

Marktorganisationsbestimmte Kosten und Transaktionskosten als börsenpolitische Kategorien*

Grundsätzliche Überlegungen zur Weiterentwicklung des Anlegerschutzes aus ökonomischer Sicht

Von Hartmut Schmidt, Hamburg

Zwischen Juristen und Ökonomen läßt sich häufig keine Einigung darüber erzielen, ob und in welcher Form der Anlegerschutz ausgebaut werden soll¹. Der Hauptgrund hierfür dürfte nicht – wie manchmal vermutet wird – in unterschiedlichen ideologischen Standpunkten liegen, sondern in andersartigen Annäherungen an das zu lösende Problem. Hier soll ein ökonomischer Ansatz der juristischen Annäherung gegenübergestellt werden, wie sie *Hopt* unlängst vorgetragen hat².

I. Der juristische Ansatz von *Hopt*

Hopt hat sechs Thesen formuliert, um die Weiterentwicklung des Anlegerschutzes aus juristischer Sicht zu charakterisieren. In knapper Form lauten diese sechs Thesen:

1. Positiviertes Recht als Vorgabe (Stichworte: Bindung an die Verfassung, Anknüpfen an bewährte Regelungen wie z. B. das Aktiengesetz)

* Vortrag gehalten anlässlich der 5. Sitzung des Arbeitskreises „Kapitalgeberschutz“ in der Wissenschaftlichen Kommission „Bankbetriebslehre/Finanzierung“ im Verband der Hochschullehrer für Betriebswirtschaft am 1. Oktober 1982 in Paderborn.

¹ Ein instruktives Beispiel hierfür stellen die Beratungen während des 51. Deutschen Juristentages dar. Verhandlungen des 51. Deutschen Juristentages, Stuttgart 1976, Teil P, München 1976. Siehe hierzu auch *Klaus J. Hopt*, Inwieweit empfiehlt sich eine allgemeine gesetzliche Regelung des Anlegerschutzes? Gutachten G für den 51. Deutschen Juristentag, München 1976, und den Aufsatz gleichen Titels von *Wolfgang Stützel*, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 29. Jg., 1976, S. 1060 - 64.

² *Klaus J. Hopt*, Instrumente des Anlegerschutzes, Thesen und Fragen aus juristischer Sicht, Vortrag gehalten am 13. Febr. 1981 in Regensburg vor dem Arbeitskreis „Kapitalgeberschutz“ in der Wissenschaftlichen Kommission „Bankbetriebslehre/Finanzierung“ des Verbandes der Hochschullehrer für Betriebswirtschaft.

2. Konsensfähige Rechtsschöpfung (Stichworte: Eingebettetsein von Richter und Parlamentarier in gesellschaftliche Strömungen, Lobby)
3. Relevanz des pathologischen Falls (Stichworte: Unsystematisches Vorgehen, Übersteuerung, Hard Cases make Bad Law)
4. Rechtsnorm-Präferenz des Juristen
5. Regelungsverantwortung der Richter und Gesetzgeber
6. Fehlen von Wirkungskontrollen.

Diese sechs Thesen zeigen unmittelbar die Stärken und Schwächen des juristischen Regelungsansatzes auf. Das Anknüpfen an Bewährtem, die klare und verbindliche Regelung durch Normen aus dem demokratischen Prozeß heraus und das Durchsetzen des vom Gesetzgeber Gewollten auf dem Rechtswege verleihen diesem Ansatz den Anstrich von Respektabilität und Solidität. Diese achtungsgebietenden Stärken erheischen dem juristischen Ansatz den Vorzug vor allen anderen Ansätzen.

Hopts Thesen verweisen aber auch auf die Schwächen. Das Anknüpfen am pathologischen Fall führt tendenziell zur Übersteuerung, wie *Gerke* am Beispiel der Auswirkungen des Anlegerschutzes auf den Kapitalmarktzutritt gezeigt hat³. Übersteuerung ist teils Folge unsystematischen Vorgehens, teils ergibt sie sich aus dem Fehlen von Wirkungskontrollen einschneidender Normen, die ganz bestimmten Mißbräuchen einiger weniger den Riegel vorschieben. Solche spezifischen Anlegerschutzregelungen werden in ihren Belastungseffekten für die große Zahl korrekt arbeitender Akteure auf dem Kapitalmarkt oft nicht erkannt und wohl auch nicht bedacht, wenn es an Wirkungskontrollen fehlt.

II. Ein ökonomischer Ansatz

1. Erklärungen unterschiedlicher Regelungsintensität

Wer sich mit dem Stand des Anlegerschutzes auf verschiedenen Effektenmärkten beschäftigt, z.B. mit dem Stand des Anlegerschutzes an der Hamburger Börse und an der New York Stock Exchange, dem fällt

³ *Wolfgang Gerke*, Interessenkonflikte zwischen Anlegerschutz und Kapitalmarktzutritt, Vortrag gehalten am 4. Dezember 1981 in Paderborn vor dem Arbeitskreis „Kapitalgeberschutz“; ders., Der Kapitalmarktzutritt nicht emissionsfähiger Unternehmen, in: *Klaus Juncker* und *Klaus Schlegelmilch* (Hrsg.), Die Kapitalbeteiligungsgesellschaft in Theorie und Praxis, Frankfurt 1976, S. 115 - 139.

sofort die unterschiedliche Regelungsintensität auf⁴. Es liegt daher nahe zu fragen, welches Handelssystem besser ist.

Für den Perfektionisten des Anlegerschutzes ist die Antwort klar: Das System mit der höheren Regelungsintensität muß als Vorbild dienen. Der Demograph, dessen Statistiken von Land zu Land ein höchst unterschiedliches Maß an krimineller Energie pro Kopf der Bevölkerung sichtbar werden lassen, wird die Frage wohl als unzulässig betrachten und eine unterschiedliche Regelungsintensität als geboten ansehen; auch wenn der Jurist einwendet: Wo es Normen gibt, da gibt es auch Fälle. Auch der Ökonom, der sich an die Lehre von der Veränderung der Property Rights erinnert, wird die Frage, welches System besser ist, als unbesonnen verwerfen.

Solange keine Überfüllungserscheinungen auftreten, kann sich ein einfaches Regelungssystem durchaus als sachgerecht und ausreichend erweisen, wie *Demsetz* es am Beispiel des Kollektivjagdrechts eines Indianerstammes und andere am Beispiel kollektiver Weiderechte aus der Almende gezeigt haben⁵. Solche Überlegungen dürften auch auf den Effektenhandel übertragbar sein. Die Verlautbarung des Bundesaufsichtsamtes zum Rentenhandel aus dem Jahre 1980, die durch Untreuefälle in Hannover und Frankfurt veranlaßt wurde, ist auf das rasche Wachstum des Rentenhandels und der Zahl der Rentenhändler zurückzuführen. Das wesentlich höhere Aktivitätsniveau erlaubte das Entstehen von Maklerfirmen und Banken, in denen unlautere Handelsgewinne getarnt geparkt und aus denen die Gewinne anschließend zugunsten von Strohmännern wieder herausgedreht werden könnten. Als Folge mußte das ausschließliche Nutzungsrecht der Banken an ihren Effektenbeständen durch Verschärfung der Kontroll- und Revisionsregelungen gesichert werden⁶.

Durch Verweis auf verschiedene Rahmenbedingungen läßt sich plausibel machen, warum Art und Ausmaß der Anlegerschutzregelungen von Land zu Land und von Börse zu Börse Unterschiede aufweisen können, ohne daß

⁴ Ein detaillierter Vergleich dieser Art findet sich bei *Hartmut Schmidt*, Börsenorganisation zum Schutze der Anleger, Tübingen 1970, S. 114 - 245.

⁵ *Harold Demsetz*, Toward a Theory of Property Rights, in: *American Economic Review*, 57. Jg., 1967, Papers and Proceedings, S. 351 - 353; *Rolf Eschenburg*, Ökonomische Einschätzung juristischer Regelungen im Kapital-Anleger-Schutz, Manuskript eines Vortrages, gehalten am 4. Dezember 1981 in Paderborn vor dem Arbeitskreis „Kapitalgeberschutz“, S. 8.

