

Ziele eines Börsengesetzes: ein Diskussionsbeitrag aus ökonomischer Sicht

Werner Hermann*

*Wo dem Handel freier Weg,
bleiben Kunst und Arbeit reg*

Inschrift an einem Kaufmanns-
haus in Bruneck (Südtirol)

1. Einleitung

Seit einiger Zeit wird den Finanzmärkten weltweit sehr viel Aufmerksamkeit gewidmet. Der Börsenkrach vom Oktober 1987, zahlreiche Übernahmegefechte, der Zusammenbruch des Junk-Bond-Marktes und Fälle von Insiderverhalten werden von vielen Beobachtern als Zeichen dafür ausgelegt, dass der freie Markt versagt. In der Schweiz ist, nachdem schon vor genau hundert Jahren ein erster Versuch unternommen worden war, vor kurzem die Diskussion um die Einführung eines eidgenössischen Börsengesetzes erneut in Gang gekommen. Bereits hat eine Studiengruppe des Finanzdepartements einen Bericht zum Thema verfasst und der Bundesrat hat im Sommer 1990 eine Expertenkommission mit dem Auftrag eingesetzt, ein «Bundesgesetz über die Börsen und den gewerblichen Effektenhandel» auszuarbeiten. Als nächstes werden sich die Interessengruppen zum Gesetzesentwurf vernehmen lassen, dann wird er dem Parlament unterbreitet.

Ein Börsengesetz ist vorwiegend eine wirtschaftspolitische Angelegenheit. Es wird nicht nur einige Ringbanken betreffen, sondern weitreichende Folgen haben: Erstens ist der Finanzplatz Schweiz Arbeitsplatz von insgesamt über 180 000 Beschäftigten, die mehr als zehn Prozent des Bruttoinlandprodukts erbringen.¹ Zweitens wird sich das Börsengesetz auch auf die Anleger auswirken. So berühren die anstehenden Entschiede auch jeden Arbeitnehmer, dessen Pensionskasse ein Wertschriftenportefeuille hält. Drittens spielt der Finanzmarkt eine wichtige

Rolle für den ganzen Unternehmenssektor der Schweiz. Das Börsengesetz berührt daher alle Arbeitnehmer, deren Unternehmen auf dem Finanzmarkt Kapital aufnehmen. Aus diesen Gründen sollten bei der Formulierung des Gesetzes ökonomische Überlegungen den Weg leiten.

Der Artikel beleuchtet das Thema eines Börsengesetzes aus volkswirtschaftlicher Sicht. Im zweiten Kapitel wird die volkswirtschaftliche Rolle der Börse behandelt. Danach werden im dritten Kapitel verschiedene Zielsetzungen eines Börsengesetzes diskutiert. Im vierten Kapitel wird die Maximierung des Marktwerts als Kriterium zur Beurteilung von Massnahmen vorgeschlagen. Das fünfte Kapitel ist dem Problem des Marktversagens gewidmet und im sechsten Kapitel wird die Zweckmässigkeit einiger konkreter Massnahmen untersucht.

2. Die volkswirtschaftliche Rolle der Börse

Das chaotische Geschehen an den Börsen erinnert an Spielkasinos. Bei der Lektüre der Wirtschaftsseite von Zeitungen kommt kaum der Gedanke auf, Börsen hätten einen Zusammenhang mit realen wirtschaftlichen Vorgängen. Tatsächlich spielt die Börse aber eine wichtige volkswirtschaftliche Rolle. Dies soll gezeigt werden, indem zuerst die Bedeutung des Tausches im allgemeinen und dann die gesamtwirtschaftliche Bedeutung der Finanzmärkte im speziellen herausgearbeitet wird.

Ein Markt kann grundsätzlich immer dann zustande kommen, wenn verschiedene Personen ein Gut unterschiedlich bewerten. Im Umfang der Bewertungsdifferenz kann ein Tausch Nutzen stiften. Der Tausch ist freiwillig. Er erfolgt, weil sowohl Käufer als auch Verkäufer durch ihn besser-

* Bereich Volkswirtschaft der Schweizerischen Nationalbank

¹ Zum Finanzplatz wurden die Banken, die Finanzgesellschaften und die Versicherungen gezählt.

gestellt werden. Der Käufer bezahlt weniger, als ihm das Gut wert ist, und der Verkäufer erhält gleichzeitig mehr, als ihm selbst das Gut bei Eigengebrauch nützen würde. Ein Teil der Bewertungsdifferenz muss für die bei der Tauschhandlung anfallenden Transaktionskosten aufgewendet werden, den Rest teilen sich die Tauschpartner. Es ist leicht einzusehen, dass beide Handelspartner aus dem freiwilligen Tausch von Konsumgütern einen Nutzen ziehen. Eine beidseitige Nutzenzunahme erfolgt jedoch nicht nur beim Handel mit Konsumgütern, sondern auch beim Wertschriftenhandel.

Börsen sind organisierte Märkte für Aktien und Obligationen, also der Ort, wo Eigenkapital und Fremdkapital von Unternehmen gehandelt werden. Ohne Börsen könnten Sparer ihren Überschuss nur schwer im Unternehmenssektor anlegen und die Unternehmen hätten Mühe, ihre Investitionsprojekte zu finanzieren. Die Börsen sind ein wichtiger Teil des Kapitalmarktes und erfüllen mehrere Aufgaben. Zum einen bringen sie Sparer und Schuldner miteinander ins Geschäft. Sie sorgen damit aus der Sicht des Schuldners für eine günstige Finanzierung der Unternehmen und aus der Sicht des Anlegers gleichzeitig für eine hohe Verzinsung der Ersparnisse. Zum andern wirken sie sich auch auf das Risiko der Volkswirtschaft aus: Ein Investor übernimmt beispielsweise durch den Erwerb einer Aktie auch unternehmerisches Risiko. Kapitalmärkte führen gesamthaft zu einer Verringerung des Investitionsrisikos und gestatten auch eine den individuellen Präferenzen der Anleger entsprechende Risikoverteilung.

Darüber hinaus erfüllt die Börse noch eine weitere Funktion, die in den Darstellungen der Finanzmarkttheorie allerdings oft ausgeklammert wird.² Die Börse unterscheidet sich von andern Märkten nämlich insofern, als ihre Ausgestaltung sich auch auf das gehandelte Gut selbst, das Unternehmen, auswirkt. Um dies zu verdeutlichen, ist es nötig, etwas auszuholen und zu untersuchen, was innerhalb eines Unternehmens vorgeht. Die ökonomische Theorie beschäftigte sich lange Zeit nicht mit diesem Thema. Sie blieb beim klassischen Einzelunternehmer stehen und nahm an, dass ein Unternehmen einzig den Gewinn zu maximieren sucht. Es zeigte sich, dass diese Abstraktion die Wirklichkeit nicht befriedigend

wiedergibt, und man begann, eine eigentliche Theorie der Firma zu entwickeln. Dazu war es nötig, herauszufinden, aus welchen wesentlichen Teilen die Firma besteht und welche Beziehungen unter ihnen spielen; das heisst, Thesen über ihr Verhalten zu formulieren. Jensen und Meckling (1976, 305 ff.) betrachten ein Unternehmen als künstliches Gebilde, das durch Verträge zwischen Aktionären, Management und, falls vorhanden, Fremdkapitalgebern zustande kommt. Die Beziehung zwischen dem Aktionär (Principal) und dem Management (Agent) ist dabei zentral. Der Aktionär strebt einen möglichst hohen Wert der Firma an; das Management maximiert den eigenen Nutzen. Die Ausgestaltung der Verträge, die das Auftragsverhältnis zwischen Aktionären und Management regeln, bestimmt die Verhaltensanreize der Vertragspartner und damit den Erfolg des Unternehmens.

