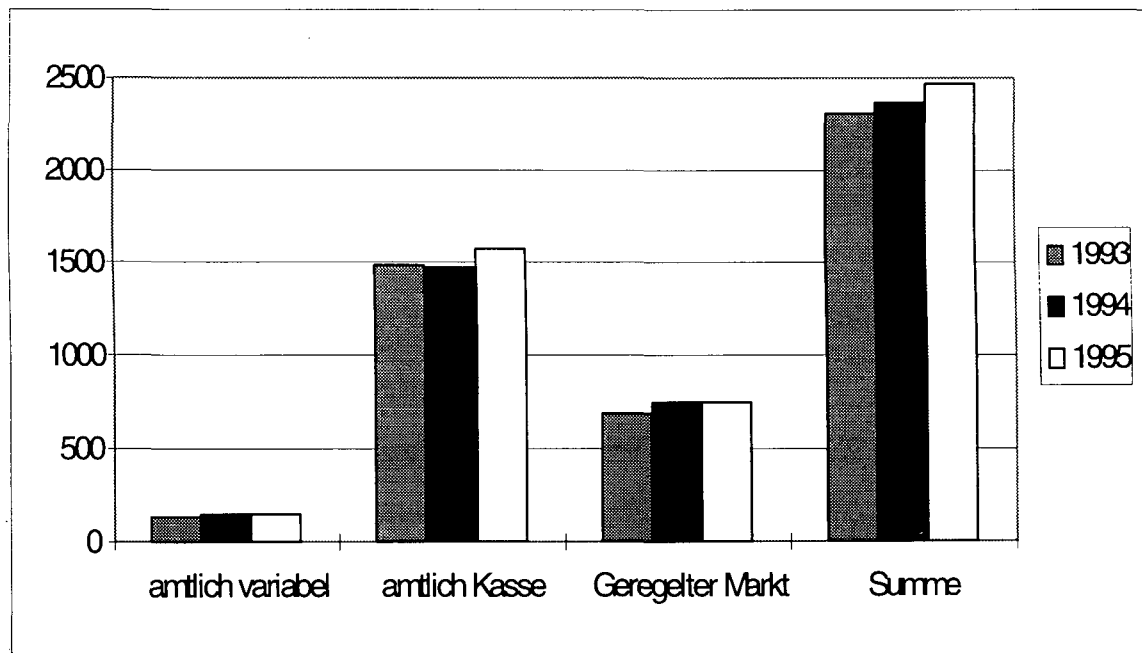
Bei der Suche nach neuen Umsatzträgern für die deutschen Börsen wird manchmal übersehen, daß der Rentenhandel den mit Abstand größten Anteil am Gesamtumsatz der deutschen Wertpapierbörsen ausmacht. Dies gilt auch für die Stuttgarter Börse: 1995 betrug hier der Anteil der Renten an den gesamten Umsätzen (inkl. IBIS-Anteil, ohne Optionsscheine) 81 Prozent. Nur den angestiegenen Rentenumsätzen ist es im Zeitraum 1992 bis 1995 zu verdanken, daß die Börse Stuttgart bei sinkenden Aktienumsätzen insgesamt noch einen Umsatzzuwachs verzeichnen konnte (vgl. Einleitung). Auch für das Jahr 1996 zeichnet sich ein in etwa konstanter Renten-Umsatzanteil ab; im ersten Quartal 1996 entfielen auf den Rentenhandel 79 % des Stuttgarter Gesamtumsatzes.⁸⁹

Das vergleichsweise gute Abschneiden des Umsatzträgers Renten sollte aber nicht darüber hinwegtäuschen, daß auch die Bedeutung des Stuttgarter Rentenhandels in der Relation zur Frankfurter Börse erkennbar an Gewicht verloren hat. Wurden 1992 in Stuttgart noch gut 6 % des Frankfurter Umsatzvolumens in Rentenwerten erreicht, so sank dieser Wert 1995 bis auf unter 4 %.

Die Zerstückelung des deutschen Anleihemarkts schlägt sich dabei auch in Stuttgart in einer großen Zahl einzelner Anleihen nieder. Ende 1995 waren 2 472 Rentenpapiere an der Stuttgarter Börse notiert (siehe Abbildung 11).

Abb. 11: Anzahl der an der Stuttgarter Börse gehandelten Renten

(Stand Jahresende)



Quelle: Stuttgarter Börse. Ohne Freiverkehr, in dem per Ende 1995 kein einziger Rentenwert mehr gelistet war.

⁸⁹ Vgl. o.V. (1996b).

Vor diesem Hintergrund sollten die festverzinslichen Wertpapiere bei der Suche nach chancenreichen Zukunftsfeldern über die Beschäftigung mit innovativen, aber eben doch auch Produkten ungewisser Perspektive nicht übersehen werden. Dies gilt um so mehr, als nach Auskunft der Stuttgarter Börse die Gebühren für die Zulassung von Renten zum Börsenhandel von hoher Bedeutung für die Profitabilität der Börse insgesamt sind. Gerade weil die Anleihen eine - wenn nicht sogar die wichtigste - „Cash Cow“ für die Stuttgarter Börse darstellen, gebührt dieser Thematik Aufmerksamkeit.

Dabei bieten die Umwälzungen, die der deutsche Anleihemarkt derzeit erlebt und in den kommenden Jahren aller Voraussicht nach noch durchlaufen wird, durchaus Chancen für neue Geschäftsfelder. Die Legitimation der Regionalbörsen besteht ja vor allem in der Schaffung einer Wettbewerbssituation, in der Anreize zu Innovationen gesetzt werden. Daher kommt es auf die Initiative und den Erfindungsreichtum der jeweiligen Regionalbörsen an, schneller als die Konkurrenz auf sich abzeichnende Veränderungen zu reagieren und Pioniergewinne zu erzielen.

Im Kontext festverzinslicher Wertpapiere sind hier vor allem zwei Themenkomplexe zu nennen, deren Implikationen im folgenden im Hinblick auf mögliche Stuttgarter Initiativen näher analysiert werden: die Europäische Währungsunion und die Reformen am Pfandbriefmarkt.

3.2 Konsequenzen der EWU für den Anleihemarkt

3.2.1 Der europäische Bondsmarkt in der Euro-Ära

Kommt es tatsächlich am 1. Januar 1999 zur Europäischen Währungsunion, dann fällt mit diesem Stichtag das Wechselkursrisiko unter den beteiligten EU-Mitgliedstaaten unwiderruflich fort. Während bis dahin aus der Sicht eines DM-Investors der Kauf einer EU-Fremdwährungsanleihe immer nur vor dem Hintergrund mehr oder minder unsicherer Wechselkurserwartungen erwogen werden kann, verändert sich die Situation mit der Währungsunion vollständig: Wechselkursbedingte Zinsunterschiede wird es zwischen verschiedenen in Euro denominierten Anleihen nicht mehr geben. Zinsunterschiede von Euro-Anleihen sind nur noch aufgrund einer unterschiedlichen Bonität des Emittenten, unterschiedlicher Liquidität oder einer verschiedenartigen steuerlichen Behandlung der Papiere möglich.⁹⁰

Mit der Währungsunion hat daher die bislang beobachtbare wechselkursbedingte Segmentierung der nationalen Anleihemärkte ein Ende. In viel stärkerem Maße als bisher wird es für weite deutsche Anlegerkreise (privat und institutionell) interessant werden, in ihrer Anlagestrategie auch ausländische Anleihemärkte, die im gemeinsamen Währungsraum lokalisiert sind, zu berücksichtigen. Anleihen der Währungsunions-„Insider“ werden unter dem Währungs-Blickwinkel zu inländischen Anleihen.

Die Beurteilung der relativen Attraktivität beispielsweise einer deutschen versus einer französischen Bankschuldverschreibung wird nicht mehr durch Wechselkursrisiken erschwert, sondern beinhalten nur noch die Abschätzung, inwieweit Renditeunterschiede zwischen beiden Papieren durch die Faktoren Bonität, Liquidität und steuerliche Behandlung gerechtfertigt sind.

Es ist leicht vorhersehbar, daß diese neue Qualität der Kapitalmarktintegration in Europa zu sprunghaft ansteigenden grenzüberschreitenden Geldanlagen auch der bislang eher konservativen und binnenorientierten deutschen Anlegerschaft führen wird. Vor diesem Hintergrund

⁹⁰ Zur Präzision: Diese Aussage gilt nur für Anleihen mit gleichem Kupon und mit gleichen sonstigen Ausstattungsmerkmalen (z. B. Kündigungsklauseln). Zur Zinskonvergenz in der Währungsunion vgl. HEINEMANN (1996b).

wächst im Hinblick auf die Währungsunion die Nachfrage nach kostengünstigen Handelsplattformen für die Anleihemärkte der EWU-Teilnehmer. Hier könnte möglicherweise ein neues Tätigkeitsfeld der Regionalbörsen liegen. Bislang kann ein Großteil der französischen Anleihen nur mit stark erhöhten Transaktionskosten in Paris gehandelt werden. Ein kostengünstiger deutscher Handelsplatz hätte daher gute Umsatzperspektiven.

Bei der Erschließung der Anleihemärkte potentieller EWU-Mitglied sollte zweieinhalb Jahre vor der unwiderruflichen Fixierung der Wechselkurse unter den Teilnehmern keine Zeit verloren werden. Es könnte sich für eine deutsche Regionalbörse im Rahmen des Börsenwettbewerbs als großer Vorteil erweisen, bereits vor dem voraussichtlichen Beginn der EWU über ein nennenswertes Segment zukünftiger ausländischer Euro-Anleihen zu verfügen. Für einen frühzeitigen Einstieg spricht auch das bereits jetzt realisierte Ausmaß an Zinskonvergenz für die Länder mit einer hohen Wahrscheinlichkeit einer frühzeitigen EWU-Teilnahme: Die Renditeunterschiede langfristiger Staatsanleihen in Deutschland, den Niederlanden, Österreich und Frankreich haben sich bis auf wenige Basispunkte eingeebnet (siehe Tabelle 8). Auch wenn die Probleme Deutschlands und Frankreichs mit der Erfüllung der Konvergenzkriterien Zweifel am pünktlichen Start der EWU 1999 rechtfertigen, sind im Bereich dieser „DM-Zone“ bereits heute offensichtlich keine signifikanten Wechselkursänderungserwartungen mehr im Markt.

Tabelle 8: Zinsabstand zwischen europäischen zehnjährigen Staatsanleihen und zehnjährigen Bundesanleihen in Basispunkten (April 1996)

Belgien	29
Dänemark	95
Finnland	109
Frankreich	14
Großbritannien	163
Irland	122
Italien	404
Niederlande	-4
Österreich	4
Schweden	199
Spanien	290

Quelle: Handelsblatt

Dieses Bild bei der Zinskonvergenz spiegelt auch die Einschätzung über den voraussichtlichen Teilnehmerkreis wider. Die Konvergenzkriterien des Maastricht-Vertrags als solche geben hier wegen ihres weiten Interpretationsspielraum nur eine ungenaue Auskunft über den voraussichtlichen Teilnehmerkreis (siehe Tabelle 9: Konvergenzlage der EU-Staaten 1995).

Tabelle 9: Konvergenzlage der EU-Staaten 1995

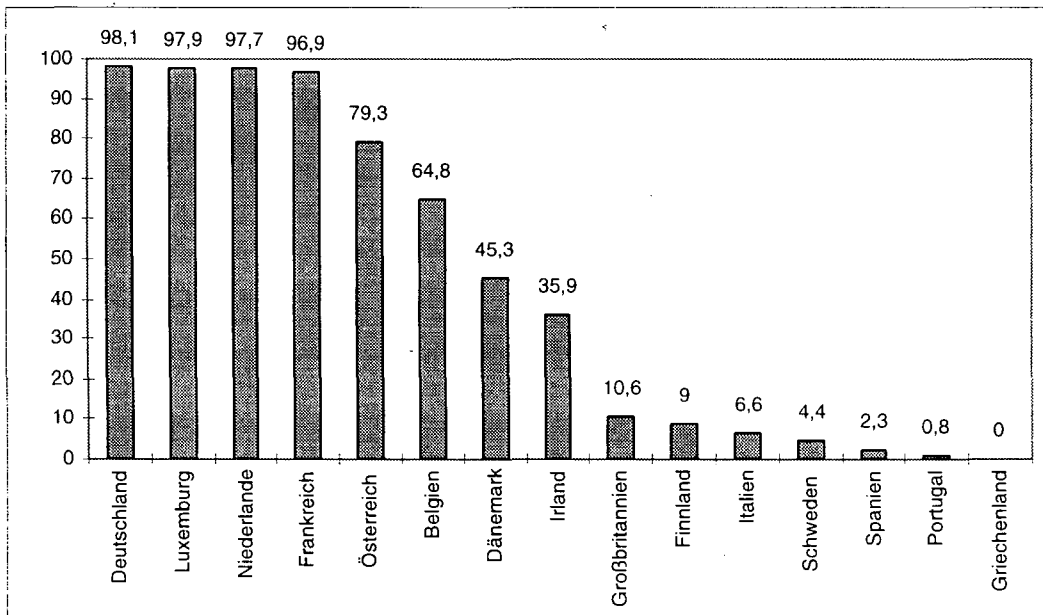
	Inflations- rate	langfristiger Zins	Budgetsaldo in % des BIP	Schulden in % des BIP	EWS-Bandbreite in %
Grenzwert	2,9	9,7	-3,0	60,0	
Belgien	1,4	7,5	-4,3	134,3	15
Dänemark	2,2	8,3	-1,9	73,4	15
Deutschland	1,8	6,8	-3,6	59,3	15
Finnland	1,0	8,8	-5,3	65,0	frei schwankend
Frankreich	1,8	7,5	-5,0	51,2	15
Griechenland	9,3	15,9	-9,3	113,2	frei schwankend
Großbritannien	2,8	8,3	-5,2	52,8	frei schwankend
Irland	2,5	8,4	-2,0	86,0	15
Italien	5,4	12,2	-7,3	122,7	frei schwankend
Luxemburg	2,0	7,5	1,4	7,6	15
Niederlande	1,9	6,9	-3,7	78,7	15
Österreich	2,3	7,2	-5,6	68,9	15
Portugal	4,1	11,8	-5,6	70,7	15
Schweden	2,9	10,3	-7,4	79,7	frei schwankend
Spanien	4,7	11,3	-5,8	64,2	15

fettgedruckt: Kriterium ist erfüllt bei rigider Anwendung des Grenzwerts.

Quelle: DEUTSCHE BANK RESEARCH (1996), S. 27.

Direkt befragt, erwarten deutsche Finanzexperten überwiegend vor dem Hintergrund dieser Konvergenzlage (siehe Abbildung 12) eine kleine Währungsunion unter Einschluß von Deutschland, Frankreich, den Benelux-Staaten, Österreich und allenfalls noch Dänemark und Irland.

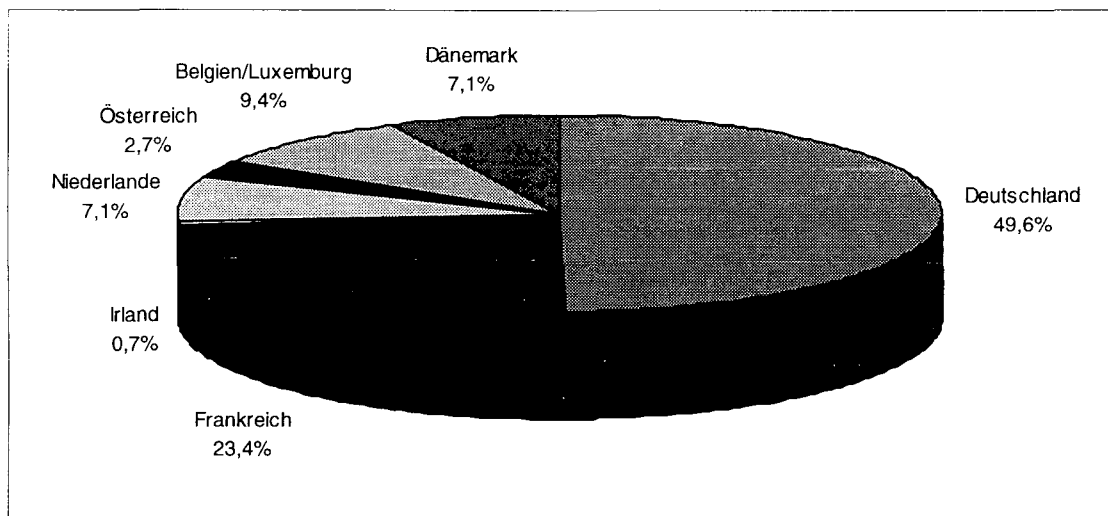
Abbildung 12: Chancen der EU-Mitgliedstaaten auf eine Währungsunionsteilnahme in der Einschätzung von 250 deutscher Finanzexperten, Januar 1996 (Prozentanteil der Befragten, die das jeweilige Land von Beginn an dabei sehen)



Quelle: HEINEMANN/SCHRÖDER (1996)

Im unter Währungsgesichtspunkten vereinheitlichten Rentenmarkt einer Währungsunion mit acht Teilnehmern würden die deutschen Emissionen mit etwa 50 % den größten Anteil aufweisen (Abbildung 13).