⁶ Verlautbarung über Anforderungen an das Wertpapiergeschäft der Kreditinstitute vom 30. Dezember 1980. Vgl. hierzu *Hartmut Schmidt*, Bank Regulators See Need to Control Securities Trading, in: *Company Lawyer*, 1. Jg., 1980, S. 257 - 259; ders., Bank Regulator Issues Regulation on Securities Trading, in: *Company Lawyer*, 2. Jg., 1981, S. 283 f.

daraus auf Defizite im Anlegerschutz geschlossen werden kann. Dieses Ergebnis hilft aber nicht weiter, wenn für einen bestimmten Effektenmarkt die Frage zur Entscheidung ansteht, ob weitere Regelungen zum Schutze der Anleger getroffen werden sollen. Dann stellt sich die Frage, ob es ein Maß gibt, an dem Übersteuerung oder Untersteuerung gemessen werden kann. Die Theorie der Property Rights bietet als Organisationstheorie mit den Transaktionskosten ein solches Maß an. Danach ist die Regelung zu treffen, mit der die Transaktionskosten minimiert werden⁷. Unnötige Reibungsverluste sind zu vermeiden. Diese Aussage scheint nichts anderes zu sein als eine Umformulierung des ökonomischen Prinzips. Der Organisationszweck ist mit den geringstmöglichen Kosten zu erreichen. Offenbar muß man konkretisieren, was mit Kosten oder Transaktionskosten gemeint ist, damit man diesen Ansatz für die Lösung börsenpolitischer Probleme heranziehen kann.

Einen gewissen Fortschritt stellt es daher dar, wenn Kostenarten genannt werden. So teilt *Eschenburg* die Transaktionskosten ein in Kosten der Information über die Preisrelationen und über potentielle Tauschpartner, in Kosten des Vertragsabschlusses, in Kosten der Vertragserfüllung und in Kosten der Vertragsdurchsetzung⁸. Wie Anlegerschutzmaßnahmen diese Kosten berühren, bleibt dabei jedoch offen⁹. Diese meist übersehene Lücke erschwert die Diskussion des Anlegerschutzes mit Juristen. Deshalb sei hier ein Ansatz vorgestellt, mit dem sich diese Lücke schließen läßt. Dieser Ansatz ist zwar nicht von der mikroökonomischen Theorie der Property Rights her entwickelt worden; er ist vielmehr aus betriebswirtschaftlicher Sicht zur Lösung börsenpolitischer Fragestellungen entstanden¹⁰. Gleichwohl sind beide Ansätze aufs engste verwandt.

⁷ *Oliver E. Williamson*, The Modern Corporation: Origins, Evolution, Attributes, in: *Journal of Economic Literature*, 19. Jg., 1981, S. 1537 f., 1547 - 1551; *R. Eschenburg*, Ökonomische Einschätzung juristischer Regelungen, a.a.O., S. 4.

⁸ *R. Eschenburg*, Ökonomische Einschätzung juristischer Regelungen, a.a.O., S. 10. Ähnlich *Hans G. Monissen*, Haftungsregeln und Allokation, in: *Jahrbuch für Sozialwissenschaften*, Bd. 27, 1976, S. 395 (Kosten der Information, des Aushandelns, des Kontrahierens, der Durchsetzung), und *O. E. Williamson*, a.a.O., S. 1544.

⁹ Die Unsicherheit in der Beurteilung dieser Frage wird deutlich in *Rolf Eschenburg*, Mikroökonomische Aspekte von Property Rights, in: *Karl-Ernst Schenk* (Hrsg.), Ökonomische Verfügungsrechte und Allokationsmechanismen in Wirtschaftssystemen, Berlin 1978, S. 21 f., bes. Fußnote 36.

¹⁰ *Hartmut Schmidt*, Vorteile und Nachteile eines integrierten Zirkulationsmarktes für Wertpapiere gegenüber einem gespaltenen Effektenmarkt, Nr. 30 der Kollektion Studien, Reihe Wettbewerb und Rechtsangleichung, hrsg. von der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Brüssel und Luxemburg 1977, S. 1 - 38, 372 - 385; ders., Börsenorganisation, a.a.O., S. 57 f., 65 - 69, 251; ders., Wertpapierbörsen, in: *Bruno Tietz* (Hrsg.), Handwörterbuch der Absatzwirtschaft, Stuttgart 1974, Sp. 2285 f., 2291.

2. Marktorganisationsbestimmte Kosten oder Transaktionskosten als Kriterium für die Auswahl von Anlegerschutzregelungen

a) Die Konzeption des ökonomischen Ansatzes

Ausgangspunkt ist folgender Grundgedanke: Der Effektenmarkt bedingt keinerlei Reibungsverluste, wenn das, was die Anleger bei der Emission zahlen, dem Emittenten völlig ungeschmälert zugeht und wenn die späteren Zahlungen des Emittenten den Anlegern völlig ungeschmälert zufließen. Nur dann können sich die fundamentalen Kursdeterminanten ungehindert auf den Kurs auswirken. Dieser Idealzustand, in dem andere Marktteilnehmer als Anleger und Emittent völlig leer ausgehen, läßt sich auch anders formulieren: Der Kapitalkostensatz des Emittenten ist gleich der Rendite der Anleger.

Um diese knappe zweite Formulierung des Grundgedankens abzusichern, muß man allerdings klarstellen, was in diesem Satz als Kapitalkostensatz und als Rendite der Anleger bezeichnet wird. Der Kapitalkostensatz ist hier der interne Zinsfuß der Zahlungsreihe, die sich für den Emittenten aus der Emission ergibt. Die Rendite der Anleger ist der interne Zinsfuß der Zahlungsreihe, die sich aus allen den Zahlungen zusammensetzt, die alle Anleger wegen dieser Emission leisten oder erhalten. Es sind hierbei nicht nur die Anleger zu berücksichtigen, die zunächst Teile der Emission kaufen, sondern auch solche Anleger, die später am Zirkulationsmarkt Teile der Emission erwerben. Mit jedem Teil der Emission ist also gedanklich eine kürzere oder längere Kette von Anlegern zu assoziieren, die diesen Teil hintereinander und lückenlos von der Begebung bis zur Erledigung der Emission z.B. durch Tilgung halten.

Der Idealfall kommt natürlich nicht vor; die Rendite der Anleger wird dem Kapitalkostensatz des Emittenten nie völlig entsprechen. Es treten immer Reibungsverluste auf, die dazu führen, daß die Rendite der Anleger niedriger als der Kapitalkostensatz ist. Das beruht auf fünf Kostenarten:

1. Emissionskosten
2. Kosten des Wertpapierdienstes (einschl. Kosten fortlaufender Publizität)
3. Verwahr- und Verwaltungskosten
4. Kosten fortlaufender Information
5. Transaktionskosten.

In welcher Höhe diese fünf Kostenarten anfallen, hängt weitgehend von der Organisation des Effektenmarktes ab. Hierzu einige Beispiele:

- Muß der Emittent seinen Prospekt in der Tagespresse veröffentlichen, erhöht das die Emissionskosten.
- Anders als Inhaberaktien erlauben es Namensaktien dem Emittenten, Dividenden direkt an die Aktionäre zu überweisen und auch Zwischenberichte ohne Zwischenschaltung verwahrender Banken an die Aktionäre zu versenden, so daß neben den Verwahr- und Verwaltungskosten auch die Kosten des Wertpapierdienstes berührt werden.
- Regelungen wie Börsenzwang, Kursmaklerzwang oder Jobberzwang beeinflussen die Höhe der Transaktionskosten, möglicherweise auch die Kosten fortlaufender Information, wenn als Nebeneffekt solcher Maßnahmen verlässliche Umsatzzahlen verfügbar werden.

