

Studienreihe der Stiftung Kreditwirtschaft  
Hrsg.: Prof. Dr. Joh. Heinr. v. Stein

**Ute Münstermann**

# **Märkte für Risikokapital**

**im Spannungsfeld von  
Organisationsfreiheit und Staatsaufsicht**



Verlag Wissenschaft & Praxis



Märkte für Risikokapital  
im Spannungsfeld von  
Organisationsfreiheit und Staatsaufsicht

# **Studienreihe der Stiftung Kreditwirtschaft an der Universität Hohenheim**

Herausgeber:

Prof. Dr. Joh. Heinr. v. Stein

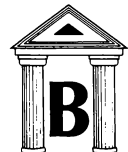
**Band 17**

Ute Münstermann

# **Märkte für Risikokapital**

**im Spannungsfeld von  
Organisationsfreiheit und Staatsaufsicht**

Verlag Wissenschaft & Praxis



CIP-Titelaufnahme der Deutschen Bibliothek

**Münstermann, Ute:**

Märkte für Risikokapital im Spannungsfeld von Organisationsfreiheit und Staatsaufsicht / Ute Münstermann.

– Sternenfels ; Berlin : Verl. Wiss. und Praxis, 1996

(Studienreihe der Stiftung Kreditwirtschaft  
an der Universität Hohenheim ; Bd. 17)

Zugl.: Hohenheim, Univ., Diss., 1995

ISBN 3-89673-001-0

NE: GT

ISBN 3-89673-001-0

© Verlag Wissenschaft & Praxis

Dr. Brauner GmbH 1996

75447 Sternenfels, Nußbaumweg 6

Tel. 07045/930093 Fax 07045/930094

Alle Rechte vorbehalten

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Printed in Germany

## Geleitwort

Mit der Studienreihe möchte die Stiftung Kreditwirtschaft Arbeiten, die an der Universität Hohenheim zu bank- und finanzwirtschaftlichen Themengebieten entstanden sind, einem interessierten Fachpublikum zugänglich machen. Die veröffentlichten Schriften sollen den Gedankenaustausch zwischen Universität und Praxis fördern.

Die Märkte für Risikokapital stehen im Spannungsfeld von Staatsaufsicht und Organisationsfreiheit. In der Bundesrepublik Deutschland sind sie wesentlich stärker reguliert als die US-amerikanischen Märkte. Die Errichtung und Organisation von Börsen ist weitgehend durch öffentlich-rechtliche Vorgaben bestimmt. Deshalb besteht keine Möglichkeit und kein Anreiz zur privatautonom organisierten Konkurrenz konkurrierender Handelsplätze. Die bestehenden Regulierungen sind in jüngster Zeit durch das 2. Finanzmarktförderungsgesetz noch verstärkt worden. Dies hat auch negative Auswirkungen auf die Funktionsfähigkeit im Börsenwesen. In der vorliegenden Arbeit wird gezeigt, daß Deregulierungen notwendig und ohne eine Beeinträchtigung von anderen unverzichtbaren individuellen oder institutionellen Schutzinteressen möglich sind. Ihre Durchsetzung läßt erwarten, daß sich in Deutschland in ähnlicher Weise wie in den USA der Wettbewerb zwischen konkurrierenden Marktorganisationsformen verstärken wird und Handelssysteme entstehen werden, die den Interessen potentieller Anleger besser entsprechen als die bestehenden börslichen Marktsegmente. Dadurch könnte vor allem für kleinere und mittlere Unternehmen die Kapitalbeschaffung über organisierte Kapitalmärkte wesentlich erleichtert werden.

Wir wünschen dem 17. Band der Studienreihe, daß er reges Interesse finden möge.

Hohenheim, im Juli 1996

Prof. Dr. Joh. Heinr. von Stein  
(Herausgeber)

Prof. Dr. Lothar Vollmer  
(Betreuer)

# Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im August 1995 unter dem Titel "Märkte für Risikokapital im Spannungsfeld von Organisationsfreiheit und Staatsaufsicht - eine ökonomische Analyse der Wirkungen gesetzgeberischer Eingriffe auf den Märkten für Risikokapital und der Deregulierungsnotwendigkeit der Börsenmärkte" von der Fakultät V Wirtschafts- und Sozialwissenschaften der Universität Hohenheim als Dissertation angenommen. Besonderer Dank gilt meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Lothar Vollmer, der insbesondere durch seine kritischen Anmerkungen und konstruktiven Vorschläge wesentlich zum Gelingen dieser Arbeit beigetragen hat.

Ebenso danke ich dem Institut für Rechtswissenschaft an der Universität Hohenheim sowie allen Freunden und Bekannten, die mir in unermüdlicher Weise mit Rat und Kritik zur Seite standen. Besonders hervorheben möchte ich dabei Herrn Ass. jur. Heinz Steinhübel, Herrn M. A. Thomas Ritschek, Herrn Ass. jur. Niko Burger sowie meinen Bruder, Herrn Dipl. Kfm. Jörg Münstermann. Frau Patricia Dietzel danke ich für die Unterstützung bei der formalen Ausgestaltung dieses Buches.