Abbildung 13: Nationale Marktanteile am EWU-Rentenmarkt auf der Basis von umlaufenden Anleihen Anfang 1994 - Annahme: 8 Mitgliedstaaten



Quelle: COMMERZBANK (1995), S. 21.

Nach den deutschen Emissionen würden in einer 8er-EWU französische Titel mit einem knappen Viertel Marktanteil folgen. Trotz der Größenverhältnisse zwischen deutschem und französischem Anleihemarkt ist nicht ohne weiteres selbstverständlich, daß deutsche Bundesanleihen zum Euro-Benchmark-Segment werden können, das als Orientierungsgröße für die Bewertung aller Euro-Anleihen fungieren wird.

3.2.2 *Französische Anleihen mit hohem Potential*

Das Segment der französischen Staatsanleihen weist gegenüber den Bundesanleihen einige Vorzüge auf.⁹¹ Im Gegensatz zum Bund deckt der französische Staat mit seinen Emissionen alle Laufzeitbereiche ab und begibt insbesondere auch die in Deutschland fehlenden Papiere mit unterjähriger Laufzeit und langfristige Anleihen mit einer Laufzeit von 30 Jahren. Während französische Staatsanleihen über das „Primary-Dealer-System“ plaziert werden, erfolgen Neuemissionen von Bundesanleihen nach wie vor über das „von den hiesigen Marktteilnehmern als antiquiert und nicht mehr effizient“⁹² erachtete Bundesanleihekonsortium. Schließlich hat Frankreich bereits erklärt, schon zu Beginn der ersten Phase der Währungsunion auch den Altbestand an Titeln auf Euro umzustellen, während in Deutschland bislang in dieser Phase nur die Umstellung von Neuemissionen auf Euro vorgesehen ist. Damit wird bereits zu Beginn 1999 ein liquider Markt für französische Euro-Anleihen existieren, dem möglicherweise zu diesem Zeitpunkt noch kein deutsches Äquivalent gegenüberstehen wird.

Diese Überlegungen zeigen bereits, daß französische Anleihen in dem einheitlichen Währungsraum nach 1999 eine wichtige Rolle spielen werden, so daß sie erhebliches Potential als neues Börsengeschäftsfeld beinhalten.

Aber auch die geringeren Anteile der restlichen voraussichtlichen Währungsunionsteilnehmer sollten nicht zu dem Schluß verleiten, für diese Papiere bestehe kein Börsenpotential. In absoluten Beträgen handelt es sich etwa beim dänischen Pfandbriefmarkt oder beim Markt für belgische Staatsanleihen um durchaus große Segmente, die auch liquide genug sind, um für institutionelle und private Anleger interessant zu sein.

3.2.3 *Chancen für die Börse Stuttgart*

Die Börse Stuttgart könnte versuchen, einige der Anleihemarktsegmente der Währungsunionsteilnehmer frühzeitig zu erschließen. Hier bieten sich insbesondere Anleihen aus den Baden-Württemberg-Anrainern Frankreich und Österreich an. Die Präferenz der deutschen Anleger für Festverzinsliche ist in diesem Zusammenhang eine Stärke, die als Marketing-Instrument bei der Ansprache ausländischer Emittenten genutzt werden könnte.

Es ist offensichtlich, daß es keine leichte Aufgabe sein wird, französische oder österreichische Emittenten für eine Notierung ihrer Papiere in Stuttgart zu gewinnen. Gerade im zentralistisch geprägten Frankreich dürfte bei einem Gang nach Deutschland die Frankfurter Börse favorisiert werden. Aber möglicherweise könnten durch günstige Konditionen und frühzeitige Aktivitäten - bevor andere Börsen hier verstärkte EWU-motivierte Anstrengungen unternehmen - einige wichtige Adressen gewonnen werden. Die bestehenden Kontakte mit der Börse in Lyon⁹³ könnten für eine EWU-gerichtete Anleihestrategie genutzt werden.

Außer einer innengerichteten Strategie (Börse Stuttgart als Handelsplatz europäischer Anlei-

⁹¹ Vgl. SCHUSTER (1996).

⁹² ders., S. 9.

⁹³ Vgl. o.V. (1996c).

hen für Inländer) ist auch eine außengerichtete Strategie vorstellbar (Börse Stuttgart als Handelsplatz deutscher Anleihen für Ausländer). Hier könnte wiederum die räumliche Nähe zu wichtigen Anlegerkreisen in Frankreich und Österreich, aber auch in die Schweiz von Nutzen sein.

Die EWU-Perspektive läßt allerdings deutlich werden, wie schwierig sich die Stuttgarter Situation als alleine agierende Regionalbörse außerhalb des Vierer-Kooperationsverbundes und ohne andere Börsenpartner darstellt. Auch in bezug auf europäische Anleihen besteht das allgemeingültige Problem, daß ein Anfangserfolg in einem neuen Marktsegment schnell durch eine Imitation Frankfurts zunichte gemacht werden könnte.

In einer Kooperation mit der Deutschen Börse AG könnte viel eher eine stabile Arbeitsteilung auch im Handel mit Renten vereinbart werden. Unter den Auslandswerten etwa könnte die Stuttgarter Börse das im Verbund ausschließliche Recht für den Handel mit französischen Anleihen anstreben. Dann würde die Börse im Hinblick auf die Währungsunion über einen potentiellen Wachstumsmarkt verfügen, der - bei einer auf Dauer gesicherten dominanten Position Stuttgarts in diesem Segment - dann auch für französische Emittenten interessant sein würde.

3.3 Pfandbriefmarkt

3.3.1 Reformen auf breiter Front

Während der EWU-bedingte Umbruch des deutschen Anleihemarkt noch bevorsteht, ist eine andere Umwälzung bereits in vollem Gange: Seit 1995 sind eine Reihe von Maßnahmen erfolgt, den bis dahin mit etlichen Problemen behafteten Markt für Pfandbriefe zu modernisieren.

Dieses Segment des deutschen Anleihemarktes hatte vor diesen Reformen trotz seiner beträchtlichen Größe (Umlauf von 939 Mrd. DM im Dezember 1995)⁹⁴ und seiner gesamtwirtschaftlichen Bedeutung Probleme.⁹⁵ Das Gesamtvolumen war zuletzt in ca. 16 000 einzelne Titel zersplittert. Die einzelnen Titel wiesen geringe Volumina auf und waren folglich wenig liquide. Diese Bedingungen wurden nicht mehr den Anforderungen institutioneller Investoren gerecht. Banken, Versicherungen und Fondsgesellschaften benötigen für ein aktives Management ihrer Anleihe-Portfolios liquide und transparente Märkte. Insbesondere ausländische Investoren haben infolgedessen nicht in den Pfandbrief, sondern vornehmlich nur in Bundesanleihen investiert, um ihren Bedarf an DM-Anleihen zu decken.

Gerade auch die Hypothekenbanken, die zu ihrer Refinanzierung die Pfandbriefe emittieren, haben ein Interesse, die Attraktivität dieser Anleihegattung zu verbessern. Die geringe Liquidität mußte mit einer Liquiditätsprämie in Form eines Zinsaufschlags gegenüber der Verzinsung von Bundesanleihen bezahlt werden. Eine bessere Liquidität und Transparenz am Pfandbriefmarkt kann die Refinanzierungskosten der Hypothekenbanken senken. Schließlich wirkt sich auch in diesem Zusammenhang die bevorstehende Währungsunion innovationsfördernd aus: Auch in anderen potentiellen EWU-Teilnahme-Staaten existieren liquide Pfandbriefmärkte. Wie im vorhergehenden Teil beschrieben, werden diese Anleihemärkte für den deutschen Anleger mit der EWU zur echten Alternative. Dies unterstreicht, wie wichtig die Schaffung international wettbewerbsfähiger Bedingungen für die Aussichten des deutschen Pfandbriefs sind.

⁹⁴ Vgl. DEUTSCHE BUNDESBANK (1996), S. 50*.

⁹⁵ Für eine umfassende Darstellung der Reformen am Pfandbriefmarkt vgl. DEUTSCH/KIRSCHNER/PETIT (1996) und HEINEMANN (1996a).

Unter diesem Reformdruck sind 1995 folgende Maßnahmen zur Belebung des Pfandbriefmarkts erfolgt:

Einführung eines Pfandbriefindex: Seit April 1995 wird der Pfandbrief-Preisindex „PEX“ und der Performanceindex „PEXP“ berechnet. Derartige Indizes sind als Referenzpunkt zur Bewertung des eigenen Portfolios oder einzelner Titel für ein modernes Bond-Management unverzichtbar.

Emission von Jumbo-Anleihen: Im Mai 1995 hat die Frankfurter Hypo den ersten Pfandbrief mit einem Milliardenvolumen emittiert. Seitdem sind bis Mitte März 1996 rund 45 Jumbo-Pfandbriefe mit einem Volumen von insgesamt über 65 Mrd. DM aufgelegt worden. Diese Anleihen sind hochliquide, was sich auch an den engen Geld-Brief-Spannen zeigt, die für diese Papiere garantiert werden.

Einführung von IBIS-R: Mit „IBIS-R“ (Integriertes Börsenhandels- und Informationssystem für Renten) ist im Dezember 1995 das bestehende IBIS-Handelssystem um eine neue Komponente zum elektronischen Handel u. a. mit Pfandbriefen erweitert worden. Damit ist die Transparenz des sich vorher vor allem am Telefon abspielenden Handels mit Pfandbriefen erheblich verbessert worden.

Auch wenn sich etwa mit dem wachsenden Interesse ausländischer Investoren am Pfandbrief erste Erfolge dieser Reformbestrebungen einstellen, sind noch nicht alle Probleme gelöst. Gerade kleinere pfandbriefemittierende Institute tun sich schwer damit, ihren geringeren Refinanzierungsbedarf durch Jumbo-Anleihen abzudecken. Zur Lösung dieses Problems wird das Modell der „Emissionszentrale“ diskutiert.⁹⁶ Eine Emissionszentrale würde standardisierte Pfandbriefe mit relativ kleinen Volumina aufkaufen und diese durch die Emission von Jumbos refinanzieren. Auf diese Weise würden auch die kleineren Hypothekenbanken über den Umweg der Emissionszentrale ihren Finanzbedarf zu den günstigeren Jumbo-Konditionen decken können. Dabei würde allerdings aus Sicht der Hypothekenbanken ein Teil des Zinsvorteils durch die Kosten der Emissionszentrale wieder aufgezehrt.

Schließlich fehlt dem Pfandbriefmarkt nach wie vor ein Future-Kontrakt. Futures sind börsenmäßig gehandelte und standardisierte Terminkontrakte, die auch im Anleihe-Management ein schwer zu entbehrendes und kostengünstiges Instrument des Risikomanagements darstellen. Der fehlende Pfandbrief-Future kann auch nicht durch die Nutzung der existierenden Future-Kontrakte auf Bundesanleihen ersetzt werden, weil die Bewertungsrelation zwischen Bundesanleihen und Pfandbriefen keine stabile Größe ist. Infolgedessen streben die deutschen Hypothekenbanken die Schaffung eines Pfandbrief-Futures an; als Vorbedingung wird ein umlaufendes Jumbo-Volumen von 100 Mrd. DM angesehen.⁹⁷

3.3.2 Chancen für die Börse Stuttgart

Im Hinblick auf diese bemerkenswerten Veränderungen stellt sich die Frage nach daraus erwachsenden Chancen für die Börse Stuttgart. In Baden-Württemberg sitzen zahlreiche Hypothekenbanken und die Pfandbriefe (Hypothekendarlehen und Kommunalobligationen) machen neben den sonstigen Bankschuldverschreibungen den größten Teil der in Stuttgart gelisteten Wertpapiere aus. Berücksichtigt man außerdem die bereits sprichwörtliche Bereitschaft des Baden-Württembergers, für den Immobilienerwerb Konsumverzicht zu betreiben und Kapital zu bilden, dann sind auch von der Seite des Kapitalangebots her gute Voraussetzungen gegeben, an der Börse des Landes auch vom Aufbruch am Pfandbriefmarkt zu profitieren. Dennoch ist auch hier eine realistische Beurteilung notwendig. Die Stuttgarter Börse dürfte

⁹⁶ Vgl. LANDGRAF (1995b).

⁹⁷ Vgl. dazu o.V. (1996a).

wohl keinerlei Aussicht haben, Handelsplatz für den neu einzuführenden Pfandbrief-Future zu werden. Zum einen ist fraglich, ob es überhaupt zu einem Parketthandel des Pfandbrief-Futures und nicht zum ausschließlich elektronischen Handel über die DTB kommen wird.⁹⁸ Für den unwahrscheinlichen Fall aber, daß hier überhaupt eine Regionalbörse zum Zuge kommen oder zumindest beteiligt werden sollte, hätte München eine sehr viel größere Chance: Die bayerischen Hypothekenbanken haben die Pfandbrief-Reformen sehr forciert, und München gehört mit Frankfurt, Düsseldorf und Berlin zum eng verzahnten Vierer-Börsenverbund.

Um am Aufbruch im Pfandbriefmarkt zu profitieren, scheinen sich für die Stuttgarter Börse am ehesten die beiden Anknüpfungspunkte Pfandbrief-Jumbos und Emissionszentrale zu bieten. Auch wenn in Stuttgart zahlreiche Pfandbriefe notiert sind, waren die meisten dieser sehr kleinvolumigen Anleihen bislang praktisch illiquide. Würde es gelingen, einen größeren Teil der Jumbos auch für eine Notierung in Stuttgart zu gewinnen dann könnte der Pfandbriefmarkt zu einem Geschäftsfeld mit beträchtlichen Umsätzen werden.

Im Hinblick auf die in der Diskussion befindliche Emissionszentrale wäre es etwa vorstellbar, daß in Baden-Württemberg eine derartige Institution für die kleineren pfandbriefemittierenden Institute gegründet wird. Die Börse Stuttgart wäre dann der natürliche Partner für eine solche baden-württembergische Emissionszentrale.

Es ist gerade im Hinblick auf die Pfandbrief-Modernisierung offensichtlich, daß der baden-württembergische Börsenplatz nur dann von neuen Entwicklungen profitieren kann, wenn die Banken im Land gemeinsame Strategien verfolgen und die Börse Stuttgart dabei als wichtigen Kooperationspartner betrachten. Wenn wichtige Institute wie etwa die Niederlassungen der Frankfurter Großbanken beim Pfandbrief von vornherein Frankfurt-orientiert denken, dann müßte dies durch starke baden-württembergische Institute ausgeglichen werden. Die manchmal beklagte Zersplitterung der Bankenlandschaft im Südwesten ist in diesem Zusammenhang sicher auch als Hindernis für die Entwicklung der Landesbörse zu betrachten.

⁹⁸ Für einen zusätzlichen Parketthandel hat sich etwa Josef Wertschulte, Vorstandsmitglied der Hypo-Bank, ausgesprochen, vgl. LANDGRAF (1995a).

4 Elektronischer Call-Markt für institutionelle Investoren

4.1 Aktuelle Entwicklungen

Ein weiteres Geschäftsfeld, das von der Stuttgarter Börse besetzt werden könnte, ist die Errichtung eines sogenannten „elektronischen Call-Marktes“ für den Blockhandel von institutionellen Investoren. Dieser Bereich wird in Deutschland zur Zeit noch von keiner anderen Börse abgedeckt. Die Entwicklungen in den angelsächsischen Ländern zeigen jedoch einen stärker wachsenden Bedarf der im Zuge der Globalisierung und Professionalisierung des internationalen Wertpapierhandels an Einfluß gewinnenden Gruppe von institutionellen Anlegern auf.