Zusammengenommen werden diese fünf Kostenarten daher als marktorganisationsbestimmte Kosten bezeichnet. Alles, was zu Reibungsverlusten auf dem Effektenmarkt führt und einen Keil zwischen Anlegerrendite und Kapitalkostensatz treibt, läßt sich vollständig in den fünf Kostenarten erfassen. Die marktorganisationsbestimmten Kosten sind ein Maß für die Effizienz des Effektenmarktes im Sinne effizienter organisatorischer Verfahrensweisen, kurz, das Maß für die Verfahrenseffizienz.

Da die genannten Kosten zu sehr unterschiedlichen Zeitpunkten bei verschiedenen Personen anfallen, sind sie zunächst in den Anfallszeitpunkten zu aggregieren, dann zu diskontieren und schließlich sind die diskontierten Beträge zu addieren. Der erste Schritt setzt die Kenntnis der typischen Auftrags- oder Transaktionsstruktur voraus. So erhält man die Summe der marktorganisationsbestimmten Kosten und damit in einer einzigen Zahl das Maß für die Verfahrenseffizienz. Der Grad der Verfahrenseffizienz ist um so höher, je geringer die Summe der marktorganisationsbestimmten Kosten ist; im Idealfall ist diese Summe null.

Konzeptionell läßt sich diese Maßzahl nicht nur für eine bestimmte Emission ermitteln, sondern auch für beliebige andere Aggregate, z. B. für mehrere Emissionen oder den Wertpapierumlauf auf einen bestimmten nationalen Markt. Teilt man die Summe der marktorganisationsbestimmten Kosten durch den Nettoemissionserlös bzw. durch den Marktwert des Umlaufs, erhält man eine Kennzahl, die sich für Vergleichszwecke eignet.

Um die Verfahrenseffizienz korrekt zu messen, müssen die relevanten Kosten aller Marktteilnehmer berücksichtigt werden, also nicht nur die der Emittenten und der Anleger, z. B. Zahlungen für Börsenbriefe und Depotgebühren, sondern auch Kosten der Börsen, der Effektenbanken und der Aufsichtsbehörden. Doppelzählungen sind selbstverständlich zu vermeiden. Z. B. sind nicht die Kosten der Banken für den Versand der Einladungen zu

einer Hauptversammlung und die entsprechende Provision des Emittenten anzusetzen, sondern nur der höhere Betrag. Daraus ergibt sich, daß solche Kosten, die ganz oder teilweise von anderen Marktbeteiligten als Emittenten und Anlegern getragen werden, z. B. von den Banken oder den Aufsichtsbehörden, wie Kosten der Emittenten zu behandeln sind. Sonst ließe sich die Verfahrenseffizienz durch Subventionen erhöhen.

Ein ähnliches Problem wie im Falle von Subventionen stellt sich, wenn Anleger oder Emittenten bestimmte Dienstleistungen selbst produzieren, wenn z. B. der Bezug eines Börsenbriefes durch eigene Recherchen ersetzt wird oder wenn Selbstemission an die Stelle der Fremdemission tritt. Wenn in solchen Fällen nur kalkulatorische Kosten anfallen, sind diese kalkulatorischen Kosten bei der Bestimmung der Verfahrenseffizienz wie pagatorische Kosten zu behandeln. Sonst würde die Verfahrenseffizienz erhöht, wenn kalkulatorische Kosten an die Stelle pagatorischer Kosten treten. Wie sich später zeigen wird, ist es gerade diese kalkulatorische Komponente der Verfahrenseffizienz, die es erleichtert, Anlegerschutzaspekte in das hier vorgestellte Maß der Marktqualität zu integrieren.

Die eben vorgestellten Grundregeln zur Ermittlung der Summe der marktorganisationsbestimmten Kosten könnten Gegenstand einer sehr intensiven Diskussion sein. Diese Diskussion könnte zum Ziel haben, die genannten Regeln zu verfeinern oder die Praktikabilität der Rechnung in Zweifel zu ziehen. Bei einer solchen Diskussion verlöre man aber leicht den Zweck der Kategorie marktorganisationsbestimmter Kosten aus den Augen. Daher wird auf diese Diskussion hier verzichtet. Zweck der Verfahrenseffizienz-Überlegungen ist es, einen Ansatz zu bieten, der im Gegensatz zum juristischen Ansatz eine systematische Behandlung börsenpolitischer Fragen gewährleistet. Anders ausgedrückt, dieser Ansatz soll dazu beitragen, bei der Suche nach Regelungen für den Kapitalmarkt solche Lösungen herauszuarbeiten, die weder zu einer Übersteuerung noch zu einer Untersteuerung führen.

Das Prinzip dieses ökonomischen Ansatzes ist einfach. Eine Regelung zu treffen ist nur dann sinnvoll, wenn diese Regelung die Summe der marktorganisationsbestimmten Kosten verringert. Nur dann werden Anlegerrendite und Kapitalkostensatz einander angenähert. Nur dann trägt die Regelung zur Allokationseffizienz¹¹ bei; nur dann dient man den Interessen von Anlegern und Emittenten; nur dann wird der Markt attraktiver. Würde eine

¹¹ Ausführlicher zur Beziehung von Allokationseffizienz und Verfahrenseffizienz *H. Schmidt*, Vorteile und Nachteile, a.a.O., S. 31 - 35. Dort wird auch die Bedeutung der Steuern in diesem Zusammenhang angesprochen, die hier völlig vernachlässigt werden.

Regelung die marktorganisationsbestimmten Kosten erhöhen, dann löste man tendenziell eine Abwanderung der Anleger und Emittenten von diesem Markt aus. Das Problem besteht offensichtlich darin, den Beitrag denkbarer Regelungen zur Verfahrenseffizienz zu beurteilen. Man mag nun glauben, die Verfahrenseffizienz ließe sich ohne weiteres dadurch erhöhen, daß man die einzelnen Kosten senkt, z.B. die Kosten der fortlaufenden Information des Anlegers. Es kommt aber nicht auf die einzelnen Kosten, sondern auf deren Summe an, da zwischen den einzelnen Kosten und Kostenkomponenten teilweise gegenläufige Beziehungen bestehen.

b) Konkretisierung des Ansatzes für einzelne Regelungsbereiche am Beispiel des Ausführungsbereichs

Genau genommen wären für jede geplante Regelung sämtliche Haupt- und Nebeneffekte auf die fünf Kostenarten und alle ihre Komponenten durchzuprüfen, um den Gesamteffekt auf die marktorganisationsbestimmten Kosten abzuschätzen. Aber das wird nur bei weitreichenden Regelungen erforderlich sein, z.B. wenn man sich von der Inhaberaktie abwenden und die Namensaktie generell einführen wollte. Im allgemeinen reicht es für ein systematisches und betragsmäßiges Abwägen der Vor- und Nachteile einer Regelung aus, die Summe der marktorganisationsbestimmten Kosten in Teilsommen aufzuteilen, die für bestimmte Regelungsbereiche von einander unabhängig sind und die daher als Zielgrößen für die Erhöhung der Verfahrenseffizienz dienen können.

Regelungsvorschläge pflegen sich entweder auf den Emissionsmarkt oder den Zirkulationsmarkt zu beziehen. Emissionsmarktprobleme lassen sich als Sonderfälle allgemeiner Zirkulationsmarktprobleme verstehen; die Besonderheit ergibt sich zum einen aus der Größe der Transaktion und hat daher im Verkauf von Blocks am Zirkulationsmarkt ihre Parallele, zum anderen können sich Probleme der Erstpublizität ergeben, deren Aussage im Kern nicht anders als die der fortlaufenden Publizität eine korrekte Bewertung ermöglichen soll. Daher erscheint es zweckmäßig, den Emissionsmarkt im folgenden außer acht zu lassen und sich der Verfahrenseffizienz auf Zirkulationsmärkten zu widmen. Die Ergebnisse dieser Überlegungen dürften auf den Emissionsmarkt übertragbar sein.

Am Zirkulationsmarkt sind drei Unterbereiche zu unterscheiden, die meist unabhängig von einander Ziel von Regelungen sein können:

1. Der Informations- und Entscheidungsbereich.

Hier geht es darum, die Effizienz der Informations-, Bewertungs- und Entscheidungsprozesse beim Anleger zu erhöhen, die der Transaktion vorangehen. Das Hauptproblem ist die Gestaltung der Publizität.

