

## Buchbesprechungen

*Stein, Edkhart: Die Fusion der Girozentralen in Nordrhein-Westfalen. Physica-Verlag, Würzburg 1971, 114 S., DM 12,—.*

Die vorliegende Untersuchung über den Zusammenschluß der Rheinischen Girozentrale und Provinzialbank (RGP), Düsseldorf, und der Landesbank für Westfalen Girozentrale (LWG), Münster, zur Westdeutschen Landesbank Girozentrale, Düsseldorf und Münster, soll nach Aussagen des Verfassers ein Beitrag zur „Phase der Konzentrations- und Fusionsbewegung“ im deutschen Kreditgewerbe sein. *Stein* hat sich vor allem aus zwei Gründen einen recht spektakulären Fusionsvorgang gewählt: Zum einen entstand neben den „Big Three“ der bundesrepublikanischen Kreditwirtschaft ein Institut von bedeutender Größe; zum zweiten war dieser Zusammenschluß der erste große Schritt der Girozentralen und Sparkassen in eine neue, wettbewerbsorientierte und selbstbewußte Geschäftspolitik.

Nach einer kurzen historischen Vorstellung der beiden Institute und der Darstellung der Ausgangssituation widmet sich der Verfasser ausführlich den Gründen für den Zusammenschluß der RGP und der LWG. Dabei nimmt er eine Dreiteilung in wettbewerbspolitische, geschäftspolitische und verbandspolitische Beweggründe vor, eine Teilung, die einerseits — aus Gründen der formalen Gliederung — notwendig ist, andererseits jedoch infolge der zwangsläufig bestehenden, vielfältigen Interdependenzen der Motive zu Überschneidungen führt.

Völlig richtig nennt der Verfasser als ersten der wettbewerbspolitischen Gründe den parallel zur Konzentration in der Industrie auch im Kreditgewerbe auftretenden „Zwang zur Größe“. Damit wird gleichzeitig schon auf den geschäftspolitisch überaus wichtigen Aspekt der Risikominderung (bedingt durch die größere Grundgesamtheit) insbesondere im Kreditgeschäft hingewiesen. Ein weiterer Grund besteht in der zunehmenden Leistungsfähigkeit ausländischer Konkurrenten in der Kreditwirtschaft. Der schon früher im Ausland erfolgte Konzentrationsvorgang im Bankengewerbe erzwang im Rahmen der internationalen Verflechtung der Volkswirtschaften auch bei deutschen Banken größere Betriebseinheiten. Insbesondere die Formierung der Banque Nationale de Paris (BNP), der National Westminster Bank und die Einverleibung der Martins Bank durch die Barclays Bank werden von *Stein* als Initialzündung dargestellt. Dieser Aussage ist sicher beizupflichten, insbesondere da man heute um den mächtigen Zugzwang zur Kooperation im internationalen Bankwesen weiß, dem sich kaum eine Gruppe des Kreditgewerbes entziehen kann.

Schließlich geht der Verfasser auf den dritten Grund für die Fusion der RGP und der LWG ein: Die Wettbewerbslage in der deutschen Kreditwirt-

schaft. Folgerichtig sieht er als Ausgangspunkt des stärkeren Wettbewerbs die langsame Auflösung der lange Zeit gültigen Arbeitsteilung im Bankwesen. Einerseits drängten die Sparkassen und besonders die Girozentralen als „Sammelbecken“ für die Liquiditätsüberhänge in das Kreditgeschäft, vor allem den Bereich der Industriefinanzierungen. Dabei kommt insbesondere den Girozentralen in Verbund mit den Sparkassen infolge ihrer Größe und entsprechenden Leistungsfähigkeit die Rolle einer „Countervailing Power“ in der Kreditwirtschaft zu. Daß dabei der vereinten Kraft der fusionierten Girozentralen in Nordrhein-Westfalen eine besondere Bedeutung und Effektivität zukommt, ist zwangsläufige Folge. Andererseits wandten sich die Kreditbanken verstärkt dem Retail-Banking zu.

Nach diesen allgemeinen Gründen wendet sich der Verfasser den interessanten geschäftspolitischen Motivationen für die Fusion zu, denen er auch einen entsprechend großen Raum widmet. *Stein* wendet sich zunächst der Besonderheit der Staatsbankfunktion für das Land Nordrhein-Westfalen zu. Diese Funktion der Westdeutschen Landesbank gründet sich auf die Drittelbeteiligung des Landes Nordrhein-Westfalen am Kapital der Bank. Es liegt mithin keine echte Staatsbank vor; Voraussetzung hierfür wäre ein ausschließlicher Besitz der Bank durch das Land. Der Verfasser zählt insbesondere die Vorteile auf, die sich für das Land Nordrhein-Westfalen durch die Fusion der beiden Girozentralen in der Erfüllung der Geschäfte, „die mit dem wirtschaftlichen Eigenleben des Staates (Landes) unmittelbar zusammenhängen“ (Seite 22) ergeben. Ein wichtiges Plus stellt die organisations- und verhandlungstechnische Vereinfachung dar, denn das Land hat nur noch mit einem Partner Verhandlungen zu führen. Die Größe dieses Partners wiederum erleichtert auch die Behandlung größerer Projekte, da die Bank dank ihrer Größe ohnehin ein schlagkräftigeres Instrument wurde.