Mein herzlicher Dank gebührt auch Herrn Prof. Dr. Johann Heinrich von Stein für die Erstellung des Zweitgutachtens und die Übernahme der vorgelegten Arbeit in diese Schriftenreihe.

Gewidmet ist die Arbeit meinen Eltern, denen ich für ihre Unterstützung in jeder Hinsicht besonders danken möchte.

# Inhaltsverzeichnis

	<u>Seite</u>
Inhaltsverzeichnis .....	I
Verzeichnis der Abkürzungen .....	IX
Verzeichnis der Tabellen im Text .....	XIV
Verzeichnis der Anhänge .....	XV
Einführung und Gang der Untersuchung .....	7
I. Einführung .....	7
II. Gang der Untersuchung .....	9
<b>I. Teil: Finanzierung durch Risikokapital: Bedeutung und Grenzen .....</b>	<b>11</b>
A. Abgrenzung des Risikokapitalbegriffs .....	12
I. Eigen- und Fremdkapital .....	13
II. Wagniskapital .....	15
III. Risikokapital .....	16
1. Der Begriff des Risikokapitals .....	16
2. Die Risiken im Einzelnen .....	17
a. Agency-Risiken .....	18
b. Das Substanzverlustrisiko .....	19
c. Das Informationsrisiko .....	20
d. Das Abwicklungs- und Verwaltungsrisiko .....	21
e. Das Interessenvertretungsrisiko .....	21
f. Das Liquiditätsrisiko .....	22
B. Die ökonomische Bedeutung des Risikokapitals .....	23
I. Die einzelwirtschaftliche Bedeutung des Risikokapitals .....	24
1. Die Funktionen des Risikokapitals .....	24
a. Die Ingangsetzungsfunktion .....	25
b. Die Risikofunktion .....	27
c. Die Bemessungsfunktion .....	29
d. Die Kostensenkungsfunktion .....	29
e. Kontrollfunktion bei unternehmensspezifischen Investitionen .....	31
f. Risikokapital zur Lösung von Prinzipal-Agenten-Problemen .....	32



2. Grenzen der Risikokapitalfinanzierung .....	33
a. Potentielle ökonomische Grenzen einer Risikokapitalfinanzierung.....	33
aa. Die Kosten einer Risikokapitalbeschaffung über die Börse .....	34
bb. Gesellschaftsrechtliche Negativanreize .....	35
b. Potentielle rechtliche Grenzen einer Risikokapitalfinanzierung.....	35
II. Die gesamtwirtschaftliche Bedeutung des Risikokapitals .....	37
1. Die Funktionen des Risikokapitals.....	37
a. Möglichkeit zur Verringerung inflationärer Tendenzen .....	37
b. Möglichkeit zur Reduzierung der Arbeitslosenquote.....	38
c. Potentielles Mittel zur Wachstumssicherung .....	38
d. Möglichkeit zur Verringerung von Insolvenzen.....	39
e. Marktlenkungsfunktion des Risikokapitals .....	41
f. Risikokapital zur Erhaltung von Wettbewerbsfunktionen .....	42
2. Grenzen der Risikokapitalfinanzierung.....	43
a. Potentielle ökonomische Grenzen einer Risikokapitalfinanzierung.....	43
aa. Auftreten neuer Kapitalanbieter außerhalb der organisierten Märkte.....	45
bb. Staatliche Förderungspolitik .....	47
b. Potentielle rechtliche Grenzen der Risikokapitalfinanzierung.....	49
III. Zwischenergebnis .....	50
<b>2. Teil: Märkte für Risikokapital: Funktionen und Organisation .....</b>	<b>53</b>
A. Der Beitrag organisierter Märkte zur Risikokapitalbeschaffung.....	54
I. Finanzierungsfunktion.....	54
II. Transformationsfunktion.....	55
III. Kontrollfunktion.....	56
IV. Kostensenkungsfunktion.....	57
V. Selektionsfunktion .....	59
B. Die Märkte für Risikokapital in der Bundesrepublik Deutschland .....	60
I. Die rechtliche Ausgestaltung der Börsenmärkte .....	60
1. Der Rechtsbegriff der Börse .....	60
a. In der Literatur vorgeschlagene Kriterien.....	61
aa. Die Vertretbarkeit der Handelsgegenstände.....	62
bb. Die Repräsentativität des Handels .....	63
b. Aktuelles Beispiel der kontroversen Begriffsdiskussion .....	64
c. Eigener Vorschlag zur Präzisierung des Börsenbegriffs .....	66

