

Kurt Bayer, Franz Hahn

# Wiener Aktienbörse

## Institutionelle und organisatorische Reform im internationalen Vergleich

Die Aktienmärkte eroberten im Laufe der achtziger Jahre in nahezu allen Industrieländern Europas eine Position als zentraler Finanz- und Kapitalmarkt. Gleichzeitig versuchten sie, das schlechte Image des reinen Spekulantenmarktes abzuschütteln. Neben den Finanzierungserfordernissen des Weltmarktes und der Liberalisierung der Finanzmärkte war eine institutionelle Neugestaltung und Modernisierung der wichtigsten Börsen der Welt bedeutende Voraussetzung für diese Renaissance. Die vorliegende Untersuchung beleuchtet die institutionellen Strukturen der führenden Börsen Europas und vergleicht sie mit den neuen organisatorischen und institutionellen Rahmenbedingungen der Wiener Aktienbörse. Aufgezeigt werden institutionelle Gemeinsamkeiten und Unterschiede sowie die ökonomischen Funktionen der Börsen.

**Die Liberalisierung und Deregulierung der Kapitalmärkte machten tiefgehende Reformen in Struktur und Organisation der europäischen Börsen notwendig. Auch die Wiener Börse schließt sich diesem Trend an, um im verstärkten Wettbewerb bestehen zu können (Börsegesetz, Rechnungslegungsgesetz). Nachholbedarf besteht hier aber weiterhin im Bereich der „Börsekultur“, der Markttiefe und in der dem internationalen Standard entsprechenden Bereitstellung von Informationen für Investoren.**

In Europa ging die Reformwelle von London aus. Im Oktober 1986 wurde die *London Stock Exchange* im Zuge des „Big Bang“ neu organisiert. Damit vollzog sie eine Entwicklung nach, die schon 1974 durch die „May-Day“-Liberalisierung der *New York Stock Exchange* (NYSE) eingeleitet worden war. Die Konkurrenz der weitaus liberaleren und effizienteren NYSE hatte die Umsätze an der Londoner Aktienbörse und damit die Bedeutung die-

ser einstigen Weltbörse sinken lassen. Aufgrund des vom British Department of Trade and Industry ausgeübten Drucks leiteten die Mitglieder der Londoner Börse eine Reform des Kommissions- und Gebührenwesens, der Börsenumsatzsteuern, der Zulassungsbedingungen für Börsenmitglieder und der technischen Abwicklung der Kursbestimmung sowie des Orderwesens ein.

Mit dem „Stock Exchange Automated Quotation System“ (SEAQ) wurde ein computerunterstütztes Handelssystem installiert, das als Kursindikator und elektronisches Orderbuch die technische Abwicklung der Börsengeschäfte wesentlich beschleunigt<sup>1)</sup>.

Dank den Reformen im Bereich des Kommissions- und Börsensteuerwesens, insbesondere der Senkung der

### Umfang und Wirkung der europäischen Börsenreform in Europa

Die Deregulierung der internationalen Finanzmärkte und die Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs im Hinblick auf das Zusammenwachsen der Märkte üben einen massiven Anpassungsdruck auf die europäi-

#### Umgestaltung der europäischen Börsen in den achtziger Jahren

schen Börsen aus. Die Vollendung des EG-Binnenmarktes wird den Trend zu nationaler Deregulierung noch erhöhen und damit den Wettbewerb auch für Börsen in Nicht-EG-Ländern weiter verschärfen. Moderne Kommunikationsmittel ermöglichen teilweise bereits jetzt — unter Umgehung der nationalen Börsen — den direkten Handel an ausländischen Börsen. Die in den letzten Jahren in Gang gekommene Umstrukturierung einzelner Börsen soll diese gegenüber anderen Finanzmärkten und für den Wettbewerb der Börsen untereinander stärken.

#### Bedeutung der Börse als nationales Finanzierungsinstrument

Je nach Ausformung und Größe der nationalen Wirtschaft erfüllen einzelne Börsen auch unterschiedliche Funktionen. Die Wiener Börse ist trotz ihrer rasanten Entwicklung seit 1985 im internationalen Vergleich noch immer sehr „klein“, auch wenn man sie an der Wirtschaftskraft Österreichs mißt. Im gesamten Finanzierungsspektrum spielen Aktien nach wie vor eine untergeordnete Rolle.