*Stein* stellt als Exempel die gerade im Lande Nordrhein-Westfalen vorbildlich gelöste Bereinigung und Umstellung der Industriestruktur dar, die ohne eine schnelle und aus einer Hand erfolgende unkomplizierte bank- und finanzierungstechnische Hilfe und Betreuung wesentlich schwieriger geworden wäre. Ebenso ist durch die Eigentümer-Struktur der Westdeutschen Landesbank eine enge Verbindung zu den Kommunen hergestellt, ohne deren aktive Mitwirkung die Effektivierung zentraler Kreditaktionen zur Durchführung von insbesondere Infra-Struktur-Maßnahmen nicht möglich ist.

Die Hilfe der westdeutschen Landesbank bei kommunalen Finanzierungsmaßnahmen sieht *Stein* als zweiten wesentlichen Aspekt der Staatsbankfunktion und hier wiederum die Größe des fusionierten Instituts als zentralen Vorteil gegenüber der vorherigen Situation.

Schließlich wird ein dritter Aspekt angeführt: Die Leistungsfähigkeit der Landesbank erleichtert sowohl die Finanzierungsbetreuung öffentlicher Unternehmen, denen ein besonderes Gewicht im Verlaufe von strukturpolitischen Maßnahmen des Landes zukommt, als auch die Einschaltung privatwirtschaftlicher Unternehmen in diese Maßnahmen. Der Verfasser sieht als Schlüssel der Verbesserung der Staatsbankfunktion des fusionierten Instituts das Konzept der Größe, d. h. die Finanzierung „aus einer Hand“ selbst derartig großvolumiger Projekte. Außerdem führt er richtig an, daß eine bessere Koordinierung

aller Maßnahmen in den Wirtschaftsräumen des Rheinlandes und Westfalens durch eine einheitliche Betrachtung durch die Westdeutsche Landesbank möglich ist.

Unter dem Punkt „geschäftspolitische Zielsetzung“ befaßt sich *Stein* mit den Fusionseffekten in den einzelnen bankbetrieblichen Tätigkeitsbereichen. Dabei werden sowohl quantitative (Größeneffekte) als auch qualitative Aspekte — je nach Tätigkeitsbereich in unterschiedlicher Gewichtung — behandelt, allerdings letztgenannte an mehreren Stellen nicht mit der wünschenswerten Intensität. Der Verfasser stellt in seinen Betrachtungen den Größenaspekt „Marktanteil“ — ausgedrückt als Zuwachsrates der Bilanzsumme in Relation zur Expansionsrate im gesamten Kreditgewerbe — zu einseitig in den Vordergrund, was dazu führt, daß zum Teil die Betrachtungsweise und die Schlußfolgerungen etwas undifferenziert werden.

Im Grundsatz richtig ist allerdings, daß aus dem vergrößerten Potential der fusionierten Landesbanken Möglichkeiten zur Durchführung einer aggressiveren und expansiveren Konkurrenzpolitik resultieren, als dies ohne die Fusion der Fall gewesen wäre.

Der Größeneffekt und der Trend zum langfristigen Investitionskredit im Industriefinanzierungsgeschäft führt nach *Stein* zu einer „Sogwirkung bei Großkrediten“ (Seite 31), der sich bei der Westdeutschen Landesbank — dies wird anhand der Zahlen des ersten Geschäftsjahres deutlich — besonders vorteilhaft bemerkbar gemacht hat.

Für das Emissionsgeschäft insgesamt ist die vergrößerte Plazierungskraft und die ausgezeichnete Reputation als Eigen-Emissionshaus von großer Bedeutung. Die Fusion hat in diesem Bereich mehr als nur einen Doppelungseffekt gebracht, weil — vor allem im internationalen Konsortialgeschäft — die Größe der neu entstehenden Bank Zugang zu völlig neuen Finanztransaktionen aufstieß.

Im Rahmen der Geldanlagegeschäfte kommt der Verfasser folgerichtig auf eine Betrachtung des Sparkassenverbundes zu sprechen. Die Girozentralen als Liquiditätssammelbecken und zugleich Ausgleichs-Station im Sparkassenbereich nehmen hier eine besondere, verantwortungsvolle Position ein. *Stein* kommt richtig zu dem Schluß, daß mit Hilfe des größeren Einlagenbestandes eine stärkere Stellung an in- und ausländischen Geldmärkten erreicht werden kann (Seite 37). Hier sollten aber auch die qualitativen Aspekte zum Zuge kommen, die aus dem Zusammenschluß zweier liquiditätsmäßig unterschiedlichen Sparkassenbereiche und der technisch organisatorisch erleichterten kurzfristigen Liquiditätsplanung resultieren. Diese wichtigen Fusionseffekte werden nicht klar erkannt.

Im Rahmen des Auslandsgeschäfts weist der Verfasser mit Recht auf die im Zuge einer Rationalisierung und Verbesserung der Marktstellung zwangsläufig erweiterten Möglichkeiten des fusionierten Instituts hin, ein umfassenderes Angebot aller im internationalen Geschäftsverkehr benötigten Dienstleistungen und einen bestmöglichen Service bei der bankmäßigen Ausführung der Außenhandelsgeschäfte sowohl für Kunden als auch für die angeschlossenen Sparkassen realisieren zu können.

Gerade die Auslandspräsenz bleibt infolge der Eigenart der Bankleistung (Leistungsbündel) nicht ohne Auswirkungen auf andere Tätigkeitsbereiche.