2. Die Rechtsnatur der Börse.....	67
a. Privatrechtliche Rechtsnatur der Börse.....	67
b. Öffentlich-rechtliche Rechtsnatur der Börse.....	69
I. Das Spannungsverhältnis zwischen Staatsaufsicht und Organisationsfreiheit an der Börse.....	71
1. Die Entwicklung der Börsenaufsicht.....	72
a. Die Entwicklung der Börsen bis zum Erlaß des Börsengesetzes.....	72
b. Die staatlichen Eingriffe in das Börsenwesen seit Erlaß des Börsengesetzes.....	76
2. Die Selbstverwaltung der Börse.....	79
a. Der Begriff der Selbstverwaltung.....	79
b. Umfang und Grenzen der Börsenselbstverwaltung.....	82
aa. Die Organisation einer Börse.....	83
bb. Die strukturelle Ausgestaltung der Börsen.....	86
3. Die institutionelle Ausgestaltung der Börsensegmente.....	89
a. Der Amtliche Handel.....	90
aa. Die Teilnehmer.....	90
bb. Die Zulassung von Wertpapieren.....	96
cc. Die Handelsverfahren.....	101
b. Der Geregelte Markt.....	106
aa. Die Teilnehmer.....	108
bb. Die Zulassung von Wertpapieren.....	109
cc. Die Handelsverfahren.....	111
c. Der Freiverkehr.....	112
aa. Die Teilnehmer.....	114
bb. Die "Zulassung" von Wertpapieren.....	114
cc. Die Handelsverfahren.....	117
III. Die Nebenkapitalmärkte.....	118
1. Die Entwicklung der Nebenkapitalmärkte.....	119
a. Die Märkte für GmbH-Anteile.....	119
b. Die Märkte für KG-Anteile.....	121
2 Die institutionelle Ausgestaltung der Nebenkapitalmärkte.....	124
a. Der Telefonverkehr.....	124
aa. Die Teilnehmer.....	125
bb. Die "Zulassung" von Wertpapieren.....	125
cc. Das Handelsverfahren.....	125
b. Die sonstigen Nebenkapitalmärkte.....	126
aa. Die Teilnehmer.....	126
bb. Die "Zulassung" der Beteiligungstitel.....	128
cc. Die Handelsverfahren.....	130

IV. Zwischenergebnis .....	132
C. Die Märkte für Risikokapital in den USA .....	135
I. Die rechtliche Ausgestaltung der Börsenmärkte .....	136
1. Der Rechtsbegriff der Börse .....	136
2. Die Rechtsnatur der Börse .....	137
I. Das Spannungsverhältnis zwischen Staatsaufsicht und Organisationsfreiheit an der Börse am Beispiel der <i>New York Stock Exchange</i> (NYSE) .....	137
1. Die Entwicklung der Börsenaufsicht .....	138
a. Die Entwicklung der Börsenmärkte bis zum Erlass der Wertpapiergesetze .....	138
b. Die Entwicklung der gesetzgeberischen Eingriffe in das Börsenwesen .....	140
2. Die Selbstregulierung der Börsen .....	143
a. Der Begriff der <i>self regulation</i> .....	144
b. Umfang und Grenzen der Selbstregulierung .....	146
aa. Die Organisation einer Börse .....	146
bb. Die Ausgestaltung der Börsen .....	148
cc. Gründung von <i>National Securities Associations</i> .....	150
3. Die institutionelle Ausgestaltung der Börsenmärkte am Beispiel der NYSE .....	151
a. Die Teilnehmer .....	151
b. Die Zulassung von Wertpapieren .....	155
aa. Die Registrierungsvorschriften des SA .....	157
bb. Die Registrierung nach dem SEA .....	162
c. Die Handelsverfahren .....	164
III. Die Nebenkapitalmärkte .....	165
1. Die Entwicklung der Aufsicht über die OTC-Märkte .....	165
2. Die derzeitige institutionelle Ausgestaltung der OTC-Märkte .....	167
a. Die traditionellen OTC-Märkte .....	167
aa. Die Teilnehmer .....	167
bb. Die Zulassung von Wertpapieren .....	168
cc. Das Handelsverfahren .....	168
b. Der NASDAQ-Markt .....	169
aa. Die Teilnehmer .....	169
bb. Die Zulassung von Wertpapieren .....	170
cc. Das Handelsverfahren .....	173
c. Die National Partnership Exchange Corporation (NAPEX) .....	174
aa. Die Teilnehmer .....	176
bb. Die Zulassung von Wertpapieren .....	176
cc. Das Handelsverfahren .....	176
dd. Die Abwicklung des Handels .....	177

IV. Zwischenergebnis .....	178
<b>3. Teil: Märkte für Risikokapital: Reformüberlegungen und Reformvorschläge .....</b>	<b>181</b>
A. Ziele und Instrumente der Reformbestrebungen.....	182
I. Verstärkte Regulierung und Zentralisierung .....	183
1. Die Aufsicht über die Börsen.....	183
2. Die Organisationsstruktur der Börsen.....	186
3. Die Anzahl der Börsen.....	186
4. Die Handelsverfahren .....	187
II. Verstärkte Deregulierung und Dezentralisierung .....	189
1. Die Aufsicht über die Börsen.....	190
2. Die Anzahl der Börsen.....	192
3. Die Handelsverfahren .....	193
B. Determinanten der Reformbestrebungen.....	195
I. Begründungen für die Regulierung der Börsenmärkte .....	195
1. Ökonomische Regulierungsbegründungen.....	196
a. Die normative Theorie der Regulierung.....	196
aa. Natürliche Monopole .....	197
aaa. Der Begriff des natürlichen Monopols .....	197
bbb. Die Börse - ein natürliches Monopol? .....	199
bb. Ruinöse Konkurrenz.....	200
aaa. Der Begriff der ruinösen Konkurrenz.....	200
bbb. Ruinöse Konkurrenz an den Börsenmärkten?.....	201
cc. Externe Effekte .....	203
aaa. Der Begriff der externen Effekte .....	203
bbb. Externe Effekte als Grundlage für Eingriffe in das Börsenwesen? .....	204
dd. Öffentliche Güter.....	205
aaa. Der Begriff des öffentlichen Gutes.....	205
bbb. Charakteristika der Börsenleistungen - öffentliche Güter?.....	205
ee. Schlußfolgerung .....	206
b. Die positive Theorie der Regulierung.....	206
aa. Die Ansätze der positiven Theorie zur Erklärung von Regulierungen.....	207
bb. Anwendbarkeit der positiven Theorie auf die Regulierungen der Börsenmärkte?.....	208