2. Der Ausführungsbereich.

Regelungen in diesem Bereich sollen den Effektenhandel im eigentlichen Sinn sachgerecht organisieren, also alle Verfahrensschritte von der Transaktionsentscheidung bis zum Abschluß des Kaufvertrages, von der Auftragserteilung bis zur Abrechnung des Geschäfts gegenüber dem Kunden. Hauptproblem ist die Börsenorganisation.

3. Der Erfüllungs-, Verwahrungs- und Verwaltungsbereich.

Hier geht es um die Erhöhung der Verfahrenseffizienz in allen Prozessen, die dem Abschluß des Kaufvertrages nachgelagert sind. Hauptprobleme sind die fehlerfreie Abrechnung und Belieferung der Effektengeschäfte über Kassenvereine, die Sicherung der Depotbestände und der Position der Anleger gegenüber den Verwaltern der Gesellschaftsvermögen.

Um Regelungsvorschläge systematisch beurteilen zu können, müssen jedem dieser drei Bereiche Teilsummen der marktorganisationsbestimmten Kosten zugeordnet werden. Ausgangspunkt hierfür sind die bereits genannten Kostenarten: Kosten des Wertpapierdienstes, die Verwahr- und Verwaltungskosten, die Kosten fortlaufender Information und die Transaktionskosten. (Die Emissionskosten sind nicht zu berücksichtigen, da sich die Überlegungen auf den Zirkulationsmarkt konzentrieren.) Um Teilsummen zu bilden, müssen diese Kostenarten aus zwei Gründen in ihre Komponenten zerlegt werden:

1. Keine der vier Kostenarten läßt sich allein einer Teilsumme zuordnen.
2. Gegenläufige Effekte einer Regelung innerhalb einer Kostenart müssen sichtbar werden können. Der Nettoausweis dieser Effekte könnte leicht zu Beurteilungsfehlern führen, während das Bruttoprinzip zum Durchgehen der relevanten Komponenten und damit zu einer Art Check List führt, die dazu beiträgt, daß keine Einzeleffekte übersehen werden.

Am Beispiel des Ausführungsbereichs sei im folgenden erläutert, wie man zu einer Teilsumme der marktorganisationsbestimmten Kosten gelangt. Die Kosten des Ausführungsbereichs erfassen nur den wesentlichen Teil einer einzigen Kostenart, nämlich der Transaktionskosten. Es hat sich als zweckmäßig erwiesen, die Transaktionskosten in folgende Komponenten aufzuteilen:

1. Kosten der Annahme und Weiterleitung des Auftrags
2. Kosten der Suche nach dem günstigsten Kontrahenten für den Kunden
3. Kosten des Abschlusses
4. Kosten der Abrechnung des Geschäfts gegenüber dem Kunden

5. Kosten der Erfüllung
6. Transaktionsbedingte Informations- und Entscheidungskosten des Anlegers
7. Kosten sofortigen Abschlusses
8. Kosten der Sicherung gegen Transaktionsrisiken.

Die ersten fünf Komponenten sind Kosten des Transaktionsservices der Bank, der gewöhnlich durch eine Provision abgegolten wird. Während die ersten vier Komponenten zu den Kosten des Ausführungsbereichs gehören, sind die Kosten der Erfüllung dem Erfüllungsbereich und die transaktionsbedingten Informations- und Entscheidungskosten, die überwiegend kalkulatorische Kosten sein werden, dem Informationsbereich zuzuordnen.

Eine interessante und viel diskutierte Komponente sind die Kosten sofortigen Abschlusses. Sie fallen im Gegensatz zu den anderen Komponentenkosten des Ausführungsbereichs nicht bei jeder Transaktion an, sondern immer nur dann, wenn der Anleger den besonderen Transaktionsservice eines Dritten in Anspruch nimmt, sofort für eigene Rechnung als Gegenpartei einzuspringen. Dadurch vermeidet der Anleger das Risiko der Kursänderung während des Wartens auf eine passende Gegenorder, das mit der Gefahr verbunden ist, die Anlageentscheidung revidieren zu müssen. Es entfallen damit zwar auch weitere Kosten der Suche nach dem günstigsten Kontrahenten, im Kern sind die Kosten sofortigen Abschlusses aber Kosten der Sicherung gegen kurzfristige Kursrisiken. Als Entgelt für den Sofortigkeitsservice zahlt der kaufende Anleger einen Sofortigkeitszuschlag zum gerade herrschenden Gleichgewichtskurs; der Verkäufer nimmt einen Sofortigkeitsabschlag hin. Bei großen Transaktionen sind diese Kosten sofortigen Abschlusses naturgemäß besonders auffällig. Die Kosten sofortigen Abschlusses variieren von Titel zu Titel, vor allem bedingt durch Unterschiede in den Umsatzmerkmalen und im Kursrisiko¹². Es liegt daher nahe,

¹² *Harold Demsetz*, Cost of Transacting, in: Quarterly Journal of Economics, 82. Jg., 1968, S. 33 - 53; *Richard R. West* und *Seha M. Tinic*, The Economics of the Stock Market, New York 1971, S. 85 - 103, 143 - 169; dieselben, Marketability of Common Stocks in Canada and the U.S.A., in: Journal of Finance, 29. Jg., 1974, S. 729 - 746; *H. Schmidt*, Wertpapierbörsen, a.a.O., Sp. 2289 f.; *Dennis E. Logue*, Market-making and the Assessment of Market Efficiency, in: Journal of Finance, 30. Jg., 1975, S. 115 - 123; *Hartmut Schmidt*, Vorteile und Nachteile, a.a.O., S. 393 - 400; *Hartmut Schmidt*, *Matthias Schurig* und *Johannes Welcker*, Bank- und Börsenwesen, Bd. 1: Struktur und Leistungsangebot, hrsg. von *Michael Bitz*, München 1981, S. 154 - 158; *Eckart Mildenstein*, Die Kurspolitik der Marketmaker auf Aktienzirkulationsmärkten, Hamburg 1981; *Eckart Mildenstein* und *Harold Schleef*, The Optimal Pricing Policy of a Monopolistic Marketmaker in the Equity Market, in: Journal of Finance, 38. Jg., 1983, S. 218 - 231.

den Sofortigkeitsservice nach wie vor nicht als besondere Finanzdienstleistung zu verstehen und Titel mit niedrigen Kosten sofortigen Abschlusses als besonders leicht abtretbar, als besonders marktgängig oder als besonders liquide zu charakterisieren. Erst *Demsetz* hat überzeugend dargelegt, daß sich die Markttiefe als eine Finanzdienstleistung verstehen und als Komponente der Transaktionskosten erfassen läßt.

Die bisher behandelten Komponenten legen nur lockere und eher unkontroverse Verbindungen zum juristischen Ansatz nahe. Bei der letzten und am schwierigsten zu erfassenden Komponente der Transaktionskosten, bei den Kosten der Sicherung gegen Transaktionsrisiken, ist das anders. Hier geht es um Fragen des Anlegerschutzes, und Juristen und Ökonomen schlagen oft die gleichen Saiten an, wobei es nicht immer zu harmonischen Akkorden kommt. Harmonie besteht insofern, als man die Anlegerrisiken einzeln herausarbeitet und dann versucht, sie durch Regelungen zu verringern. Die oben getroffene Bereichseinteilung legt es nahe, die Transaktionsrisiken in Informationsrisiken, Ausführungsrisiken und Erfüllungsrisiken einzuteilen. Hier geht es nur um Ausführungsrisiken, z. B. um das altbekannte Risiko des Kursschnitts in seinen verschiedenen Varianten, um das Risiko des Mitlaufens, um das Risiko der Gegendisposition, um das Risiko des Abschlusses zu manipulierten Kursen oder zu Zufallskursen, um Risiken nachlässiger Ausführung¹³.

