

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

Heinz O. Steinhübel

Die private Computerbörse für mittelständische Unternehmen

Ökonomische Notwendigkeit und rechtliche Zulässigkeit



Verlag Wissenschaft & Praxis



Die private Computerbörse für mittelständische Unternehmen

Ökonomische Notwendigkeit und rechtliche Zulässigkeit

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

Herausgeber:

Prof. Dr. Joh. Heinr. v. Stein

Band 24

Heinz O. Steinhübel

Die private Computerbörse für mittelständische Unternehmen

Ökonomische Notwendigkeit und rechtliche Zulässigkeit

Verlag Wissenschaft & Praxis



Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

Steinhübel, Heinz O.:

Die private Computerbörse für mittelständische Unternehmen. Ökonomische Notwendigkeit und rechtliche Zulässigkeit / Heinz O. Steinhübel.

– Sternenfels ; Berlin : Verl. Wiss. und Praxis, 1998

(Studienreihe der Stiftung Kreditwirtschaft

an der Universität Hohenheim ; Bd. 24)

Zugl.: Hohenheim, Univ., Diss., 1998

ISBN 3-89673-041-X

NE: Stiftung Kreditwirtschaft <Stuttgart>: Studienreihe der Stiftung ...

ISBN 3-89673-041-X

D100

© Verlag Wissenschaft & Praxis

Dr. Brauner GmbH 1998

D-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.

Möglichkeiten der Eigenkapitalbeschaffung über Effektenmärkte zur Stärkung der Eigenkapitalbasis von kleinen und mittleren Unternehmen werden seit langem breit diskutiert. Mit dem „Alternative Investment Market“ in London, dem „Nouveau Marché“ in Paris, dem „EASDAQ-System“ in Brüssel und dem „Neuen Markt“ in Frankfurt sind auch bereits spezielle Börsensegmente für kleine und mittlere Unternehmen entstanden. Das Für und Wider privatrechtlich organisierter Börsen ist in dieser Diskussion bisher allerdings kaum behandelt worden.

Vor diesem Hintergrund setzt sich der Verfasser mit der Frage auseinander, ob und in welchem Maße durch privatautonome Effektenbörsen Verbesserungen der Eigenkapitalausstattung für mittelständische Unternehmungen erreicht werden können. Die Arbeit zeigt durch eine ökonomische Analyse des Börsen- und Kapitalmarktrechts, daß in der Bundesrepublik Deutschland eine eigenständige privatrechtliche Computerbörse für kleine und mittlere Unternehmen erlaubt und notwendig ist. Der Verfasser unterbreitet auch Vorschläge für ein geeignetes Handelssystem. Er zeigt, daß der Börsenhandel der eher illiquiden Mittelstandstitel auf einem kompetitiven Market-Maker-System aufbauen und Mindestumsatzvolumina berücksichtigen sollte, um die Transaktionskosten möglichst gering zu halten.

Wir wünschen dem 24. Band der Studienreihe, daß er reges Interesse finden möge.

Hohenheim, im Juli 1998

Prof. Dr. Heinr. von Stein
(Herausgeber)

Prof. Dr. Lothar Vollmer
(Betreuer)

Vorwort

Die vorliegende Arbeit mit dem Titel „Die private Computerbörse für mittelständische Unternehmen - ökonomische Notwendigkeit und rechtliche Zulässigkeit“ lag 1997/1998 der Fakultät V Wirtschafts- und Sozialwissenschaften der Universität Hohenheim als Dissertation vor.

Danken möchte ich meinem Doktorvater und Erstgutachter, Herrn Prof. Dr. Lothar Vollmer, für seine konstruktiven Anregungen und dem Zweitgutachter, Herrn Prof. Dr. Joh. Heinr. von Stein, der die Arbeit in die von ihm herausgegebene Studienreihe der Stiftung Kreditwirtschaft aufgenommen hat.

Besonderer Dank gilt meinen Eltern; sie haben mich wann und wo immer es ihnen möglich war unterstützt.