2. Rechtliche Regulierungsbegründungen .....	210
a. Grundgesetzliche Vorgaben als Regulierungsbegründung .....	210
aa. Verfassungsprinzipien und Grundrechte .....	210
bb. Gesetzgebungskompetenz .....	212
b. Europarechtliche Vorgaben als Regulierungsbegründung .....	213
aa. Regelungskompetenzen .....	213
bb. Verfassungsgrundsätze .....	214
II. Argumente für eine Deregulierung der organisierten Märkte für Risikokapital ..	215
1. Ökonomische Deregulierungsbegründungen .....	216
a. Erhöhung der Kapitalmarkteffizienz .....	216
aa. Allokative Effizienz .....	216
bb. Operationale Effizienz .....	218
cc. Institutionelle Effizienz .....	223
2. "Anlegerschutz" als Deregulierungsbegründung .....	225
3. Ordnungspolitische Deregulierungsbegründungen .....	229
a. Die Wirkungen der Regulierungen auf die wettbewerbliche Dynamik .....	231
b. Die Wirkungen der Regulierungen des Börsenwesens auf das Innovationsverhalten .....	233
aa. Die Auswirkungen der Marktzugangsbeschränkungen .....	233
bb. Die Auswirkungen der Qualitätsregulierungen .....	234
cc. Die Auswirkungen der Preisregulierungen .....	234
4. Rechtliche Deregulierungsbegründungen .....	235
a. Grundgesetzliche Vorgaben als Deregulierungsbegründung .....	236
aa. Grundrechte .....	236
bb. Das Subsidiaritätsprinzip .....	237
cc. Das Verhältnismäßigkeitsprinzip .....	238
b. Europarechtliche Vorgaben als Beschränkung der Regulierungen .....	238
aa. Grundrechte .....	239
bb. Das Subsidiaritätsprinzip .....	239
cc. Das Verhältnismäßigkeitsprinzip .....	240
dd. Vorrang des Gemeinschaftsrechts .....	240
III. Grenzen einer Deregulierung der Märkte für Risikokapital .....	241
1. Widerstände gegen die Deregulierungen .....	241
a. Die Haltung der Kreditinstitute .....	241
b. Die Haltung der Anleger .....	242
c. Die Haltung der Selbstverwaltungsorgane der Börsen .....	243
2. Mißbrauch der Ausweitung der Selbstverwaltungs Kompetenzen .....	243
IV. Zwischenergebnis .....	244

C. Vorschläge für eine Deregulierung der Märkte für Risikokapital .....	248
I. Vorschläge zur Initiierung von Wettbewerb innerhalb der Börsenmärkte .....	248
1. Aufhebung wettbewerbsbeschränkender Marktzugangsbarrieren .....	248
a. Aufhebung des behördlichen Genehmigungserfordernis zur Errichtung einer Börse .....	249
b. Initiierung von Wettbewerb zwischen den Emissionsbegleitern .....	250
2. Ausweitung der Selbstverwaltungskompetenz der Börsenorgane .....	251
3. Die Privatisierung der Börsen .....	252
a. Der Begriff der Privatisierung .....	252
b. Privatisierung der Börsenmärkte .....	253
II. Reformvorschläge zur Verbesserung der Zugangsmöglichkeiten mittel ständischer Unternehmen zu den organisierten Märkten für Risikokapital .....	256
1. Das Modell .....	257
2. Etablierung eines neuen Marktsegments zum mittelbaren Handel der Risikokapitaltitel mittelständischer Unternehmen .....	259
a. Organisatorische und institutionelle Ausgestaltung .....	260
aa. Die Teilnehmer .....	260
bb. Die "Zulassung" der Hinterlegungsscheine .....	261
aaa. Qualitative und quantitative Anforderungen an die Emittenten und Wertpapiere .....	262
bbb. Anforderungen zur Reduzierung der Informationsasymmetrie .....	265
ccc. Die Emissionsbegleiter .....	266
cc. Die Handelsverfahren .....	268
b. Rechtliche Zulässigkeit .....	269
aa. Verfassungsrechtliche Zulässigkeit .....	269
bb. Einfachgesetzliche Zulässigkeit .....	271
3. Mittelbarer Handel der Risikokapitaltitel in einem bestehenden Börsensegment .....	273
a. Organisatorische und institutionelle Ausgestaltung .....	274
aa. Die Teilnehmer .....	274
bb. Die Einbeziehung der Hinterlegungsscheine .....	274
cc. Die Handelsverfahren .....	276
b. Rechtliche Zulässigkeit .....	276
4. Privatautonome Organisation von Parallelmärkten zum Handel der Hinterlegungsscheine .....	277
a. Organisatorische und institutionelle Ausgestaltung .....	277
aa. Die Teilnehmer .....	278
bb. Die "Zulassung" der Hinterlegungsscheine .....	280
cc. Die Handelsverfahren .....	280
dd. Die Abwicklung der Geschäfte .....	282
b. Rechtliche Zulässigkeit .....	282