Jedermann weiss aus eigener Erfahrung, dass Aufträge manchmal unbefriedigend ausgeführt werden, dass es daher oft das beste ist, eine Sache selbst an die Hand zu nehmen. Dennoch prägen Auftragsverhältnisse das Geschäftsleben. Im Gegensatz zur neoklassischen Theorie berücksichtigt die Theorie der Firma nun, dass Vertragsverhältnisse Kosten verursachen. Die durch die Trennung von Eigentum und Unternehmensleitung entstehenden Kosten werden Agenturkosten genannt. Sie zeigen sich z.B. in Form von Aufwand zur Überwachung des Managements durch die Aktionäre. Dabei geht es weniger um ungerechtfertigten Luxus und Betrug, sondern vielmehr um Kosten, die durch Fehlentscheide, vor allem verpasste Chancen und unrentable Investitionen, entstehen. Agenturkosten können die Erklärung dafür sein, dass anstelle einer attraktiven Dividende ein Kapitalverlust resultiert. Nicht alle Investoren eignen sich gleich gut als Aktionäre einer Firma, da sie sich in der Fähigkeit, die Agenturkosten niedrig zu halten, unterscheiden. Diese Fähigkeit und ebenfalls die Notwendigkeit der Überwachung des Managements schwankt auch im Zeitablauf. Die Börse soll ein Mechanismus sein, der die Aktien den Aktionären zuteilt, welche die Agenturkosten tief

² Copeland und Weston (1988, 20) schenken dieser Funktion des Finanzmarktes geringe Beachtung; Zimmermann, Bill und Dubacher (1990) verschweigen sie vollständig.

halten, indem sie z.B. tüchtigen Managern einen attraktiven Lohn bezahlen oder untaugliche entfernen. Deshalb erfüllt sie innerhalb der Gesamtwirtschaft bei der Reduktion der Agenturkosten eine wichtige Funktion. Je einfacher Aktien gehandelt werden können, desto tiefer können die Agenturkosten gehalten werden. Dieser Argumentation könnte man entgegenhalten, sie sei unrealistisch, weil der Durchschnittsaktionär mit der Aufgabe, das Management zu überwachen, überfordert ist. Selbst wenn dies zuträfe, reduziert die Börse die Agenturkosten dennoch. Die blosse Möglichkeit einer Unternehmensübernahme diszipliniert nämlich das Management. Somit trägt die Börse auch auf diese Weise zur Effizienz des Unternehmenssektors, zur Erhöhung der Rendite der Wertpapiere und zum Wohlstand des Landes bei.

Schliesslich spielt die Börse in der Schweiz als kleines Land mit einem international bedeutenden Finanzsektor noch eine weitere Rolle. Die Dienstleistungen der Schweizer Börsen werden zu einem guten Teil exportiert, da sich viele Ausländer in Schweizer Franken verschulden oder in Franken investieren wollen.

Die Aktie ist dasjenige Wertpapier, bei dem alle genannten Funktionen der Börse zum Tragen kommen. Daher wird im folgenden oft mit der Aktie als Beispiel argumentiert. Die Aussagen gelten aber für alle Wertpapierformen. Festverzinsliche sind nur insofern ein Spezialfall, als sie normalerweise kaum die Funktion erfüllen, die Agenturkosten zu verringern.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Börse mehr ist als ein Nullsummenspiel, bei dem der eine nur gewinnen kann, was ein anderer verliert. Die Ausgestaltung der Börse und des Börsengesetzes beeinflusst den Erfolg der Unternehmen und die Rendite der Wertpapiere.

3. Ziele eines Börsengesetzes

In der politischen Diskussion werden verschiedene Ziele eines Börsengesetzes genannt. Zwei Begriffe, die besonders hervorstechen, sind Anleger- und Funktionsschutz. Es wird auch oft bemängelt, die Schweizer Börsen seien zu wenig

liquide und transparent. Bankenvertreter heben dagegen hervor, dass Geschäfte, nachdem sie abgeschlossen sind, in der Schweiz sehr effizient abgewickelt werden. Ein Beobachter könnte den Eindruck gewinnen, ein Börsengesetz müsse auch für Liquidität, Transparenz und Effizienz sorgen. Bei dieser Vielzahl von Zielen tritt das Problem auf, dass nicht mehr klar ist, welches Ziel nun wirklich angestrebt werden soll. Sind Anleger- und Funktionsschutz Oberziele, die durch Liquidität, Transparenz und Effizienz erreicht werden sollen? Was steckt hinter den Schlagworten, und kommen sie als Ziele in Frage?

Anlegerschutz hat bereits Tradition in der Bankengesetzgebung. Mit der zunehmenden Bedeutung der Wertschriftenmärkte liegt es nahe, den Anlegerschutz auch auf diese Märkte auszudehnen. Es kommt vor, dass Händler oder Emittenten als Insider oder Marktmanipulatoren die Ahnungslosigkeit der Anleger zu ihrem Vorteil ausnützen. Das Börsengesetz könnte versuchen, ungerechten Machenschaften einen Riegel zu schieben und dafür zu sorgen, dass fair gespielt wird. Manchmal wird unter Anlegerschutz nicht nur Schutz desjenigen verstanden, der bereits eine Anlage erworben hat, sondern auch Schutz der Interessen des potentiellen Anlegers. Die Interessen der beiden Zielgruppen können einander zuwiderlaufen.

Im Oktober 1987 war die Infrastruktur der Märkte dem starken Ansturm der Marktteilnehmer mancherorts nicht gewachsen, und der Handel brach zusammen. Unter dem Stichwort Funktionsschutz sind Massnahmen denkbar, die eine ordentliche Handelsabwicklung erleichtern sollen. Man kann zum Beispiel Marktmaker einsetzen, die verpflichtet sind, verbindliche Kurse zu stellen. Wie gross die Infrastruktur eines Marktes ausgelegt werden soll, ist aber eher ein unternehmerischer als ein politischer Entscheid. Es ist in der Regel nicht zweckmässig, die Infrastruktur auf Spitzenbelastung auszulegen. Es wurde auch gefordert, ungerechtfertigte Preisschwankungen zu glätten, offenbar mit dem Ziel, vor allem starke Kursrückgänge zu verhindern.

Als eine Funktion des Kapitalmarkts wird manchmal die Schaffung von Liquidität angesehen (Campbell, 1988, 3). Mit Liquidität wird die Mög-

lichkeit gemeint, eine Anlage ohne Schwierigkeiten abtossen zu können. Solche Schwierigkeiten können sich in der Form von Preiseinbussen, Suchkosten oder Wartezeiten ergeben. Die Börse ist etwa im Vergleich zum Immobilienmarkt hochliquid; dennoch bemängeln ausländische Grossanleger manchmal die Liquidität der Schweizer Börse.

Effizienz ist ein mehrdeutiger Begriff. In der Literatur der rationalen Erwartungen wird mit Effizienz die Fähigkeit von Märkten bezeichnet, Informationen zu verarbeiten. Wenn im Zusammenhang mit den Anforderungen an Börsen von Effizienz die Rede ist, dann ist eher gemeint, dass die Börse wie ein Unternehmen ihre Leistung mit möglichst geringem Verbrauch von Mitteln erbringen soll, damit die Transaktionskosten tief gehalten werden. Massnahmen zur Senkung der Transaktionskosten, z.B. ein Ausbau der Infrastruktur, verursachen selbst Kosten. Eine Börse sollte solange ihre Infrastruktur ausbauen, als der daraus entstehende Mehrertrag den zusätzlich investierten Betrag übersteigt.

Die Forderungen nach Transparenz zielen darauf ab, den Informationsstand des Anlegers über drei verschiedene Bereiche zu verbessern: die Börsenaktivität, den Emittenten oder andere Investoren. Aus der Tatsache, dass ein fundierter Anlageentscheid nur in Kenntnis der relevanten Information gefällt werden kann, wird ein Rechtsprinzip abgeleitet, wonach die Öffentlichkeit ein Recht auf Information habe.³

Anleger- und Funktionsschutz, Liquidität, Transparenz und Effizienz sind durchaus berechtigte Anliegen. Können sie aber als Ziele eines Börsengesetzes eine genügende Leitlinie abgeben? Keines deckt alle andern Anliegen ab. Es ist nicht klar, wie weit die einzelnen Anliegen verwirklicht werden sollen. Erstens ist ein Schritt in Richtung eines Anliegens in der Regel mit Kosten verbunden, zweitens kann es auch direkt schaden. Es ist gut möglich, dass eine erhöhte Publizitätspflicht dem Aktionär schadet, weil Konkurrenten und zahlreiche Anspruchsgruppen in den Besitz von wertvoller Information kommen. Es ist unklar, wie lange sich eine Erhöhung der Transparenz lohnt. Zudem laufen die Anliegen einander zum Teil zuwider. Ein Ausbau des Funktionsschutzes etwa

geht auf Kosten der Effizienz. Eine Erhöhung der Transparenz kann die Liquidität verringern. Was eben fehlt, ist ein ökonomischer Filter, der die verschiedenen berechtigten Anliegen integriert und die belanglosen weglässt.