Im folgenden wird zunächst versucht, die Gründe für die aufkommende Verbreitung elektronischer Call-Märkte aufzuzeigen. Nach der Darstellung der wichtigsten theoretischen Vorteile eines Call-Marktes für die Effizienz von Kapitalmärkten folgen Ausführungen zu möglichen Ausgestaltungsarten eines solchen Systems. Daran anschließend wird ein konkreter Gestaltungsvorschlag für die Stuttgarter Börse entwickelt und dessen Realisierungs- und Akzeptanzchancen vor dem Hintergrund der potentiellen Rahmenbedingungen diskutiert.

4.2 Wachsende Bedeutung institutioneller Investoren

Die Qualität der primären und sekundären Börsenfunktionen wird entscheidend durch eine effizient gestaltete Marktorganisation, d. h. durch ihre Organisations- und Handelsstruktur bestimmt. Eine Effizienzerhöhung der Marktorganisation führt folglich zu einer erhöhten Leistungsfähigkeit von Wertpapierbörsen. Die Anforderungen an eine optimale Funktionsfähigkeit einer Börse spiegeln sich in den bekannten Effizienzkriterien für Bewertung, Liquidität, Information, Transaktionskosten, Fairneß und Marktzutrittsmöglichkeiten wider.⁹⁹

Von einer effizient operierenden Börse wird erwartet, daß sie den Interessen ihrer Marktteilnehmer entsprechend Rechnung trägt. Diese konsequente Kundenorientierung ist auch von der Stuttgarter Börse zu erwarten. Unter den Marktteilnehmern haben sich in den letzten Jahren insbesondere die Institutionellen als diejenige Gruppe, neben den Finanzintermediären, kotierten Gesellschaften und Privatanlegern, herausgebildet, die den Märkten die entscheidenden Impulse zur Veränderung der existierenden Marktstruktur verleiht. Diese Entwicklung betrifft nicht nur die angelsächsischen Nationen, wo der institutionelle Wertpapierhandel 1994 nach Expertenschätzungen bereits für 75 bis 80 % des gesamten Handelsvolumens verantwortlich zeichnet, sondern insbesondere auch die Bundesrepublik Deutschland, wo dieser Anteil - unter besonderer Berücksichtigung der bestehenden personellen und kapitalmäßigen Verflechtung mit den Finanzintermediären - inzwischen auch auf etwa 80 % angewachsen ist.¹⁰⁰ Die Dominanz dieses Anlegersegments resultiert unter anderem aus der Tatsache, daß im Gegenzug den Kleinanlegern zunehmend der Erwerb von Investmentfonds als die für diese Anlegergruppe aus Risiko- und Kostengesichtspunkten geeignetste Form des Aktiensparens empfohlen wird.¹⁰¹

Um den Ansprüchen der institutionellen Anleger in hohem Maße genügen zu können, stellt für die Stuttgarter Wertpapierbörse die Kenntnis der Präferenzen von Institutionellen bezüglich der Wahl des Börsenplatzes einen entscheidenden Wettbewerbsfaktor dar. In einer empi-

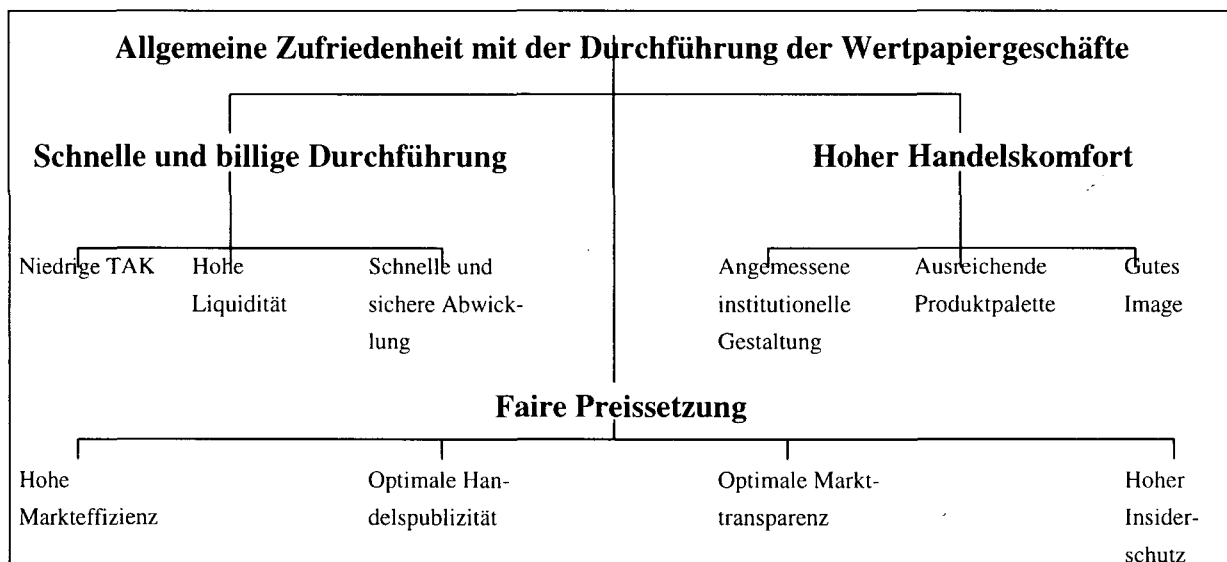
⁹⁹ Vgl. GERKE (1991), S. 4ff.

¹⁰⁰ Vgl. ROSEN (1993), S. 7.

¹⁰¹ Vgl. GERKE/RASCH (1992), S. 2 sowie GERKE (1995b).

rischen Untersuchung¹⁰² konnten zum Erreichen des Hauptziels einer allgemeinen Zufriedenheit mit der Durchführung der Wertpapiergeschäfte vor allem zehn Kriterien gefunden werden, die dem Interesse nach schneller und billiger Durchführung, fairer Preissetzung und hohem Handelskomfort ganz besonders entgegenkommen. Die nachstehende Abbildung zeigt aggregiert die dreistufig hierarchische Zielstruktur.

Abbildung 14: Zielstruktur für die Börsenplatzwahl¹⁰³



4.3 Institutioneller Blockhandel

Vollziehen die institutionellen Anleger Umschichtungen ihres Portefeuilles, so können daraus Kauf- bzw. Verkaufsaufträge in Größenordnungen von über zwei Dritteln in Relation zu den üblichen Tagesumsätzen eines kotierten Wertpapiers resultieren. In den USA erreichten diese Blockorders im ersten Halbjahr des Jahres 1995 einen Anteil am gesamten Ordervolumen von 14 % an der NASDAQ respektive 48 % an den anderen Präsenzbörsen. Die Größe der einzelnen Aufträge variiert dabei zwischen 50 000 und 100 000 Stück.¹⁰⁴

Eine Eingabe der gesamten Blockorders in das Limitorderbuch verursacht für den Auftraggeber die Gefahr adverser Informations- und Preiseffekte, verzögerter Ausführung sowie der ungewollten Plazierung einer „free trading option“.¹⁰⁵ Um sich diesen potentiellen Risiken zu entziehen, teilen die Institutionellen zum einen gewöhnlich ihre Orders in kleinere Teilaufträge auf und verteilen diese über einen längeren Zeitraum hinweg. Zum anderen wird an einigen internationalen Handelsplätzen dem Interesse dieses Anlegersegments nach Diskretion dergestalt Rechnung getragen, daß sie ihre Aufträge an Intermediäre wie die Market Maker weiterleiten, die nach geeigneten Gegenpositionen auf eigenes Risiko suchen.

Insbesondere der aktuelle SEAQ-Handel in London kommt den Market Makern bei der Erfüllung ihrer Leistung entgegen, da sie ihre Positionen über das für Market Maker exklusive Inter

¹⁰² Vgl. SCHIERECK (1995).

¹⁰³ Vgl. ders., S. 20.

¹⁰⁴ Vgl. NEWMAN (1995), S. 18-20.

¹⁰⁵ Vgl. GERKE/RASCH (1992), S. 4ff.

Dealer Broker-System anonym ausgleichen können und ab einer bestimmten Transaktionsgröße die Abschlüsse erst mit einer Zeitverzögerung von über 90 Minuten veröffentlichen müssen.¹⁰⁶ An der NYSE hat sich für Blockorders ein sogenannter „upstairs market“ entwickelt, in dem sich spezialisierte Broker der Ausführung von Großaufträgen annehmen, bevor der Abschluß schließlich durch das eigentliche Limitorderbuch des Hauptmarktes geschleust wird.

Diese Form der Intermediation besitzt zum einen für die institutionellen Investoren den Vorteil, daß sie das Exekutionsrisiko eliminieren können, und zum anderen, daß die von den Intermediären zur Verfügung gestellte sofortige Transaktionsmöglichkeit (immediacy) etwaige adverse Informations- und Preiseffekte verhindert. Für diesen Service der jederzeitigen Abschlußmöglichkeit zu im vorhinein bekannten Preisen zahlen die Institutionellen eine Liquiditätsprämie in Höhe der halben Geld-Brief-Spanne oder in Form einer Kommission. Alle bisherigen Ansätze zur Durchführung des Blockhandels gehen von dem verstärkten Bedürfnis institutioneller Anleger nach Immediacy aus. Neuere empirische Untersuchungen¹⁰⁷ belegen indes, daß ein großer Teil dieses Anlegersegments nicht dazu bereit ist, den Preis für Immediacy zu zahlen, sondern ihre Orders geduldig über einen längeren Zeitraum hinweg in den Markt gibt.

Das zunehmende Bewußtsein bezüglich der Höhe an Transaktionskosten hat insbesondere bei quantitativ oder auch überwiegend passiv ausgerichteten Anlegerkreisen wie z. B. Index- oder Pensionsfonds dazu geführt, zu überlegen, wie sie ihre Transaktionskosten senken und gleichzeitig ihre Rendite steigern können. Diese Überlegungen bedeutender Anlegerkreise haben in den letzten Jahren in den angelsächsischen Ländern dazu geführt, daß in zunehmendem Maße die traditionellen Börsen, die sich in ihrer Marktorganisation vor allem durch kontinuierliche Auktions- und Market Maker-Systeme auszeichnen, umgangen werden. Die Tendenz deutet auf eine Substitution der klassischen Handelsplätze durch private Marktorganisationen (sogenannte Proprietary Trading Systems, kurz PTSS) wie beispielsweise REUTERS INSTINET, das POSIT-System der INVESTMENT TECHNOLOGY GROUP oder die ARIZONA STOCK EXCHANGE (AZX) der WUNSCH AUCTION SYSTEMS hin.¹⁰⁸ In Großbritannien sorgte die Einführung des ebenfalls von privater Seite organisierten Tradepoint Handelssystems für große Aufmerksamkeit. Diese Entwicklung zeigt die bestehenden Defizite vieler internationaler Märkte hinsichtlich der zielgruppenspezifischen Ausrichtung der Handelsmöglichkeiten auf.¹⁰⁹

4.4 Vorteile der periodischen Auktion

Bei näherer Betrachtung der in den letzten Jahren aufgebauten privaten Handelsplattformen fällt auf, daß sich fast alle durch die Implementierung eines elektronischen Call-Marktes (Gesamtpreisverfahren bzw. periodische Auktion) auszeichnen. Deshalb sollen im folgenden in einem kurzen Überblick die wesentlichen Vorteile dieses Modus aufgezeigt werden.

Der erste Vorteil besteht in geringeren Transaktionskosten. Der Preisfindungsprozeß beim Gesamtpreisverfahren dauert regelmäßig nur einige Minuten. Danach können sich die Händler den nächsten Wertpapieren zuwenden. Im kontinuierlichen Modus muß der Handelsmecha-

¹⁰⁶ Vgl. dies., S. 9.

¹⁰⁷ Vgl. ECONOMIDES/SCHWARTZ (1995), S. 1-45 für den amerikanischen Markt und SCHWARTZ/STIEL (1996) für den europäischen Markt.

¹⁰⁸ Vgl. HANDA/SCHWARTZ (1996), S. 44-51.

¹⁰⁹ Vgl. GERKE (1993), S. 731.

nismus dagegen permanent über die gesamte Sitzungsperiode für jeden Titel aufrecht erhalten bleiben. Zudem sind die operativen Kosten im diskreten Handel weniger von der Größe der Aufträge abhängig, während sie in fortlaufenden Systemen entsprechend dem Transaktionsvolumen ansteigen.¹¹⁰

Schließlich sind die Kosten des Settlement und Clearing im periodischen Handel geringer, weil alle Abschlüsse zum selben Preis abgerechnet werden und somit weniger fehlerbehaftet sind.¹¹¹ Außerdem erlaubt es diese Variante, daß Kreditinstitute bzw. Investmentgesellschaften nur ihre Nettositionen in das Clearing einbringen müssen anstatt für jeden Handel jeweils die gesamten Transaktionen.¹¹²

Ein weiterer Vorteil ist in der geringeren marktbeeinflussenden Wirkung einer einzelnen Order zu sehen, weil sie in Relation zu allen anderen gesammelten Aufträgen weniger Preisdruck ausüben kann. Auch für große Transaktionen werden beim Gesamtpreisverfahren praktisch keinerlei nennenswerten Effekte auf den Kurs festgestellt.¹¹³

Außerdem erlaubt der periodische Modus, daß kein Partner für ein Gegengeschäft gesucht werden muß, wodurch Suchkosten verringert werden und gleichzeitig eine größere Anonymität gewahrt wird. Das kommt insbesondere Auftraggebern von Blockorders entgegen, die sowohl bei kontinuierlichen Auktionen als auch bei Market Maker-Systemen einen adversen Preiseffekt ihres Auftrages bei Bekanntwerden befürchten müssen.¹¹⁴ Auf der anderen Seite zeigen Untersuchungen¹¹⁵, daß für Market Maker die Kenntnis des Handelspartners wichtig ist. Nur wenn sie sich vergewissern können, daß sie mit uninformierten, d. h. liquiditätsorientierten Händlern in Kontakt treten, sind sie bereit, ihre Kursspannen und damit die Transaktionskosten zu verringern.

Als weiterer Vorteil ist der Umstand zu sehen, daß es beim periodischen Handel keine "free trading option" gibt. Dies bedeutet, daß Auftraggeber von limitierten Orders nicht von besser informierten Händlern übervorteilt werden können, wenn es zu erratischen Kurssprüngen kommt. Deswegen werden Investoren vermehrt dazu bereit sein, limitierte Aufträge zu erteilen. Sie erhöhen damit gleichzeitig die natürliche Liquidität des Marktes.

Eine wichtige Eigenschaft liegt in dem vergleichsweise effizienteren Preisbildungsprozeß einer diskret operierenden Auktionsbörse. Der sich ergebende Preis kommt dem theoretischen Preis eines Walrasianischen Gleichgewichts sehr nahe.¹¹⁶ Die bei sequentiellen Auktionen in der Praxis ermittelten markträumenden Preise stellen partielle Gleichgewichte dar. Diese sind in Hinblick auf die vollständige Einbeziehung aller historischen und aktuellen Informationen im Vergleich zum simultanen Gleichgewicht in der Theorie von Walras weniger effizient. Allerdings existieren in der Praxis für Auktionsbörsen noch keine Algorithmen, die ein allgemeines Marktgleichgewicht simultan ermitteln können.¹¹⁷

Auch die Handelsüberwachung ist dadurch wesentlich effizienter zu gestalten, denn die Informierten müssen beim Gesamtpreisverfahren den Inhalt der Informationen durch die Platzierung ihrer Orders aufdecken, um sie bei der nächsten Kursfeststellung ausnutzen zu können.

¹¹⁰ Vgl. LUCAS/SCHWARTZ (1989), S. 23.

¹¹¹ Vgl. COHEN et al. (1986), S. 23.

¹¹² Vgl. SCHWARTZ (1991), S. 183.

¹¹³ Vgl. PAGANO/RÖELL (1990), S. 90.

¹¹⁴ Vgl. SCHWARTZ (1991), S. 183.

¹¹⁵ Vgl. PAGANO/RÖELL (1992), S. 619f.

¹¹⁶ Vgl. MADHAVAN (1992), S. 623.

¹¹⁷ Vgl. HAHN (1992), S. 18f.