Als letzter Geschäftszweig wird das Bausparkassengeschäft behandelt. Auch hier zeigt sich der Fusionseffekt deutlich. Er hat über die Zusammenlegung zweier starker Bausparkassen dazu geführt, daß sich die Landes-Bausparkasse ein völlig neues Gesicht zulegen und mit neuer Dynamik sich einen festen Platz innerhalb der Spitze der privaten und öffentlich-rechtlichen Bausparkassen in der Bundesrepublik sichern konnte. Die neue Größe, darauf weist *Stein* deutlich hin, schuf zum Teil überhaupt erst die Möglichkeit, auch im Rahmen der kommunalen Städtebau- und Raumordnungen seitens der öffentlich-rechtlichen Bausparkasse im Lande Nordrhein-Westfalen im großen Rahmen aktiv zu werden.

Neben die marktorientierten Betrachtungen stellt der Verfasser eine Untersuchung der betriebsorientierten (betriebspolitischen) Gründe für die Fusion. Dabei werden sowohl der technisch-organisatorische als auch der personelle Bereich analysiert. Die Motivationen für eine Zusammenlegung des technisch-organisatorischen Bereichs sind offensichtlich: Stabsstellen können insgesamt konzentriert und personell vermindert bzw. effizienter gestaltet werden, einzelne Geschäftsbereiche können je nach regionalem Schwerpunkt und sonstigen Gegebenheiten (z. B. Personalintensität) verlegt und konzentriert werden, im Bereich der Massengeschäfte können weitere Rationalisierungsmaßnahmen durchgeführt werden, größere EDV-Einheiten in Betrieb genommen werden. Die Großrechenzentren Düsseldorf und Münster werden effizienter genutzt.

Im personellen Bereich besteht die Möglichkeit, durch Konzentrierung gewisser Funktionen auf einen Platz Spezialisten freizusetzen und mit anderen Aufgaben zu betrauen. Dies wiederum bewirkt eine Ausweitung der Geschäftsmöglichkeiten bei gleichem Personalbestand, ein bei bestehender Personalknappheit nicht zu unterschätzenden Vorteil.

In einem dritten Teil behandelt *Stein* die verbandspolitischen Gründe der Fusion der beiden nordrhein-westfälischen Girozentralen.

Diese Ausführungen sind insofern von besonderem Interesse, als Dr. Ludwig *Poullain* sowohl Präsident des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes e. V., als auch Vorstandsvorsitzender der Westdeutschen Landesbank Girozentrale ist. Aus dieser Doppelfunktion resultiert eine unmittelbare Wirkung der Fusionsdynamik im Girozentralbereich auf die Aktivitäten auf Verbandsebene.

Angesichts der Struktur der Sparkassenorganisation — Fundament: Sparkassen, mittlere Stufe: Girozentralen und Regionalverbände, Oberbau: Deutscher Sparkassen- und Giroverband e. V. und Deutsche Girozentrale — Deutsche Kommunalbank —, die von Natur aus „dezentral bis auf die Knochen“ (*Butschkau*) ist, stellt *Stein* die vordergründig zwangsläufig auftretende Frage, ob die Größe der Westdeutschen Landesbank zu einer Vormachtstellung und damit zu einer Benachteiligung oder gar Konkurrenz innerhalb des Mittelbaus führe, was natürlich nachteilige Folgen sowohl für die untere Stufe der Sparkassen als auch für die obere Stufe der Deutschen Girozentrale und des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes haben könnte. Der Verfasser setzt sich

mit dieser Frage eingehend auseinander und kommt in logisch einwandfreier Argumentation zu dem Ergebnis, daß sich diese Frage bei tieferer Durchdringung des Problemkomplexes gar nicht erst stellt.

In bezug auf die Wettbewerbssituation im Girozentralbereich wird auf den vorherigen „Anachronismus“ (*Poullain*) zweier Girozentralen in einem Lande hingewiesen. Außerdem beinhaltet das Regionalprinzip eine natürliche Bremse, die nach wie vor grundsätzlich respektiert und anderenfalls nur in freundschaftlichem Einvernehmen mit der betreffenden Sparkasse bzw. Girozentrale übersprungen wird. Schließlich muß man die weiterführenden Impulse auf die Struktur und die Geschäftspolitik anderer Girozentralen beachten, die in Niedersachsen bereits einen deutlichen Niederschlag gefunden hat.

Im Verhältnis zur Deutschen Girozentrale weist der Verfasser auf die systemgebundene Partnerschaft hin, die nicht in Weisungsbefugnisse der Girozentrale umgekehrt werden kann.

Folgerichtig schließt der Verfasser, daß die Bildung der Westdeutschen Landesbank insgesamt eine Stärkung der Leistungskraft der Sparkassenorganisation mit sich gebracht hat und daß diese Entwicklung auch weiter dadurch gestützt wird (Seite 54). Dies erfolgte und wird auch weiter erfolgen durch enge Fühlungnahme mit allen beteiligten Instituten und Institutionen.

Den angeschlossenen Sparkassen bieten sich durch die Dynamik der Girozentrale immer neue Möglichkeiten der Verbesserung ihrer eigenen Leistungsfähigkeit, die für das Konzept einer kunden- und marktorientierten Bankpolitik von wesentlichem Gewicht sind. Umgekehrt kann auch die Girozentrale wesentliche Impulse von den Sparkassen durch deren gestärkte Marktstellung empfangen. An einigen Beispielen wie Gemeinschaftskrediten, Teilprivatisierungsaktionen (z. B. VW) usw. demonstriert *Stein* diese Vorteile anschaulich.

Von Interesse sind auch die Ausführungen zur Sparkassenzentralbankfunktion, da sich hier besonders deutlich größen- und sparkassenorganisationsbedingte Rationalisierungs- und Vereinfachungseffekte dokumentierten.