Die Frage nach dem Anlegerinteresse hilft bei der Suche eines Ziels weiter. Ein Investor hält Aktien wegen ihrer Rendite. Anleger tauschen Wertchriften, um ihren Wohlstand zu erhöhen. Aus dem gleichen Grunde will der Anleger Schutz, Liquidität etc. Allen Anliegen ist gemeinsam, dass der durch den Tausch erreichte Wohlstand gesichert und womöglich noch vergrössert werden soll. Das Börsengesetz soll also den Wohlstand erhöhen. Angenommen, mit einem Börsengesetz werde keine Umverteilungspolitik verfolgt, dann geht es darum, jeden einzelnen besser zu stellen, ohne andern dadurch etwas wegzunehmen. In der Sprache der Wohlfahrtstheorie soll ein Pareto-Optimum erreicht werden.

Das Ziel eines Börsengesetzes soll es sein, möglichst zweckmässige Rahmenbedingungen für den privaten Tausch zu schaffen. Der Wohlfahrtsgewinn, den der Markt ermöglicht, ist entscheidend durch die Ausgestaltung des Tauschobjekts, d.h. durch den Inhalt des Vertrages, bestimmt. Ein Pareto-optimaler Vertrag ist so ausgelegt, dass keine Vertragspartei mehr bessergestellt werden kann, ohne dass dadurch eine andere schlechter gestellt wird. Das Streben des Anlegers nach Eigennutz gewährleistet, dass die Vertragspartner freiwillig einen Pareto-optimalen Vertrag abschliessen, wenn sie in dessen Ausgestaltung nicht behindert werden. Beschränkungen der Vertragsfreiheit sind demnach unerwünscht, weil sie wohlfahrtsmindernd sind. Demgegenüber ist erwünscht, dass die Erfüllung der freiwillig eingegangenen Verträge durch eine klare Rechtssprechung gewährleistet wird.

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass ein Börsengesetz nicht verschiedene Ziele, die unter Umständen miteinander im Konflikt stehen, anstreben soll. Das alleinige Ziel ist es, an der Börse Pareto-optimale Tauschbedingungen zu gewährleisten. Dies ist gleichzeitig der beste Anleger-schutz.

³ Für eine Übersicht vgl. Baudenbacher, 1988.

4. Der Marktwert als Kriterium der Zielkonformität

Woran erkennt man ein Pareto-Optimum? Um zu beurteilen, ob eine Massnahme erwünscht ist, braucht es ein Kriterium, das einen Vergleich verschiedener Zustände erlaubt. Der Marktwert eines Wertpapiers ist ein Kandidat für diese Rolle. Danach wäre eine Massnahme, die eine Steigerung des Marktwerts der Wertpapiere bewirkt, zu begrüssen. Dagegen wäre eine Massnahme, die eine Wertabnahme bewirkt, unerwünscht. Der Wert, genauer gesagt, das Prinzip der Wertmaximierung spielt in der ökonomischen Theorie bereits eine wichtige Rolle. Es steckt in zentralen Annahmen des geltenden Paradigma der deskriptiven Ökonomie: die Maximierung des Nutzens in der Haushaltstheorie beziehungsweise des Gewinns in der Theorie des Unternehmens. Darüber hinaus ist die Wertmaximierung auch ein grundlegendes Element der normativen Ökonomie. Dies zeigt sich z.B. in der Verhaltensregel für Manager, welche vorschreibt, dass sie jene Massnahmen ergreifen sollen, die den Wert des Unternehmens maximieren.

Dank dem Wertmaximierungsprinzip lassen sich vier Dimensionen auf eine einzige, den Wert, reduzieren. Die Dimensionen der Zeit, der Unsicherheit und der persönlichen Präferenzen fallen weg. Fisher (1930) überwand die zeitliche Dimension indem er darlegte, dass der Wert ein hervorragendes Kriterium zur Beurteilung von Investitionsprojekten ist. Beim Investitionsentscheid müssen Zahlungsströme, die zu verschiedenen Zeitpunkten anfallen, miteinander verglichen werden. Dies ist nicht ohne weiteres möglich, da zukünftige Beträge nicht einfach mit gegenwärtigen verrechnet werden können. Fisher schlug vor, die zukünftigen Zahlungsströme auf den Gegenwartswert abzuzinsen. Durch das Diskontieren verschwindet die zeitliche Dimension. Der Nettogegenwartswert gibt an, ob sich eine Investition lohnt. Dieses Kriterium hat gegenüber andern den Vorteil, dass kein bestimmter Planungshorizont unterstellt werden muss. Eine einmalige Zahlung lässt sich mit einer ewigen Rente vergleichen.

Mit dem Prinzip des Nettogegenwartswerts lassen sich ausser dem Problem der zeitlichen Ag-

gregation noch zwei weitere Probleme theoretisch bewältigen. Zunächst wäre ja zu vermuten, dass ein Investitionsentscheid von den subjektiven Präferenzen des Investoren abhängt. Dies würde bedeuten, dass das Management auf die unterschiedlichen Wünsche der Aktionäre Rücksicht nehmen und Kompromisse aushandeln müsste. Dies ist dank dem Wertmaximierungsprinzip nicht nötig, denn das sog. «Fisher-separation-theorem» besagt nämlich, dass bei der Existenz von Kapitalmärkten (genau genommen bei der Existenz von vollständigen und perfekten Kapitalmärkten) der Investitionsentscheid vom Konsumententscheid unabhängig ist. Die verschiedenen Geschmäcker der Investoren lassen sich auf den einfachen Nenner «Wert» bringen, weil dieser mit einem Verkauf realisiert werden kann und die individuellen Ziele mit dem Erlös verfolgt werden können. Der Investitionsentscheid ist auch unabhängig von der Zeitpräferenz des Investoren.

Das Problem der Unsicherheit schliesslich wird durch das Rechnen mit Erwartungswerten und der Bewertung des Risikos gelöst. Anfang der sechziger Jahre entwickelten Sharpe, Treynor und weitere Finanzmarkttheoretiker fast gleichzeitig ein Modell, das risikobehaftete Anlagen zu bewerten erlaubt.⁴ Dieses Kapitalanlage-Preismodell (CAPM) ist zu einem Eckpfeiler der modernen Finanzmarkttheorie geworden.

Der durchschlagende Erfolg des Kriteriums «Wert» auf dem Gebiet der Unternehmensfinanzierung wirft die Frage auf, ob es sich auch auf ein Börsengesetz übertragen lässt. Angenommen das Börsengesetz werde so ausgestaltet, dass der Kurs der Wertpapiere möglichst hoch zu liegen kommt. Wie wirkte sich dies auf den einzelnen Anleger aus? Liegt die Maximierung des Werts auch in seinem egoistischen Interesse? Um diese Frage zu beantworten, muss man zwei Gruppen von Anlegern auseinandertreten: gegenwärtige Halter eines Wertpapiers und Kaufinteressenten. Der Halter wird durch die Wertmaximierung eindeutig bessergestellt. Der Käufer hingegen wäre doch an einem möglichst tiefen Preis interessiert. Wird er durch die Wertmaximierung schlechtergestellt? Dies trifft nicht

⁴ Für eine Darstellung dieses sog. Capital Asset Pricing Models (CAPM) vgl. z.B. Copeland; Weston, 1988.

zu. Seine Alternativen sind nicht etwa, dasselbe Wertpapier billiger oder teurer, sondern entweder ein minderwertiges billig oder ein hochwertiges teuer zu erwerben. Er ist gegenüber den Alternativen indifferent: zwar muss er für das Wertpapier mehr bezahlen, aber es wirft auch tatsächlich mehr ab. Da der Halter durch die Werterhöhung bessergestellt und der Käufer nicht schlechtergestellt wird, führt die Wertmaximierung zu einer Pareto-Verbesserung. Wie in der klassischen Nutzentheorie, bringt auch hier die Wertmaximierung das Einzelinteresse und das Kollektivinteresse in Übereinstimmung.

Eine Einschränkung soll bereits an dieser Stelle gemacht werden. Der Marktwert kann natürlich durch staatliche Massnahmen wie Besteuerung oder Subventionierung beeinflusst werden. Eine solchermaßen erzielte Anhebung des Werts wäre eine Umverteilung, deren Auswirkung auf die Wohlfahrt ungewiss ist. Für unsere Analyse wollen wir von dieser Möglichkeit absehen.