Gewidmet ist diese Arbeit Bine und Franzi; Bine gab mir für sie den Mut und Franzi die Kraft.

Tübingen, im Juli 1998

Heinz O. Steinhübel

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis.....	12
Einleitung.....	17
A. Problemstellung.....	17
I. Anlaß der Untersuchung.....	17
II. Ziel der Untersuchung.....	18
B. Gang der Untersuchung.....	21
1. Teil: Die rechtlichen und ökonomischen Grundlagen der Effektenbörse.....	23
A. Die rechtlichen Grundlagen der Effektenbörse.....	24
I. Der materielle Börsenbegriff.....	24
1. Der Effektenbörsenbegriff des Börsengesetzes.....	24
2. Die Handelsobjekte.....	25
3. Die Händler.....	26
4. Die Effektenbörse als Markt.....	27
5. Die räumliche Zentralisierung des Effektenhandels.....	28
6. Die zeitliche Konzentration des Effektenhandels.....	29
7. Das Effekturnumsatzvolumen.....	30
8. Der Börsenträger.....	31
9. Der Börsenpreis.....	33
10. Das Genehmigungserfordernis.....	35
11. Der formelle Börsenbegriff.....	38
II. Der rechtliche Status der Effektenbörse.....	40
1. Die Effektenbörse als privatrechtliche Institution.....	41
2. Die Effektenbörse als öffentlich-rechtliche Institution.....	43
3. Der Rechtsstatus der Effektenbörse in der Gegenwart.....	45
III. Die Regulierung des Effektenmarktes.....	50
1. Aufgaben der Effektenmarktsegmentierung.....	50
a) Die horizontale Segmentierung.....	50
b) Die vertikale Segmentierung.....	51

2. Der Handel an der Börse.....	53
a) Der Amtliche Handel.....	53
aa) Das Marktprofil.....	53
bb) Die rechtliche Organisation.....	53
cc) Die allgemeinen Zulassungsvoraussetzungen und das Zulassungsverfahren des Amtlichen Handels.....	54
dd) Die Preisfeststellung.....	56
ee) Kritische Reflexionen zur Entwicklung des Amtlichen Handels.....	59
b) Der Geregelte Markt.....	60
aa) Das Marktprofil.....	60
bb) Die rechtliche Organisation.....	61
cc) Die allgemeinen Zulassungsvoraussetzungen und das Zulassungsverfahren des Geregelten Marktes.....	62
dd) Die Preisfeststellung.....	63
ee) Kritische Reflexionen zur Entwicklung des Geregelten Marktes.....	64
c) Der Freiverkehr.....	66
aa) Der geregelte Freiverkehr.....	66
bb) Der ungeregelte Freiverkehr.....	69
cc) Der Freiverkehr in der Gegenwart.....	70
aaa) Das Marktprofil.....	70
bbb) Rechtliche Organisation.....	70
ccc) Die allgemeinen Zulassungsvoraussetzungen und das Zulassungsverfahren des Freiverkehrs.....	71
ddd) Die Preisfeststellung.....	72
eee) Kritische Reflexionen zur Entwicklung des Freiverkehrs.....	73
3. Der außerbörsliche Handel.....	74
a) Der Telefonhandel.....	74
aa) Das Marktprofil.....	74
bb) Die rechtliche Organisation.....	75
cc) Die allgemeinen Zulassungsvoraussetzungen und das Zulassungsverfahren des Telefonhandels.....	76
dd) Die Preisfeststellung.....	76
b) Die außerbörslichen „elektronischen“ Handelssysteme.....	77

IV. Das sonstige Kapitalmarktrecht in der Bundesrepublik Deutschland	80
1. Begriffsbestimmung und historische Entwicklung	80
2. Regelungsziele eines funktionsfähigen Kapitalmarktrechts	85
a) Die alloкатive Funktionsfähigkeit	85
b) Die operationale Funktionsfähigkeit	86
c) Die institutionelle Funktionsfähigkeit	87
3. Sicherung des notwendigen Anlegerschutzes	87
a) Die Entwicklung des Anlegerschutzes in der Bundesrepublik Deutschland	88
b) Der Anlegerschutz und das Kapitalmarktrecht	90
c) Die Notwendigkeit und die Ziele des Anlegerschutzes	91
d) Der Anlegerschutz im System der Rechtsordnung	92
V. Zusammenfassung	94