Schließlich behandelt der Verfasser kurz das rechtliche Verfahren der Fusion und gibt einen guten Einblick in die öffentlich-rechtlichen Gegebenheiten und die damit verbundenen Entscheidungs- und Genehmigungsabläufe.

In einem Ausblick befaßt sich *Stein* mit der bisherigen geschäftlichen Entwicklung der Westdeutschen Landesbank und unterlegt seine vorher entwickelten Schlußfolgerungen mit Zahlen.

Insgesamt handelt es sich bei der Abhandlung von *Stein* um einen begrüßenswerten Beitrag zu einer aktuellen Frage im Kreditgewerbe, die für jeden Bankpraktiker eine interessante Lektüre darstellt. Daß keine abschließende Wertung der Fusion der Girozentrale erfolgt, liegt an dem kurzen praktischen Beobachtungszeitraum, der dem Verfasser — die Arbeit wurde Ende Januar 1970 abgeschlossen — zur Verfügung stand. Hier und da sachlich auftretende Ungenauigkeiten beeinträchtigen das positive Bild nicht wesentlich. Das Buchlein sei jedem Interessierten zum Studium sehr empfohlen.

Lutz R. Raettig, Düsseldorf

*Schmidt, Hartmut: Börsenorganisation zum Schutze der Anleger. Verlag J. C. B. Mohr (Paul Siebeck), Tübingen 1970, 315 S., DM 27,—.*

Ministerien, wirtschaftswissenschaftliche Institute und Verbände der Wirtschaft und des Kreditgewerbes befassen sich seit Jahren in der Bundesrepublik Deutschland mit der Frage, ob die deutschen Wertpapierbörsen den mit einer angestrebten, breiteren Vermögensbildung in Beteiligungswerten an sie gestellten vielschichtigen Anforderungen gewachsen sind, insbesondere, ob Struktur und Funktion der deutschen Wertpapierbörsen dem sich dabei verstärkenden Anliegen nach angemessenem Schutz breiter Anlegerkreise noch hinreichend gerecht werden. Von einer Gruppe der Diskussionsteilnehmer wird in diesem Zusammenhang die Auffassung vertreten, die derzeitige Organisation des deutschen Börsenwesens trage dazu bei, vor allem bei kleineren Anlegern Mißtrauen und Zurückhaltung gegenüber der Aktienanlage zu nähren und hierdurch die vermögenspolitischen Bemühungen nach breiter Streuung des Produktivkapitals der deutschen Wirtschaft zumindest teilweise in Frage zu stellen. Von anderer Seite wird dagegen geltend gemacht, nicht die Organisation der deutschen Börsen sei reformbedürftig. Voraussetzung für eine stärkere Beteiligung breiter Bevölkerungskreise am Produktivkapital der Wirtschaft sei vielmehr, die Aktie durch eine Reihe dringend erforderlicher kapitalmarkt- und gesellschaftspolitischer Maßnahmen auch für kleinere Anleger attraktiver zu gestalten. Der zentralen Frage, ob die Organisation der deutschen Börsen aus der Sicht der Anleger reformbedürftig sei, ist die Arbeit „Börsenorganisation zum Schutze der Anleger“ von Hartmut *Schmidt* gewidmet. Sie soll dazu beitragen, durch Bestandsaufnahme und Systematisierung von Börsenaufgaben und -mitteln die Basis der Diskussion über Maßnahmen zur Verbesserung des deutschen Börsenwesens zu versachlichen. Durch Ergebnisvergleich von Ziel-Mittel-Analysen versucht der Autor, Unterschiede in der Gewichtung des Anlegerschutzes in den Aufgabensätzen der Frankfurter Wertpapierbörse und der New York Stock Exchange aufzuzeigen. Nach dem Ergebnis der Analyse schützen die deutschen Wertpapierbörsen gerade die Interessen breiter Anlegerschichten nur unzureichend. Dieses Ergebnis ist nicht zuletzt darauf zurückzuführen, daß Aufgaben, Funktionen und Regelungen amerikanischer Börsen als Maßstab zur Beurteilung deutscher Börsenverhältnisse herangezogen werden. Vor allem im Hinblick auf zahlreiche, zum Teil traditionsgemäß bedingte, schwerwiegende Strukturunterschiede des Bank- und Börsenwesens in den USA und in Deutschland erscheinen solche Vergleiche sowie die dabei erzielten Ergebnisse grundsätzlich nicht unproblematisch.

### *1. Aufgaben von Effektenbörsen aus der Sicht von Börsenmitgliedern*

Ausgangsbasis der Ziel-Mittelanalyse über Organisation und Funktionen der New York Stock Exchange und der Frankfurter Wertpapierbörse ist eine Systematisierung des Aufgabenkataloges von Effektenbörsen aus der Sicht am Effektenhandel interessierter Kreise. Nach der einleitenden Untersuchung über Funktionen, die in der Literatur Effektenbörsen herkömmlicherweise zugeschrieben werden, gibt der Autor in einem ersten Teil der Arbeit einen Überblick über Typen von Börsenmitgliedern und ihre jeweilige Interessenlage am Börsengeschehen. Danach sind Börsenmitglieder als Kaufleute zunächst daran