Zwei mögliche Einwände sind näher zu diskutieren. Beide beruhen darauf, dass die Annahmen der benutzten Modelle in der Realität nur unvollständig erfüllt sind. Es könnte daher gewagt erscheinen, daraus normative Schlussfolgerungen abzuleiten. Erstens ist der Gegenwartswert zwar in dem Sinne richtiger und «gerechter» Preis, als er den zukünftigen Erträgen entspricht. Aber widerspiegelt der Marktwert tatsächlich den Gegenwartswert? Der Markt ist doch unvollkommen. Der Marktwert ist eine Schätzung und entspricht kaum je genau dem tatsächlichen diskontierten Cash-flow. Es liegt in der Natur der Sache, dass Wertpapiere einmal unter- und dann wieder überbewertet werden. Es kommt sogar vor, dass ein Raider ein Unternehmen zu Unrecht übernimmt, weil er irrtümllicherweise glaubt, die Unternehmensressourcen sinnvoller verwenden zu können. Nur bei vollständiger Voraussicht der zukünftigen Entwicklung würde die Diskrepanz zwischen Prognose und Realität verschwinden und jede unerwartete Preisschwankung ausbleiben. Die Unsicherheit ändert nichts am Prinzip, dass versucht werden soll, den Marktwert zu maximieren. – Zweitens mag man einwenden, die Märkte würden sich irrational verhalten, Gerüchten nachrennen, die Kurse wichen über längere Zeit deutlich vom Ertragswert ab, weil die Börse von Spe-

kulanten beherrscht sei, die nicht auf die sogenannten «fundamentals» achten, sondern nur den kurzfristigen Gewinn im Auge hätten. Das führe zu den verpönten spekulativen Blasen, denen die vorgeschlagene Zielsetzung noch Vorschub leistete. Dies ist nicht der Fall. Die Gefahr spekulativer Blasen ist ein Risiko, das den Marktwert verringert. Gelingt es, die Wahrscheinlichkeit spekulativer Blasen zu verkleinern, steigt der Marktwert.

5. Marktversagen und Regulierungsbedarf

Adam Smith erkannte, dass der Marktmechanismus eine wichtige Lenkungsfunction erfüllt. Er beschreibt ihn als die unsichtbare Hand, die dafür sorgt, dass dem Gesamtwohl am meisten gedient ist, wenn jeder auf seinen eigenen Vorteil bedacht ist. Die Theorie kennt vier Fälle, in denen der Markt versagt und seine Lenkungsfunction nicht richtig erfüllt: das «natürliche» Monopol (steigende Skalenerträge), externe Effekte, öffentliche Güter und unvollständige Information. Wichtige Wertpapiere werden an mehreren Börsen gehandelt, die zum Teil in scharfer Konkurrenz zueinander stehen. Dies deutet darauf hin, dass das Problem monopolistischer Verzerrungen auf den Finanzmärkten nicht besonders bedeutend ist. Die andern Probleme dürfen hingegen nicht vernachlässigt werden.

Externe Effekte sind Wirkungen wirtschaftlicher Vorgänge auf Personen, die nicht über den Markt abgegolten werden. Lehrbuchbeispiel ist die Umweltverschmutzung, deren Folgen meist nicht nur von dem getragen werden, der sie verursacht. Auch Börsen können externe Effekte verursachen. Pagano und Roell (1990, 55 ff.) finden, dass die Spanne zwischen Geld- und Briefkurs von französischen Titeln an der SEAQ in London während der Öffnungszeiten der Pariser Börse kleiner ist als ausserhalb. Diese Beobachtung ist mit der These zu vereinbaren, dass die Kursinformation aus Paris eine Beurteilungshilfe für die Marktmacher an der SEAQ darstellt. Dies würde bedeuten, dass die Pariser Börse (genauer gesagt die Kurspublikation) einen positiven externen Effekt auf die SEAQ ausübt. Die dynamische Portfolioversicherung weist dagegen negative (monetäre) externe Effekte auf. Im Zusammenhang mit der Aktiengesellschaft ist die Über-

wachung des Managements ein Beispiel eines externen Effektes. Man kann auch von einem öffentlichen Gut sprechen, da der einzelne von den positiven Folgen der Überwachung nicht ausgeschlossen wird. Überwachung ist aber kein öffentliches Gut innerhalb des ganzen Staates, sondern nur innerhalb des Aktionärskreises des betreffenden Unternehmens. Dies bedeutet, dass es einen gemeinsamen politischen Entscheid der Aktionäre braucht, der das Marktversagen korrigiert, nicht aber, dass ein staatlicher Eingriff nötig ist.

Der Marktmechanismus arbeitet gut, wenn alle Teilnehmer vollständig informiert sind. Normalerweise ist die Information aber unvollkommen. Vor allem, wenn eine Marktseite besser Bescheid weiss als die andere, können Probleme auftreten. Es biete zum Beispiel jemand, von dem man annimmt, dass er ein Unternehmen gut kennt, einem nicht informierten Interessenten eine Aktie dieses Unternehmens zum Kauf an. Der nicht Informierte wird sich zu Recht fragen, ob das Angebot bedeutet, dass die Kursaussichten schlecht sind. Niemand kauft gerne die Katze im Sack und möglicherweise wird er aufgrund dieser Überlegung vom Kauf absehen. Dies wäre schade, falls der gut Informierte die Aktie nicht wegen einer schlechten Kurserwartung, sondern aus einem andern Grund verkaufen wollte. Er versucht vielleicht, den Verkaufsgrund glaubhaft darzustellen. Falls ihm das nicht gelingt, kann der Markt sogar zusammenbrechen, weil kein schlecht Informierter bereit ist, auf einen Handel einzugehen.

Da offensichtlich die Informationsasymmetrie die Ursache des Problems ist, liegt die Vermutung nahe, durch deren Beseitigung könne das Problem gelöst werden. Es wäre naheliegend, den Informierten zur Herausgabe der Information zu zwingen. Weshalb soll er aus der Ahnungslosigkeit des andern Nutzen ziehen? Und weshalb soll der andere Ressourcen verschwenden, etwas herauszufinden, was ihm dieser geradeso gut mitteilen kann? Dies scheint gerecht und volkswirtschaftlich effizient. Abgesehen davon, dass eine entsprechende Regelung vielleicht gar nicht durchgesetzt werden kann, muss dieser Überlegung das Argument entgegengehalten werden, dass der Informierte sich möglicherweise im Hinblick auf einen Gewinn informiert hat

und dabei Kosten eingegangen ist. Er hat Information produziert und erwartet, dafür entschädigt zu werden. Ein Investor kann sich vor dem Kauf von Aktien die Frage stellen, welcher Preis im Verhältnis zum zukünftig erwarteten Cash-flow (oder der Dividende) angemessen ist. Dazu benötigt er eine Prognose dieses Cash-flows, die auf unternehmensrelevanten Informationen beruht. Er nimmt vielleicht Kosten der Informationsbeschaffung in Kauf, weil ihm dafür ein Spekulationsgewinn winkt. Kann der Investor die Aktie unter dem Preis kaufen, den er für angemessen hält, so tut er dies. Liegt der Marktpreis darüber, verkauft er. Er kann sich darüber hinaus Gedanken machen, ob das Management effizient arbeitet oder ob Verbesserungen möglich sind. Durch sein Stimmrecht kann er Einfluss auf die Tätigkeit des Unternehmens ausüben. Im Extremfall erfolgt dies durch die Übernahme einer schlecht geführten Unternehmung durch einen vorausschauenden Unternehmer. Die Produktion von Information ist also für die Börse zentral. Eine weitgehende Pflicht zur Preisgabe von Information würde Investoren von der Informationsproduktion abhalten. Dies wäre – und darauf kommt es an – aus volkswirtschaftlicher Sicht oft unerwünscht.

Bei einem Marktversagen versagt der Steuerungsmechanismus des Marktes. Aber versagt deswegen auch schon der Marktwert als Kriterium? Das ist zwar möglich, trifft aber nicht unbedingt zu. Zum Beispiel können externe Effekte durch Definition von Eigentumsrechten manchmal internalisiert werden. Falls dies gelingt, bleibt er ein taugliches Kriterium. Es stellt sich die Frage, ob ein anderes Kriterium existiert, das dem Marktwert überlegen ist. Selbst wenn es gelingen sollte, eines zu finden, zeigt eine Verringerung des Marktwerts aber immerhin an, dass mindestens jemand schlechtergestellt wird.