So etwa notieren an der Börse in Wien derzeit 94 Titel, in Frankfurt 630, an der New York Stock Exchange (NYSE) 1.721, in London mehr als 2.000 Titel. Aufgrund dieser geringen Größe, sowohl im internationalen Rahmen als auch als nationales Finanzierungsinstrument, muß sich in Österreich eine optimal ausgelegte Börsenreform zwar an internationalen Maßstäben orientieren, aber auch die Besonderheiten des österreichischen Kapitalmarktes berücksichtigen.

<sup>1)</sup> Ein vollautomatisches Abwicklungssystem mit elektronischer Auftragsbearbeitung (Projektbezeichnung: IAURUS) ist zur Zeit noch in Ausarbeitung.

**Relative Größe des Aktienmarktes**

**Übersicht 1**

	Aktienkapitalisierung		Aktienfinanzierung <sup>1)</sup>
	1980	1989	1989
	In % des BIP		Anteile in %
Österreich	3	16	25
Schweiz	42	100	71
Frankreich	8	38	—
BRD	9	30	42
Großbritannien	38	101	71
Niederlande	17	64	—
Schweden	11	59	45
USA (NYSE)	43	50	68
Japan	37	137	97

Q: Oesterreichische Nationalbank, Berichte und Informationen, 1990, (4). — <sup>1)</sup> Anteil der Börsenkapitalisierung der inländischen Aktien an der aller inländischen Wertpapiere (Aktien und festverzinsliche Wertpapiere)

„stamp duty“ auf die Hälfte, gingen die Transaktionskosten (für große Transaktionen) um etwa ein Drittel zurück

Die traditionelle Bedeutung der „Jobbers und Brokers“ (Sensale und Wertpapiermakler) für die Londoner Börse wurde durch eine Liberalisierung der Bestimmungen zur Erlangung der Börsememberschaft deutlich verringert. Seit 1986 sind auch Wertpapierfirmen (Security firms) und Banken als Börsemembersmitglieder zugelassen

Aufgrund dieser Reformen erstarkte der Finanzplatz London in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre. Die Börsen Kontinentaleuropas sahen sich daraufhin gezwungen, die Reformen der Londoner Börse nachzuvollziehen, vor allem die Liberalisierung der Börsememberschaft, die Senkung der Transaktionskosten und die Modernisierung der Handels-, Informations- sowie Abwicklungssysteme.

Die Pariser Börse paßte sich 1987 mit einer Automatisierung des Handelssystems, einer Öffnung der Börse für Banken und Wertpapierfirmen und einer vollständigen Deregulierung des Kommissions- und Gebührenwesens als erste an das Londoner Reformprogramm an. Sie hatte im Laufe des Jahres 1987 einen Großteil ihres „Blue-Chip“-Handels (23 französische Firmen) an die SEAQ-International in London verloren

Nach demselben Reformmuster wurden in unterschiedlichem Ausmaß u. a. die Börsen in Amsterdam, Frankfurt, Madrid, Mailand und Wien reorganisiert und dereguliert

**Neugestaltung der Organisation der Wiener Aktienbörse**

Ein Erkenntnis des Verfassungsgerichtshofes aus dem Jahr 1988, das Teile des geltenden Börsegesetzes aus dem Jahr 1875 für verfassungswidrig erklärte, löste die Neuordnung des Börsenwesens in Österreich aus. Für den Gesetzgeber eröffnete sich damit die Möglichkeit, ein schon lange als obsolet erkanntes Gesetz durch ein modernes, den internationalen Trends entsprechendes zu ersetzen<sup>2)</sup>

Die grundsätzlichen Ziele des neuen Börsegesetzes wurden vom Finanzausschuß des österreichischen Parlaments wie folgt definiert:

- Herstellung einer verfassungskonformen Rechtslage im Börsenwesen,

- Anpassung an den internationalen Standard, insbesondere an die Richtlinien der EG,
- Verbesserung des Anlegerschutzes durch mehr Publizität und strengere Aufsicht,
- Vereinfachung der Verwaltung durch Übertragung bisher hoheitlicher Aufgaben an die Börsenorgane,
- rechtliche Rahmenbedingungen für moderne Formen des Wertpapierhandels (Computerbörse),
- rechtliche Rahmenbedingungen für den börslichen Optionshandel in Österreich

Das neue Börsegesetz trat am 1. Dezember 1989 in Kraft. Es entspricht im wesentlichen den einschlägigen EG-Richtlinien und trägt den internationalen Trends nach mehr Autonomie, Modernisierung und Liberalisierung der Börseorganisation sowie der Börsestrukturen Rechnung.