interessiert, durch ihre Aktivität an der Börse ein möglichst hohes Einkommen zu erzielen. Die Erträge der Börsenmitglieder werden gegliedert in Provisionserträge, deren Höhe nicht oder nicht ausschließlich von Kursunterschieden abhängt und in Spannererträge, die von Kursunterschieden bestimmt werden, da sie — beispielsweise beim Eigenhandel — nur bei Kursunterschieden anfallen. Mitglieder von Effektenbörsen werden somit nach der Ertragsart, die ihr Einkommen überwiegend bestimmt, unterschieden in provisionsorientierte und in spannenorientierte Effekthändler. Die provisionsorientierten Händler werden wiederum untergliedert in eine Gruppe, deren Einkommen in erster Linie aus Mitgliederprovisionen resultiert und in eine andere Gruppe, deren Erträge sich vorwiegend aus Anlegerprovisionen zusammensetzen. Diese Systematisierung der Börsenmitglieder nach der Art ihrer Einkünfte dürfte an deutschen Wertpapierbörsen — entgegen der Auffassung des Autors — kaum konsequent durchführbar sein. Kreditinstitute in Deutschland führen als Börsenmitglieder nicht selten Börsentransaktionen als Komplementärsgeschäfte zu anderen Bankleistungen durch. Die Erträge aus diesen Börsengeschäften sind dann weder abhängig von Anleger- oder Mitgliederprovisionen, noch von Kursdifferenzen. Sie orientieren sich vielmehr an dem Gewinn aus dem Komplementärsgeschäft, das außerhalb der Börse abgewickelt wird und das beispielsweise ein Kreditengagement, die Hereinnahme von Einlagen oder die private Platzierung einer Emission zum Gegenstand haben kann.

In einem weiteren Abschnitt der Untersuchung werden unterschiedliche Interessenkonstellationen der Börsenmitglieder auf ihre Bedeutung für die Aufgabenstellung der Börsen hin untersucht. In diesem Zusammenhang werden Interessengegensätze zwischen mitgliederprovisionsorientierten und anlegerprovisionsorientierten Händlern aufgezeigt. Diese kommen nach Auffassung des Autors in erster Linie dadurch zustande, daß Mitgliederprovisionen für die betroffenen anlegerprovisionsorientierten Händler umsatzabhängige Aufwendungen darstellen. Daneben wird auf den jeweiligen Anteil der Aufträge am gesamten Ordervolumen — insbesondere auf die Berechtigung zur Ausführung — als weiteren Ansatzpunkt für unterschiedliche Interessen beider Händlergruppen hingewiesen.

Interessengegensätze zwischen Maklern und Eigenhändlern werden in erster Linie auf die Existenz von Eigenhändlern an Börsen und damit auf das Argument zurückgeführt, Eigenhändler stimmten Anleger naturgemäß mißtrauisch. Schon ihre Existenz wirke sich daher negativ auf das Orderaufkommen aus. Dieser krasse Gegensatz wird jedoch zum Teil dadurch aufgehoben, daß Makler im allgemeinen auch Eigenhändler sind. Hieraus wird abgeleitet, daß die Interessengegensätze zwischen Eigenhändlern und Maklern nur zwei Typen von Börsen zulassen:

Börsen, an denen nicht für eigene Rechnung gehandelt werden darf und  
Börsen, an denen alle Mitglieder auch für eigene Rechnung handeln.

Als gemeinsame Interessen aller Mitgliedergruppen bezeichnet der Autor unter anderem:

- preispolitische Interessen,
- organisatorische Interessen sowie
- Interessen an einer Erhöhung des Orderaufkommens.

Die Analyse dieser Konstellationen führt zu dem Ergebnis, daß alle Maßnahmen des Börsenmanagements durch die gemeinsamen Interessen der Börsenmitglieder determiniert werden. Danach drängen die gemeinsamen Interessen darauf, im Effektenhandel weitgehend einheitliche und feste Konditionen vor allem gegenüber Nichtmitgliedern festzulegen, die Wirtschaftlichkeit der Börsenorganisation zu steigern und hierdurch die Transaktionskosten der Börsenmitglieder zu verringern sowie das Aufkommen an Aufträgen durch Werbung und Produktgestaltung zu erhöhen.

## *2. Aufgaben von Effektenbörsen aus der Sicht von Nicht-Börsenmitgliedern*

Organisation und Funktion der Wertpapierbörsen werden — abgesehen von Interessen der Börsenmitglieder — vor allem noch von Interessen der Anleger, der Emittenten und des Staates beeinflußt. Nach Auffassung des Autors erwarten Anleger in erster Linie von einer Börse, daß diese günstige Voraussetzungen für die Erzielung eines möglichst hohen Anlagenutzens bietet. Daraus folgt, daß der Anlagenutzen so wenig wie irgend möglich durch Beträge geschmälert wird, die Dritten beim An- oder Verkauf der Effekten — berechtigt oder unberechtigt — zufließen. Besondere Aufmerksamkeit wird in diesem Zusammenhang dem Katalog von Risiken gewidmet, durch die Anleger infolge mißbräuchlicher Ausnutzung von Informationsdifferenzen Vermögensschäden erleiden können. Die Darstellung dieser in der öffentlichen Diskussion sowie in theoretischen Abhandlungen erfahrungsgemäß stark beachteten Risiken verdeckter Vermögensverschiebungen zu Lasten von Anlegern ist nicht zuletzt wegen der übersichtlichen klaren Systematik von besonderem Interesse. Der Informationswert dieses Abschnitts wäre allerdings noch höher, wenn der Autor mehr auf die Bedeutung der sogenannten Insider-Probleme in der Praxis des Wertpapiergeschäfts eingegangen wäre. So dürften beispielsweise Aktienwanderungen infolge von overstatement-policy, bei der Papiere durch übertriebene Berichterstattung der Emittenten von besser informierten Insidern zu unwisenden Outsidern wandern, nicht zuletzt wegen regelmäßiger, zum Teil auf freiwilliger Basis durchgeführter Unternehmenspublizität praktisch kaum noch Bedeutung zukommen. Dies gilt gleichermaßen für die ebenfalls behandelte Aktienbesitzkonzentration infolge wissentlich falscher Berichterstattung durch Emittenten (understatement-policy). Auch den Anlegerrisiken durch ungetreue Effektenberatung, ungetreue Berichterstattung durch andere Personen als die Emittenten sowie exhibitiv Kurs- und Umsatzmanipulationen durch Pools mit dem Ziel der Selbstbereicherung zu Lasten von Anlegern dürften in der Praxis kaum nennenswerte Bedeutung erlangen. Im Interesse der Vollständigkeit wäre es nicht verfehlt gewesen, auch auf die mehr praxisbezogenen Gesichtspunkte in diesem Zusammenhang einzugehen, beispielsweise, daß Kreditinstitute sich schon aus Eigeninteresse kaum veranlaßt sehen, wissentlich falsche Informationen über Aktienanlagen zu streuen, nicht zuletzt, weil sie im allgemeinen auf längerfristige Geschäftsbeziehungen mit ihren Kunden Wert legen und weil sie negative Auswirkungen auf ihre Reputation in der Öffentlichkeit fürchten.