Weil der Markt nicht immer ideal funktioniert, muss ein regulierender Eingriff geprüft werden. In Kapitel 6 wird eine Reihe von Massnahmen behandelt, die in der öffentlichen Diskussion vorgeschlagen wurden, weil der Markt nicht zum gewünschten Ergebnis führt. Das Verfehlen eines gewünschten Ergebnisses ist jedoch noch keine hinreichende Begründung eines Markteingriffs. Ohne ein eigentliches Marktversagen kann ein

Eingriff nicht gerechtfertigt werden. Zudem muss in jedem Einzelfall gezeigt werden, dass der Eingriff gegenüber der Marktlösung zu einer Verbesserung führt. Die Frage ist nun, ob und wie reguliert werden soll. Manchmal ist eine suboptimale Marktlösung einer Regulierung vorzuziehen. In der Vergangenheit wurde oft davon ausgegangen, dass die Regulierung nichts kostet oder dass die regulierende Behörde allwissend ist. Natürlich trifft keine der beiden Annahmen zu. Die Wissenschaft ist zwar noch nicht zu einer allgemein akzeptierten Theorie der Regulierung vorgedrungen, immerhin besteht in der Literatur heute Einigkeit darüber, dass nicht einmal die Annahme, die regulierende Behörde handle im öffentlichen Interesse, ohne weiteres gerechtfertigt ist (Posner, 1974; Kane, 1986, 187 ff.). Oft scheint sich das Eigeninteresse des Beamten oder einer Interessengruppe einzuschleichen und die ursprünglich gute Absicht zu unterlaufen. Selbst Politiker geben sich gegenüber staatlichen Eingriffen bereits skeptisch; wird doch im Economic report of the President (1990) gewarnt: "While it may seem obvious that governments should not try to do what the private sector can do better, this important principle is often ignored in practice. Government regulation can rarely improve on well-functioning private markets; it usually makes things much worse." Vorsicht ist also geboten. Wird vom Marktwert als Kriterium abgerückt, dann ist sicher im Einzelfall eine Kosten-Nutzen-Analyse des Staatseingriffs nötig.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass ein Marktversagen wegen asymmetrischer Information und externer Effekte vorliegt. Einfache, allgemeingültige Massnahmen dagegen können jedoch keine empfohlen werden.

6. Beurteilung verschiedener Massnahmen

Nachdem in Kapitel 4 ein Beurteilungskriterium gefunden wurde, können konkrete Massnahmen auf ihre Zweckmässigkeit hin überprüft werden. Dies kann mit theoretischen oder empirischen Untersuchungen erfolgen. Drei Gebiete wurden herausgegriffen: Zuerst wird die grundsätzliche Frage nach dem Prinzip der Regulierung diskutiert, dann Massnahmen, die eine Erhöhung der

Liquidität bezwecken, und schliesslich solche, die eine stärkere Transparenz anstreben.

6.1 Prinzip der Regulierung

Posner (1986, 343 ff.) diskutiert die Frage der optimalen Regulierung. Es gehe selten darum, zwischen den Extremen «freier Markt» und «staatliche Regulierung» zu wählen. Er unterscheidet zwei Regulierungsstrategien. Bei beiden stellt das Gesetz zur Behebung eines Marktversagens Regeln auf. Nach der ersten Strategie sorgt das Klagerecht eines Privaten für deren Einhaltung bzw. für die Entschädigung bei einer Regelverletzung. Gemäss der zweiten Strategie wird eine öffentliche Behörde geschaffen, die die Regeln durchsetzt. Haftungsregeln zum Beispiel gehören zur ersten Strategie; ihr Sinn ist ja nicht nur, einen eingetretenen Schaden möglichst wieder gut zu machen. Aus volkswirtschaftlicher Sicht steht dieser Verteilungsaspekt sogar eher im Hintergrund. Bedeutender ist der Effizienzaspekt; nämlich, dass ein potentieller Schädiger angehalten wird, ein Unglück zu vermeiden. Solange die Kosten, einen Schaden zu vermeiden geringer sind als der Schaden selbst, ist es volkswirtschaftlich sinnvoll, ihn zu vermeiden. Der Staat soll die Klagefazilitäten so ausgestalten, dass die Wohlfahrt maximiert wird. Deswegen ist das Verhältnis des Nutzens, den der Schädiger durch die Regelverletzung erzielt, zum Schaden des Opfers bzw. zum Schadenersatz entscheidend. Im allgemeinen ist es nicht zweckmässig, jede Regelverletzung zu verhindern. Ein Vorteil dieser ersten Strategie ist, dass der Staat nicht permanent überwachen muss, sondern erst eingreift, wenn er gebraucht wird. Nach Posner ist die zweite Strategie erst dann gerechtfertigt, wenn der Entschädigungsmechanismus der ersten nicht taugt oder eine Regelverletzung zum vornherein verhindert werden muss. Dies ist oft der Fall, wenn der dem einzelnen zugefügte Schaden entweder so klein ist, dass sich eine Klage nicht lohnt, oder so gross, dass das Opfer nicht entschädigt werden kann. Aber selbst wo dies zutrifft, kann die erste Strategie sehr oft dennoch angewandt werden. Bei vielen kleinen Geschädigten kann z.B. jemandem das Recht gegeben werden, stellvertretend für andere zu klagen, und bei zu grossem Schaden kann eine Versicherung vorgeschrieben

werden. Die zweite Regulierungsstrategie ist nach Posner nicht Ersatz, sondern Ergänzung der ersten, weil sie in der Regel teurer ist. Dies bedeutet, dass die Notwendigkeit einer Überwachungsbehörde, die von sich aus die Einhaltung des Gesetzes überprüft, noch nicht erwiesen ist.

Wertpapiere sind dadurch gekennzeichnet, dass die Partner ihre Verpflichtungen nicht gleichzeitig erfüllen. Kein vernünftiger Anleger wird in blindem Vertrauen auf die Rückzahlung schutzlos eine Anlage erwerben. Er braucht sicher Schutz. Staatlich verordneter Anlegerschutz ist aber nicht die einzige Möglichkeit und auch nicht unbedingt im besten Interesse des Anlegers. Bereits der Wettbewerb und der Wunsch, das Vertrauen des Anlegers aufrecht zu erhalten, bieten Schutz. Es ist ferner nicht klar, ob sich der Anleger nicht manchmal selbst besser schützen kann, wenn er wollte. Wenn staatlicher Anlegerschutz gewünscht wird, könnte er auf freiwilliger Basis gewährt werden. Der Staat könnte auf dem Gebiet des Wertschriftenhandels neue Rechtsgeschäfte definieren und schützen. Diese Idee wurde im Gesellschaftsrecht verwirklicht: Die Beteiligten können zwischen verschiedenen Gesellschaftsformen die für ihr Unternehmen geeignete auswählen. Dadurch werden die Kosten eines Gründungsvertrags verringert, Klarheit, Rechtssicherheit und Vertrauen geschaffen. Ferner werden die Schlichtungskosten im Falle eines Streites gesenkt.

Der Staat hilft insbesondere dann, freiwillig eingegangene Verpflichtungen durchzusetzen, wenn sich eine Partei nicht an die Abmachung halten will.⁵ Daher sind vor allem in zwei Bereichen staatliche Massnahmen möglich, die die Schweizer Börsen attraktiver machen würden: Erstens sollte vor einem Kauf möglichst klar sein, welche Ansprüche aus dem Geschäft entstehen und welche nicht. Zweitens sollten diese Ansprüche leicht durchsetzbar sein. Es wäre denkbar, die Durchsetzung von Abmachungen im Prospekt und in den Statuten zu erleichtern, wenn die Wertpapiere an einer Börse gehandelt werden, die sich als Schweizer Börse im Sinne des Gesetzes bezeichnet. Dies käme einer freiwilligen Unterstellung gleich. Mit einem solchen Schritt würde der Gesetzgeber signalisieren, dass er sich in der Lage glaubt und willens ist, etwas zugunsten der

Teilnehmer am Finanzplatz Schweiz zu tun. Freiwilliger Anlegerschutz geht von der Mündigkeit des Anlegers aus und stellt sicher, dass Anlegerschutz dem Anlegerinteresse nicht zuwiderlaufen kann. Der Anleger bei einer Bank kann ja auch wählen, ob er in den Genuss einer wirksamen Aufsicht sowie des Konkursprivilegs für Sparguthaben kommen und dafür eine Zinsreduktion in Kauf nehmen will. Bei obligatorischem Anlegerschutz besteht die Gefahr, dass nichtmarktkonforme Wertvorstellungen festgeschrieben werden, z.B. in Form von Preisrestriktionen, was die Entwicklung langfristig beeinträchtigt. Ferner gestände der Gesetzgeber gleichzeitig ein, dass es nicht sinnvoll und nicht möglich ist, die Märkte in ein Korsett zu zwingen. Schliesslich sollte auch jeder, der den Schutz des Gesetzes für überflüssig hält, weiterhin in der Schweiz Wertschriften handeln können.