5. Beurteilung der einzelnen Vorschläge.....	283
a. Wirkungen auf die Effizienz der Märkte für Risikokapital .....	283
aa. Allokative Effizienz .....	283
bb. Operationale Effizienz .....	285
cc. Institutionelle Effizienz .....	288
b. Wirkungen auf den Anlegerschutz.....	288
III. Zwischenergebnis .....	292
Zusammenfassung und Ausblick .....	295
A. Zusammenfassung.....	295
B. Ausblick .....	302
Anhänge .....	XVI
Verzeichnis der verwendeten Rechtsquellen.....	XXIII
Literaturverzeichnis.....	XXVIII

# Verzeichnis der Abkürzungen

a. A.	anderer Auffassung
a. F.	alte Fassung
ABl	Amtsblatt
ADHGB	Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch
ADR	American Depository Receipt
AER	The American Economic Review
AG	Aktiengesellschaft
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AktG	Aktiengesetz
AMEX	American Stock Exchange
Anm.	Anmerkung
Art.	Artikel
BausparkG	Gesetz über Bausparkassen
BAWe	Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel
BB	Der Betriebs-Berater
Bd.	Band
Begr	Begründung
BewG	Bewertungsgesetz
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI I	Bundesgesetzblatt, Teil I
BGH	Bundesgerichtshof
BJE	The Bell Journal of Economics and Management Science
Bk.	Bank
BörsG	Börsengesetz
BörsO	Börsenordnung
BörsO B	Börsenordnung der Berliner Wertpapierbörse
BörsO Br	Börsenordnung der Bremer Wertpapierbörse
BörsO D	Börsenordnung der Rheinisch-Westfälischen Börse zu Düsseldorf
BörsO F	Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse
BörsO H	Börsenordnung der Hanseatischen Wertpapierbörse zu Hamburg
BörsO Ha	Börsenordnung der Niedersächsischen Börse zu Hannover
BörsO M	Börsenordnung für die Bayerische Wertpapierbörse in München
BörsO S	Börsenordnung für die Baden-Württembergische Wertpapierbörse zu Stuttgart
BörsZulV	Verordnung über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse (Börsenzulassungs-Verordnung)
BR-Drs.	Bundesrats-Drucksache
BT-Drs.	Bundestags-Drucksache
BVerfGE	Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts



BZ	Börsen-Zeitung
bzw.	beziehungsweise
C.F.R.	Code of Federal Regulations
DB	Der Betrieb
DepotG	Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren (Depotgesetz)
ders.	derselbe
dies.	dieselben
DIHT	Deutscher Industrie- und Handelstag
DiskEntw	Diskussionsentwurf
Diss.	Dissertation
DÖV	Die öffentliche Verwaltung
DStR	Deutsches Steuerrecht
DTB	Deutsche Terminbörse
ebda.	ebenda
ECM	Emerging Company Market
EG	Europäische Gemeinschaften
EG-ADHGB	Einführungsgesetz zum Allgemeinen Deutschen Handelsgesetzbuch
EHS	Elektronisches Handelssystem
Einl.	Einleitung
EInsO	Entwurf einer Insolvenzordnung
EstG	Einkommensteuergesetz
et al.	et alii
EU	Europäische Union
FN	Fußnote
FreiverkRI B	Richtlinien für den Freiverkehr an der Berliner Wertpapierbörse
FreiverkRI Br	Richtlinien für den Freiverkehr an der Bremer Wertpapierbörse
FreiverkRI D	Richtlinien für den Freiverkehr an der Rheinisch-Westfälischen Börse zu Düsseldorf
FreiverkRI F	Richtlinien für den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse
FreiverkRI H	Richtlinien für den Freiverkehr an der Hanseatischen Wertpapier- börse Hamburg
FreiverkRI Ha	Richtlinien für den Freiverkehr an der Niedersächsischen Börse zu Hannover
FreiverkRI M	Richtlinien für den Freiverkehr an der Bayerischen Börse in München
FreiverkRI S	Richtlinien für den Freiverkehr an der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse zu Stuttgart
GebO	Gebührenordnung
GenG	Gesetz betreffend die Erwerbs- und Wirtschaftsgenossenschaften
GeschBed F	Bedingungen für Geschäfte an der Frankfurter Wertpapierbörse
GewArch	Gewerbearchiv
GewO	Gewerbeordnung