Außer Risiken verdeckter Vermögensverschiebungen analysiert der Autor weitere Risiken, die sich bei entsprechender Börsenorganisation zum Nachteil der Anleger ergeben und die von Börsen- oder Effektenhändlern innerhalb bestimmter Grenzen gesteuert werden können. Hierzu zählen vor allem Risiken



des Abschlusses zu „Ausreißerkursen“, der Kursstabilitätsverschlechterung, unzulänglicher Bedienung sowie der Verengung der Märkte. Neben dem Anlegerinteresse an einer Minimierung dieser Risiken wird noch das Interesse an niedrigen Preisen für Wertpapiertransaktionen erörtert.

Als weitere Gruppe von Nicht-Börsenmitgliedern stellen Emittenten bestimmte Anforderungen an die Organisation der Wertpapierbörsen. Ihre Interessen sind in erster Linie auf hohe Fungibilität der von ihnen begebenen Titel gerichtet, nicht zuletzt, um Neuemissionen zu möglichst hohen Kursen placieren zu können. Die Liquidität der emittierten Stücke wird vor allem durch Verringerung der Transaktionskosten sowie der Transaktionsrisiken erhöht. Emittenten sind demnach an einer Verringerung der An- und Verkaufskosten von Effekten, an der Minimierung der hiermit verbundenen sonstigen Risiken sowie allgemein — auch aus Prestige Gründen — an der Zulassung ihrer Emissionen zum Börsenhandel interessiert.

Der Staat kann Eigeninteressen an bestimmten Organisationsformen der Wertpapierbörsen als Emittent, als Anleger sowie als Hoheitsträger verfolgen. Den Ausführungen über die Problematik staatlicher Eingriffe in die Organisation des deutschen Börsenwesens sowie über Voraussetzungen, die solche Eingriffe allenfalls rechtfertigen würden, ist voll beizupflichten. Als Ziel staatlicher Börsenpolitik werden z. Z. vor allem genannt, den Anleger zu schützen und sein Vertrauen zu den Börsen zu stärken, den Beitrag der Börsen zur reibungslosen und ausreichenden Versorgung der Wirtschaft mit Eigenkapital zu erhöhen sowie die internationale Bedeutung des deutschen Börsenwesens zu stärken. Nach Auffassung des Autors wird der Gesetzgeber in die Freiheit der Berufsausübung sowie in die allgemeine Handlungsfreiheit im Bereich des Börsenwesens *nur* eingreifen, sofern Belange der gesamten Volkswirtschaft und/oder Interessen mittelbarer oder unmittelbarer Teilnehmer am Börsenverkehr betroffen sind, die schutzbedürftig erscheinen. Andernfalls würde sich der Staat dem Vorwurf der Willkür und des Verstoßes gegen die Grundsätze des Rechtsstaates aussetzen. Ob die genannten interpretationsbedürftigen Ziele staatlicher Börsenpolitik durch etwaige hoheitliche Maßnahmen stärker gefördert werden könnten als durch Maßnahmen auf dem Wege der Selbstverwaltung, bleibt in der Untersuchung zunächst offen.

### *3. Ausgewählte Mittel zur Erfüllung von Börsenaufgaben*

Im zweiten Teil der Arbeit werden die von Börsen eingesetzten Mittel daraufhin untersucht, inwieweit sie die im ersten Teil aufgezeigten Börsenaufgaben erfüllen und welche Interessen sie dabei in erster Linie fördern. Der Autor wählt hierzu den Vergleich gegenwärtiger Regelungen an der New York Stock Exchange mit denen an der Frankfurter Wertpapierbörse. Für den Vergleich wurden die genannten Börsen vor allem wegen ihrer Grundstruktur ausgewählt, die nach Auffassung des Autors weitgehend gleichartig ist. Im Mittelpunkt der Erörterung im Rahmen dieses Vergleichs steht der zentrale Börsenbereich, bei dem es allein um den Abschluß von Geschäften geht. Die Bereiche Zulassung von Börsenmitgliedern, Börsenverwaltung, Publizität von Börsenverwaltungen, Geschäftserfüllung, Zulassung von Effekten zum Börsenhandel usw. werden demnach in der Analyse nicht berücksichtigt.