Schutzrechte bilden ein wichtiges Element des Gesetzes. Um die Ausbeutung einer Minderheit zu verhindern, könnte eine nachträgliche Einschränkung der Schutzrechte erschwert und als entschädigungspflichtig erklärt werden. Es wäre zu prüfen, ob die Beweislast, dass keine Einschränkung vorliegt, der Gesellschaft auferlegt werden soll. Dies würde die Stellung des Investors, z.B. bei Änderungen der Vinkulierungsbestimmungen und Übernahmen, stärken sowie eine Verwässerung des Einsichts- und Auskunftsrechts verhindern. Anstatt solcher spezifischer Regeln wäre auch denkbar, Standards für bestimmte Börsensegmente festzulegen. Etwa in dem Sinne, dass an der Hauptbörse nur Gesellschaften gehandelt werden, die eine aussagekräftige Jahresrechnung vorlegen oder die ausschliesslich Inhaberaktien begeben. Ferner sollte das Gesetz auch die Überprüfung von Kurschnitten besonders erleichtern.

Schliesslich dürfen – wie das ja bereits heute der Fall ist – auch dem Anleger Pflichten auferlegt werden. Man könnte ihn binden, indem man ganz allgemein verlangt, dass – soweit Statuten und Prospekt sich auf den Anleger beziehen – dieser

⁵ Ob die Hilfe des Staates aber benötigt wird, um zu beurteilen, ob ein Partner seine Verpflichtung überhaupt erfüllen kann, oder ob dies nicht Aufgabe jedes einzelnen sein sollte, ist fraglich.

durch den Erwerb des Wertpapiers an deren Inhalt gebunden ist. Dadurch könnte das Problem der Spaltung von Vermögensrechten und Stimmrecht bei vinkulierten Namenaktien entschärft werden. Ferner hätte eine Gesellschaft die Möglichkeit, Investoren ins Vertrauen zu ziehen, indem sie eine Schweigepflicht einführt. Sofern sie es für sinnvoll hält, kann sie auch die Bekanntgabe bedeutender Beteiligungen festlegen oder Vorschriften zu öffentlichen Übernahmeangeboten erlassen.

6.2 Liquidität

Die Studiengruppe Börsenwesen behauptet in ihrem Bericht (1989, 18), die mangelnde Liquidität erhöhe die Möglichkeit zufallsbedingter Preise. Es wurde auch schon gesagt, das Umsatzvolumen der Schweizer Börsen sei so gering, dass grosse Aufträge nicht problemlos verkräftet würden. Verschiedene Massnahmen zur Erhöhung der Liquidität, darunter ein Börsenzwang, die Zentralisierung des Marktes auf eine einzige Börse, wurden vorgeschlagen.

Durch die Pflicht, alle Geschäfte über die Börse abzuwickeln, soll die Menge der Transaktionen erhöht werden. Dadurch würde die Preiswirkung von einzelnen Aufträgen verringert. Nach einer verbreiteten Meinung nimmt die Liquidität mit steigendem Umsatz zu. Aber Liquidität hat weniger mit Umsätzen von Wertpapieren, als mit den Bewertungen der Kaufinteressenten und Besitzern eines Wertpapiers zu tun. Börsenkrache sind durch hohe Umsätze und geringe Liquidität gekennzeichnet. Demgegenüber sind hochliquide Papiere denkbar, die gerade wegen ihrer Liquidität kaum gehandelt werden. Ein hypothetisches Beispiel genügt zur Illustration: Bewerten z.B. die Besitzer eines Wertpapiers dieses geringfügig höher als der Marktpreis und alle Interessenten geringfügig tiefer, dann ist der Markt hochliquid, aber der Umsatz ist null. Die Vorstellung, jemanden zu zwingen, auf einem bestimmten Markt zu handeln, mutet seltsam an; bildet sich doch ein Markt gerade dort, wo Angebot und Nachfrage freiwillig aufeinander treffen. Wird ein Geschäft bewusst ausserhalb eines Marktes abgeschlossen, so deutet dies darauf hin, dass die Transaktionskosten auf dem betreffenden Markt

zu hoch sind. Die Umgehungsmöglichkeit ist in diesem Falle erwünscht. Sie birgt die Möglichkeit zur Entwicklung eines effizienteren Marktes in sich. Ein Börsenzwang könnte leicht solche Entwicklungen behindern, würde aber die Liquidität und auch den Marktwert trotzdem eher verringern als erhöhen. Dasselbe gilt für einen beschränkten Börsenzwang, der sich nur auf kleine Aufträge bezieht. Dies wäre zudem noch eine schwer zu begründende Diskriminierung der Kleinanleger.

Die grosse Stückelung der Schweizer Aktien wurde ebenfalls schon als Liquiditätshemmnis bezeichnet. Von der Schwere der Titel kann eine gewisse psychologische Wirkung ausgehen; auf die Liquidität des Marktes sollte sie jedoch keinen Einfluss haben, bemängeln doch vor allem Grossanleger, für die die Schwere kein Hindernis ist, die geringe Liquidität.

Es stellt sich die Frage, ob nicht ganz andere Massnahmen die Liquidität anheben könnten. Diese Massnahmen müssten dem Interesse der Marktteilnehmer entsprechen. Als erstes ist eine Verringerung der Transaktionskosten zu nennen. In diesem Zusammenhang wurde schon vielfach eine Verringerung oder Aufhebung der Stempelsteuer gefordert. Dies würde den Umsatz stimulieren und die Liquidität innerhalb einer gewissen Bandbreite merklich erhöhen. Im Hinblick auf schwerere Liquiditätskrisen ist die Stempelsteuer allerdings bedeutungslos.

Ferner wäre auch eine Konzentration des Handels auf wenige Zeitpunkte ins Auge zu fassen; denn Anleger, die ihren Investitionsentscheid aufgrund einer Beurteilung der Ertragsaussichten von Unternehmungen fällen, sind kaum auf den permanenten Handel angewiesen. Es besteht ein Trade-off zwischen Liquidität und Häufigkeit der Kursermittlung. Würde der Kurs eines Grossteils der Aufträge zu einer bestimmten Tageszeit ermittelt, so wären wohl selbst die Bedürfnisse grosser institutioneller Anleger befriedigt. Nicht nur ein örtliches, sondern auch ein zeitliches Verzetteln der Aufträge schafft gleichzeitig die Möglichkeit und Notwendigkeit zur kurzfristigen Spekulation und Arbitrage durch die professionellen Händler, hingegen ist der volkswirtschaftliche Nutzen vermutlich gering. Im übrigen kann es die gewerbsmässigen Händler zu Kursschnitten ver-

leiten. Die Ausweitung des permanenten Handels, die von der Studiengruppe Börsenwesen empfohlen wird (1989, 29), wirkt für viele Anleger liquiditätshemmend. Ob die hier vorgeschlagene zeitliche Konzentration aber tatsächlich sinnvoll ist, müsste die Praxis beweisen, indem man den Marktteilnehmern die Wahl lässt, den Kurs ihrer Aufträge zu einer bestimmten Zeit, z.B. zu Beginn des Handelstages, zu ermitteln. Allerdings sollte, auch wenn die überwiegende Mehrzahl der Teilnehmer den permanenten Handel nicht braucht, dieser dennoch grundsätzlich möglich sein.

Eine Technik der Risikoreduktion, die in letzter Zeit eine weite Verbreitung gefunden hat, die sog. dynamische Portfolioversicherung, wird kritisiert, weil sie die Liquidität verringere. Die dynamische Portfolioversicherung beruht darauf, dass risikoreiche Wertpapiere nach einem Kursanstieg dazugekauft werden, während sie nach einem Kursrückgang verkauft werden. Dadurch werden die Angebots- und Nachfragekurven steiler, d.h. die Liquidität wird gesenkt. Dies gilt auch für Stop-Loss Orders. Solche Techniken wirken destabilisierend. Solange nur wenige davon Gebrauch machen, können sie dem einzelnen dienen, schaden aber der Allgemeinheit und sind daher unerwünscht. Viele Massnahmen zur Bekämpfung destabilisierender Spekulation wie Handelsunterbrüche und Umsatzsteuern behindern jedoch den Preisbildungsmechanismus und verringern den Marktwert. Will man die dynamische Portfolioversicherung verhindern, so stellt sich zudem das Problem, dass man jemanden bloss aufgrund seiner Börsenstrategie vom Handel ausschliessen muss. Dies ist nur in ganz einfachen Fällen möglich.

6.3 *Transparenz*

Unter dem Stichwort Transparenz wurden verschiedene Massnahmen gefordert. Sie zielen darauf ab, den Informationsstand des Anlegers über drei verschiedene Bereiche zu verbessern: die Börsenaktivität, das Unternehmen oder andere Investoren.