Führen diese Aufträge zu großen Marktungleichgewichten, so gehen auch kontinuierliche Börsen (z. B. NYSE) dazu über, nach einer Handelsunterbrechung eine diskrete Auktion durchzuführen, die dann ihre Vorzüge zur Geltung bringen kann.¹¹⁸

4.5 Ausgestaltungsmerkmale eines elektronischen Call-Marktes

Wenn die im letzten Abschnitt aufgezeigten Vorteile eines periodischen Auktionsmarktes für institutionelle Anleger derart überzeugend sind, daß sie die mit dieser Organisationsform verbundenen Nachteile wie z. B. in Gestalt einer zeitlich stark reduzierten Transaktionsmöglichkeit oder eines erhöhten Exekutionsrisikos in Kauf zu nehmen bereit sind, so stellt sich die Frage, wie ein solcher elektronischer Call-Markt im einzelnen auszugestaltet ist. Dazu liegt es nahe, sowohl die in der wissenschaftlichen Literatur vorgeschlagenen als auch die in der Praxis erfolgreich implementierten Systeme näher zu analysieren.

4.5.1 *Der Vorschlag von Gerke/Rasch*

GERKE/RASCH (1992)¹¹⁹ schlagen im Rahmen des EHS¹²⁰ (Elektronisches Handelssystem) eine Call-to-Market-Auktion parallel zu einem Offertensystem als „low cost-low immediacy“-Alternative vor. Dabei soll für Blockaufträge einmal börsentäglich ein Einheitskurs festgestellt werden. Die Eingabe von Limitorders, die für diese Auktion bestimmt sind, sollte bereits eine Stunde früher einsetzen. Während der Eingabezeit würden über das Informationssystem laufend indikative Preise angezeigt werden, die den Marktteilnehmern einen Eindruck von der aktuellen Marktlage verschaffen. Dieses Prinzip animiert die Investoren zur Abgabe von gegengerichteten Orders, falls Ungleichgewichte bestehen. Es wird weiterhin vorgeschlagen, das Orderbuch nicht vollständig transparent zu gestalten, um adverse Informationseffekte zu verhindern.

Um die Teilnehmer zu einer möglichst frühen Eingabe ihrer Aufträge anzuhalten, sollten die Gebührensätze in Zeitintervallen gestaffelt werden. Gedacht ist dabei an einen Gebührensatz in der ersten halben Stunde i. H. v. 0,1 Promille bzw. in der letzten halben Stunde von 0,2 Promille bezogen auf den Transaktionswert. Das dabei verwendete Prinzip der strikten Zeitpriorität gewährleistet in Situationen eines Angebots- oder Nachfrageüberschusses bei der Einheitskursermittlung, daß zuerst eingegebene Aufträge immer vollständig ausgeführt werden. Um Manipulationen der Indikativpreise durch fingierte Orders, die kurz vor dem Call-Termin wieder storniert werden, zu vermeiden, müssen solche Stornos mit einer Gebühr i. H. v. 0,2 Promille des Auftragswertes belegt werden. Eine Verbesserung der bestehenden Limitgebote wäre - bei Anpassung der Zeitpriorität - hingegen stets kostenlos möglich.

4.5.2 *Der Vorschlag von Cohen/Schwartz*

COHEN/SCHWARTZ (1989)¹²¹ entwickeln PSCAN (Price Scan) als elektronischen Call-Markt. Sie verfolgen mit diesem System das Ziel, daß die Investoren standortunabhängig die Entwicklung des Marktes verfolgen und darauf reagieren können. Des weiteren soll das System die Investoren ermuntern, ihre gesamten Aufträge - und hierbei insbesondere die Blockorders

¹¹⁸ Vgl. AMIHUD/HO/SCHWARTZ (1985), S. 72f.

¹¹⁹ Vgl. GERKE/RASCH (1992), S. 23.

¹²⁰ Vgl. GERKE (1991)

¹²¹ Vgl. COHEN/SCHWARTZ (1989), S. 27ff.

- dem Markt zu offenbaren. Zudem werden mit PSCAN markträumende Preise angestrebt. Bei diesem Konzept unterbreitet ein Auktionator den Händlern einen ersten Preisvorschlag, auf den die Händler innerhalb einer gewissen Zeit von z. B. mindestens 10 Sekunden mit ihren Geboten reagieren können. Nach der Eingabeperiode erfolgt ein Abgleich der Kauf- und Verkaufsgebote zu dem vorgeschlagenen Preis. Entsprechen sich beide Mengen annähernd, kann der Auktionator entscheiden, ob er den verbleibenden Überhang auf eigene Rechnung übernehmen möchte und den ersten Preisvorschlag als markträumenden Kurs feststellt.

Existiert allerdings ein zu großer Angebots- bzw. Nachfrageüberhang, so vermindert bzw. erhöht der Auktionator den Preisvorschlag und gibt den Händler zusätzliche Zeit, ihre Orders an den neuen Preis anzupassen. Dieses Verfahren wird solange fortgesetzt, bis ein (annähernd) markträumender Preis gefunden wird und dieser als Kurs festgehalten wird. Die Autoren sehen für institutionelle Investoren mit PSCAN die Möglichkeit, ihre Blockorders während der Eingabezeit als kleine Teilorders in den Preisfindungsprozeß einzugeben, um so adverse Preiseffekte zu verhindern. Zudem zwingt der iterative Prozeß in der Preisfindungsphase alle Investoren dazu, ihre gesamten Orders offenzulegen, um nicht Gefahr zu laufen, die endgültige Preisfeststellung zu verpassen. PSCAN bietet in der aufgezeigten Form den Vorteil, daß Investoren bei vorgegebenen Preisen - entsprechend ihrer Nachfragefunktionen - die exakte Anzahl an gewünschten Wertpapieren offenlegen können.

4.5.3 *Das POSIT-System*

Ein von einem privaten Unternehmen (ITG) erfolgreich implementierter Call-Markt stellt das POSIT (Portfolio System for Institutional Trading) System dar. Es wurde in den USA im Oktober 1987 eingeführt. Marktteilnehmer sind i. d. R. Vermögensverwalter und Fondsmanager, die ihre Aufträge über eine PC- und Modem-Einheit zum Zentralcomputer von ITG senden. Zu einem zufällig bestimmten Zeitpunkt gegen 11.30 Uhr mittags wird die Orderannahme für einen gewissen Zeitraum verweigert. In dieser Zeitspanne werden von ITG die Kurse bzw. Geld-Brief-Spannen für Aktien an der NYSE, AMEX und NASDAQ miteinander verglichen und ein arithmetisches Mittel gebildet. Zu diesem Mischkurs erfolgt das multilaterale Matching aller sich im POSIT-System befindlichen Orders. Für diesen Service müssen die Kunden von ITG nur eine Gebühr von 2 Cents pro Aktie zahlen. Unausgeführte Aufträge gehen ohne Berechnung einer Gebühr ebenso wie die Ausführungsmitteilungen auf elektronischem Wege zurück an die Auftraggeber. Das System wurde angesichts seines Erfolges weiterentwickelt, so daß mittlerweile zwei Auktionen täglich durchgeführt werden und Kunden spezifische Auftragsarten abwickeln können. So ist es z. B. möglich, simultan verschiedene Kauf- und Verkaufsaufträge für Portfolioumschichtungen zu erteilen und dabei bestimmte Größen für sich ergebende Salden vorzugeben, die nicht überschritten werden dürfen.¹²²

4.5.4 *Die Arizona Stock Exchange*

Die 1992 eröffnete ARIZONA STOCK EXCHANGE (AZX) hebt sich als elektronischer Call-Markt vom POSIT-System insofern ab, als das sich hier der Gesamtpreis aus der Orderlage bei Durchführung der periodischen Auktion (einmal täglich) ergibt. Als weitere Besonderheit wurden im Zuge einer konsequenten Ausrichtung der Börse an den Bedürfnissen der institutionellen Marktteilnehmer vier verschiedene Orderbücher eingerichtet, in die die Kunden ihre Orders vor Durchführung der Auktion einstellen können. Zum einen gibt es das für alle Teilnehmer zu jedem Zeitpunkt transparente „Open Book“. Im zweiten Buch, dem „Reserve

¹²² Vgl. SIRRI (1993), S. 7f.; SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (1994); S. A IV -8.

Book“, werden Orders eingestellt, deren Ausführung mit einer Bedingung verbunden ist. Die Orders verbleiben in diesem Buch bis die Nebenbedingung, z. B. das Vorhandensein einer gleich großen Order auf der Gegenseite des Marktes, erfüllt ist. Erst dann wandern die Aufträge in das offene Orderbuch. Das sogenannte „Balance Book“ enthält Orders, deren Auftraggeber keine Überschreitung ihres Nettosaldos aus verschiedenen Kauf- und Verkaufsaufträgen um einen vorgegebenen Betrag wünschen. Die Aufträge bleiben solange in diesem Buch bestehen, bis nach Feststellung der Gleichgewichtskurse erkennbar wird, wie hoch der entstehende Saldo ist. Das „Match Book“ als viertes Buch beinhaltet diejenigen Aufträge großer Portfeuillemanager, die für einen Fonds größere Kaufaufträge für einen bestimmten Aktienwert haben und für einen weiteren Fonds entsprechende Verkaufsaufträge für denselben Aktienwert simultan durch das AZX-System matchen lassen wollen. Für solche Aufträge wird ein halbes Cent pro Aktie verlangt, für alle anderen Bücher sind die Gebühren je nach Eingabezeitpunkt der Order von einem halben bis zu einem Cent pro Aktie gestaffelt.¹²³

4.6 Ausgestaltung des Marktes

Da ein elektronischer Call-Markt für den Blockhandel institutioneller Investoren bisher weder an einer deutschen Börse etabliert¹²⁴ noch im ZEUS-Gutachten der DBAG für den Börsenverbund der vier Börsen in Frankfurt, München, Düsseldorf und Berlin vorgesehen ist, könnte die rasche Implementierung eines solchen Segments für die marktbreitesten Aktien des DAX der baden-württembergischen Börse ein lukratives und innovatives Geschäftsfeld eröffnen. Die Deutsche Börse AG sieht gemäß ZEUS-Gutachten in ihrem Marktmodell für den Blockhandel von Aktien in Größenordnungen von 5-10 Mio. DM einen bilateralen Vermittlungs- und Suchmarkt vor, der sich aufgrund der damit verbundenen Marktstruktur deutlich von dem vorgeschlagenen Call-Markt abhebt. Hingegen erscheint der Einbezug von liquiden Rententiteln in den Call-Markt weniger sinnvoll, da das zukünftige Marktmodell der DBAG für Renten bereits einmal täglich ein elektronisches Fixing als gerechneten Kurs unter Beteiligung der Bundesbank vorsieht und deshalb dem Grundmodell eines elektronischen Call-Marktes sehr nahe kommt. Der generelle Aktienhandel im EHS basiert bei offenem Orderbuch auf dem kontinuierlichen Auktionsprinzip, täglich unterbrochen von drei gerechneten Kursen, die wie bisher auch als Eröffnungs-, Kassa- und Schlußkurse festgestellt werden sollen. Davon unterscheidet sich das in diesem Abschnitt vorgestellte Design durch die im folgenden beschriebenen Elemente.

Bei der konkreten Ausgestaltung sollten vor allem die in Abschnitt 4.4 dargestellten theoretischen Überlegungen als auch die in Abschnitt 4.5 beschriebenen Vorschläge Berücksichtigung finden. So stellt die Variante der abgestuften Gebührenordnung in Abhängigkeit von dem Zeitpunkt der Ordereingabe eine sinnvolle Komponente zur Förderung von Liquidität dar. Ein weiterer Anreiz könnte durch die Schaffung abnehmender Gebühren in Abhängigkeit von der Ordergröße sein, um weiteren Umsatz an dieses neue Segment heranführen zu können. Durch die gewährte Diskretion und den im Vergleich zum herkömmlichen Handel geringeren Transaktionskosten aufgrund einer effizienteren und kundenbezogenen Marktausgestaltung könnten zudem Teile des außerbörslichen Geschäfts an die elektronische Börse geholt werden.

Um von Beginn an eine hohe Anzahl von Marktteilnehmern zu gewinnen, wäre zu überlegen,

¹²³ Vgl. HIRSCHHOFER/ SCHWARTZ/ SIRRI (1993), S. 1 und 9ff.; SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (1994), S. A IV -10 f.

¹²⁴ Vgl. ausführlich zu den bestehenden Vor- und Nachteilen von Gesamtkursen, die faktisch der Preisfindung in einem Call-Markt entsprechen, im deutschen Börsenhandel SCHMIDT/OESTERHELWEG/TRESKE (1996), S. 10-19.

ob der zu errichtende Call-Markt nicht als weiteres Segment innerhalb des Geregelter Markt oder sogar des Freiverkehrs der Stuttgarter Börse angesiedelt werden sollte. Dadurch könnte ein zeitlicher Vorsprung gegenüber Mitbewerbern aufgrund kürzerer Entscheidungswege und der Einbeziehung aller bisherigen Marktteilnehmer erlangt werden. Zudem wäre es möglich, völlig innovative Wege bei der Zulassung weiterer Marktteilnehmer zu beschreiten. So steht gemäß Kreditwesengesetz der Zulassung von Kapitalanlagegesellschaften als Marktteilnehmer von rechtlicher Seite prinzipiell nichts entgegen. Gerade hier finden sich aber potentiell die meisten quantitativ bzw. passiv ausgerichteten institutionellen Investoren und folglich die eigentliche Zielgruppe eines elektronischen Call-Marktes. Zu beachten wäre dabei, daß durch eine solche Regelung den bisherigen Intermediären an den Börsen Geschäft entzogen wird und deshalb mit Widerstand zu rechnen ist. Angesichts der geringen Anzahl der von Kreditinstituten unabhängigen Kapitalanlagegesellschaften erscheint das Potential an verlorenem Umsatz für die etablierten Marktteilnehmer jedoch gering. Ein noch weitergehender Schritt wäre die generelle Zulassung institutioneller Investoren¹²⁵, wie z. B. multinationaler Konzerne und vor allem ausländischer Investment- und Pensionsfonds, was zu einer verhältnismäßig großen Potentialerweiterung des vorgeschlagenen Segments führen würde.

Bei all diesen Überlegungen steht die Entscheidung eines potentiellen „Make or Buy“ der notwendigen technischen und institutionellen Umsetzung eines elektronischen Call-Marktes im Vordergrund. Die Eigenentwicklung erscheint die kosten- und, vor allem vor dem Hintergrund des first mover-Zwanges, zeitaufwendigere Lösung, die mehrere Mannjahre an Entwicklungsarbeit erforderlich machen würde. Deshalb wäre ein kompletter Systemkauf verbunden mit entsprechenden börsenindividuellen Anpassungen vorzuziehen. In Frage kämen hier beispielsweise das AZX-System oder das System der Eröffnungsauktion an der Pariser Börse.

4.7 Chancen für die Börse Stuttgart

Der im letzten Abschnitt empfohlene komplette Systemkauf stellt zunächst einen hohen Fixkostenblock für die betreibende Börse dar und wird sich erst über einen längeren Zeitraum durch die Gebühreneinnahmen amortisieren. Hinzu kommt eine zu erwartende längere Anlaufzeit von einem oder mehreren Jahren zur Etablierung des neuen Systems und einer zunehmende Nutzung durch die Zielgruppe. Schon allein aus diesem Grund wäre für dieses Geschäftsfeld die Verfolgung einer eigenständigen Strategie durch die Baden-Württembergische Wertpapierbörse zu Stuttgart nicht uneingeschränkt empfehlenswert. Hinzu kommt das ungewisse Ergebnis einer auf jeden Fall im Vorfeld durchzuführenden Potentialanalyse in den Reihen möglicher Marktteilnehmer, um das latente Bedürfnis bei institutionellen Anlegern nach periodischen Auktionen auszuloten. Die breite Durchdringung angelsächsischer Asset Management-Methoden in deutschen Institutionen kann nicht von vornherein als Selbstverständlichkeit angesehen werden, was darüber hinaus auch für den europäischen Markt als Ganzes gilt, wenn der schleppende Erfolg eines amerikanischen Netzwerkes wie Instinet in Europa in Betracht gezogen wird.