Ein erster Abschnitt des Börsenvergleichs befaßt sich eingehend mit den Mitteln der Wertpapierbörsen zur Verringerung der Händlertransaktionskosten. Nach dem Ergebnis dieser Untersuchung bedienen sich New York Stock Exchange und Frankfurter Wertpapierbörse weitgehend gleicher Mittel zur Erleichterung des Handels. Grundlegende Unterschiede in den Handelsverfahren werden mit der weniger strengen zeitlichen Konzentration an der New York Stock Exchange erklärt. Aus den kodifizierten Bestimmungen beider Börsen ergibt sich, daß an der New York Stock Exchange mehr Vorgänge detailliert geregelt sind als an der Frankfurter Wertpapierbörse. Dies gilt vor allem für generelle Verfahrensbestimmungen bei möglichen Meinungsverschiedenheiten über den Inhalt von Verträgen. Möglichkeiten zur weiteren Verringerung von Händlertransaktionskosten sieht der Autor vor allem bei der New York Stock Exchange, an deren Handelstechnik sich seit Einführung des Telefons wohl kaum etwas geändert habe. Aus der Sicht einer Verringerung der Transaktionskosten werden demnach keine Bedenken gegen eine weitgehende automatisierte Abwicklung der technischen Börsenorganisation geltend gemacht, soweit für den Einsatz solcher Anlagen optimale Bedingungen geschaffen werden. Auf etwaige Vermögensnachteile für Anleger durch relativ hohe Händlertransaktionskosten an der New York Stock Exchange wird in der Analyse nicht näher eingegangen.

Für Anleger bei der Orderausführung entstehende Nachteile infolge bestimmter Handlungen von Börsenmitgliedern oder aufgrund anderer Ereignisse an der Börse bezeichnet der Autor als Realisationsrisiken. Im Rahmen des Vergleichs geeigneter Mittel zur Verringerung mehrerer Realisationsrisiken werden zunächst Vorschriften zur Kursstabilisierung an der New York Stock Exchange und an der Frankfurter Börse untersucht. Schon aus dem Umfang der jeweiligen Vorschriften zur Kursstabilisierung wird abgeleitet, daß der Verringerung von Realisationsrisiken insbesondere für Anleger an der New York Stock Exchange mehr Bedeutung beigemessen werde als an der Frankfurter Wertpapierbörse. Aber auch hinsichtlich ihrer Qualität sind die von der New York Stock Exchange eingesetzten Mittel zur Kursstabilisierung nach Auffassung des Autors wirksamer als die Stabilisierungsmittel an der Frankfurter Wertpapierbörse, da sie bestimmte Reaktionen durch Einbetten in das Handelsverfahren automatisch induzierten und deshalb nicht nur ausnahmsweise wie in Frankfurt, sondern permanent wirkten. Zur Vervollständigung zeigt der Autor schließlich noch mögliche Verbesserungen der Stabilisierungsmittel an beiden Börsen auf.

Nachteile für Anleger können sich bei der Orderausführung vor allem daraus ergeben, daß Börsenmitglieder neben Informationsvorteilen über die letzten Abschlüsse und Gebote noch Kenntnis nicht lautgewordener Gebote haben und diese Informationen für Eigendispositionen verwerten. Sofern diese Präferenzen voll ausgenutzt werden, richten sich Händler an den nach Marktlage und Auftragsbeständen jeweils zu erwartenden Kursen aus, ohne dabei Rücksicht auf die Interessen der Anleger zu nehmen. Sowohl die New York Stock Exchange als auch die Frankfurter Wertpapierbörse versuchen, einer Ausnutzung solcher Präferenzen zum Nachteil von Anlegern durch bestimmte Mittel vorzubeugen. Diese Regelungen werden ausführlich auch in ihrer Funktionsweise beschrieben und gewertet. Dabei kommt der Autor zu dem Ergebnis, daß Be-

stimmungen gegen mißbräuchliche Ausnutzung von Präferenzen der Börsenhändler an der New York Stock Exchange in einer Reihe von Fällen konsequenter gefaßt sind und effizienter beachtet werden als an der Börse in Frankfurt. Dies gilt beispielsweise für die Einsichtnahme in Maklerbücher durch Händler, für Mitlaufen und Gegendispositionen bei der Ausführung von Orders, für die Reihenfolge, in der Orders auszuführen sind, für Geschäfte auf gemeinsame Rechnung der Mitglieder sowie für die gegenseitige Unabhängigkeit einzelner Mitglieder. Besondere Vorschriften über die beiden zuletzt genannten Punkte gibt es nach Recherchen des Autors an der Frankfurter Börse im Gegensatz zur New York Stock Exchange nicht.

Negative Auswirkungen auf den Anlegerschutz an der Frankfurter Börse leitet der Autor auch daraus ab, daß Scheingeschäfte an der Frankfurter Wertpapierbörse nur verboten sind, sofern es sich um arglistige Geschäfte handelt. Hierdurch sei in Frankfurt Scheingeschäften zu Kursmanipulationen zum Zwecke von Kursschnitten Tür und Tor geöffnet. Die New York Stock Exchange verbiete dagegen Scheingeschäfte jeder Art und schütze damit Anleger effizienter vor Vermögensschäden durch Kursschnitte als die Frankfurter Börse.