GewStG	Gewerbesteuergesetz
GG	Grundgesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GVG	Gerichtsverfassungsgesetz
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
HB	Handelsblatt
HdWW	Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaft
HGB	Handelsgesetzbuch
HWB	Handwörterbuch
HypBankG	Hypothekendarlehenbankgesetz
i.d.F.	in der Fassung
i.d.R.	in der Regel
i.H.v.	in Höhe von
i.S.	im Sinne
i.V.m.	in Verbindung mit
IBIS	Integriertes Börsen-Informationssystem
ICMG	International Capital Markets Group
IHK	Industrie- und Handelskammer
JFE	The Journal of Financial Economics
JLE	The Journal of Law and Economics
JoF	The Journal of Finance
JPE	Journal of Political Economy
JUS	Juristische Schulung
JZ	Juristenzeitung
KAG	Kapitalanlagegesellschaft
KAGG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
Kap.	Kapitel
KG	Kommanditgesellschaft
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KO	Konkursordnung
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
LB	Landesbank
LOG NRW	Gesetz über die Organisation der Landesverwaltung (Landesorganisationsgesetz) Nordrhein-Westfalen
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
MaBV	Verordnung über die Pflichten der Makler-, Darlehens- und Anlagengemittler, Bauträger und Baubetreuer (Makler- und Bauträgerverordnung)
MakIO	Maklerordnung
MATIS	Makler-Tele-Informationssystem
MIDAS	Market-Maker, Information, Dealing and Settlement
MLP	Master Limited Partnership

NAPEX	National Partnership Exchange Corporation
NASD	National Association of Securities Dealer
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations System
NYS&EB	New York Stock and Exchange Board
NYSE	New York Stock Exchange
o. V.	ohne Verfasser
ÖBA	Österreichisches Bank-Archiv
OECD	Organisation of Economic Co-operation and Development
oHG	offene Handelsgesellschaft
ORDO	Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft
OTC	Over-the-Counter
OVG	Oberverwaltungsgericht
PrOVGE	Entscheidung des Preußischen Oberverwaltungsgerichts
PublG	Gesetz über die Rechnungslegung von bestimmten Unternehmen und Konzernen (Publizitätsgesetz)
QJE	Quarterly Journal of Economics
RegBl.	Regierungsblatt
RegEntw	Regierungsentwurf
RGBI	Reichsgesetzblatt
RN	Randnummer
RPK	Recht und Praxis der Kapitalanlage
S.	Seite
SA	Securities Act of 1933
SEA	Securities Exchange Act of 1934
SEC	Securities Exchange Commission
Sect.	Section
SOES	Small Order Execution System
SRO	Self Regulatory Organisation
StGB	Strafgesetzbuch
TÜV	Technischer Überwachungsverein
Tz.	Textziffer
U.S.C.A.	United States Code Ammended
UBG	Unternehmensbeteiligungsgesellschaft
UBGG	Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften
usw.	undsoweiter
UWG	Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb
Univ.	Universität
VAG	Gesetz über die Beaufsichtigung der privaten Versicherungsunternehmen und -Bausparkassen (Versicherungsaufsichtsgesetz)
VerkaufsprospektG	Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz
VermAnlG	Gesetz über den Vertrieb von Anteilen an Vermögensanlagen

VermBG	Fünftes Gesetz zur Förderung der Vermögensbildung der Arbeitnehmer
VermStG	Vermögensteuergesetz
VerwArch	Verwaltungsarchiv
VG	Verwaltungsgericht
vgl.	vergleiche
Vol.	Volume
VVDStRL	Veröffentlichungen der Vereinigung der Deutschen Staatsrechtslehrer
VwGO	Verwaltungsgerichtsordnung
VWR	Verwaltungsrecht
WM	Wertpapier-Mitteilungen Teil IV
WP	Das Wertpapier
WpG	Die Wirtschaftsprüfung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WVR	Wirtschaftsverwaltungsrecht
z.T.	zum Teil
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankpraxis
ZfbF	Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZgS	Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zit.	zitiert
ZPO	Zivilprozeßordnung
zugl.	zugleich

# Verzeichnis der Tabellen im Text

	<u>Seite</u>
Tabelle 1: Durchschnittliche Kurse börsennotierter inländischer Aktiengesellschaften.....	30
Tabelle 2: Sach- und Geldvermögensbildung der privaten Haushalte und ihre Finanzierung.....	44
Tabelle 3: Gebühren ausgewählter Banken jeweils bei An- und Verkauf inländischer Aktien (Stand: 20.04.1994).....	92
Tabelle 4: Quantitative Anforderungen der verschiedenen Märkte für Risikokapital in den U.S.A.....	172

# Verzeichnis der Anhänge

	<u>Seite</u>
Anhang 1: Anteil der Kreditinstitute an den Börsenvorständen der Wertpapierbörsen .....	XVI
Anhang 2: Federführende Emissionshäuser bei Neuemissionen von Aktien zwischen 1977 und 1993.....	XVII
Anhang 3: Volumina der im Amtlichen Handel, Regelten Markt und Freiverkehr plazierten Neuemissionen.....	XVIII
Anhang 4: Vergleich der Zulassungsgebühren an den US-amerikanischen Börsen.....	XXI
Anhang 5: Vergleich der Gebühren für die laufende Notierung an den US-amerikanischen Börsen.....	XXII