In gewissem Umfang wird sich ein Anleger gegen Transaktionsrisiken selbst schützen, z. B. indem er verschiedene Informationsdienste abonniert, seine Aufträge sorgfältig ausgewählten Effektenhandelsbetrieben übergibt, realistische und gestaffelte Limits setzt und die Erfüllung der Geschäfte von dritter Seite Zug um Zug vornehmen läßt, obwohl damit zusätzliche pagatorische und kalkulatorische Kosten verbunden sind.

Viele Anleger verhalten sich so und überführen damit die nach Höhe und Eintritt unsicheren Kosten von Transaktionen in einem nicht einwandfreien Effektenhandel in sichere Transaktionskosten¹⁴. Dieses Verhalten läßt sich gut vergleichen mit dem Zahlen eines Sofortigkeitsszuschlags zur Sicherung gegen das Risiko kurzfristiger Kursänderungen. Soweit eine solche Sicherung nicht gelingt, ist davon auszugehen, daß Anleger als kalkulatorische Kosten der Sicherung gegen diese Risiken eine Art Selbstversicherungsprämie ansetzen. Beide Sicherungswege haben dieselbe Folge: Die Anleger auf einem Markt mit Anlegerrisiken werden für einen bestimmten Titel nur

¹³ *H. Schmidt*, Börsenorganisation, a.a.O., S. 45 - 59

¹⁴ *Hurd Baruch*, Wall Street: Security Risk, Washington 1971, S. 50 f.; *H. Schmidt*, *M. Schurig*, *J. Welcker*, a.a.O., S. 152.

einen niedrigeren Kurs zu zahlen bereit sein als bei einem Handel des Titels auf einem einwandfreien Markt, da sie sichere oder unsichere Vermögensabflüsse in ihre Kalküle einbeziehen müssen. Dieses Ergebnis steht im Einklang mit der Überlegung, daß es zu einem Bewertungsabschlag kommen muß, wenn asymmetrische Transaktionsrisiken zu dem durch den Emittenten bedingten Risiko hinzutreten¹⁵.

Damit ist am Beispiel des Ausführungsbereichs gezeigt worden, wie die marktorganisationsbestimmten Kosten im einzelnen zusammengesetzt sind und auf welche Weise sie Anlegerschutzaspekte einschließen. Entsprechend kann man für andere Regelungsbereiche vorgehen. Zusammenfassend seien die sechs Komponenten der Kosten des Ausführungsbereichs als Teilsumme der marktorganisationsbestimmten Kosten noch einmal genannt: Kosten der Annahme und Weiterleitung des Auftrags, Kosten der Suche nach dem günstigsten Kontrahenten, Kosten des Abschlusses, Kosten der Abrechnung der Geschäfte gegenüber dem Kunden, Kosten sofortigen Abschlusses und Kosten der Sicherung gegen Ausführungsrisiken.

Ob ein Regelungsvorschlag für den Ausführungsbereich durchgeführt werden sollte, läßt sich nur dann beurteilen, wenn man den Effekt der Regelung auf jede dieser sechs Komponenten und schließlich den Gesamteffekt auf die Kosten dieses Bereichs ermittelt hat. Es ist zweifellos schwierig, die zu erwartenden positiven und negativen Kosteneffekte eines Regelungsvorschlags im konkreten Fall zu messen. Es ist aber auch nicht unbedingt erforderlich, den Gesamteffekt genau zu beziffern, es kommt lediglich auf die Richtung an¹⁶. Wenn die Regelung die Kosten des Ausführungsbereichs insgesamt verringert, empfiehlt es sich, die Regelung einzuführen. Schwierigkeiten bei der genauen Ermittlung des Gesamteffekts können allerdings zu schwer lösbaren Entscheidungsproblemen führen, wenn sich alternative Regelungen anbieten.

3. Konstruktionsmerkmale von Anlegerschutzregelungen

Es läge nahe, hier einen Regelungsvorschlag in der beschriebenen Weise zu beurteilen. Eine solche Analyse würde schon wegen der Klärung der relevanten Rahmenbedingungen, die Art und Stärke der Interdependenzen zwi-

¹⁵ H. Schmidt, Börsenorganisation, a.a.O., S. 57 f., 65 - 69.

¹⁶ Herbert A. Simon, Rationality as a Process and as Product of Thought, in: American Economic Review, 68. Jg., 1977, Papers and proceedings, S. 6 f., hat darauf hingewiesen, daß die Analyse und Beurteilung alternativer institutioneller Arrangements einen genauen Kostenvergleich oder eine genaue Bewertung der Vor- und Nachteile gewöhnlich nicht erfordert.

schen den Kostenkomponenten bestimmen, sehr viel Raum einnehmen¹⁷. Daher seien an dieser Stelle nur einige allgemeine Anmerkungen erlaubt.

Wenn man die zahlreichen Detailregelungen der Börsen für den Ausführungsbereich betrachtet, so zeigt sich in den meisten Fällen, daß eine oder mehrere Komponenten der Kosten des Ausführungsbereichs günstig beeinflusst werden, ohne daß damit negative Effekte bei anderen Komponenten einhergehen. Verständlicherweise reduzieren die meisten dieser Regelungen die Kosten des Transaktionservices der Banken. Im Gegensatz dazu zeichnen sich spezifische Anlegerschutzregelungen durch eine andere Konstellation aus. Sie verbieten zwar potentiell anlegerschädigendes Verhalten der Händler und lassen daher eine Verringerung der Kosten der Sicherung gegen Ausführungsrisiken erwarten, sie komplizieren aber gewöhnlich das Handelsverfahren und erhöhen die Kosten des Abschlusses. Soweit Eigenhandelsverbote Teil dieser Vorschriften sind, muß auch mit negativen Effekten auf die Kosten sofortigen Abschlusses gerechnet werden¹⁸.

Solche Anlegerschutzvorschriften mögen zwar juristischen Vorstellungen genügen und in Einzelfällen auch ökonomisch zweifelsfrei als Beiträge zur

¹⁷ Auch den hier gegebenen Zusammenhang treffend schreibt *O. E. Williamson*, a.a.O., S. 1544: "The study of transaction-cost economizing is thus a comparative institutional undertaking". Der interessierte Leser sei auf eine Beurteilung der Alternative Börsenzwang und firmeninterne Kompensation verwiesen: *H. Schmidt*, Vorteile und Nachteile, a.a.O., S. 329 - 335. Siehe hierzu auch *Rolf A. Hanssen*, Aktienkursverlauf und Börsenzwang, Berlin 1976, *Calman J. Cohen* u. a., An Analysis of the Economic Justification for Consolidation in a Secondary Security Market, und besonders *Hans R. Stoll*, Comments, in: *Journal of Banking and Finance*, 6. Jg., 1982, S. 117 - 140.

¹⁸ Die Lektüre der New York Stock Exchange Rules 91 f., 100, 111 f. läßt das zum Beispiel sehr deutlich werden. Es kann hier offen bleiben, ob die NYSE diese Vorschriften aus eigenem Antrieb oder unter dem Druck der Securities and Exchange Commission geschaffen hat und ob diese Vorschriften strikt befolgt werden. Rule 112 (b) verbietet Registered Traders den Eigenhandel in einem Titel an jedem Tag, an dem sie einen außerbörslich übernommenen Auftrag in diesem Titel ausführen. Mitlaufen oder Gegendisposition in bezug auf diesen Auftrag durch den Beauftragten sind dann nicht möglich. Der Trader darf dann aber auch Dritte nicht gegen kurzfristige Kursrisiken sichern, selbst dann nicht, wenn er dazu günstigere Gebote abgabe als andere Händler. Der komplizierende Effekt der Sicherung gegen Gegendisposition durch Rule 91 bedarf keiner Erläuterung: Nach dieser Vorschrift darf ein Specialist nur dann Titel eines Kunden für eigene Rechnung übernehmen, wenn er erstens die Titel um die Mindestkursabstufung über dem von ihm selbst vorgesehenen Kurs ausgerufen hat, wenn zweitens der Kurs der Marktlage entspricht und wenn drittens die Börsenfirma, von der dieser Kundenauftrag stammt, den Abschluß genehmigt. Diese Genehmigung durch Abzeichnen der Schlußnote muß prompt erbeten und prompt erteilt oder versagt werden; sie muß durch ein Mitglied persönlich, nicht durch einen Angestellten erfolgen. Die abgezeichnete Schlußnote muß ein Jahr aufbewahrt werden.