B. Die ökonomischen Grundlagen der Effektenbörse

I. Ökonomische Funktionen und Effizienzdeterminanten einer Effektenbörse ...	96
1. Die Marktbildungsfunktion	97
a) Die Konzentrations- bzw. Komprimierungsfunktion	98
b) Die Typisierungsfunktion	99
c) Die Selektionsfunktion	99
d) Die Wettbewerbsfunktion	99
2. Die Finanzierungsfunktion	101
a) Die Emissionsfunktion	101
b) Die Ausgleichs- und Vermittlungsfunktion	102
c) Die Allokationsfunktion	103
3. Die Zirkulationsfunktion	103
a) Die Kursbildungsfunktion	104
b) Die Informationsfunktion	104
c) Die Liquiditätsfunktion	108
d) Die Transaktionskostenfunktion	110
4. Der Anlegerschutz als Element einer funktionsfähigen Effektenbörse ..	114
II. Die Handelssysteme der Effektenbörse	116
1. Die Auktionsbörse	117
2. Das Market-Maker-System	119

a) Charakteristika des Market-Making.....	119
b) Bestimmungsfaktoren des Market-Making.....	120
3. Auktionsbörse versus Market-Maker-System	122
 III. Zusammenfassung	 124
 2. Teil: Die Bedeutung und rechtliche Zulässigkeit privatautonom organisierter Börsen	 127
 A. Finanzierungsprobleme mittelständischer Unternehmen auf dem Kapitalmarkt.....	 128
I. Die niedrige Eigenkapitalquote mittelständischer Unternehmen und das Universalbankensystem.....	128
1. Die „Eigenkapitallücke“ deutscher Mittelstandsunternehmen	128
a) Die Eigenkapitalfinanzierung und die Eigenkapitalfunktionen ...	128
b) Die unzureichende Eigenkapitalausstattung mittelständischer Unternehmen.....	132
2. Die Finanzierungsprobleme mittelständischer Unternehmen im Universalbankensystem	135
a) Die traditionelle Fremdfinanzierung des Mittelstandes durch die Kreditinstitute	135
b) Die Universalbanken und die Privatanleger	137
 II. Die Probleme des Mittelstandes beim Zugang zum organisierten Börsenmarkt	 140
1. Die Finanzierung mittelständischer Unternehmen über die Effektenbörse	140
2. Die Eigenkapitalfinanzierung des Mittelstandes durch Universalbanken.....	145
3. Die Illiquidität mittelständischer Beteiligungstitel	148
 B. Die Effizienzsteigerungen durch Privatbörsen bei der Kapitalbeschaffung des Mittelstandes.....	 150
I. Die Ökonomische Analyse des Börsenrechts	150

1. Grundlagen.....	150
2. Das Börsenmarktrecht.....	153
3. Das Emissionsrecht.....	158
4. Das Liquiditätsrecht.....	161
5. Das Börsenkostenrecht	164
a) Die Börsenzugangskosten	164
b) Die Börsentransaktionskosten.....	168
II. Die Regulierung und die Deregulierung der Effektenbörse.....	175
1. Die Regulierung der Effektenbörse	175
a) Der Begriff der Regulierung.....	175
b) Die normative Theorie der Regulierung und die Effektenbörse.176	
aa) Die Effektenbörse als natürliches Monopol.....	177
bb) Externe Effekte des Börsenmarktes.....	179
cc) Ruinöse Konkurrenz im Börsenbereich.....	181
c) Die positive Theorie der Regulierung und die Effektenbörse	182
2. Die Deregulierung der Effektenbörse.....	185
a) Der Begriff der Deregulierung	185
b) Deregulierungspotentiale im Börsenbereich.....	186
c) Deregulierung durch Marktsegmentierung	188
III. Die Deregulierung durch privatautonome Effektenbörsen.....	191
1. Die privatautonome Effektenbörse und die Property-Rights-Lehre.....	193
2. Die Theorie der Property-Rights und die Transaktionskosten- Ökonomik.....	196
C. Die Zulässigkeit privatrechtlich organisierter Effektenbörsen	200
I. Privatbörsen aus der Sicht des deutschen Wirtschafts- und Verfassungsrechts.....	200
1. Privatbörsen und das Börsengesetz	200
2. Verfassungsrechtliche Gründe für private Effektenbörsen.....	201
a) Die „Wirtschaftsverfassung“ des Grundgesetzes.....	201
b) Das Subsidiaritätsprinzip	207
c) Die ökonomisch relevanten Grundrechte als Schranke der erwerbswirtschaftlichen Betätigung des Staates im Bereich des Börsenwesens.....	208