6.3.1 *Transparenz der Börse*

Wer in fremdem Auftrag handelt, kann unter Umständen seinen Auftraggeber täuschen. Eine sol-

che Täuschung ist der Kursschnitt, eine eigenmächtige Aufbesserung der Kommission. Dabei gibt der Beauftragte vor, das Geschäft zu einem schlechteren Kurs als dem tatsächlichen abgeschlossen zu haben und steckt die Differenz in die eigene Tasche. Die Differenz zwischen dem Marktpreis und der vom Auftraggeber bezeichneten Limite bzw. zwischen den beiden Reservationspreisen begrenzt den Spielraum für Kursschnitte. Daher sind Anleger, die sogenannte Bestens-Aufträge erteilen, besonders gefährdet. Kursschnitte sind verboten, das Verbot ist jedoch beim heutigen Handelssystem an den Schweizer Börsen schwer durchzusetzen, weil Kursschnitte kaum nachgewiesen werden können. Zweifellos sind Kursschnitte im Prinzip unerwünscht, weil sie Agenturkosten verursachen und so das Vertrauen in das System untergraben. Man möchte dem Anleger ermöglichen, die Auftragstreue des Händlers zu überprüfen. Bei einem EDV-gestützten Handelssystem ist dies leicht möglich, ist doch der Mehraufwand für die Nachvollziehbarkeit der Auftragsabwicklung gering. Damit ist aber noch nicht gewährleistet, dass der Anleger wirklich fair behandelt wird. Es ist für professionelle Händler nicht schwierig, die Abwicklung eines Auftrags so zu steuern, dass das Geschäft zu einem ungünstigen Kurs tatsächlich abgeschlossen wird und der Gewinn einem Komplizen zufällt. Der Marktwert der gehandelten Papiere wird durch die Nachvollziehbarkeit der Auftragsabwicklung, Konkurrenz zwischen den Händlern und eine weitgehende Bestimmungsmöglichkeit des Auftraggebers erhöht. Transparenz im Sinne einer öffentlichen Einsicht ist dazu nicht nötig.

6.3.2 *Transparenz des Unternehmens*

Die Informationspolitik vieler Schweizer Unternehmen wird allgemein als ungenügend betrachtet.⁶ Verschiedentlich wurde eine gesetzliche Pflicht zur aussagekräftigen Berichterstattung gefordert. Je nach dem, ob sie für alle Aktiengesellschaften oder nur für die Publikumsgesellschaften gelten soll, könnte sie entweder im Aktienrecht oder im Börsengesetz verankert werden. Mit einer Regelung im Börsengesetz käme sie auch ausländischen Wertpapieren zugute, die in der Schweiz gehandelt werden. Bevor abgeklärt wird, welchen Anforderung die Informations-

⁶ vgl. z.B. Schweizerische Bankiervereinigung, 1988, 28.

politik eines Unternehmens genügen soll, muss die Frage beantwortet werden, weshalb überhaupt ein Interesse an Information besteht. Der potentielle Anleger wünscht sich zunächst weitgehende Informationen, damit er mündig entscheiden kann, wo er investieren will. Da die Information Eigenschaften eines öffentlichen Gutes hat, besteht die Gefahr, dass der Markt versagt und zuwenig davon produziert wird. Es ist also grundsätzlich möglich, dass ein Regulierungsbedarf besteht. Nun gibt es aber auch ein gutes Argument, weshalb der Markt nicht zuwenig, sondern im Gegenteil zuviel Ressourcen für die Produktion von Information aufwenden könnte, und es ist unklar, in welche Richtung der Markt korrigiert werden soll. Die allgemein verfügbare Information nützt nämlich dem Anleger wenig, da alle Evidenz darauf hindeutet, dass sie bereits in den Wertpapierkursen enthalten ist.⁷ Wer besonders rentable Anlagen sucht, der muss Information aufspüren, die noch nicht Allgemeinwissen ist. Soweit die Suche nur Kenntnisse bringt, die irgendwo bereits vorhanden sind oder unbedeutende Zeit später verfügbar werden, ist sie volkswirtschaftlich nicht sinnvoll. In diesem Fall versagt der Markt, weil die Eigentumsrechte nicht definiert sind.

Der Wunsch nach einem fundierten Anlageentscheid ist nur einer der Gründe für das Interesse an Informationen. Der Investor will nach dem Kauf weiterhin die Zukunftsaussichten des Unternehmens beurteilen. Das Management schätzt aber Diskretion und ist, wie die Praxis zeigt, wenig geneigt, seine Geschäftstätigkeit öffentlich auszubreiten. Sein Spielraum würde dadurch eingengt. Die Kontrolle des Managements ist sicher die Hauptstossrichtung gesetzlicher Publizitätsanforderungen. Es fragt sich jedoch, ob gesetzlicher Zwang notwendig ist und zum Ziel führt. Das Unternehmen selbst hat auch einen Anreiz, den Markt zu informieren, damit seine Aktien möglichst hoch bewertet werden. Dadurch verringern sich die Kapitalkosten und Raider werden abgeschreckt. Jensen und Meckling (1976, 305 ff.) zeigen nämlich, dass auch ein ökonomisch handelnder Unternehmer den Gesellschaftsvertrag freiwillig so gestaltet, dass das Management optimal überwacht wird, indem er alle lohnenden Kontrollmechanismen vorsieht. Der Wert der Unternehmung wird dadurch maximiert. Die Praxis hat

dafür insbesondere die Institutionen Revisorat und Verwaltungsrat entwickelt. Ein wichtiger Punkt dürften in diesem Zusammenhang die stillen Reserven werden. Sie sind nicht per se gut oder schlecht. Gesellschaften, bei denen die Kenntnis des wahren Erfolgs zur Überwachung des Managements sehr wichtig ist, würden die Bildung stiller Reserven verbieten, während andere sie – je nach den Bedürfnissen der Investoren – vielleicht weiterhin zulassen. Nun verhalten sich sicher nicht alle Schweizer Unternehmen so, wie es die Theorie voraussagt; trotzdem müssen gegenüber einem Ausbau der gesetzlichen Publizitätspflichten verschiedene Vorbehalte angebracht werden: Zum einen steht dem Informationsinteresse des Aktionärs das Geheimhaltungsinteresse der Gesellschaft gegenüber. Man kann ja die Verbreitung der für den Aktionär bestimmten Information in der Öffentlichkeit nicht verhindern. Konkurrenten und zahlreiche Anspruchsgruppen kommen in ihren Besitz. Es ist gut möglich, dass die erhöhte Publizitätspflicht dem Aktionär schadet. Zum andern ist der Informationsbedarf entsprechend den jeweiligen Agenturkosten von Unternehmen zu Unternehmen verschieden. Der Gesetzgeber hätte also nicht nur zu entscheiden, welche Information sinnvollerweise verbreitet werden soll, er müsste sich entweder auf ein Minimum beschränken oder einigen Unternehmen zuviel zumuten. Ferner ist die Buchhaltung vergangenheitsbezogen; es ist nur beschränkt möglich, aus ihr Schlüsse für die Zukunft abzuleiten. Dann wird es wohl auch unter dem strengsten Gesetz möglich sein, bei Bedarf stille Reserven zu bewirtschaften. Ein Gesetz, das nicht durchgesetzt werden kann, scheint wenig sinnvoll. Schliesslich verursacht die Verbreitung der Information auch noch direkte Kosten. Es dürfte schwer fallen, eine weitgehende Informationspflicht zuhanden der Öffentlichkeit zu begründen. Beaver (1977, 330) kommt nach einer Untersuchung der Frage der Publikationspflicht zum Schluss: "As a result, the desirability of a mandated disclosure system is still an open issue." Benston (1973, 153) äussert sich noch deutlicher über die Publizitätsvorschriften: "The conclusion of this study then must be that the disclosure requirements of the Securities Exchange Act of 1934 had no measurable positive

⁷ vgl. z. B. Roll, 1984, 861 ff.

effect on the securities traded on the NYSE. There appears to have been little basis for the legislation and no evidence that it was needed or desirable. Certainly there is doubt that more required disclosure is warranted.”