Verfahrenseffizienz anzuerkennen sein. Die Schwierigkeit beim Abwägen der gegenläufigen Kosteneffekte solcher Regelungen mahnen aber zur Vorsicht und werfen die Frage auf, ob Anlegerschutzregelungen dieses Typs nicht einen grundsätzlichen Konstruktionsnachteil aufweisen. Es besteht ein Anreiz zu Umgehungen, da solche Vorschriften die Last der Reibungsverluste zwar senken, die Restlast aber von den Anlegern auf die Händler verschieben. Das läßt Kontrollen und Sanktionen unumgänglich erscheinen, was die Last wieder erhöht. Deshalb stellt sich die Frage mit besonderer Schärfe.

Die Hauptstütze des Anlegerschutzes im Ausführungsbereich ist völlig anders konstruiert. Ihre Tragfähigkeit wird sofort deutlich, wenn man sich folgende Situation vorstellt: Ein einziger Effekthändler mit der Absicht, seine Spannerträge zu maximieren, wird mit einem bestimmten Auftragsbestand allein gelassen, so daß er die Aufträge nach Belieben ausführen darf. Für die Auftraggeber wäre das Ergebnis zweifellos erschreckend. Statt die Anleger durch detaillierte und komplizierende Vorschriften zu schützen, wird in aller Regel ein völlig anderes Mittel zum Schutze der Anleger eingesetzt, nämlich ein vom Auktionsprinzip abgeleitetes Handelsverfahren¹⁹. Die Grundidee ist einfach und einleuchtend. Dem Auftragsbestand werden einfach eine Vielzahl von Händlern gegenübergestellt, die voneinander unabhängig sind. Dann ist das Ergebnis nicht nur weniger erschreckend, es ist mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit das besterreichbare. Ein Kontrollapparat erscheint entbehrlich; die konkurrierenden Händler kontrollieren sich selbst.

Es soll hier keineswegs behauptet werden, daß im Effektenhandel jedem Auftragsbestand stets eine Vielzahl konkurrierender Händler gegenübersteht, zwischen diesem Extrem und dem Extrem des einzigen Händlers kommen Zwischenlagen vor, und Zwischenlagen erfordern Zwischenlösungen. Wie die beiden Extreme aber klarstellen, kann es vom ökonomischen Ansatz her für die Weiterentwicklung des Anlegerschutzes keine Rechtsnorm-Präferenz geben. Das gilt besonders dann, wenn man unter Rechtsnormen spezifische Anlegerschutzvorschriften versteht, die zwar überwiegend auf ganz bestimmte Anlegerrisiken abzielen, neben den positiven Effekten auf die Kosten des Ausführungsbereichs aber auch negative Effekte erwarten lassen. Solche Rechtsnormen sind bestenfalls subsidiäre, wenn auch keineswegs unbedeutende Mittel der Weiterentwicklung des Anlegerschutzes. Als Mittel der zweiten Stufe zielen sie auf noch verbliebene Restrisiken der

¹⁹ H. Schmidt, Vorteile und Nachteile, a.a.O., S. 386 - 392. Allgemein zu Auktionsverfahren John G. Riley und William F. Samuelson, Optimal Auctions, in: American Economic Review, 71. Jg., 1981, S. 381 - 392.

Anleger ab. Sie können daher auch nur Restkosten der Sicherung gegen Anlegerrisiken reduzieren. Wenn man die meist schwer erkennbaren, aber durchaus gewichtigen Anlegerschutzeffekte genereller Regelungen nicht registriert, dann wird der aktuelle oder potentielle Beitrag spezifischer Anlegerschutzvorschriften stark überschätzt.

Es läge nahe, anstelle der Rechtsnorm-Präferenz eine Konkurrenz-Präferenz zu postulieren. Aber diese Paarung ist schief. Die Frage nach der Alternative zu spezifischen und direkten Anlegerschutzvorschriften bliebe unbeantwortet. Konkurrenz ist ein Mittel auf höherer Ebene. Das Stichwort Konkurrenz weist daher auch eher auf Alternativen zu *Hopt's* beiden letzten Thesen hin. Anlegerschutz sollte so organisiert sein, daß seine Wirkung durch das Verhalten von Händlern, Anlegern und Emittenten im eigenen Interesse gesichert wird, so wie es das Beispiel konkurrierender Händler im Handelsverfahren nach dem Auktionsprinzip zeigt. Besondere Kontrollapparate zur ständigen Überwachung sind dann entbehrlich, nur gelegentliche Organisationsprüfungen des Effektenmarktes scheinen sinnvoll.

Die erwünschte Interessenverknüpfung von Effektenhändlern und Anlegern im Ausführungsbereich läßt sich über spezifische Anlegerschutzvorschriften nicht erreichen. Sie versuchen, über Gebote und Verbote zu direkt in das Verhalten der Händler einzugreifen. Nur der indirekte Weg über Anreize verspricht Erfolg. Diese indirekten Wege werden Richter und Gesetzgeber in aller Regel nicht aufzeigen können; es ist der direkte Weg, der ihnen liegt. Ihnen sollte man daher auch nicht die primäre Regelungsverantwortung zuweisen. Sie ist Sache der Marktorganistoren und der Effektenhandelsbetriebe selbst. Am besten dürfte die Regelungsverantwortung bei konkurrierenden Marktorganistoren und Effektenhandelsbetrieben aufgehoben sein²⁰. Es spricht nichts dagegen, den Wettbewerb als Entdeckungsverfahren auch für effiziente Anlegerschutzregelungen einzusetzen. Marktorganistoren ist daran gelegen, Anleger und Emittenten für ihren Markt zu gewinnen, und wie oben gezeigt wurde, ist ein verfahrenseffizienter Markt ein attraktiver Markt.

Anders als direkte und spezifische Anlegerschutzvorschriften weisen indirekte Anlegerschutzregelungen kein einheitliches Konstruktionsschema auf, sondern nur das gemeinsame Grundprinzip, daß mehrere Interessen sich in solchen Regelungen vereinen lassen. Der häufigste Typ setzt einen Marktorganistator voraus. Seine Regelungen verringern z. B. die Kosten der Auftragsannahme und -weiterleitung und die Kosten des Abschlusses für alle Händler und intensiviert gleichzeitig die Konkurrenz. Genannt seien

²⁰ H. Schmidt, Vorteile und Nachteile, a.a.O., S. 324 - 327, 348 - 350.

z. B. Regelungen zur Standardisierung der Aufträge und die zeitliche Konzentration des Handels. Über solche elementaren Regelungen hinaus gewährleisteten manche Marktorganisatoren z. B. eine umfassende Kurspublizität und in jüngerer Zeit auch eine Gebotspublizität nach dem Vorbild des National Association of Securities Dealers Automated Quotations System (NASDAQ)²¹. Dadurch wird zwar in erster Linie die Beurteilung von Geboten und damit die Suche nach dem günstigsten Kontrahenten erleichtert; zugleich wird aber der Spielraum für nicht marktgerechte Abschlüsse stark eingeschränkt, was eine Reduktion der Kosten der Sicherung gegen Ausführungsrisiken erwarten läßt.