aa) Art. 12 Abs. 1 GG	210
bb) Art. 14 Abs. 1 GG.....	213
cc) Art. 2 Abs. 1 GG	215
II. Privatbörsen aus der Sicht des europäischen Wirtschafts- und Verfassungsrechts.....	218
1. Entwicklungslinien der europäischen Kapitalmarktintegration.....	218
2. Art. 90 EGV und das Effektenmarktorganisationsmonopol der deutschen Börsen	223
D. Zusammenfassung	228
3. Teil: Die Computerbörsen für kleine und mittlere Unternehmen.....	234
A. Die Computerbörsen in Europa und in Nord-Amerika	235
I. Der Begriff der Computerbörse	235
II. Die Computerbörsen in der Bundesrepublik Deutschland.....	237
1. Die Deutsche Terminbörse (DTB)	237
2. Das Integrierte Börsenhandels- und Informations-System (IBIS)	238
III. Die Computerbörsen in anderen westlichen Industrieländern	240
1. Das SEAQ-System an der London Stock Exchange	240
2. Das CAC-System an der SBF Bourse de Paris	243
3. Das CAT-System an der Toronto Stock Exchange	246
4. Die Computerbörsen in den USA.....	249
a) Die New York Stock Exchange (NYSE)	249
b) NASDAQ	251
IV. Die Vor- und Nachteile einer Computerbörse	253
B. Die Börsenmärkte für kleine und mittlere Unternehmen.....	256
I. Der "Alternative Investment Market" (AIM) in London.....	256

II. Der "Nouveau Marché" in Paris	259
III. Der "Neue Markt" in Frankfurt	261
IV. Das EASDAQ-System in Brüssel	264
C. Die privatrechtlich organisierten Börsenmärkte	267
I. Die Privatbörsen.....	267
II. Die privaten elektronischen Handelssysteme	269
1. Das Instinet-System	269
2. Das Delta-System.....	270
3. Das Wunsch-System	272
III. Proprietary Trading Systems versus staatlich genehmigte Effektenbörsen ..	273
D. Die privatrechtliche Computerbörse für kleine und mittlere Unternehmen in der Bundesrepublik Deutschland.....	276
I. Regionalbörsen - versus Zentralbörsensystem.....	276
II. Die privatrechtliche Computerbörse als Konkurrenz Börse zur öffentlich-rechtlichen Börse	280
III. Die Konfiguration des Effektenhandels an der Computerbörse für mittelständische Unternehmen	283
E. Zusammenfassung	284
Ergebnis	287
Literaturverzeichnis	294

Abkürzungsverzeichnis

a. A.	anderer Auffassung
Abs.	Absatz
ADHGB	Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch
a. F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft oder: Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AIM	Alternative Investment Market
AktG	Aktiengesetz
AMEX	American Stock Exchange
Anm.	Anmerkung
AÖR	Archiv für öffentliches Recht
Art.	Artikel
AZX	Arizona Stock Exchange
BB	Der Betriebs-Berater
Bd.	Band
Begr.	Begründung
BfuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BörsG	Börsengesetz
BörsO	Börsenordnung
BörsZulV	Börsenzulassungsverordnung
BR-Drs.	Bundesrats-Drucksache
BT-Drs.	Bundestags-Drucksache