Für zwei der drei bedeutendsten Ziele der europäischen Börsenreform — die Senkung der Transaktionskosten und die Modernisierung der Handels-, Informations- und Abwicklungssysteme — schuf das neue Börsegesetz die rechtlichen Grundlagen. Die Liberalisierung der Börsememberschaft bedurfte in Österreich (wie auch in der BRD), im Gegensatz zu London und Paris, keiner unmittelbaren gesetzlichen Reform. In Österreich ist das Wertpapieremissions- und Effekten-geschäft traditionell den Banken vorbehalten. Die österreichischen Banken sind in der Regel Universalbanken, d. h. zu allen Arten von Bankgeschäften berechtigt. (In den deutschsprachigen Ländern ist die anglo-amerikanische Trennung in Emissionsbanken, Wertpapierfirmen, Brokerhäuser und Kreditinstitute nicht üblich, obgleich ein Trennbankensystem auf der Basis des geltenden Kreditwesengesetzes möglich wäre.) Daher waren alle großen und eine Reihe kleinerer Banken schon vor Inkrafttreten des neuen Börsegesetzes Mitglieder der Wiener Börse. Das Universalbankenprinzip hat in Österreich — im Gegensatz zu den meisten westeuropäischen Ländern (Ausnahme: BRD) — u. a. bewirkt, daß an der Wiener Börse Wertpapiere (und damit auch Aktien) nur gemeinsam mit einer Universalbank, die Börsemembersmitglied ist, eingeführt werden können

Dem europäischen Trend bei den Transaktionskosten von Wertpapiergeschäften wurde an der Wiener Börse dadurch entsprochen, daß das neue Börsegesetz keine gesetzliche Tarifierung der Spesen für Transaktionen mit börsfähigen Wertpapieren vorsieht. Es regelt allerdings die Gebührenobergrenzen, die anlässlich der Zulassung an die Börse vom Emittenten entrichtet werden.

Als gesetzliche Abgaben bzw. amtlich festgesetzte Gebühren fallen für Geschäfte an der Wiener Börse die Börsenumsatzsteuer und die „Courtage“ (Sensal- bzw. Mäklergebühr) an. Die Börsenumsatzsteuer für Aktien — sie entsteht auch bei außerbörslichen Geschäften — beträgt 1,5% vom Kurswert. Für Geschäfte zwischen Wertpapierhändlern gilt der halbe Satz. Die Courtage des Sensals — eine amtlich festgesetzte Gebühr — hängt von der Höhe des Kurswertes einer Aktie ab. So etwa beträgt die Courtage für einen Kurswert bis zu 1 Mill. S derzeit 0,18% oder mindestens 60 S. Die Banken verrechnen für den Aktienhandel an der Börse zur Zeit als Transaktionsspesen (einschließlich Börsenumsatzsteuer und Courtage) 1,25% vom

<sup>2)</sup> Der Verfassungsgerichtshof räumte dem Gesetzgeber hierfür eine Frist bis zum 30. November 1989 ein

Kurswert oder mindestens 200 S. Zur Zeit wird überlegt, die Transaktionskosten zu ändern.

Das neue Börsegesetz schafft die rechtlichen Grundlagen für die Anwendung elektronischer Handels-, Informations- und Abwicklungssysteme. Seit November 1989 ist an der Wiener Börse das teilweise computergestützte Handelssystem PATS (Partly Assisted Trading System) in Betrieb. Das von der Oesterreichischen Kontrollbank AG entwickelte teilautomatisierte Handelssystem ermöglicht allen

Börsemitgliedern, ihre Order elektronisch direkt an die Vermittler (Sensale, Handelsmäkler) zu übertragen. Automatisch wird gleichzeitig ein Orderbuch erstellt, Unterstützung bei der Kursbildung gewährt und dem einzelnen Teilnehmer zusätzliche Informationen bereitgestellt.

PATS ist auf die Bewältigung großer Ordermengen ausgelegt. Mit den derzeit 30.000 Orders pro Tag ist die bestehende Konfiguration nur zu einem geringen Teil ausgelastet. PATS ist darüber hinaus auch mit dem bereits 1978

## Wichtige Bestimmungen des neuen Börsegesetzes

### *Börsemitglieder und Börsebesucher*

Als Börsemitglieder sind nur Banken und „Freie Makler“ zugelassen. Der Freie Makler oder Handelsmäkler bedarf zur Ausübung seines Berufes einer Gewerbeberechtigung, die an qualifizierte Zulassungsbedingungen gebunden ist. Handelsmäkler und Banken dürfen den Börsehandel auf eigene und/oder fremde Rechnung betreiben.