Ein zweiter Typ beruht auf einer anlegerschützenden Ausgestaltung der Finanzdienstleistungen durch einzelne Effektenhandelsbetriebe. Anlegerrisiken im Ausführungsbereich machen sich meist in Abschlüssen zu ungünstigen Kursen bemerkbar. Ein Effektenhandelsbetrieb kann aber Regelungen treffen, die in Abschlüssen zu günstigen Kursen resultieren, z. B. kann aufgrund eines Kundenauftrags stets an mehreren Märkten nach dem günstigsten Kontrahenten gesucht werden. Wie *Garbade* und *Silber*²² ausgeführt haben, besteht unter zwei Voraussetzungen ein Anreiz, mit einem solchen Service nicht nur zu werben, sondern ihn auch tatsächlich zu bieten. Erstens müßten dauerhafte Beziehungen zu dem Kunden angestrebt werden, zweitens muß der Kunde die ex ante nur behauptete überdurchschnittliche Qualität ex post überprüfen können. Abgesehen von den eventuell höheren Preisen solcher anlegerschützenden Finanzdienstleistungen im Vergleich mit dem Preis des Standardangebots, dürfen die Vorteile des besseren Services nicht durch die Kosten der Überprüfung aufgezehrt werden. Das gewährleistet eine zuverlässige Kurspublizität²³. An die Stelle der Überprüfung durch den Kunden selbst kann auch die Prüfung durch die

²¹ Ebda., S. 243 - 247; *E. Mildestein*, a.a.O., S. 9 - 12.

²² *Kenneth D. Garbade* und *William L. Silber*, Best Execution in Securities Markets: An Application of Signaling and Agency Theory, in: *Journal of Finance*, 37. Jg., 1982, S. 499 f.

²³ Üblicherweise wird angenommen, die Kost- und Gebotspublizität liege im Interesse des Marktorganisations. Dabei wird übersehen, daß diese Publizität solche Umsätze vom organisierten Markt fernhält, bei denen es nicht mehr auf die Leistung „Partnersuche“ des Marktes, sondern nur noch auf die Leistung „Information über den angemessenen Kurs“ ankommt (Kompensationen). Die Kurspublizität liegt daher in erster Linie im Interesse einzelner Effektenhandelsbetriebe. Sie wurde z. B. in Hamburg ab 1823 von einzelnen Firmen gegen den Widerstand des Vorläufers des Börsenvorstandes betrieben (*Ernst Baasch*, Die Handelskammer zu Hamburg 1615 - 1915, Bd. II/1, Hamburg 1915, S. 741 - 744). Die bekannteste und größte Börse, die sich bis heute bei der Kurspublizität sehr stark zurückhält, ist die Börse in London. Siehe hierzu Committee to Review the Functioning of Financial Institutions (Wilson Committee), Report, London 1980, Tz. 1176.

Gütestempelvereinigung treten. Solche firmenindividuellen Regelungen setzen freilich auch voraus, daß der Anbieter frei ist in seiner Preisstellung, Leistungsgestaltung und Leistungserstellung, was den Intentionen von Marktorganisations- und Gütestempelvereinigungen zuwiderlaufen kann.

4. Zusammenfassende Thesen

Der hier vertretene ökonomische Ansatz für eine Börsenpolitik weicht stark vom juristischen Ansatz ab, wie der Vergleich der zusammenfassenden Thesen mit den Thesen *Hopts* zeigt.

1. Grundlage der Beurteilung von Regelungsvorschlägen ist die Verfahrenseffizienz gemessen an der Summe der marktorganisationsbestimmten Kosten.
2. Die marktorganisationsbestimmten Kosten spiegeln das Niveau des Anlegerschutzes in den Kosten der Sicherung gegen Anlegerrisiken.
3. Ziel der Börsenpolitik muß es sein, die marktorganisationsbestimmten Kosten zu verringern. Sie müssen detailliert aufgegliedert werden, um eine vollständige, systematische und in Grenzen auch betragsmäßige Beurteilung der Vor- und Nachteile von Regelungsvorschlägen zu ermöglichen. Die Beschränkung der Analyse der Kosteneffekte auf abgeschlossene Teilbereiche bietet einen überschaubaren Rahmen für die Beurteilung.
4. Für den Ausführungsbereich besteht eine Präferenz für diejenigen Regelungen durch konkurrierende Marktorganisations- und einzelne Effektenhandelsbetriebe, die auch die Kosten der Sicherung gegen Ausführungsrisiken verringern. Der Spielraum für spezifische Anlegerschutzregelungen wird damit stark eingeengt.

III. Übertragbarkeit und Grenzen des Ansatzes

Die Lehre von den Property Rights wird oft als eine besonders vielseitig verwendbare Theorie angesehen. Wie manche Wissenschaftler meinen, lassen sich wesentliche Bereiche der Mikroökonomie und die Mehrzahl betriebswirtschaftlicher Fragestellungen durch diese Theorie erschließen. *Williamson* stellt z. B. die sehr weitgehende These auf, "the modern corporation is mainly to be understood as the product of a series of organizational innovations that have had the purpose and effect of economizing on transaction costs"²⁴.

²⁴ O. E. *Williamson*, a.a.O., S. 1537.

Der Grundgedanke, die Transaktionskosten zu verringern, kann sich nur dort bewähren, wo sich die Transaktionskosten wenigstens konzeptionell klar erfassen lassen. Zweifel an solcher Bewährung lassen bereits unscharfe Definitionen aufkommen. Als Transaktionskosten werden gewöhnlich die einem Vertragsabschluß oder einer Interaktion vor- und nachgelagerten Kosten umrissen²⁵. Unter dem Blickwinkel dieser Arbeit ist die Definition von *North* vorzuziehen. Transaktionskosten sind nach *North* die quantifizierten abtrennbaren Dimensionen eines Gutes²⁶.

Die marktorganisationsbestimmten Kosten sind Transaktionskosten im Sinne dieser Definition. Da die abgetrennten Dimensionen teils Transaktionsdimensionen haben, teils aber Bestandshaltedimensionen wie z. B. Verwahrung und Verwaltung, scheint die Bezeichnung „marktorganisationsbestimmte Kosten“ angemessen. Erst die konzeptionelle Abtrennung der Dimension „Markttiefe eines Titels“ und „Anlegerrisiken beim Handel des Titels“ vom Handelsobjekt an sich, vom Titel, wie er vom Emittenten begeben wurde, und die Quantifizierung dieser Dimensionen machen den ökonomischen Ansatz möglich. Durch ihre Einbeziehung in die Summe der marktorganisationsbestimmten Kosten werden sie redimensioniert und erhalten Transaktionskostencharakter. Das wird besonders deutlich, wenn man die Summe der marktorganisationsbestimmten Kosten nicht für einen beliebigen Zeitpunkt, sondern für den Zeitpunkt einer Transaktion bestimmt.

Diese klare Trennbarkeit von Kerndimensionen und Nebendimensionen ist am Effektenmarkt gegeben. Das Entscheidende ist der Kern; das Prinzip der Verfahrenseffizienz, die marktorganisationsbestimmten Kosten möglichst auf null zu reduzieren, bringt das plastisch zum Ausdruck. Diese scharfe Trennung in Kern- und Nebendimensionen wird sich beim Übergang vom Effektenmarkt zu Intermediären²⁷ und anderen Institutionen nicht durchhalten lassen.

²⁵ Siehe Fußnote 8.

²⁶ *Douglass C. North*, Structure and Performance: The Tasks of Economic History, in: *Journal of Economic Literature*, 6. Jg., 1978, S. 971.

²⁷ Der Ausdruck Intermediär wird hier im Sinne von „financial intermediary“ gebraucht, also ausschließlich für Wirtschaftssubjekte, die Finanztitel Dritter (primary securities) in den eigenen Bestand nehmen und die diesen Bestand dadurch finanzieren, daß sie sich selbst verpflichtende Titel (indirect securities), z. B. Depositen begeben, die also Bonitäts- und/oder Zinsrisiken übernehmen. *John G. Gurley* und *Edward S. Shaw*, *Money in a Theory of Finance*, Washington 1960, S. 363, 94, 191 - 195. Das muß leider angemerkt werden, da die Ausdrücke Finanzintermediär oder Intermediär im deutschen Sprachraum häufig völlig beliebig gebraucht werden und z. B. für Makler, Börsen, oder allgemein für Finanzmärkte verwendet werden, die der in Amerika entwickelte Begriff gerade ausschließt.