# Einführung und Gang der Untersuchung

## I. Einführung

Märkte für Risikokapital sind keine freien Märkte. Sie unterliegen einer Staatsaufsicht auf der Grundlage entsprechender Regulierungen<sup>1</sup>. Unbestritten ist, daß eine Aufsicht über die Märkte für Risikokapital grundsätzlich notwendig ist, um ihre Funktionsfähigkeit zu sichern und ein bestimmtes Maß an Anlegerschutz zu gewährleisten. Die derzeitige Ausgestaltung der Aufsicht wird jedoch zunehmend bemängelt. Kritisiert wird zum einen, daß die Anleger nicht hinreichend geschützt sind, zum anderen, daß die Märkte ihre Finanzierungsfunktion nur unzulänglich erfüllen. Angesichts dieser Kritik stellt sich die Frage, ob sich diese Ziele allein durch staatliche Regulierungen und eine entsprechende Staatsaufsicht realisieren lassen, oder ob sie auch - und vielleicht sogar besser - durch die Gewährung privatautonomer Organisationsfreiheit und einen entsprechenden marktbezogenen Organisationswettbewerb erreicht werden können. Es geht mithin um das Spannungsfeld von Organisationsfreiheit und staatlicher Regulierung. Hierbei ist die Frage zu klären, ob sich die Ziele der staatlichen Aufsicht und Regulierung, die Funktionsfähigkeit der Märkte zu sichern und gleichzeitig die Interessen der Anleger zu schützen, eher durch eine Ausweitung oder durch einen Abbau bestehender Regulierungen erreichen lassen. Reformüberlegungen dieser Art haben besonderes Gewicht, weil Deregulierungen der Sondermärkte allgemein für möglich und notwendig erachtet werden.<sup>2</sup> Dabei wird unter ökonomischen und rechtlichen Aspekten die Legitimation für die staatlichen Regulierungen immer stärker in Frage gestellt.

Bei den Märkten für Risikokapital zeigt sich die Regulierungsproblematik am deutlichsten bei den organisierten Märkten, den Börsen. Die Börsenmärkte enthalten vielfältige, nach Marktsegmenten ausdifferenzierte Regulierungen. Dabei stellt sich die Frage, ob und wie tief die Staatsaufsicht in welches Segment eindringen sollte. Sie läßt sich nur beantworten, wenn man sowohl die positiven als auch die negativen Wirkungen der bestehenden staatlichen Regulierungen in bezug auf Funktionsfähigkeit und Anlegerschutz in die Betrachtung miteinbezieht.

Angesichts der relativ geringen Eigenkapitalquoten der deutschen Unternehmen hat die Diskussion um das richtige Ausmaß an Regulierungen für die Risikokapitalmärkte besondere Bedeutung. Wenn die Risikokapitalmärkte ihre Finanzierungsfunktion hin-

- 
- 1 Regulierung kennzeichnet im folgenden eine spezifische Form staatlichen Eingriffs in den Wettbewerbsprozeß. Die Beeinflussung des Wettbewerbs vollzieht sich nicht durch Anreize. Stattdessen werden Marktstruktur, Marktverhalten oder ein bestimmtes Marktergebnis durch gesetzliche Ge- oder Verbote entweder verbindlich vorgeschrieben oder ergeben sich als Wirkung derselben. Vgl. dazu Deregulierungskommission, Marktöffnung, 1991, S. 1 (Tz. 2).
  - 2 Vgl. Sachverständigenrat, Jahresgutachten 1993/94, 1994, Tz. 397f.



reichend erfüllen würden, dürfte es nicht die immer wieder konstatierte "Eigenkapital-lücke" geben.<sup>1</sup> Von daher hätte man sich längst intensiver mit der Frage beschäftigen müssen, ob die institutionelle Ausgestaltung der Märkte für Risikokapital der Grund für die unzureichenden Eigenkapitalausstattung ist. Bei mittelständischen Unternehmen ist die Eigenkapitalausstattung i.d.R. sogar noch geringer als bei den börsennotierten Großunternehmen. Der Zugang zu den organisierten Märkten für Risikokapital wird mittelständischen Unternehmen nicht nur durch gesellschaftsrechtliche, sondern vor allem auch durch kapitalmarktrechtliche Regulierungen versperrt. Diese Regulierungen sind deshalb besonders kritisch auf ihre Berechtigung hin zu hinterfragen.

Die Forderung nach einer Deregulierung der Märkte für Risikokapital ist jedoch keineswegs unumstritten. Es wird bezweifelt, ob die Kapitalmärkte überhaupt durch Überregulierung funktionsunfähig geworden sind und ob sich durch Deregulierungsmaßnahmen positive Auswirkungen erzielen lassen. Dabei wird zum Teil sogar behauptet, nur eine Verstärkung des staatlichen Einflusses in Form verschärfter Regulierungen, gekoppelt mit Zentralisierung und Standardisierung, stelle ein wirksames Therapeutikum gegen vorhandene und potentielle Mißstände dar. Weitere Streitpunkte ergeben sich, sobald Verbesserungen mit dem Ziel diskutiert werden, mittelständischen Unternehmen Risikokapital über die Börsenmärkte zuzuführen. Zunächst wird die grundlegende Aussage, daß für diese Unternehmen mehr Risikokapital notwendig sei, bezweifelt. Die Diskussion beschränkt sich an dieser Stelle zumeist auf den Versuch, die notwendige Eigenkapitalquote zu quantifizieren. Sofern die Debatte an dieser Stelle nicht bereits ein Ende findet, wird weiterhin kontrovers erörtert, ob die organisierten Märkte für mittelständische Unternehmen ein geeignetes Medium zur Beschaffung von Risikokapital sind.