Vom Börsemitglied ist der Börsebesucher zu unterscheiden. Börsebesucher sind physische Personen, die zur Erteilung von Aufträgen und zum Abschluß von Geschäften für Börsemitglieder berechtigt sind. Sie müssen der Geschäftsleitung eines Börsemitgliedes angehören oder bei diesem angestellt sein.

### *Vermittler*

Das Börsegesetz kennt zwei Arten von Vermittlern. Im *amtlichen Handel* dürfen nur Börsensensale als Vermittler auftreten, im geregelten Freiverkehr nur Handelsmäkler. Die Sensale dürfen nur auf fremde Rechnung Geschäfte abschließen. Börsensensale sind im Unterschied zu den Handelsmäklern amtlich bestellte, freiberufliche Vermittler. Zur Zeit sind an der Wiener Börse 10 Börsensensale beschäftigt. Die Ernennung zum Börsensensal durch die Börsekammer bedarf der Bestätigung durch den Landeshauptmann von Wien. Der Börsensensal hat im Börsegesetz festgeschriebene Rechte und Pflichten, u. a. entsprechen die Preise der von ihm vermittelten Geschäfte zugleich dem amtlichen Kurs.

### *Zulassung von Wertpapieren an die Börse*

Über die Zulassung von Wertpapieren zum Börsehandel entscheidet der Exekutivausschuß der Börsekammer. Die Zulassungsbedingungen (sie bauen auf den entsprechenden EG-Richtlinien auf<sup>1)</sup>) unterscheiden sich nach der Art des Börsehandels:

- dem amtlichen Handel,
- dem geregelten Freiverkehr und
- dem sonstigen Wertpapierhandel.

*Der Hauptmarkt der Börse ist der amtliche Handel.* Für ihn gelten die strengsten Zulassungsvoraussetzungen. So etwa muß für die Erstzulassung von Aktien ein Gesamtnominale von mindestens 40 Mill. S vorliegen. Das Unternehmen muß seit mindestens drei Jahren bestehen und über drei volle Geschäftsjahre Jahresabschlüsse veröffentlicht haben<sup>2)</sup>.

*Der geregelte Freiverkehr ist der Zweitmarkt der Börse.* Die formalen Zulassungsbedingungen sind weniger streng als im amtlichen Handel. Für die Erstzulassung aller Wertpapiere beträgt das Gesamtnominale wenigstens 10 Mill. S. Die Gesellschaft muß mindestens ein Jahr bestehen und über ein volles Geschäftsjahr einen Jahresabschluß veröffentlicht haben.

Jene Papiere, die nicht den formalen Kriterien des amtlichen Handels und des geregelten Freiverkehrs entsprechen, können im Rahmen des *sonstigen Wertpapierhandels* an der Wiener Börse gehandelt werden. Den Antrag auf Einbeziehung eines Papiers in den sonstigen Wertpapierhandel der Wiener Börse stellt nicht der Emittent, sondern ein Börsemitglied. Hier beschränken sich die formalen Zulassungskriterien auf die Druckausstattung der Wertpapierurkunde.

### *Börseautonomie*

Dem internationalen Trend entsprechend stärkt das Börsegesetz 1989 die Selbstverwaltungskompetenzen der Wiener Börse. Am deutlichsten kommt dies in der Regelung der Zulassung zum amtlichen Handel zum Ausdruck, die nun in die Entscheidungsbefugnis des Exekutivausschusses fällt. Vor Inkrafttreten des neuen Gesetzes bestimmte der Bundesminister für Finanzen — nach Anhörung der Börsekammer —, welche Papiere börsemäßig gehandelt und im Amtlichen Kursblatt notiert werden dürfen.

### *Börseaufsicht*

Die Börseaufsicht fällt in die Zuständigkeit der Bundesminister für Finanzen (Wertpapierbörse) und für wirtschaftliche Angelegenheiten (Warenbörse). Die Aufsichtsbehörden haben auf das volkswirtschaftliche Interesse einer funktionsfähigen Börse Bedacht zu nehmen. Die Behörde kann insbesondere dann einschreiten, wenn Säumigkeit der Börseorgane vorliegt, Gefahr in Verzug ist oder wenn beharrliche Pflichtverletzung der Börseorgane gegeben ist. Die verantwortlichen Bundesminister können die Börsen vorübergehend oder dauernd schließen.