6.3.3 *Transparenz des Investorenkreises*

Verfolgt man die Berichte über sogenannte «unfreundliche» Übernahmen, so gewinnt man den Eindruck, es sei nötig, den Aktionär der Zielgesellschaft vor Raubern zu schützen. Diese Sicht gibt auch das Handbuch des Geld-, Bank- und Börsenwesens der Schweiz unkritisch wieder: «Durch Interessenkäufe versucht ein einzelner Kapitalist oder eine Finanzgruppe, sich in den Besitz von soviel Aktien zu setzen, um einen Einfluss auf das betreffende Unternehmen ausüben zu können (...) Interessenkäufe lösen immer wirtschaftlich nicht gerechtfertigte Kurssteigerungen aus (...)» (Albisetti et al., 1987). Die einschlägige Fachliteratur dagegen betrachtet Interessenkäufe als wirtschaftlich gerechtfertigt und interpretiert Unternehmensübernahmen als Anzeichen, dass das Unternehmenskapital rentabler eingesetzt werden kann, als es das Management tut.⁸ Es wurde eine eindruckliche empirische Evidenz erbracht, dass der Aktionär der Zielgesellschaft durch Übernahmeversuche nicht geschädigt wird, sondern davon profitiert (Jensen; Ruback, 1983, 5 ff.). Übernahmen mögen gegenüber dem Management einer Unternehmung unfreundlich sein; die Aktionäre, d.h. die Eigentümer, müssten ein Übernahmeangebot als freundlichen Akt empfinden.

Die Aktiengesellschaft als Rechtsform ist sehr beliebt. Ein wichtiger Grund dafür ist die Begrenzung der Haftung des Aktionärs auf das investierte Kapital. Ohne diese Haftungsbegrenzung wäre es für einen Aktionär wichtig, die Vermögensverhältnisse seines Mitaktionärs zu kennen. Die Anonymität des Aktionärs ist für die Aktiengesellschaft zentral. Der Preis dieser Anonymität ist eine schlechte Überwachung des Managements. Denn eine strikte Überwachung des Managements kommt allen Aktionären zugute. Auch jene, die sich die Mühe, das Management zu überwachen, nicht nehmen, können von den Anstrengungen der andern profitieren. Dies führt zu einem Defekt. Angenommen ein Unternehmen habe hundert Aktionäre, die alle eine Aktie halten, dann lohnt sich für einen Aktionär erst, einen

Franken zur Überwachung des Management aufzuwenden, wenn mehr als hundert Franken Mehrertrag daraus resultiert. Die wahrscheinliche Folge davon ist, dass bei breit gestreutem Aktienbesitz keiner einsieht, weshalb gerade er diese Aufgabe wahrnehmen soll und das Management weniger stark überwacht wird als das Kollektiv der Aktionäre eigentlich möchte. Ein Verhaltenskodex, der die Offenlegung bei Übersteigen gewisser Beteiligungsschwellen und Absichtserklärungen bei Übernahmeangeboten verlangt, würde den bestehenden Defekt verschlimmern. Selbst im hypothetischen Fall, wo jeder Aktionär eine Übernahme wünscht, weil sie die einzige Möglichkeit einer Wertsteigerung der Aktie darstellt, würde sie nämlich kaum zustande kommen, weil jeder in den Genuss dieser Wertsteigerung kommen möchte und sich daher keiner zum Verkauf seiner Aktie entschliessen kann. Der rationale Aktionär ist erst zu dem Preis zum Verkauf bereit, bei dem sich die Übernahme für den Raider nicht mehr lohnt. Eine Offenlegungspflicht bei Übernahmeangeboten würde sogenannte unfreundliche Übernahmen erschweren und die Aktionäre noch stärker als bisher dem Willen des Managements aussetzen. Es besteht eine klare empirische Evidenz⁹, dass Massnahmen, die Übernahmen erschweren, den Marktwert herabsetzen.

7. Schlussfolgerung

Eine Börse ist kein Nullsummenspiel, sondern erfüllt wichtige volkswirtschaftliche Aufgaben. Neben der Allokation von Kapital und Risiko hat die Börse die Funktion, die Agenturkosten der Unternehmen zu verringern. Daher hat ein Börsengesetz weitreichende gesamtwirtschaftliche Auswirkungen. Häufig genannte Ziele eines Börsengesetzes wie Anlegerschutz oder Funktionsschutz geben keine hinreichende Leitlinie zur Gestaltung eines Gesetzes ab. Dem Anlegerinteresse ist am besten gedient, wenn das Börsengesetz einen Pareto-optimalen Zustand herbeiführt. Als Kriterium einer Annäherung an ein

⁸ vgl. z.B. Grossman; Hart, 1980, 42 ff.

⁹ vgl. z.B. Copeland, Weston, 1988; Mitchell, Netter, 1989, 37 ff.; Karpoff, Rice, 1989, 69 ff.; Hermann, Santoni, 1989, 3 ff.

Pareto-Optimum bietet sich der Marktwert der gehandelten Wertpapiere an. Der Marktmechanismus sorgt unter gewissen Bedingungen automatisch dafür, dass der Marktwert maximiert und ein Pareto-Optimum erreicht wird. Selbst wenn der Markt seine Allokationsfunktion nicht zu erfüllen vermag, bleibt der Marktwert oft ein nützliches Kriterium. Die nähere Untersuchung von konkreten Massnahmen zeigt, dass auf den ersten Blick bestechende Massnahmen zu kurz greifen, oder sich sogar als langfristig schädlich erweisen. Massnahmen wie Börsenzwang, Offenlegungspflichten oder Übernahmeregulungen drohen dem Anleger zu schaden. Erfolgversprechend sind dagegen Massnahmen, die auf Freiwilligkeit beruhen.

Literatur

- Albisetti, Emilio; et al.
(1987) Handbuch des Geld-, Bank- und Börsenwesens der Schweiz, 4. Auflage, Thun, Ott Verlag, 1987 (ergänzter Nachdruck 1988).
- Baudenbacher, Doris
(1988) Schutz vor neuen Anlegerrisiken, St. Gallen und Berlin, Wissenschaftlicher Verlag 1988.
- Beaver, William H.
(1977) The Nature of Mandated Disclosure zitiert in: Economics of Corporation Law and Securities Regulation, Posner, Richard A.; Scott, Kenneth E., Boston and Toronto, Little Brown and Company, 1980.
- Benston, George J.
(1973) Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934, The American Economic Review, bd. 63, no. 1, März 1973.
- Campbell, Tim S.
(1988) Money and Capital Markets, Glenview, Illinois / Boston / London, Scott, Foresman and Company, 1988.
- Copeland Thomas E.; Weston J. Fred
(1988) Financial Theory and Corporate Policy, 3. Auflage, Massachusetts, Addison-Wesley Publishing Company Inc., 1988.
- Fisher, Irving
(1930) The Theory of Interest, Philadelphia, Porcupine Press Inc., 1977 (First edition 1930, New York: The Macmillan Company).
- Grossmann, Sanford J., Hart, Oliver D.
(1980) Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation, The Bell Journal of Economics and Management Service, bd. 11, no. 1, 1980.
- Hermann, Werner; Santoni, Gary S.
(1989) The Cost of Restricting Corporate Takeovers: A Lesson from Switzerland, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, vol. 71, no. 6, November/December 1989.
- Jensen, Michael C.; Meckling, William H.
(1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, Journal of Financial Economics, 3 (1976).
- Jensen, Michael C.; Ruback, Richard S.
(1983) The market for corporate control, Journal of Financial Economics, 11 (1983).
- Kane, Edward J.
(1986) Technology and the regulation of financial markets; in: Saunders, Anthony; White, Lawrence J., Technology and regulation of financial markets, 1986.
- Karpoff, Jonathan M.; Rice, Edward M.
(1989) Organizational Form, Share Transferability, And Firm Performance, Journal of Financial Economics, 24 (1989).
- Mitchell, Mark L.; Netter, Jeffrey M.
(1989) Triggering the 1987 Stock Market Crash, Journal of Financial Economics, 24 (1989).
- Pagano, Marco; Roell, Ailsa
(1990) Trading systems in european stock exchanges, LSE Financial Markets Group Discussion Paper Series, February 1990.
- Posner, Richard A.
(1974) Theories of economic regulation, The Bell Journal of Economics and Management Service, 1974.
- Posner, Richard A.
(1986) Economic Analysis of Law, 3. Auflage, Boston and Toronto, Little Brown and company, 1986.
- Roll, Richard
(1984) Orange Juice and Weather, American Economic Review, bd. 74, no. 5, 1984.
- Schweizerische Bankiervereinigung
(1988) Wertpapierhandelsplatz Schweiz, Basel, 1988.
- Studiengruppe über das Börsenwesen
(1989) Bericht der Studiengruppe über das Börsenwesen, Bern, Eidg. Drucksachen- und Materialzentrale, Dezember 1989.
- United States Government Printing Office
(1990) Economic Report of the President, Washington, February 1990.
- Zimmermann, Heinz; Bill, Markus; Dubacher, René
(1989) Finanzmarkt Schweiz: Strukturen im Wandel, Schweiz. Institut für Aussenwirtschafts-, Struktur- und Regionalforschung, Hochschule St. Gallen, August 1989.