Im Zentrum dieser Arbeit stand die Regelung von Nebendimensionen, bei der eine Mitwirkung des Emittenten nicht erforderlich ist. Hier, im Ausführungsbereich, ist die Trennung daher ohne weiteres möglich. Sie ist auch dann noch möglich, wenn der Emittent mitwirkt, der Titel selbst aber unverändert bleibt. Diese Situation ist wegen der Publizität des Emittenten typisch für den Informationsbereich. Die Mitwirkung des Emittenten kann aber auch den Titel selbst verändern. Das kann besonders dann erforderlich sein, wenn es um Verwaltungsrisiken geht.

Verwaltungsrisiken werden hier dem rechtswissenschaftlichen Sprachgebrauch entsprechend weit begriffen, sie betreffen also nicht nur die Verwaltung der Titel durch eine Bank im Rahmen der Verwahrung, sondern auch die Verwaltung des Vermögens der emittierenden Gesellschaft durch deren Management. Marktorganisatoren wie die New York Stock Exchange haben z.B. schon früh von den Emittenten von Vorzugsaktien verlangt, den Vorzugsaktionären nach Ausfall der Vorzugsdividende Stimmrechte und Aufsichtsratsitze einzuzräumen. In diesem Bereich der Verwaltungsrisiken, im Bereich der Regelung potentieller Interessenkonflikte zwischen Management und Kapitalgebern oder zwischen Kapitalgebern²⁸, scheint aus drei Gründen die Grenze der Anwendung des hier vorgestellten Ansatzes zu liegen. Erstens ist der Kern nicht mehr klar erkennbar. Zweitens ist es zwar richtig, daß eine Reduktion der Kosten der Sicherung gegen Verwaltungsrisiken, eine Reduktion der Verwaltungskosten oder, noch umfassender, der marktorganisationsbestimmten Kosten tendenziell den Marktwert eines Unternehmens erhöht. Dazu tragen aber auch andere Faktoren wie z.B. die Berücksichtigung verschiedener Risikopräferenzen der Kapitalgeber bei. Drittens wird es jenseits dieser Grenze fraglich, ob die Reduktion der marktorganisationsbestimmten Kosten mit einer Erhöhung oder wenigstens mit der Konstanz der Qualität der Finanzdienstleistungen, die mit den Nebendimensionen verknüpft sind, im Urteil der Anleger und Emittenten einhergeht, was sich für den Transaktionsbereich und den Verwahrbereich im engeren Sinne zeigen läßt.

²⁸ Ausführlich hierzu aus ökonomischer Sicht: *Wolfgang Stützel*, Aktienrechtsreform und Konzentration, in: *Helmut Arndt* (Hrsg.), Die Konzentration in der Wirtschaft, Schriften des Vereins für Socialpolitik, N.F. 20/2/II, 1960, S. 948 - 985; *Otto Loistl*, Zur Regulierung des Grauen Kapitalmarktes, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 30. Jg., 1978, S. 815 - 843; *Amir Barnea*, *Robert A. Haugen* und *Lemma W. Senbet*, Market Imperfections, Agency Problems and Capital Structure: a Review, in: *Financial Management*, 10. Jg., Summer 1981, S. 7 - 22; *Jochen Drukarczyk*, Verschuldung, Konkursrisiko, Kreditverträge und Marktwert von Aktiengesellschaften, in: *Kredit und Kapital*, 14. Jg., 1981, S. 296 - 314; *Reinhard H. Schmidt*, Grundform der Finanzierung, in: *Kredit und Kapital*, 14. Jg., 1981, S. 190 - 219.

Der hier vorgestellte Ansatz erweist sich dann als zu eng. Er ist deshalb jenseits der Grenze nicht unbrauchbar. Seine Erklärungskraft vermittelt erhellende Einsichten, wie z.B. *Benston* und *Smith* gezeigt haben²⁹. Die Beurteilung von Regelungsvorschlägen allein aufgrund ihres Effekts auf die Summe der marktorganisationsbestimmten Kosten erscheint jenseits dieser Grenze aber gewagt.

Zusammenfassung

Marktorganisationsbestimmte Kosten und Transaktionskosten als börsenpolitische Kategorien

Zwischen Juristen und Ökonomen läßt sich häufig keine Einigung darüber erzielen, ob und in welcher Form der Anlegerschutz ausgebaut werden soll. Den selbstkritischen Thesen von *Hopt* zur Weiterentwicklung des Anlegerschutzes aus juristischer Sicht stellt der Autor zwei ökonomische Ansätze gegenüber: Erstens den aus der Theorie der Property Rights abgeleiteten allgemeinen organisationstheoretischen Grundsatz, Regelungen stets so zu treffen, daß die Transaktionskosten minimiert werden, und zweitens ein für die Kommission der Europäischen Gemeinschaften entwickeltes börsenpolitisches Konzept, nach dem die marktorganisationsbestimmten Kosten zu minimieren sind. Der zweite Ansatz erweist sich als geeignet, den ersten zu konkretisieren und dessen Anwendbarkeitsbereich klären zu helfen. Vor allem kann er aber die Auswirkungen von Anlegerschutzmaßnahmen auf die marktorganisationsbestimmten Kosten systematisch darstellen und somit die Diskussion mit Juristen erleichtern. Der börsenpolitische Ansatz führt zu einer zurückhaltenden Beurteilung von spezifischen Anlegerschutzvorschriften, die Anleger direkt gegen ein ganz bestimmtes Risiko schützen sollen, und verlangt einen Ausbau indirekter Anlegerschutzregelungen, die, wie im einzelnen gezeigt wird, in der Börsenorganisation und in einzelnen Effektenhandelsbetrieben seit langem ihren festen Platz haben.

Summary

Costs and Transaction Costs determined by Market Organization as Categories in Stock Exchange Policy

Frequently, no agreement can be reached between jurists and economists on whether and in what manner the protection of investors should be augmented. The author confronts the selfcritical thesis of *Hopt* on the further development of the protection of investors from the legal standpoint with two economic approaches: first, the general principle of organization theory derived from the theory of property rights, which states that arrangements must always be made in such a way that transactions costs are minimized; and secondly, a stock exchange policy concept developed for the Commission of the European Communities, which calls for minimization of the costs

²⁹ *George J. Benston* und *Clifford W. Smith*, A Transactions Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation, in: *Journal of Finance*, 31. Jg., 1976, S. 215 - 231.

determined by the market organization. The second approach proves suitable to help formulate the first in more concrete terms and clarify its field of application. Above all, however, it can present systematically the effects of investor-protection measures on costs determined by the market organization and thus facilitate the jurists' debate. The stock exchange policy approach leads to a reticent assessment of specific investor-protection regulations intended to give the investor direct protection against a quite specific risk, and calls for augmentation of indirect investor-protection arrangements which, as is shown in detail, have been firmly established for a long time in the stock exchange organization and in individual security trading firms.

Résumé

Les coûts conditionnés par l'organisation du marché et les coûts des transactions comme catégories de politique boursière

Juristes et économistes parviennent rarement à s'accorder sur la nécessité de développer la protection de l'épargnant et, le cas échéant, sur la forme à lui donner. Aux thèses autocritiques de *Hopt* sur le développement ultérieur de la protection de l'investisseur d'un point de vue juridique, l'auteur du présent article oppose deux principes économiques : primo, le principe général organisationnel dérivé de la théorie des « Property Rights » qui veut que l'on arrête toujours des réglementations minimisant les coûts de transactions et, secundo, un concept de politique boursière développé pour la Commission des Communautés Européennes selon lequel les coûts redevables à l'organisation du marché doivent être aussi réduits que possible. Le deuxième principe s'avère approprié à concrétiser le premier et à contribuer à clarifier son champ d'applicabilité. Mais il est surtout en mesure d'exposer systématiquement les effets des mesures de protection de l'épargnant sur les coûts conditionnés par l'organisation du marché et, par conséquent, de faciliter la discussion avec les juristes. L'hypothèse de politique boursière conduit à un jugement réservé des règles spécifiques de protection de l'investisseur qui ont pour but de le mettre directement à l'abri d'un risque précis, et requiert un développement des règles de protection indirecte qui, comme l'auteur le montre en détail, ont depuis longtemps droit de cité dans l'organisation boursière et dans les bureaux des agents de change.