BVerfGE	Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts
BVK	Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CAC	Cotation Assistée en Continu
CATS	Computer Assisted Trading System
COB	Commission des Operations de Bourse, Paris
DB	Der Betrieb
DBW	Die Betriebswirtschaft
d. h.	das heißt
DM	Deutsche Mark
DÖV	Die öffentliche Verwaltung
DStR	Deutsches Steuerrecht
DTB	Deutsche Terminbörse
EASD	European Association of Securities Dealers
EASDAQ	European Association of Securities Dealers Automated Quotation (System)
EG	Europäische Gemeinschaften
EGV	EG-Vertrag
EHS	Elektronisches Handelssystem
EU	Europäische Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
e. V.	eingetragener Verein
EVCA	European Venture Capital Association
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWGV	Vertrag zur Gründung der Europäischen Wirtschafts- gemeinschaft
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
ff.	fortfolgend

FF	Französische Francs
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
FWB	Frankfurter Wertpapierbörse
GebO	Gebührenordnung
GewArch	Gewerbearchiv
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GmbHR	GmbH-Rundschau
GewArch	Gewerbearchiv
GewO	Gewerbeordnung
GG	Grundgesetz
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
HB	Handelsblatt
HGB	Handelsgesetzbuch
h. M.	herrschende Meinung
Hrsg.	Herausgeber
hrsg.	herausgegeben
IBIS	Integriertes Börsenhandels- und Informationssystem
i. d. R.	in der Regel
i. e. S.	im engeren Sinne
i. H. V.	in Höhe von
INF	Die Information über Steuer und Wirtschaft
i. V. m.	in Verbindung mit
JZ	Juristenzeitung
KAGG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
KG	Kommanditgesellschaft
KO	Konkursordnung

KWG	Gesetz über das Kreditwesen
LKV	Landes- und Kommunalverwaltung
LSE	London Stock Exchange
MATIS	Makler-Tele-Informationen-System
Mio.	Million, Millionen
Mrd.	Milliarde, Milliarden
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
NASD	National Association of Securities Dealers
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotation System
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NMS	National Market System
No.	Number
Nr.	Nummer
NVwZ	Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht
NYSE	New York Stock Exchange
ÖBA	Österreichisches Bank-Archiv
OTC	over the counter
PrOVGE	Entscheidung des Preußischen Oberverwaltungsgerichts
Rdnr.	Randnummer
RIW	Recht der internationalen Wirtschaft
S.	Seite
SA	Securities Act
SAEF	Stock Exchange Automated Quotation Automated Execution Facility
SEA	Securities Exchange Act
SEAQ	Stock Exchange Automated Quotation
SEATS	Stock Exchange Alternative Trading System
SEC	Securities Exchange Commission

SBF	Société de Bourses Francaises
SOES	Small Order Execution System
sog.	sogenannt(en)
SRO	Self Regulatory Organization
TÜV	Technischer Überwachungsverein
u.a.	unter anderem
UBG	Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften
USM	Unlisted Securities Market
VerkProspG	Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz
VerkProspVO	Verordnung über Wertpapier-Verkaufsprospekte
VerwArch	Verwaltungsarchiv
vgl.	vergleiche
VVDStRL	Veröffentlichungen der Vereinigung der Deutschen Staatsrechtslehrer
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WuW	Zeitschrift für Wirtschaft und Wettbewerb
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZfVglRWiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZögU	Zeitschrift für öffentliche gemeinwirtschaftliche Unternehmen
ZPO	Zivilprozessordnung

EINLEITUNG

A. Problemstellung

Die vorliegende Arbeit thematisiert die privatrechtlich organisierte Computerbörse für mittelständische Unternehmen, untersucht ihre ökonomische Notwendigkeit und rechtliche Zulässigkeit und zeigt die konkrete Organisation dieses Effektenmarktsegmentes auf.