Gegen die selbständige Einführung des neuen Segments könnte zudem der damit gleichzeitig verbundene Konfrontationskurs zum Börsenverbund unter der Leitung der DBAG sprechen. Stuttgart wäre zum großen Teil auf die technische und gegebenenfalls auch personelle Unterstützung der DBAG insbesondere im Bereich des Clearing und Settlements (DKV und DWZ), aber auch im Orderrouting (idealerweise über BOSS-CUBE) in hohem Maße angewiesen. Die

¹²⁵ Gemäß gültiger Börsenordnung der Baden-Württembergischen Börse zu Stuttgart bestehen in dieser Hinsicht keine Restriktionen bzw. geringfügige Änderungen wäre relativ unproblematisch durchzuführen.

Chancen für eine erfolgreiche Implementierung des Call-Marktes im „Alleingang“ würden dagegen beträchtlich steigen, wenn sich die im baden-württembergischen Raum ansässigen Finanzintermediäre einmütig zu diesem Vorhaben bekennen würden. Die Unabhängigkeit des Finanzplatzes Stuttgart von Frankfurt würde dadurch nicht nur nach außen dokumentiert werden, sondern durch die angestrebte Bündelung des Orderflusses dieser Institute dem Call-Markt auch die notwendige Abwicklungsmasse verschafft. Die Clearing- und Settlement-Funktion könnte dann auch im Bedarfsfalle von größeren baden-württembergischen Kreditinstituten übernommen werden. Letztlich könnte ein bedingungslos auf Preisdifferenzierung ausgerichteter Call-Markt an der Stuttgarter Wertpapierbörse auch gegen eine etwaige Konkurrenz bestehen, wenn es gelingt, den angebotenen Service für die institutionelle Kundschaft - bei gleicher Qualität - in der Durchführung kostengünstiger als ein möglicher Mitbewerber zu gestalten.

In Anbetracht einer auf jeden Fall zu erreichenden kritischen Teilnehmerzahl, die eine Initialzündung hervorruft sowie die Grundversorgung des Auktionsmarktes mit Liquidität sichert und dadurch weitere Liquidität und Umsätze anzieht, erscheint eine eingeschränkte Kooperation mit der DBAG als potentiell erfolversprechende Umsetzungsvariante. Bei einer Kooperation mit der DBAG müsste das Segment des institutionellen Call-Handels allerdings vertraglich als Exklusivrecht der Stuttgarter Börse explizit ausbedungen werden, um eine zeitliche und örtliche Konzentration des anvisierten Umsatzes erzielen zu können. Eine Fragmentierung hingegen würde durch fehlendes Geschäftsvolumen zu niedrigeren Gebühreneinnahmen für die Stuttgarter Börse führen und somit mit hoher Wahrscheinlichkeit die entstehenden laufenden Kosten nicht decken können.

Fazit: Da in Deutschland sinnvollerweise nur ein einziger Call-Markt für institutionelle Anleger existieren sollte, um eine Fragmentierung des ohnehin schon im Vergleich zum amerikanischen Markt als relativ gering einzuschätzenden Ordervolumens zu verhindern, kann primär nur eine partielle Kooperation mit der DBAG unter Beachtung eines exklusiven Handelsrechts für die Stuttgarter Börse in den liquidesten Aktientiteln empfohlen werden. Dagegen wären die Erfolgsaussichten eines „Alleingangs“ als wesentlich höher einzustufen, wenn im Bereich des institutionellen Umfeldes mit der uneingeschränkten Unterstützung der am Finanzplatz Stuttgart tätigen Kreditinstitute und Versicherungen bereits im Vorfeld zu rechnen ist.

5 Der Handel mit Anteilen geschlossener Immobilienfonds

Seit Anfang der 90er Jahre boomt der Absatz von Anteilen an geschlossenen Immobilienfonds. Ausgelöst wurde das starke Wachstum durch das Fördergebietsgesetz und die Gewährung von erheblichen Sonderabschreibungen. Inzwischen zeigen sich allerdings deutliche Spuren von Überinvestitionen insbesondere im Osten Deutschlands. Anleger, die nur auf die in Aussicht gestellte Steuerersparnis geschaut haben und die Rentabilität der Immobilien nicht beachtet haben, stehen möglicherweise in Kürze vor erheblichen Verlusten. Die mangelnde Fungibilität der Fondsanteile könnte die dabei entstehenden Probleme noch vergrößern.

In diesem Kapitel stehen das Problem der mangelnden Fungibilität, das einen erheblichen Nachteil geschlossener Immobilienfonds darstellt, sowie mögliche Ansätze zur Problemlösung im Mittelpunkt. Nach der Beschreibung der Ist-Situation werden Möglichkeiten beschrieben, den Handel auf dem Sekundärmarkt¹²⁶ transparenter zu organisieren und auf eine solide organisatorische Basis zu stellen. Eine der erörterten Möglichkeiten besteht darin, ein Handelssegment für Anteile an geschlossenen Immobilienfonds an der Stuttgarter Wertpapierbörse einzurichten. Weniger ehrgeizig, aber immerhin noch eine Verbesserung des Status quo wäre es, statt eines Börsenhandels einen organisierten Austausch standardisierter Informationen durchzuführen: also die Einrichtung einer Informationsbörse zur Erleichterung des außerbörslichen Handels. Die vorgestellten Lösungsmöglichkeiten werden ausführlich darauf geprüft, ob sie sich dafür eignen, an der Stuttgarter Wertpapierbörse implementiert zu werden.

5.1 Der heute bestehende Sekundärmarkt: Darstellung und Kritik

Geschlossene Immobilienfonds sind vor allem aufgrund der mit ihnen möglichen Steuerersparnis populär geworden. Anleger erwerben mit ihrer Beteiligung Anteile an einem Unternehmen, dessen Zweck es ist, eine oder mehrere Immobilien zu errichten, zu verwalten und wiederzuveräußern.¹²⁷ Genau wie im privaten Wohnungsbau können die Anleger die vor allem in den ersten Jahren auftretenden Verluste steuerlich geltend machen. Die Investoren sind nicht nur Kapitalanleger, die eine begrenzte Summe z. B. in Aktien anlegen, sondern sie sind Gesellschafter und Miteigentümer. Die häufigsten Gesellschaftsformen, in denen geschlossene Immobilienfonds betrieben werden, sind die Kommanditgesellschaft (KG), die Gesellschaft bürgerlichen Rechts (GbR) und die sog. Bruchteilsgemeinschaft. Etwa 97 % aller Fonds gehören einer dieser drei Gesellschaftsformen an.¹²⁸ Voraussetzung für die steuerliche Absetzbarkeit der Verluste ist die Gewinnerzielungsabsicht, d. h. Verluste sind nur dann absetzbar,

¹²⁶ Erläuterung der Begriffe: Auf dem Primärmarkt wird die Emission bzw. Erstzeichnung der Anteile an geschlossenen Immobilienfonds durchgeführt. Vertragspartner sind hier der Privatkunde, der Fondsanteile erwerben möchte, und die Fondsgesellschaft selbst. Die Erstzeichnung ist dann beendet, wenn das zugeflossene Kapital dem angesetzten Investitionsvolumen der zu finanzierenden Immobilienobjekte entspricht. Der Fonds ist ab diesem Zeitpunkt geschlossen. Alle danach auftretenden Handelsaktivitäten werden als Sekundär- bzw. Zweitmarkt bezeichnet. Auf dem Sekundärmarkt können die ursprünglichen Fonds-eigner ihre Anteile an andere Privatkunden veräußern. Häufig tritt auch die Fondsgesellschaft selbst als Mittler auf und übernimmt die angebotenen Anteile zunächst in ihr eigenes Portefeuille, um anschließend einen geeigneten Käufer zu finden. Vgl. zu ausführlichen Beschreibungen der Anlageform „Geschlossener Immobilienfonds“ auch FALK (1985), BÖLTER (1986), WAPPENHANS (1987) und DEMUTH (1994).

¹²⁷ Zum größten Teil investieren geschlossenen Immobilienfonds in Gewerbeimmobilien, Nach GAUBE/NACHTKAMP (1995), S. 10, beträgt der Anteil der Gewerbeimmobilien am Fondsvolumen im Durchschnitt zwei Drittel der Gesamtinvestition.

¹²⁸ Vgl. GAUBE/NACHTKAMP (1995), S. 8.

wenn die eingegangene Investition voraussichtlich solange gehalten wird, daß zum Zeitpunkt des Verkaufs über den gesamten Anlagezeitraum hinweg Gewinne erzielt werden. Die Investition in einen geschlossenen Immobilienfonds setzt damit einen relativ langen Anlagehorizont voraus, da ein geschlossener Immobilienfonds in der Regel erst nach mehreren Jahren die in den Anfangsperioden aufgetretenen Verluste ausgleichen kann.

Investoren, die vor Auflösung des Fonds ihren Anteil veräußern möchten, weil sie beispielsweise durch einen Notfall liquide Mittel benötigen oder auch nur eine günstigere Anlagemöglichkeit wahrnehmen möchten, stehen vor einem erheblichen Problem: Ein organisierter Sekundärmarkt für Anteile an geschlossenen Immobilienfonds existiert nicht.

1994 betrug das Vermögen aller deutschen geschlossenen Immobilienfonds ca. 27 Mrd. DM, aufgeteilt auf 758 Fonds.¹²⁹ Im gleichen Jahr hatten die deutschen Privathaushalte etwa 237 Mrd. DM in Aktien investiert.¹³⁰ Verglichen damit nehmen sich die Investitionen in geschlossenen Immobilienfonds relativ gering aus. Die gesamten Fondsvermögen sind aber immerhin größer als die Gesamtkapitalisierung des Geregeltten Marktes, die 1993 ungefähr 22 Mrd. DM betrug.¹³¹ Die durchschnittliche Kapitalisierung je Aktiengesellschafts entspricht mit 40 Mio. DM¹³² auch etwa der durchschnittlichen Größe eines geschlossenen Immobilienfonds.

Trotz dieser Ähnlichkeiten beträgt der Jahresumsatz am Sekundärmarkt der geschlossenen Immobilienfonds lediglich ca. 250 Mio. DM¹³³, verglichen mit etwa 9 480 Mio. DM Umsatz im Geregeltten Markt.¹³⁴ Das wesentliche Problem des Sekundärmarktes liegt darin, daß die Fondsinitiatoren die Abwicklung von Transaktionen selbst durchführen. Jeder angesehene Fondsinitiator hat seinen eigenen kleinen Sekundärmarkt etabliert und führt für seine eigenen Kunden Käufe und Verkäufe durch.¹³⁵ Der Preis wird vom Fondsinitiator im voraus selbst festgelegt. Die Verfahren zur Preisbestimmung weichen erheblich voneinander ab.¹³⁶ Den Verfahren ist jedoch gemeinsam, daß sie sich nicht an Angebot und Nachfrage orientieren. Die Preise sind daher nur zufällig manchmal markträumende Gleichgewichtspreise. Im allgemeinen wird jedoch entweder das Angebot oder die Nachfrage beschränkt.¹³⁷ Die dezentrale Organisation der Sekundärmarkt-Transaktionen bei den Fondsinitiatoren führt dazu, daß nur ein Teil der potentiellen Nachfrage überhaupt berücksichtigt werden kann. Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht wäre es viel sinnvoller, einen einzigen Sekundärmarkt zu errichten, der das gesamte Angebot und die gesamte Nachfrage zusammenführt.¹³⁸ Gegenwärtig könnte es sein, daß für einen Fonds nur Kaufaufträge vorliegen, während für einen anderen sehr ähnlichen Fonds, der bei einem anderen Initiator verwaltet wird, nur Verkaufsaufträge vorliegen: Umsätze würden in diesem Falle nicht stattfinden.¹³⁹ An der Errichtung eines offenen Sekundär-

¹²⁹ Vgl. die Angaben zu den deutschen Fondsvermögen in DEUTSCHER SPARKASSENVERLAG (1995).

¹³⁰ DEUTSCHE BUNDESBANK (1995), S. 40.

¹³¹ Vgl. RASCH (1996), S. 126.

¹³² Vgl. ebda.

¹³³ Vgl. LOIPFINGER (1995b).

¹³⁴ Vgl. RASCH (1996), S. 126.

¹³⁵ Die DG ANLAGE beispielsweise gibt an, daß sie 1994 ca. 1 000 Transaktionen im Umfang von zusammen über 30 Mio. DM durchgeführt hat. Vgl. NACHTWEY (1995), S. 13.

¹³⁶ Die wichtigsten Verfahren sind Ertragswertmethode, Substanzwertmethode und die Methode der prospektierten Rendite. Vgl. LOIPFINGER (1995a), S. 9.

¹³⁷ Gegenwärtig geben zahlreiche Fondsinitiatoren an, daß die Nachfrage deutlich höher sei als das Angebot. Vgl. LOIPFINGER (1995a), S. 7.

¹³⁸ Vgl. GAUBE/NACHTKAMP (1995), S. 13f.

¹³⁹ Vgl. dies., S. 14.

marktes sind die Fondsiniiatoren jedoch nicht interessiert. Der von ihnen selbst verwaltete Sekundärmarkt ermöglicht eine enge Kundenbindung, da die Kunden ausschließlich auf den Initiator angewiesen sind. Es ist zu vermuten, daß diese Monopolstellung auch zu weit überhöhten Transaktionsgebühren führt, da ein Anreiz zur Senkung der Gebühren mangels Wettbewerb auf dem Sekundärmarkt nicht besteht.¹⁴⁰

Der Sekundärmarkt ist somit extrem illiquide und ein schneller Verkauf zu marktgerechten Kursen ist kaum möglich. Die Einführung eines einzigen Sekundärmarktes, der unabhängig von den Fondsiniiatoren abläuft, wäre daher sowohl für die Anleger als auch für den gesamten Immobilienmarkt von großem Nutzen.

5.2 Neue Konzepte für die Organisation des Sekundärmarktes

Die dargestellten Mängel sind schon längere Zeit bekannt. Die LBB IMMOBILIEN BETEILIGUNGS- UND VERTRIEBSGESELLSCHAFT MBH hat 1995 versucht, einen initiatorunabhängigen Sekundärmarkt zu etablieren. Die LBB tritt in ihrem Konzept als eine Art Market Maker auf. Sie kauft von anderen Initiatoren Fondsanteile auf, nimmt sie in das eigene Portefeuille und sucht anschließend passende Käufer. Das Konzept der LBB weist jedoch einige Nachteile und Probleme auf. Die LBB bestimmt den Preis der Fondsanteile ebenfalls nicht nach Angebot und Nachfrage, sondern zieht drei Bewertungsverfahren heran, wobei das Ertragswertverfahren mit einer Gewichtung von 80 % dominiert.¹⁴¹ Zur Berechnung des Preises ist die LBB auf ausführliche interne Informationen der anderen Fondsiniiatoren angewiesen. Da die LBB aber ein Mitkonkurrent ist, sind die anderen Initiatoren naturgemäß nicht sehr auskunftsfreudig und scheinen die LBB-Initiative sogar zu boykottieren. Ein institutionalisierter Sekundärmarkt ist daher auf eine neutrale Instanz angewiesen, die den Handel organisiert. Hier kann sich eine interessante Chance für die Stuttgarter Börse ergeben.

5.2.1 Börsensegment „Geschlossene Immobilienfonds“

Eine Börse i. w. S. für Anteile an geschlossenen Immobilienfonds bietet den Nutzen einer neutralen und marktgerechten Bewertung der Fondsanteile und könnte für einen schnellen Markt-

ausgleich sorgen. Die zögerliche Haltung der deutschen Fondsiniiatoren gegenüber dem Vorstoß der LBB liegt nicht nur daran, daß die LBB ein Mitkonkurrent ist, dem man ungerne die interne Kalkulation offenlegt. Auch die beschriebene Monopolsituation, in der sich Fondsiniiatoren auf dem Sekundärmarkt befinden, ist hier hinderlich, da eine Börse für Fondsanteile diese Monopole unweigerlich zerstören würde.

Zumindest theoretisch existiert aber auch ein Anreiz, der für den möglichen Erfolg einer solchen Börse spricht. Die Teilnahme an einer Börse für Anteile geschlossener Immobilienfonds signalisiert den Marktteilnehmern, daß der angebotene Fonds und die Fondsgesellschaft mit großer Wahrscheinlichkeit erfolgreich sind. Denn Fondsiniiatoren, die in der Vergangenheit gute Gewinne erzielen konnten, haben keinen Grund, ihre positiven Zahlen zu verheimlichen. Auf diesen Selektionseffekt hat zwar auch die LBB gesetzt.¹⁴² Eine neutrale Instanz wie beispielsweise die Stuttgarter Börse hätte jedoch mit wesentlich weniger Widerstand seitens der Initiatoren zu rechnen. Der Selektionseffekt könnte die „guten“ Fondsgesellschaften zu einer

¹⁴⁰ Vgl. dies., S. 17f.