Auch hinsichtlich Intensität und Umfang von Kontrollen der Börsenmitglieder nach Anlegerschutzgesichtspunkten kann sich die Frankfurter Wertpapierbörse nach der Analyse von H. Schmidt in keiner Weise mit der New York Stock Exchange messen. Dies wird zum Teil darauf zurückgeführt, daß es praktikable spezielle Anlegerschutzbestimmungen an der Börse in Frankfurt nach Auffassung des Autors so gut wie nicht gibt. Bei den Bestimmungen über den Börsenhandel an der Frankfurter Börse handele es sich ganz überwiegend um Verfahrensvorschriften zur Verringerung von Transaktionskosten im Interesse der Händler. Diese Vorschriften würden daher schon naturgemäß allgemein beachtet. Ein Kontrollsystem erübrige sich in diesem Zusammenhang völlig. Auch der Existenz des Ehrengerichts an der Frankfurter Wertpapierbörse komme aus der Sicht des Anlegerschutzes kaum Bedeutung zu, da Maßstäbe für ein Tätigwerden dieser Instanz fehlten. Strafbestimmungen des Ehrengerichts stünden demnach nur auf dem Papiere. Die mangelnde Effizienz des Ehrengerichts werde schon dadurch bestätigt, daß es wohl seit über 20 Jahren nicht mehr bemüht worden sei. Nach dem Ergebnis der Untersuchung von H. Schmidt kommt auch der Börsenaufsicht der Länder aus der Sicht des Anlegerschutzes so gut wie keine Bedeutung zu.

In einem Exkurs prüft der Autor die Bestimmungen des Referentenentwurfs über gesetzliche Maßnahmen auf dem Gebiet des Börsenwesens vom 14. Dezember 1967 aus der Sicht des Anlegerschutzes. Er kommt dabei zu dem Ergebnis, daß der Referentenentwurf kaum nennenswerte Beiträge zur Verringerung von Realisationsrisiken enthält. Der Auffassung des Autors, daß aktuelle und regelmäßige Zwischenberichterstattung und Publizität der Börsenumsätze wohl die geeignetsten Mittel zur Vermeidung mißbräuchlicher Ausnutzung von Insiderinformationen sind, ist beizupflichten. Inwieweit die in der Zwischenzeit von einem Teil des Kreditgewerbes schon anerkannten Empfehlungen der Börsensachverständigenkommission zur Lösung der sog. Insider-Probleme in der Praxis geeignet sind, den Anlegerschutz zu verbessern, bleibt abzuwarten. Allerdings erscheint grundsätzlich fraglich, ob etwaige Insidergeschäfte zum Nachteil

von Anlegern durch solche Regelungen — auf freiwilliger oder auf gesetzlicher Basis — letztlich völlig verhindert werden können.

Die Ergebnisse der Analyse werden in einem dritten Teil der Arbeit zusammengefaßt. Danach wird die von Vertretern des Kreditgewerbes und der Wertpapierbörsen in der Diskussion über eine Reform des deutschen Börsenwesens vielfach vorgetragene These angefochten, die Stellung vor allem kleinerer Aktionäre könne durch Änderungen der Organisation des Börsenhandels allein nicht verbessert werden.

Die Untersuchung führt weiter zu der Aussage, Börsenmitglieder in Deutschland hätten es in hohem Maße verstanden, die Börsen als perfektes Instrument zur Erfüllung von Interessen der Effektenabteilungen ihrer Banken zu entwickeln, ohne dabei konkurrierende Interessen, beispielsweise der Anleger, zu berücksichtigen. Für Verbesserungen des deutschen Börsenwesens mit dem Ziel der Vertrauensstärkung von Anlegern empfiehlt der Autor, Anregungen aus Erfahrungen und aus der gegenwärtigen Organisation der New York Stock Exchange eingehend zu prüfen. Ob solche Maßnahmen, die den Anlegerschutz an deutschen Börsen wohl verbessern könnten, in der Tat geeignet sind, breitere Anlegerschichten verstärkt zur Wertpapierbörse zu führen, erscheint gerade im Hinblick auf langjährige Erfahrungen des Kreditgewerbes fraglich. Im allgemeinen werden Sparer in Deutschland nämlich nicht durch die ihnen weitgehend unbekannt Organisation der Börsen von der Wertpapieranlage abgehalten.

Die im Anhang abgedruckte Fallsammlung konkreter Anhaltspunkte für möglicherweise bestehende Unzulänglichkeiten des gegenwärtigen Effektenhandels in Deutschland bestätigt Erfahrungen, die Kreditinstitute und Anlageberater häufiger im Zusammenhang mit nicht erwarteten Börsenentwicklungen sammeln. Enttäuschte Erwartungen sowie Mißtrauen gegen unsichtbare Einflüsse der Banken auf Wirtschaft und Börse fördern Annahmen, daß Kreditinstitute ihre Kunden bewußt „hereinlegen“. Der Aussagewert dieser Sammlung völlig ungeprüfter und in keiner Weise bewiesener Sachverhalte sollte daher nicht überschätzt werden.

Die vorliegende Untersuchung von Hartmut *Schmidt* ist die zur Zeit einzige veröffentlichte Systematik, in der Regelungen der Börsenorganisation an zwei bedeutenden Weltbörsen übersichtlich, detailliert und weitgehend vollständig analysiert und aus der Sicht des Anlegerschutzes vergleichend gewertet werden. Unter Berücksichtigung der erwähnten Anmerkungen ist sie vor allem solchen Lesern zu empfehlen, die sich mit möglichen Verbesserungen des deutschen Börsenwesens befassen und die in Theorie und Praxis des Börsengeschäftes hinreichend vorgebildet sind.

Manfred Steyer, Mainz