I. Anlaß der Untersuchung

1) Die Finanzierungsprobleme der deutschen Unternehmen werden schon seit längerer Zeit diskutiert. Seit einigen Jahren sinkt ihre durchschnittliche Eigenkapitalquote permanent. Die kleinen und mittleren Unternehmen leiden unter der mangelnden Eigenkapitalausstattung ganz besonders. Steigende Insolvenzzahlen belegen, daß sie in zunehmendem Maße krisenanfälliger werden. Die zu niedrige Eigenkapitalquote des Mittelstandes bewirkt darüber hinaus, daß die Innovationskraft der Unternehmen abnimmt. Unter volkswirtschaftlichen Aspekten ist dies äußerst problematisch, da die mittelständischen Unternehmen für die Marktwirtschaft in der Bundesrepublik Deutschland eine konstituierende Bedeutung haben. Eigentlich sollte die Effektenbörse auch den kleinen und mittleren Unternehmen die Finanzierung über den organisierten Kapitalmarkt ermöglichen. Infolge hoher Marktzutrittsschranken ist ihnen jedoch in den meisten Fällen der Gang an die Börse versperrt.

2) In den letzten Jahren sind in Europa mit dem „Alternative Investment Market“ in London, dem „Nouveau Marché“ in Paris, dem „EASDAQ-System“ in Brüssel und dem „Neuen Markt“ in Frankfurt spezielle Börsenmärkte für kleine und mittlere Unternehmen entstanden. Diese europaweite Entwicklung bietet Anlaß zu erörtern, ob Mittelstandsbörsen die Kapitalbeschaffung der mittelständischen Unternehmen effizienter gestalten. Privatrechtlich organisierte Börsen könnten die Finanzierungskosten der kleinen und mittleren Unternehmen erheblich senken.

3) Die Frage nach der effizienten Gestaltung des organisierten Kapitalmarktes hat neben der europäischen auch eine nationale Dimension. Die jüngsten Diskussionen über den Finanzplatz Deutschland und über die optimale Ausgestaltung von Börsenmärkten lassen erkennen, daß man geneigt ist, die nationalen Kräfte zu bündeln,

um im globalen Wettbewerb der Finanzplätze bestehen zu können. Offensichtlich verfolgt die Deutsche Börse AG das Ziel, einziger nationaler Börsenmarktorganisator zu werden. Es ist jedoch überaus fraglich, ob einzelstaatliche Monopolbörsen Effizienzsteigerungen bewirken. Aus diesem Grund ist zu erörtern, ob nicht der Wettbewerb der Börsenmarktorganisatoren zu ökonomisch besseren Ergebnissen führt. Möglicherweise sorgen kompetitive Börsenmarktstrukturen im Inland für niedrigere Transaktionskosten.

4) Computerbörsen haben den Effektenhandel in den letzten Jahren stark verändert. Es ist aber noch immer umstritten, ob sie wirklich gegenüber dem Parketthandel überlegen sind. Das liegt vor allem daran, daß in diesem Zusammenhang auch darüber diskutiert wird, ob die Auktionsbörse oder das Market-Maker-System besser ist. Es ist daher zu überlegen, ob auch in der Bundesrepublik Deutschland ein elektronisches Handelssystem eröffnet werden sollte. Hiervon könnten die mittelständischen Titel besonders profitieren.

II. Ziel der Untersuchung

1) Börsen sind Institutionen, die den Wertpapierhandel in Effekten organisieren. Als Teilmärkte des Kapitalmarktes haben sie die Aufgabe, Kapitalanbieter und -nachfrager kostengünstig, organisiert und unter hoher Rechtssicherheit zusammenzuführen. Die besondere Leistung börslicher Effektenmärkte liegt in der Verringerung der Kosten einer Effektentransaktion durch einen hohen Organisationsgrad.

Da Effektentransaktionen dort abgewickelt werden, wo die günstigsten Bedingungen herrschen, sind niedrige Transaktionskosten wichtig. Das Angebot von Beteiligungstiteln interessiert einen umso größeren Kreis von Nachfragern, je niedriger dank der Existenz und der Organisation von Effektenbörsen die Transaktionskosten sind.