¹⁴¹ Vgl. LBB (1995), S. 2-3, GERLACH-REPORT (28/95).

¹⁴² Vgl. LBB (1995), S. 4.

Teilnahme am Börsenhandel bewegen. Deren Reputation würde sich auch auf das Börsensegment übertragen und stellt zumindest in der Anfangsphase ein wichtiges Kriterium für Anleger dar, sich mit ihren Orders an die Börse und nicht mehr direkt an die Initiatoren zu wenden. Im günstigsten Falle ergibt sich für alle Initiatoren - nicht nur für die mit den herausragenden Ergebnissen - ein starker Anreiz, die eigenen Fonds ebenfalls an der Börse notieren zu lassen, da eine fehlende Teilnahme auch das Primärgeschäft spürbar schädigen könnte. Zum Konzept einer Börse zur Organisation des Sekundärmarktes werden regelmäßig drei Gegenargumente genannt:¹⁴³

- Das erste bezieht sich auf die mangelnde Vergleichbarkeit der einzelnen Fonds. Für eine seriöse Bewertung müßten die Fondsgesellschaften ständig ihre Fonds neu bewerten. Da dies eine sehr teure und zeitraubende Angelegenheit sei, würden allein schon die hohen Bewertungskosten ein Funktionieren der Börse sehr erschweren. Hier zeigt sich in der Tat ein entscheidendes Problem der Informationspublizität. Denn Fondsinitiatoren sind gegenwärtig nicht dazu verpflichtet, Informationen über die Ertragslage ihrer Fonds im Sinne einer Unternehmensbilanz zu publizieren. Prinzipiell gibt es, verglichen mit der Bewertung von mittelständischen Unternehmen, keine zusätzlichen methodischen Probleme.¹⁴⁴ Es mangelt „lediglich“ an der öffentlichen Verfügbarkeit der für eine Fondsbewertung notwendigen Information. Eine zukünftige Börse bleibt daher auf die freiwillige Publizität der Initiatoren angewiesen. Hier kann sich auch ein Ansatzpunkt für eine Gesetzesinitiative ergeben: Die Informationsprobleme könnten sofort behoben sein, sofern die Fondsgesellschaften verpflichtet wären, ihre wirtschaftlichen Ergebnisse detailliert zu publizieren. In diesem Falle wäre auch das größte Hindernis, das der Errichtung des Börsensegmentes im Wege steht, beseitigt.
- Ein ebenfalls häufiger Einwand betrifft die steuerliche Anerkennung und die Absetzbarkeit der Verluste, die in den Anfangsjahren eines Fonds auftreten. Es wird argumentiert, daß ein Börsenhandel mit den dann zahlreicheren Verkäufen von Fondsanteilen nach relativ kurzer Haltedauer den Fiskus veranlassen könnte, das Motiv der „Gewinnerzielungsabsicht“ zu verneinen. In diesem Falle würden auch die wichtigen Steuervorteile geschlossener Immobilienfonds entfallen. Hier läßt sich entgegen, daß die Gewinnerzielungsabsicht letztlich Sache des Verkäufers der Fondsanteile ist. Der jeweilige individuelle Verkäufer muß gegenüber dem Fiskus nachweisen, daß bei ihm eine Gewinnerzielungsabsicht bestand. Ein Nachteil für den Gesamtmarkt aufgrund häufigerer kurzfristiger Verkäufe einzelnen Marktteilnehmer läßt sich jedoch nicht finden.¹⁴⁵
- Ein drittes Gegenargument bezieht sich auf den ausschließlichen Vergangenheitsbezug, der den Methoden der Preisfeststellung, die die LBB anwendet, zugrundeliegt. Es trifft zu, daß die erwartete zukünftige Entwicklung z. B. der Mietpreise nicht bei der Preisfeststellung berücksichtigt wird. Dies ist aber kein Argument gegen eine Börse, sondern nur gegen die Preisbestimmung der LBB. Denn ein wesentliches Charakteristikum einer Börse besteht darin, daß die Marktteilnehmer entsprechend ihren Erwartungen zukünftiger Erträge handeln. Ein Gleichgewichtspreis, der sich an einer Börse durch die Interaktion gut informierter Marktteilnehmer ergibt, enthält damit auch deren Zukunftserwartungen.

Ein echtes Problem, das die Funktionsfähigkeit eines Börsensegmentes für Anteile geschlos-

¹⁴³ Vgl. GERLACH-REPORT (28/95).

¹⁴⁴ Vgl. auch GAUBE/NACHTKAMP (1995), S. 34f.

¹⁴⁵ Vgl. dazu JAKOB (1995).

sener Immobilienfonds stark beeinträchtigen könnte, ist eine zu geringe Umsatzhöhe. Erwerber von Fondsanteilen auf dem Primärmarkt gehen - nicht nur aus steuerlichen Gründen - ein langfristiges Engagement ein. Häufig werden Fonds schon nach einer Laufzeit von nur wenig über 10 Jahren aufgelöst und der Erlös an die Investoren und Miteigentümer ausgezahlt.¹⁴⁶ Wenn auch in Zukunft die Investoren zu einem großen Teil ihren Fondsanteil bis zur Liquidation des Fonds halten, dann besteht wenig Aussicht dafür, daß ein reger Börsenhandel entsteht. Dieses Verhalten der Investoren könnte jedoch auch mit den erheblichen Problemen einer Veräußerung der Fondsanteile zu einem marktgerechten Preis in Zusammenhang stehen. Erwerber auf dem Primärmarkt haben in der Regel einen sehr hohen Grenzsteuersatz. Nach einigen Jahren Haltedauer besteht ein ökonomischer Anreiz, die Anteile zu veräußern, da mit abnehmenden Abschreibungsmöglichkeiten auch die wirtschaftliche Attraktivität des Fondsanteils geringer wird.¹⁴⁷ Es ist daher damit zu rechnen, daß zu dem Zeitpunkt, an dem der Fonds beginnt, Gewinne zu erwirtschaften, auch zahlreiche Anbieter von Fondsanteilen auftreten.

Für das Börsensegment „Geschlossene Immobilienfonds“ müßte aufgrund der verglichen mit Aktien relativ geringen Umsatzaktivität ein neues System der Kursfeststellung geschaffen werden. GAUBE/NACHTKAMP (1995) unterbreiten hier konkrete Vorschläge.¹⁴⁸ Die beiden Autoren befürworten eine sog. doppelte Auktion, also im Prinzip das gleiche Verfahren, das auch der Kursfeststellung auf den meisten Aktienmärkten zugrunde liegt. Die Besonderheit dabei ist jedoch, daß die Börse hier Preisgebote sammelt und Informationen über durchführbare Transaktionen an die potentiellen Käufer und Verkäufer weitergibt. Durchführbare Transaktionen zeichnen sich dabei nicht nur durch passende Kauf- und Verkaufspreise aus, sondern auch durch das passende Transaktionsvolumen. Dies ist bei Anteilen an geschlossenen Immobilienfonds besonders wichtig, da eine beliebige Teilbarkeit der Fondsanteile nicht besteht. Die so informierten Marktteilnehmer können dann entscheiden, ob sie der Transaktion zustimmen oder nicht. Die Transaktionsgebühren können wie beim Aktien- oder Rentenhandel auch direkt in bezug zum Umsatz gesetzt werden. Es ist ebenfalls denkbar, daß ein Fondsiniciator, der seine Fonds zum Handel zulassen möchte, eine entsprechende Zulassungsgebühr zahlt.

In der Anfangsphase müßte die Stuttgarter Börse sicherlich einige Investitionen in das neue System der Kursfeststellung, die organisatorische Infrastruktur und nicht zuletzt in die Vermarktung des neuen Börsensegmentes tätigen. Die Probleme, die mit dem neuen Börsensegment verbunden sein können, sind jedenfalls prinzipiell lösbar. Das wichtigste ist aber, die Fondsiniciatoren dazu zu bewegen, sich an dem neuen Sekundärmarkt-Konzept zu beteiligen. Dazu ist es notwendig, die Vorteile des neuen Börsensegmentes für die potentiellen Käufer von Fondsanteilen auf dem Primärmarkt deutlich zu machen. Denn das heute bestehende Problem der mangelnden Fungibilität betrifft ja gerade Erwerber von Anteilen am Primärmarkt, die vor der Liquidation des Fonds ihren Anteil veräußern möchten. Der Erfolg des Börsensegmentes hängt entscheidend davon ab, daß sich die großen Fondsiniciatoren aus wirtschaftlicher Notwendigkeit heraus freiwillig an dem neuen Börsensegment beteiligen.

¹⁴⁶ Vgl. LOIPFINGER (1995a), S. 6f.

¹⁴⁷ Vgl. z. B. BÖLTER (1986), S. 160f.

¹⁴⁸ Vgl. GAUBE/NACHTKAMP (1995), S. 43ff.

5.2.2 Informationsbörse für geschlossene Immobilienfonds

Ein anderes Konzept zur Errichtung eines Sekundärmarktes besteht darin, statt eines Börsenhandels den Aufbau einer Informationsbörse anzustreben. Dabei handelt es sich im Prinzip um die Vermittlung von systematisch aufbereiteter und standardisierter Information zu den geschlossenen Immobilienfonds. Das Konzept der Informationsbörse wurde ursprünglich entwickelt, um Beteiligungen an mittelständischen Unternehmen zu erleichtern.¹⁴⁹ Die Stuttgarter Börse müßte hier im wesentlichen ein EDV-gestütztes Informationssystem aufbauen, die Informationen auf dem neuesten Stand halten und das System für online-Recherchen zur Verfügung stellen. Potentielle Käufer und Verkäufer könnten sich gegen eine Recherchegebühr einen umfassenden Marktüberblick verschaffen. Sie müßten sich allerdings zur Durchführung einer Transaktion direkt an die jeweilige Marktgegenseite wenden. Die Stuttgarter Börse hätte in diesem Falle ausschließlich die Funktion der Informationsvermittlung, nicht aber die der Kursfeststellung und der Abwicklung der Transaktionen. Die Art und der Umfang der zur Verfügung gestellten Information muß die potentiellen Marktteilnehmer in die Lage versetzen, das angebotene Objekt hinsichtlich seiner zukünftigen Ertragslage zu beurteilen.¹⁵⁰ Es muß dafür gesorgt werden, daß die Informationen immer aktuell sind und veraltete Informationen aus dem System entfernt werden. Außerdem sollte ein Mindestmaß an Seriosität gewährleistet sein. Beim Konzept der Informationsbörse für Beteiligungen an mittelständischen Unternehmen wird dieses Problem dadurch gelöst, daß ein Unternehmen, das Beteiligungskapital nachfragt, sich einem Ratingverfahren unterziehen muß.¹⁵¹ Bei angebotenen Anteilen geschlossener Immobilienfonds müßte zumindest ein Gutachten jüngeren Datums verfügbar sein, in dem eine Status quo-Beurteilung durchgeführt wird. Bei dem Konzept der Informationsbörse ist das Gelingen zu einem großen Teil von der aktiven Beteiligung der Fondsinitiatoren abhängig, die realistische und aktuelle Informationen über ihre Fonds bereitstellen müssen. Es ist zu vermuten, daß die Fondsinitiatoren auch hier erst dann dazu bereit sind, wenn der Signaleffekt einer Teilnahme einen spürbare Steigung des Absatzes auf dem Primärmarkt zur Folge hat bzw. wenn eine fehlende Teilnahme negative Rückwirkungen auf den Primärmarkt verursacht. Es kann nach der Errichtung eines Börsensegmentes oder einer Informationsbörse für Anteile an geschlossenen Immobilienfonds durchaus zu diesen sich selbst verstärkenden Effekten kommen. Es ist daher zur Vorbereitung einer Informationsbörse wichtig, die Erstzeichner mit ihrer großen Marktmacht davon zu überzeugen, daß die Teilnahme an einer Informationsbörse für den Fonds ein wichtiges Qualitätsmerkmal darstellt. Die potentiellen Erstzeichner würden dann dazu veranlaßt, diejenigen Fonds zu bevorzugen, die sich an einem Börsensegment oder einer Informationsbörse beteiligen. Eine Informationsbörse für Sekundäranteile an geschlossenen Immobilienfonds läßt sich auch problemlos mit einer Informationsbörse für Beteiligungen an mittelständischen Unternehmen kombinieren.¹⁵² Die EDV-technische Infrastruktur ist in beiden Fällen sehr ähnlich, so daß sich hier erhebliche Verbundeffekte ergeben, die die notwendigen Kosten für die Anfangsinvestitionen deutlich reduzieren. Für die Informationsbörse für Immobilien hätte dies auch den Vorteil einer größeren öffentlichen Aufmerksamkeit und einer von Anfang an besseren Reputation.

¹⁴⁹ Vgl. GERKE/VAN RÜTH/SCHÖNER (1992).

¹⁵⁰ Wichtige Informationen zur Beurteilung der zukünftigen Ertragsaussichten sind: Standort und Lage des Objektes, Art des Objektes (Gewerbe- oder Wohnimmobilie), Preis-Leistungsverhältnis (= Kaufpreis zu Jahreskaltmiete), Höhe und zukünftige Entwicklung der Mieteinnahmen, Betriebs- und Verwaltungskosten, etc. Vgl. hierzu DEMUTH (1994), S. 162ff.

¹⁵¹ Vgl. GERKE/VAN RÜTH/SCHÖNER (1992), S. 92ff.

¹⁵² Vgl. hierzu Kapitel 2.2.

6 Handlungsempfehlungen

- **EASDAQ:** Mit EASDAQ startet ab September 1996 ein europäischer Markt für Wachstumsunternehmen nach dem Vorbild der amerikanischen NASDAQ. Für die Stuttgarter Wertpapierbörse ergeben sich aufgrund der vorhandenen Kompetenz und Erfahrung Chancen einer Kooperation mit EASDAQ auf dem Gebiet der Überwachung der Zulassungsvoraussetzungen deutscher Emittenten sowie bei der Zulassung deutscher Intermediäre zum EASDAQ-Handel. Um für deutsche Kleinanleger die Transaktionskosten des grenzüberschreitenden Aktiengeschäfts mit EASDAQ zu reduzieren, wird empfohlen, daß EASDAQ-Werte im Rahmen eines Cross Listings zum Freiverkehr an der Stuttgarter Wertpapierbörse einbezogen werden. Für deutsche Privatanleger besonders interessant wäre in diesem Zusammenhang die Möglichkeit, an der Stuttgarter Börse gelistete EASDAQ-Werte zu Preisen erwerben bzw. veräußern zu können, die nach dem an deutschen Börsen üblichen Auktionsverfahren ermittelt werden. Damit könnten die oftmals großen Spannen bei der Kursstellung des an EASDAQ vorgesehenen Market Make-Systems vermieden werden. Den skontroführenden Makler an der Stuttgarter Wertpapierbörse könnte zur Vermeidung von Preisnachteilen für die Privatanleger eine Verpflichtung zur Berücksichtigung der aktuellen EASDAQ-Kursspannen auferlegt werden.
- **Anleihen:** Im Hinblick auf den voraussichtlichen Beginn der Europäischen Währungsunion im Januar 1999 sollte die Börse Stuttgart frühzeitig versuchen, Anleihe-Emittenten aus den wahrscheinlichen Teilnehmerstaaten für eine Notierung in Stuttgart zu gewinnen. Insbesondere der französische Anleihemarkt weist als zweitgrößter Bondsmarkt in der Währungsunion ein hohes Potential als zukünftiger Umsatzträger auf. Hier würde sich auch ein sinnvolles Feld für eine Zusammenarbeit mit der Börse von Lyon ergeben, zu der ja bereits Kontakte bestehen; zu denken wäre etwa an ein Cross-Listing von Anleihen. Darüber hinaus könnte sich die Stuttgarter Börse in den angrenzenden Staaten Österreich und Frankreich als Handelsplatz für deutsche Anleihen empfehlen und im Vorfeld der EWU etwa durch besondere Konditionengestaltung und gezielte Marketing-Aktivitäten versuchen, institutionelle und private Anlegerkreise in diesen Ländern als Kunden zu gewinnen.
- Auch die Reformen am Pfandbriefmarkt stellen eine Entwicklung dar, von der die Stuttgarter Wertpapierbörse profitieren könnte. Die Börse sollte Anstrengungen unternehmen, in enger Abstimmung mit den pfandbriefemittierenden Instituten Baden-Württembergs einen substantiellen Jumbo-Markt auch in Stuttgart aufzubauen. Die Börse könnte auch profitieren, wenn die Idee einer Pfandbrief-Emissionszentrale für Südwestdeutschland realisiert würde. Würde eine solche Zentrale in Baden-Württemberg gegründet, dann wäre die Börse des Landes prädestiniert, eine wichtige Rolle als Handelsplatz dieser Papiere einzunehmen.
- **Informationsbörse:** Es wird empfohlen, eine Informationsbörse (IB) zu installieren, die als außerbörsliches Marktsegment Beteiligungen an KMU vermittelt. Zu diesem Zweck richtet die IB eine Datenbank ein, in der sie in standardisierter Form Beteiligungsofferten von KMU und Anlagewünsche potentieller Eigenkapitalgeber sammelt, dieselben miteinander vergleicht und bei Interessenidentität zusammenführt. Auf die Weise reduziert die IB Informationsasymmetrien, die als ursächlich für die Probleme der mittelständischen Unternehmen bei der Aufnahme externen Eigenkapitals angesehen werden. Diese Aufgabe kann die IB besonders gut erfüllen, wenn sie für die beteiligungswilligen KMU ein Rating erstellt, in das Jahresabschlußdaten sowie Unternehmensinformationen über das Wachstumspotential unter Einbezug bestehender Risiken eingehen. Die mit 1 bis 3 Mio. DM veran-