Angesichts dieser kontroversen Auffassungen bedarf die Regulierungs-Deregulierungs-Debatte über die Börsenmärkte im Hinblick auf die Öffnung für mittelständische Unternehmen einer wissenschaftlichen Fundierung. Dies um so mehr, weil sich die Diskussion derzeit weithin auf andere Teilprobleme verlagert hat. Fragestellungen bezüglich des Einsatzes elektronischer Kommunikationsmittel, des "richtigen" Handelsverfahrens, einer zentralen oder dezentralen Aufsichtsinstanz und der Notwendigkeit von Regionalbörsen stehen hierbei im Mittelpunkt. Trotz der von wissenschaftlicher Seite vorgebrachten Forderung<sup>2</sup> nach mehr Wettbewerb zwischen den Börsen besteht eine Tendenz zur Vereinheitlichung des Börsenwesens. Die wesentliche Frage, ob die Kernfunktionen der Börsen, die Finanzierungs- und Zirkulationsfunktion, noch hinreichend erfüllt werden, gerät zunehmend in den Hintergrund. Dabei ergeben sich immer

---

1 Vgl. Schmidt, Reinhart, Finanzierungsverhalten, 1984, S. 98 sowie die empirische Untersuchung von Hansen, Herbert, Eigenkapital, 1985, S. R2.

2 Vgl. Beyer-Fehling, Hermann/Bock, Alexander, Börsenreform, 1975, S. 36; Schmidt, Hartmut, Zirkulationsmarkt, 1977, S. 281 - 371; ders., Regionalbörsen, 1991. Vgl. auch BT-Drs., 7/101 v. 5.2.1973, S. 8 (Begr RegEntw), in der der "Wettbewerb zwischen den Börsen" als "begrüßenswert" bezeichnet wird.

stärkere Zweifel, ob die verschiedenen Segmente des Risikokapitalmarktes den unterschiedlichen Bedürfnissen von mittelständischen, kapitalmarktreifen Emittenten sowie potentiellen Investoren Rechnung tragen.

Vor dem skizzierten Hintergrund verfolgt die Arbeit drei Ziele: Sie will erstens klären, welche Regulierungen dazu führen, daß die Märkte für Risikokapital ihre Finanzierungsfunktion für mittelständische Unternehmen nur unzureichend erfüllen. Sie will zweitens analysieren, ob und gegebenenfalls welche Gründe für staatliche Regulierungen bei den Börsenmärkten sprechen könnten. Und sie will drittens aufzeigen, ob und inwieweit es Deregulierungspotentiale im Börsenwesen gibt, die zu einer Verbesserung der Risikokapitalausstattung mittelständischer Unternehmen führen könnten.

Um diese Ziele zu erreichen, soll die institutionelle (insbesondere: die rechtliche) Ausgestaltung der Märkte für Risikokapital einer ökonomischen Analyse unterzogen werden. Die Arbeit versteht sich damit als eine interdisziplinäre Untersuchung, die den Versuch unternimmt, rechtliche und wirtschaftswissenschaftliche Positionen miteinander zu verbinden.

## **II. Gang der Untersuchung**

Im ersten Teil werden Bedeutung und Grenzen der Finanzierung durch Risikokapital behandelt. Es geht dabei insbesondere um die einzel- und gesamtwirtschaftliche Bedeutung dieser Art der Finanzierung für mittelständische Unternehmen.

Im zweiten Teil werden vorab die Funktionen, die organisierte Märkte bei der Risikokapitalbeschaffung erfüllen, analysiert. Daran schließt sich die Darstellung der institutionellen Entwicklung und derzeitigen Ausgestaltung der Märkte für Risikokapital in Deutschland an. Da sich die Arbeit mit Märkten für Risikokapital im allgemeinen befaßt, werden die Börsenmärkte sowie die Nebenkapitalmärkte als nicht-organisierte Märkte getrennt voneinander betrachtet. Besonderes Augenmerk gilt der Segmentierung der Börsen. Dabei ist zu prüfen, ob die staatlichen Reglementierungen geeignet sind, einen wirksamen Ausgleich zwischen den Bedürfnissen mittelständischer Emittenten, den Schutzbedürfnissen der Anleger sowie der Funktionsfähigkeit der Märkte herzustellen. Hierfür werden die gesetzlichen und faktischen Anforderungen der einzelnen Segmente untersucht.

Zur Beurteilung der institutionellen Ausgestaltung werden anschließend die Organisationsform und die Aufsicht über die Märkte in den USA dargestellt, um Übereinstimmungen bzw. Abweichungen festzustellen. Die USA dienen als Vergleichsobjekt, weil dort sowohl die Märkte als auch die Börsenaufsicht als besonders effizient gelten.