2) In der Bundesrepublik Deutschland sind die Börsen öffentlich-rechtlich organisiert. Die Rechtslehre versteht unter einer Effektenbörse eine nicht-rechtsfähige Anstalt des öffentlichen Rechts. Fraglich indessen ist, ob dies auch so sein muß ¹.

¹ Claussen, Carsten P., Zukunftsfragen deutscher Wertpapierbörsen, in: Claussen, Carsten P./Hübl, Lothar/Schneider, Hans-Peter (Hrsg.), Zweihundert Jahre Geld und Brief, Festgabe an die Niedersächsische Börse zu Hannover aus Anlaß ihres 200-jährigen Bestehens, 1987, S. 73

In der Gegenwart scheint einer privatautONOMEN BörSE das geltende positive Recht entgegenzustehen. Nach § 1 Abs. 1 Satz 1 BörsG bedarf die Errichtung einer BörSE der Genehmigung der zuständigen obersten Landesbehörde. Hieraus wird vielfach gefolgert, daß Privatbörsen verboten sind. Wer privatrechtlich organisierte Börsen befürwortet, muß deshalb die Frage nach ihrer rechtlichen Zulässigkeit beantworten.

3) Darüber hinaus muß geklärt werden, ob sich durch eine PrivatbörSE die Effizienz des Kapitalmarktes wirklich steigern läßt. Die jetzige Regulierung des Effektenmarktes ist eher ineffizient. Die Börsensegmente des Amtlichen Handels, des Geregeltten Marktes und des Freiverkehrs sind nicht segmentspezifisch ausdifferenziert. Das hat zur Folge, daß sich die kleinen und mittleren Unternehmen nicht über den organisierten Kapitalmarkt finanzieren können. Die vorliegende Arbeit befaßt sich deshalb auch mit dem Problem, inwieweit der Börsenmarkt zu deregulieren ist und ob unterhalb der bestehenden Marktsegmente eine eigenständige MittelstandsbörSE zu errichten ist.

Eine privatrechtliche MittelstandsbörSE wird sowohl Vorteile als auch Nachteile mit sich bringen. Sie wird sicherlich den mittelständischen Unternehmen die Eigenkapitalbeschaffung erleichtern. Dem könnte aber entgegenstehen, daß die privatautonOME MittelstandsbörSE unter Umständen einen geringeren Anlegerschutz bietet als die öffentlich-rechtlich organisierte BörSE. Hier geht es darum, die Interdependenz des Anleger- und Funktionsschutzes zu erkennen. Bei einer sachgerechten Ausgestaltung von Börsenmärkten mit risikoreicheren Beteiligungstiteln dürfen nämlich nicht nur Individualschutzaspekte berücksichtigt werden. Funktionsschutzaspekte können es gebieten, daß der Anlegerschutz auf ein bestimmtes Mindestmaß beschränkt wird, um so den kleinen und mittleren Unternehmen den Zugang zur BörSE zu erleichtern.

4) Aus den genannten Gründen sollte man die PrivatbörSE gegenüber anderen Effektenmarktsegmenten nicht von vornherein als überflüssig erachten. Im Gegenteil: In der Gegenwart ist eine absolut sichere Prognose hinsichtlich ihrer Effizienz nicht möglich. Betrachtet man die Dreiteilung des organisierten Effektenmarktes, so ist es die Aufgabe der vertikalen Segmentierung, die Beteiligungstitel übersichtlich zu ordnen, die Anleger risikoadäquat zu schützen und die Aktien ihren unterschiedlichen Umsatzmerkmalen entsprechend nach verschiedenen Verfahren zu handeln. Die vertikale Segmentierung soll den Effektenmarkt sowohl effizient gestalten als auch nach unten offenhalten. Zur Erreichung dieses Ziels ist der Wettbewerb der verschiedenen Börsenmärkte unbedingt notwendig. Wettbewerb - richtig verstanden als Entdeckungsverfahren - ist neben der Privatautonomie und dem Privateigentum