schlagte Anschubfinanzierung der IB sollte mit Unterstützung der öffentlichen Hand erfolgen. Die laufenden Kosten der IB sollten mehr und mehr durch Erlöse aus ihrer Tätigkeit gedeckt werden. Zur Sicherung der Rentabilität wird vorgeschlagen, daß die IB ihre in einer erweiterten Datenbank gespeicherten Unternehmensdaten auch Dritten entgeltlich zur Nutzung überläßt. Des weiteren ließe sich die IB als ein Beratungszentrum für beteiligungswillige KMU ausbauen, das auch als zentrale und unabhängige Informationsstelle für sämtliche zur Förderung der mittelständischen Unternehmen aufgelegten öffentlichen Finanzierungshilfe-Programme fungieren könnte.

- **Mittelstandsbörse:** Eine Abschätzung des Emissionspotentials mittelständischer Unternehmen in Baden-Württemberg anhand formeller Umsatz- und Renditekriterien läßt ein Marktvolumen für einen Mittelstandsmarkt erkennen, das das bisherige Handelsvolumen erheblich überschreitet. Eine erheblich größere Ausschöpfung dieses Potentials erscheint auf lange Sicht möglich. Der gezielte Aufbau eines wettbewerbsfähigen Mittelstandsmarktes erfordert jedoch Anfangsinvestitionen, deren Rentabilität auch auf lange Sicht in hohem Maße unsicher ist.
- In erster Linie gilt es, die Emissionsbereitschaft von Unternehmen und die Anlagebereitschaft der Privaten zu fördern. In diesem Zusammenhang sollte die Wertpapierbörse Stuttgart eigene Beratungsaktivitäten für Unternehmen, die an einem going public interessiert sind, entfalten: Eine Emissionsberatung seitens der Börse könnte kleinen und mittlere Unternehmen eine objektive, an den regionalen Gegebenheiten orientierte Einschätzung ihrer Kapitalmarktposition vermitteln, grundsätzliche Hinweise zur Vorbereitung eines Börsengangs geben und schließlich Kontakte zu Emissionshäusern herstellen.
- Auch auf der Privatanlegerseite besteht offensichtlicher Beratungsbedarf hinsichtlich der Chancen und Risiken bzw. risikominimierender Gestaltungsmöglichkeiten von Engagements in Aktien mittelständischer Unternehmen. Die Börse könnte diesen Bedarf durch das Angebot problemspezifisch ausgerichteter Anlegerseminare decken.
- Um die aus den typischerweise kleinen Emissionsvolumina in Mittelstandsmärkten resultierenden Liquiditäts- und Volatilitätsrisiken zu verringern, sollten entsprechende Reformen der Marktorganisation in Betracht gezogen werden. Insbesondere ist hier an die Zulassung von Market Makern, die eine mit bestimmten Privilegien ausgestattete Betreuer- bzw. Liquiditätshändlerfunktion für marktenge Werte wahrnehmen, zu denken.
- **Risikokapitalfonds:** Risikokapitalfonds stellen in doppelter Hinsicht interessante Kooperationspartner für eine mittelständisch ausgerichtete Wertpapierbörse dar: Einerseits kann eine enge Zusammenarbeit mit Fonds, die im Bereich der Wachstumsfinanzierung engagiert sind, dazu beitragen, frühzeitig chancenreiche Emissionskandidaten zu identifizieren. Es wird daher empfohlen, entsprechende Kontakte zu Kapitalbeteiligungsgesellschaften mit dem Ziel des Aufbaus einer finanzierungsphasenübergreifenden Beratungsinfrastruktur für Wachstumsunternehmen aufzunehmen.
- Andererseits stellt der Handel von Fondsanteilen selbst ein potentielles Geschäftsfeld für die Börse dar. Um das zur Zeit geringe Handelsvolumen in Anteilen von Risikokapitalfonds langfristig zu fördern, sollten die Börse und die Landesregierung Baden-Württemberg aktiv auf die Zulassung von börsennotierten Spezialwertfonds des Gesellschaftstyps im Rahmen einer Novelle des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften hin-

beiten. Zusätzlich ist zu prüfen, ob in Kooperation mit dem Land Baden-Württemberg Refinanzierungsmöglichkeiten für öffentlich geförderte Risikokapitalfonds über die Börse geschaffen werden können.

- **Elektronischer Call-Markt:** Es wird empfohlen, als Produktinnovation im deutschen Börsenwesen einen elektronischen Call-Markt für den Blockhandel der institutionellen Investoren in Deutschland aufzubauen. Eine erfolgreiche Etablierung dieses neu zu schaffenden Marktsegments erscheint trotz hoher anfänglicher Fixkosten bei einer konsequent auf Preisdifferenzierung ausgerichteten Implementierung sowie einer uneingeschränkten Unterstützung der baden-württembergischen Kreditinstitute, Versicherungen und sonstiger Kapitalsammelstellen möglich. Als weitere Option bietet sich die partielle Kooperation mit der Deutschen Börse AG an, wobei der Call-Markt vertraglich als Exklusivrecht für die Stuttgarter Wertpapierbörse ausbedungen werden sollte, um hinsichtlich der betriebswirtschaftlichen Aspekte eine örtliche und zeitliche Konzentration des erwarteten Umsatzes zu erzielen. Um die Erfolgsaussichten besser einschätzen zu können, wird des weiteren empfohlen, im Vorfeld einer Errichtung des Call-Marktes unbedingt eine Potentialanalyse durchzuführen, da bisher kaum Erfahrungen für Deutschland bezüglich der Akzeptanz dieses Marktsegments bei der Zielgruppe vorliegen.
- **Immobilienbörse:** Es wird empfohlen, im Rahmen der Informationsbörse ein zusätzliches Segment für geschlossene Immobilienfonds einzurichten. Mittelfristig besteht die Perspektive, die damit errichtete Basis zu einem echten Börsenhandel mit Anteilen geschlossener Immobilienfonds auszubauen.

7 Literatur, Abbildungen und Tabellen

7.1 Literaturverzeichnis

- AKERLOF, GEORGE A. (1970), The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, 1970, S. 488-500.
- AMIHUD, YAKOV/HO, THOMAS S. Y./SCHWARTZ, ROBERT A. (1985), Market Making and the Changing Structure of the Securities Industry, Lexington/Toronto 1985.
- ARROW, KENNETH J. (1985), The Economics of Agency, in: Principals and Agents: The Structure of Business, hrsg. von PRATT, JOHN W./ZECKHAUSER, RICHARD J., Harvard 1985, S. 37-51.
- BLÄTTCHEN, WOLFGANG (1995), Börsenzulassung, in: Handwörterbuch des Bank- und Börsenwesens. 2 überar. und erw. Aufl., hrsg. von GERKE, WOLFGANG/STEINER, MANFRED Stuttgart 1995, Sp. 345-354.
- BÖLTER, HENDRICK (1986), Der geschlossene Immobilienfonds: Kapitalanlage, Finanzierungs- instrument und Banktyp, Frankfurt/Main 1986.
- BÖRSENFACHMINISTERKONFERENZ (1996), Beschluß der Börsenfachministerkonferenz am 13.03.1996 zur Weiterentwicklung der Börsenstruktur, hrsg. von Niedersächsisches Ministerium für Wirtschaft, Technologie und Verkehr, Hannover 1996.
- COHEN, KALMAN J. ET AL. (1986), The Microstructure of Securities Markets, Englewood Cliffs 1986.
- COHEN, KALMAN J./SCHWARTZ, ROBERT A. (1989), An Electronic Call Market: Its Design and Desirability, in: The Challenge of Information Technology for the Securities Markets: Liquidity, Volatility, and Global Trading, hrsg. von LUCAS, HENRY C. JR./SCHWARTZ, ROBERT A., Homewood 1989, S. 15-58.
- COMMERZBANK (1995), Die Europäische Währungsunion, Frankfurt 1995.
- COULSON, N. J. (1994), Auktionen bringen bessere Erlöse: Die kontrollierte Auktion im grenzüberschreitenden M&A-Geschäft, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 29.03.1994, Nr. 74, S. B16.
- DEMUTH, MICHAEL (1994), Geschlossene Immobilienfonds als Anlageinstrumente, in: Geldanlage mit Immobilien, hrsg von MARLIES, BRUNNER, Wiesbaden 1994, S. 149-165.
- DEUTSCH, JOSEF/KIRSCHNER, WOLFGANG/PETTIT, HELMUT (1996), Perspektiven des Pfandbriefmarktes, in: Die Bank 1/1996, S. 20-25.
- DEUTSCHE BANK RESEARCH (1996), Eine stabile Währung für Europa, Frankfurt 1996.
- DEUTSCHE BÖRSE AG (1994), Deutsche Börsen: Jahresbericht 1993, Frankfurt 1996.
- DEUTSCHE BÖRSE AG (1995), Jahresbericht der Deutschen Börsen 1994, Frankfurt 1994.
- DEUTSCHE BUNDESBANK (1993), Jahresabschlüsse westdeutscher Unternehmen 1971-1991, Frankfurt 1993.
- DEUTSCHE BUNDESBANK (1995), Die gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsströme in Deutschland im Jahre 1994, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Nr 5, 1995, S. 17-43.
- DEUTSCHE BUNDESBANK (1996), Monatsbericht April 1996, Frankfurt 1996.

- DEUTSCHER SPARKASSENVERLAG (1995), Jahrbuch Geschlossene Immobilienfonds, Stuttgart 1995.
- EARL, P./FISHER, F. G. (1986), International Mergers and Acquisition, London 1986.
- EASDAQ (1995), Hrsg., Description of the EASDAQ Project, Broschüre, Brüssel 1995.
- ECONOMIDES, NICHOLAS/SCHWARTZ, ROBERT A. (1995), Equity Trading Practices and Market Structure: Assessing Asset Managers` Demand for Immediacy, in: Financial Markets, Institutions and Instruments, Vol. 4, No. 4, 1995, S. 1-45.
- FALK, BERND (1985), Immobilienhandbuch, Stuttgart 1985.
- FANSELOW, KARL-HEINZ/STEDLER, HEINRICH R. (1996), UBGG-Novelle eröffnet neue Marktchancen, in: Die Bank, H. 12/94, S. 740-744
- FREUDENBERG, WOLFRAM (1992), Perspektiven für die deutschen Regionalbörsen, in: Deutschland als Finanzplatz, Schriftenreihe des Instituts für Kapitalmarktforschung an der J.W. Goethe-Universität Frankfurt am Main, Bd. 33, Hrsg.: Georg Bruns und Karl Häuser, S. 121-135.
- GAUBE, THOMAS/NACHTKAMP, HANS H. (1995), Der Zweitmarkt für Anteile an Geschlossenen Immobilienfonds - eine Analyse mit Vorschlägen für eine effizientere Gestaltung, Manuskript, Universität Mannheim 1995.
- GERKE, WOLFGANG (1991), Gutachten zur Fortentwicklung des deutschen Börsenwesens durch Einführung eines elektronischen Handelssystems (EHS), April 1991, Mannheim.
- GERKE, WOLFGANG (1993), Computerbörse für den Finanzplatz Deutschland, in: Die Betriebswirtschaft, Nr. 53, 1993, S. 725-748.
- GERKE, WOLFGANG (1993), Informationsasymmetrien am Markt für Beteiligungen an mittelständischen Unternehmen, in: Handbuch des Finanzmanagements, hrsg. von GEBHARDT, GÜNTHER/GERKE, WOLFGANG/STEINER, MANFRED, München 1993.
- GERKE, WOLFGANG (1995a), „Der Finanzplatz Deutschland braucht Innovation statt Reaktion“, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Nr. 1, 1995, S. 16-26.
- GERKE, WOLFGANG (1995b), Weltbörsen ohne Privatanleger?, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Sonderbeilage „Weltbörsen“ vom 04.12.1995, S. B1.
- GERKE, WOLFGANG ET AL. (1995), Probleme deutscher mittelständischer Unternehmen beim Zugang zum Kapitalmarkt - Analyse und wirtschaftspolitische Schlußfolgerungen, Schriftenreihe des ZEW, Bd. 7, Baden-Baden 1995.
- GERKE, WOLFGANG/RASCH, SEBASTIAN (1992), Gestaltungsvorschläge für den Blockhandel im Elektronischen Handelssystem (EHS), Arbeitspapier Nr. 3, Lehrstuhl für Bank- und Börsenwesen, April 1992, Nürnberg.
- GERKE, WOLFGANG/VAN RÜTH, VOLKER/SCHÖNER, MANFRED (1992), Informationsbörse für Beteiligungen an mittelständischen Unternehmen, Stuttgart 1992.
- GERKE, WOLFGANG/RASCH, SEBASTIAN (1993), Europas Wertpapierbörsen im Umbruch - Eine Übersicht über den Strukturwandel im europäischen Börsenwesen, in: ZEW-Wirtschaftsanalysen, Heft 3/1993, S. 306-336.
- GERKE, WOLFGANG/RAPP, HEINZ-WERNER (1994), Strukturveränderungen im internationalen Börsenwesen, in: Die Betriebswirtschaft, 54, 1994, S. 5-23.
- GERLACH-REPORT, (28/95), Ausgabe 28, 1995.

- HAHN, FRANZ (1992), Organisation, Strukturen und Handelsmechanismen der Wertpapierbörsen im internationalen Vergleich, Wien 1992.
- HANDA, PUNEET/SCHWARTZ, ROBERT A. (1996), How Best to Supply Liquidity to a Securities Market, in: Journal of Portfolio Management, Winter 1996, S. 44-51.
- HEINEMANN, FRIEDRICH (1996a), Pfandbrief: Renaissance eines Klassikers, in: Anlagepraxis, Februar 1996, S. 6-10.
- HEINEMANN, FRIEDRICH (1996b), Währungsunion und deutsche Kapitalmarktzinsen, ZEW-Discussion-Paper Nr. 96-05, Mannheim 1996.
- HEINEMANN, FRIEDRICH/KUKUK, MARTIN/WESTERHEIDE, PETER (1995), Das Innovationsverhalten der baden-württembergischen Unternehmen, ZEW-Dokumentation Nr. 95-05, Mannheim 1995.
- HEINEMANN, FRIEDRICH/SCHRÖDER, MICHAEL (1996), Währungsunion und Kapitalmärkte - Eine Experten-Umfrage im Januar 1996, in: ZEW-Finanzmarktreport, März 1996, Sonderausgabe Währungsunion, Mannheim 1996.
- HIELSCHER, UDO (1993), Börsen und Börsengeschäfte, in: Obst/Hintner: Geld-, Bank- und Börsenwesen, hrsg. von KLOTEN, NORBERT/STEIN, JOHANN H. VON, 39. Aufl., Stuttgart 1993, S. 1128-1188.
- HIRSCHHOFER, HAROLD/SCHWARTZ, ROBERT A./SIRRI, ERIK R. (1993), AZX and the Arizona Stock Exchange, discussion paper, Harvard 1993.
- HOPF, MICHAEL (1993), Informationen für Märkte und Märkte für Informationen, Frankfurt 1993.
- HUMPERT, F. J. (1992), Unternehmensakquisitionen - Erfahrungen beim Kauf von Unternehmen, in: Unternehmensakquisitionen und Unternehmensbewertung: Grundlagen und Fallstudien, hrsg. von BUSSE VON COLBE, WALTHER./COENENBERG, ADOLF. G., Stuttgart 1992.
- JAKOB, WOLFGANG (1995), Rechtsgutachten zur Frage, unter welchen Voraussetzungen ein Verkauf von Anteilen an geschlossenen Immobilienfonds steuerunschädlich möglich ist und welche Voraussetzungen erfüllt sein müssen, wenn ein Anteil vor Erreichen des Totalüberschusses steuerunschädlich veräußert werden soll, Augsburg, Februar 1995.
- KAUFMANN, FRIEDRICH/KOKALJ, LJUBA (1996), Risikokapitalmärkte für mittelständische Unternehmen, Schriften zur Mittelstandsforschung, Nr. 68 N. F., Stuttgart 1996.
- LANDGRAF, ROBERT (1995a), Der Pfandbrief hat wieder Zukunft, in: Handelsblatt vom 15./16.9.95.
- LANDGRAF, ROBERT (1995b), Emissionszentrale soll Anleihen bündeln, in: Handelsblatt vom 25.10.95.
- LBB (1995), Pressemitteilung: „Einrichtung eines Zweitmarktes für Anteile an geschlossenen Immobilienfonds durch die LBB Immobilien Beteiligungs- und Vertriebsgesellschaft“, Wiesbaden, 27.6.1995.
- LOIPFINGER, STEFAN (1995a), Sekundärmarkt für Fondsanteile: Erste Wahl aus zweiter Hand?, in: Immobilien Manager, Ausgabe 1/2, 1995, S. 6-10.

- LOIPFINGER, STEFAN (1995b), Zweitmarkt etabliert, in: Immobilien Manager, Ausgabe 12, 1995, S. 47.
- LUCAS, HENRY C. JR./SCHWARTZ, ROBERT A. (1989), The Challenge of Information Technology for the Securities Markets: Liquidity, Volatility, and Global Trading, Homewood 1989.
- LUCAS, JOHANNES H./RASCH, SEBASTIAN (1995), Mittelstand im Visier, in: EU-Magazin, Heft 10/1995, S. 30-34.
- MADHAVAN, ANATH N. (1992), Trading Mechanisms in Securities Markets, in: Journal of Finance, Vol. 47, 1992, S. 607-641.
- MINISTERIUM FÜR WIRTSCHAFT, MITTELSTAND UND TECHNOLOGIE BADEN-WÜRTTEMBERG (1987), (Hrsg.), Bericht der Kommission „Zweiter Börsenmarkt“ Börsenzugang für kleine und mittlere Unternehmen, Stuttgart 1987.
- NACHTWEY, GEORG (1995), Sekundärmarkt: Keine Absatzgarantie am Fondszweitmarkt, in: Immobilienmagazin, Nov./Dez. 1995, S. 12-13.
- NEUS, WERNER (1995), Zur Theorie der Finanzierung kleiner Unternehmungen, Wiesbaden 1995.
- NEWMAN, KARA (1995), Building Block Trades, in: Traders Magazine, Oktober 1995, S. 18-20.
- o.V.(1996a), Plan für Pfandbrief-Future noch nicht konkret, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 19.3.96.
- o.V. (1996b), Börse Stuttgart: Mehr Umsatz und Mitglieder, in: Börsen-Zeitung vom 4.4.1996:
- o.V. (1996c), Breuer fordert nennwertlose Aktie, in: Börsen-Zeitung vom 10.5.1996.
- o.V. (1996d), Bremen: Lange Handelszeit erforderlich, in: Börsen-Zeitung vom 14.05.1996.
- PAGANO, MARCO/RÖELL, AILSA (1990), Stock Markets, in: Economic Policy, April 1990, S. 63-114.
- PAGANO, MARCO/RÖELL, AILSA (1992), Auction and dealership markets, in: European Economic Review, Vol. 36, 1992, S. 613-623.
- RASCH, SEBASTIAN (1994), Börsensegmente für Nebenwerte an Europas Börsen, in: Die Bank, Heft 9/1994, S. 512-517.
- RASCH, SEBASTIAN (1995), Kurs auf hybride Handelssysteme, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 4. Dezember 1995, Verlagsbeilage „Weltbörsen“, S. B4.
- RASCH, SEBASTIAN (1996a), Der Aktienmarkt für kleine und mittelgroße Aktiengesellschaften, Besonderheiten, Probleme und Möglichkeiten bei der Ausgestaltung des Börsenhandels, Schriftenreihe des ZEW, Bd. 10, Baden-Baden 1996.
- RASCH, SEBASTIAN (1996b), Neue Börseninitiativen für Small und Mid Caps, in: Börsen-Zeitung vom 20.4.1996, S. 24.
- ROSEN, RÜDIGER VON (1993), Begrüßung, in: Deutsche Börse AG (Hrsg.), Privatanleger und Börse, Frankfurt 1993, S. 7-8.
- ROTHSCHILD, MICHAEL/STIGLITZ, JOSEPH (1976), Equilibrium in Competitive Insurance Markets. An Essay on the Economics, Vol. 90, 1976, S. 629-649.

- SCHIERECK, DIRK (1995), Internationale Börsenplatzentscheidungen institutioneller Investoren, Wiesbaden 1995.
- SCHMIDT, HARTMUT (1988), Wertpapierbörsen, München 1988.
- SCHMIDT, HARTMUT/OESTERHELWEG, OLAF/TRESKE, KAI (1996), Erkennen deutsche Anleger die Vorzüge sogenannter Call Markets?, in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, Nr. 1, 1996, S. 10-19.
- SCHMIDT, REINHARDT H. (1981) Ein neo-institutionalistischer Ansatz in der Finanzierungstheorie, in: RÜHLI, EDWIN/THOMMEN, JEAN-PAUL (Hrsg.), Unternehmensführung aus finanz- und bankwissenschaftlicher Sicht, Stuttgart 1981, S. 135-155.
- SCHUSTER, STEPHAN (1996), Paris, das Verankerungsprinzip und die kritische Masse, in: Börsen-Zeitung vom 30.1.95, wiederabgedruckt in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Pres seartikeln Nr. 8/96, S. 7-11.
- SCHWARTZ, ROBERT A. (1988), Equity Markets: Structure, Trading and Performance, New York 1988.
- SCHWARTZ, ROBERT A. (1991), Reshaping the Equity Markets: A Guide for the 1990s, Harper Row 1991.
- SCHWARTZ, ROBERT A./STEIL, BENN (1996), Equity Trading III: The Trading Practices and Preferences of European Institutional Investors, in: The European Equity Markets: The State of the Union and an Agenda for the Millennium, hrsg. von STEIL, BENN, London 1996, S. 81-106.
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (1994), Market 2000: An Examination of Current Equity Market Developments, Washington Januar 1994.
- SIRRI, ERIK R. (1993a), Jefferies & Company: ITG, discussion paper, Harvard 1993.
- SPENCE, MICHAEL E. (1973), Job Market Signalling in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 87, 1973, S. 355-374.
- SPREMANN, KLAUS (1986), Finanzierung, 2. Aufl., München/Wien 1986.
- STIGLITZ, JOSEPH (1975), The Theory of Screening, Education, and the Distribution of Income, in: American Economic Review, Vol. 65, 1975, S. 283-300.
- SWOBODA, P. (1991), Betriebliche Finanzierung, 2. Aufl., Heidelberg 1991.
- WAPPENHANS, GERNOT (1987), Rentabilität von geschlossenen Immobilienfonds, Köln 1987.
- WIESELHUBER & PARTNER (1995), Ist Ihr Unternehmen reif für einen Gang an die Börse, Untersuchungsbericht über die schriftliche Befragung von Unternehmen in der Bundesrepublik Deutschland, München 1995.

7.2 Verzeichnis der verwendeten Gesetzestexte, Richtlinien und sonstigen Quellen

- BADEN-WÜRTEMBERGISCHE WERTPAPIERBÖRSE ZU STUTTGART (1996), Telef. Auskunft vom Februar 1996.
- BÖRSEORDNUNG der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse zu Stuttgart vom Juli 1994.

GESETZ ÜBER UNTERNEHMENS BETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN (UBGG) vom 17. Dezember 1986.

RICHTLINIE 89/298/EWG, Richtlinie des Rates vom 17. April 1989 zur Koordinierung der Bedingungen für die Erstellung, Kontrolle und Verbreitung des Prospekts, der im Falle öffentlicher Angebote von Wertpapieren zu veröffentlichen ist, Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften, Nr. L 124/8, vom 05.05.1989, S. 8-15.

RICHTLINIEN FÜR DEN FREIVERKEHR an der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse zu Stuttgart vom 5. September 1988 mit Änderung vom 6. März 1995.

7.3 Abbildungsverzeichnis

ABBILDUNG 1:	ANZAHL DER UNTERNEHMEN NACH RECHTSFORMEN	20
ABBILDUNG 2:	DIE BÖRSENNOTIERUNG DER IN DER STICHPROBE ENTHALTENEN AG	20
ABBILDUNG 3:	NICHT-BÖRSENNOTIERTE UNTERNEHMEN	21
ABBILDUNG 4:	NICHT-BÖRSENNOTIERTE UNTERNEHMEN MIT DREIJÄHRIGEM UMSATZ- WACHSTUM	22
ABBILDUNG 5:	ALTERSKLASSEN DER POTENTIELL EMISSIONSFÄHIGEN UNTERNEHMEN	23
ABBILDUNG 6:	BRANCHENGLIEDERUNG DER POTENTIELL EMISSIONSFÄHIGEN UNTER- NEHMEN	24
ABBILDUNG 7:	UNTERNEHMEN MIT MIND. 3 V.H. UMSATZRENDITE NACH UMSATZ- KLASSEN	25
ABBILDUNG 8:	UNTERNEHMEN MIT MIND. 3 V.H. UMSATZRENDITE NACH EK-QUOTEN	26
ABBILDUNG 9:	UNTERNEHMEN MIT MIND. 3 V.H. UMSATZRENDITE NACH RENDITE KLASSEN	26
ABBILDUNG 10:	BRANCHENGLIEDERUNG DER UNTERNEHMEN MIT MIND. 3 V.H. UMSATZ- RENDITE	27
ABBILDUNG 11:	ANZAHL DER AN DER STUTTGARTER BÖRSE GEHANDELTEN RENTEN- (STAND AM JAHRESENDE)	38
ABBILDUNG 12:	CHANCEN DER EU-MITGLIEDSTAATEN AUF EINE WÄHRUNGSUNIONSTEIL- NAHME IN DER EINSCHÄTZUNG VON 250 DEUTSCHER FINANZEXPERTEN, JANUAR 1996 (PROZENTANTEIL DER BEFRAGTEN, DIE DAS JEWEILIGE LAND VON BEGINN AN DABEI SEHEN)	42
ABBILDUNG 13:	NATIONALE MARKTANTEILE AM EWU-RENTENMARKT AUF DER BASIS VON UMLAUFENDEN ANLEIHEN ANFANG 1994 - ANNAHME: 8 MITGLIED- STAATEN	42
ABBILDUNG 14:	ZIELSTRUKTUR FÜR DIE BÖRSENPLATZWahl	48

7.4 Tabellenverzeichnis

TABELLE 1:	ANZAHL DER GEHANDELTEN WERTPAPIERE NACH BÖRSENPLÄTZEN (STAND 1994)	2
TABELLE 2:	BÖRSENUMSATZ IN MRD. DM NACH BÖRSENPLÄTZEN (STAND 1993)	3
TABELLE 3:	UMSÄTZE AN DER STUTTGARTER BÖRSE (PARKETT UND IBIS, OHNE OPTIONSSCHEINE)	4
TABELLE 4:	DATEN FÜR DAS MATCHING	14
TABELLE 5:	VORTEILE DES PERIODISCHEN UND KONTINUIERLICHEN HANDELS	29
TABELLE 6:	MINDESTBEDINGUNGEN DER ZULASSUNG AN EASDAQ	33
TABELLE 7:	KOOPERATIONSMÖGLICHKEITEN UND POTENTIALABSCHÄTZUNG	37

TABELLE 8:	ZINSABSTAND ZWISCHEN EUROPÄISCHEN ZEHNJÄHRIGEN STAATS-ANLEIHEN UND ZEHNJÄHRIGEN BUNDESANLEIHEN IN BASISPUNKTEN (APRIL 1996)	40
TABELLE 9:	KONVERGENZLAGE DER EU-STAAATEN 1995	41

7.5 Abkürzungsverzeichnis

Abb.	=	Abbildung
AG	=	Aktiengesellschaft
AKV	=	Deutscher Auslandskassenverein AG
AMEX	=	American Stock Exchange
AZX	=	Arizona Stock Exchange
Bd.	=	Band
BEF	=	Belgische Francs
BOSS-CUBE	=	Börsen Order Service System-Computerunterstütztes Börsenhandels- und Entscheidungssystem
BVK	=	Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften German Venture Capital Association e. V.
bzw.	=	beziehungsweise
DBAG	=	Deutsche Börse AG
DAX	=	Deutscher Aktienindex
ders.	=	derselbe
d. h.	=	das heißt
dies.	=	dieselben
DKV	=	Deutscher Kassenverein AG
DM	=	Deutsche Mark
DTB	=	Deutsche Terminbörse
DWZ	=	Deutsche Wertpapierdaten-Zentrale GmbH
EASD	=	European Association of Securities Dealers
EASDAQ	=	European Association of Securities Dealers Automated Quotation System
ebda.	=	ebenda
ECU	=	European Currency Unit
EHS	=	Elektronisches Handelssystem
EU	=	Europäische Union
EVCA	=	European Venture Capital Association
EWU	=	Europäische Währungsunion
f.	=	folgend
ff.	=	fortfolgend
ggf.	=	gegebenenfalls
GmbH	=	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
Hrsg.	=	Herausgeber
hrsg.	=	herausgegeben
IB	=	Informationsbörse
IBIS	=	Integriertes Börsenhandels- und Informationssystem
IBIS-R	=	Integriertes Börsenhandels- und Informationssystem für Rentenwerte
i. d. R.	=	in der Regel
i. H. v.	=	in Höhe von
ISMA	=	International Securities Market Association

ITG	=	Investment Technology Group
i. w. S.	=	im weiteren Sinne
KAGG	=	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
KG	=	Kommanditgesellschaft
KMU	=	Kleinere und mittlere Unternehmen
LBB	=	Landesbank Berlin
Mio.	=	Million(en)
Mrd.	=	Milliarde(n)
NASD	=	National Association of Securities Dealers
NASDAQ	=	National Association of Securities Dealers Automated Quotation (System)
Nr.	=	Nummer
NYSE	=	New York Stock Exchange
OHG	=	Offene Handelsgesellschaft
OTC	=	Over-The-Counter
o.V.	=	ohne Verfasserangabe
PEX	=	Pfandbrief Kursindex der Deutschen Börse AG
PEXP	=	Pfandbrief-Performanceindex der Deutschen Börse AG
POSIT	=	Portfolio System for Institutional Trading
PSCAN	=	Price Scan
PTS	=	Proprietary Trading Systems
S.A.	=	Société Anonyme
SEAQ	=	Stock Exchange Automated Quotation
S.	=	Seite(n)
sog.	=	sogenannte(r)
sonst.	=	sonstige
TAK	=	Transaktionskosten
u. U.	=	unter Umständen
UBGG	=	Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften
UBG	=	Unternehmensbeteiligungsgesellschaft(en)
Vgl.	=	Vergleiche
v. H.	=	vom Hundert
Vol.	=	Volume (Band)
VVC	=	Verband der Vereine Creditreform
ZEUS	=	Zentrale Entwicklung einer Unternehmensstrategie
ZEW	=	Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH
z. B.	=	zum Beispiel
z. Zt.	=	zur Zeit