<sup>1)</sup> Die entsprechenden EG-Richtlinien stammen aus den Jahren 1979 (Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse), 1980 und 1989 (Richtlinien in bezug auf Prospekthalt und gegenseitige Prospekt-Anerkennung) und 1982 und 1988 (Richtlinien über Informationsverpflichtungen für börsennotierte Unternehmungen bzw. bei deren Anteilsveräußerungen). Ein „Gemeinsamer Standpunkt“ aus 1988, der 1991 zur Richtlinie erhoben wurde, regelt die Aufhebung der Anonymität bei größeren Transaktionen sowie die Meldepflicht der Banken bei Verdacht der „Geldwäsche“.

<sup>2)</sup> Von der dreijährigen Bestandszeit kann jedoch abgesehen werden, wenn dies im Interesse des Publikums liegt und wenn Unterlagen zur Verfügung gestellt werden, deren Informationsgehalt dem der letzten drei Jahresabschlüsse gleich ist.

eingerrichteten automatisierten Abwicklungssystem PICS (Price Indication and Clearing System) verbunden.

Das neue Börsegesetz erlaubt nunmehr eine sehr flexible Gestaltung des organisatorischen Rahmens der Wiener Börse. Neue Finanzinstrumente, wie etwa die geplante Österreichische Termin- und Optionsbörse (ÖTOB), können in das bestehende Regelsystem der Wiener Börse unmittelbar eingebunden werden.

---

### Erste Auswirkungen der europäischen Börsenreform — ein kurzer Überblick

---

Die Erfolge der Reformmaßnahmen sind derzeit empirisch nur in groben Umrissen zu erkennen<sup>3)</sup>. Kurz nach dem „Big Bang“ im Jahr 1986 dürfte der Anteil Londons (SEAQ International) am Umsatz mit EG-Aktien kräftig zu Lasten von Frankfurt, Paris und Mailand gestiegen sein. Erst seit 1988 konnten die kontinentaleuropäischen Börsen einen Teil des verlorenen Bodens wieder zurückgewinnen, nicht zuletzt aufgrund der oben beschriebenen Reformen.

Noch am ehesten lassen sich die Auswirkungen der Reformmaßnahmen an der Entwicklung der *Transaktionskosten* messen. Pagano — Roell<sup>4)</sup> (1990) erhoben, daß 1988 die Londoner Börse von allen großen europäischen Börsen die niedrigsten Transaktionskosten, insbesondere für Großtransaktionen verrechnete. Vor allem die Pariser und die Frankfurter Börse hatten in diesem Bereich einen Nachholbedarf.

In einem engen Zusammenhang mit den Transaktionskosten steht die *Zeitdauer der technischen und administrativen Abwicklung* eines abgeschlossenen Börsengeschäftes (Settlement time). Je größer diese ist, desto höher sind die impliziten Transaktionskosten aufgrund höherer Opportunitätskosten. Die Abwicklungszeit der Frankfurter Börse ist mit 2 Tagen nach Geschäftsabschluß offiziell die kürzeste unter den europäischen Börsen (Pagano — Roell, 1990). Die tatsächliche Abwicklungszeit dauert jedoch auch in Frankfurt oft länger als eine Woche. Wesentlich niedriger scheint im Durchschnitt die Abwicklungseffizienz der italienischen Börsen zu sein, wo die Abwicklung jeweils nur am Ende eines Monats erfolgt.

Die administrative Abwicklung der Geschäfte an der Wiener Börse obliegt dem Arrangementbüro der Oesterreichischen Kontrollbank. Die Abwicklungszeit in Wien erstreckt sich über höchstens zwei Wochen.

Ein weiterer Indikator für die Wirksamkeit der Reformmaßnahmen ist der *Liquiditätsstatus* einer Börse nach erfolgter Reform. Eine Börse wird dann als liquid bezeichnet, wenn sich der tatsächliche Transaktionspreis (Kurs) eines Wertpapiers von der besten Schätzung seines „wahren Wertes“ nur durch die Transaktionskosten unterscheidet. Je größer die Differenz zwischen Transaktionspreis und „wahrem Preis“, umso weniger liquid ist das Wertpapier. Diese Einschätzung hängt von der Verfügbarkeit der besten Schätzung der „wahren Preise“ der Wertpapiere ab, die an der Börse gehandelt werden. An Börsen, wo An- und Verkaufspreise gestellt werden (Dealership-Börsen), ist die beste „Marktschätzung“ des wahren Wertes

der Mittelwert von Briefkurs (Verkaufspreis) und Geldkurs (Ankaufpreis) eines Wertpapiers. Ein Wertpapier mit einer großen Differenz zwischen diesen beiden Kursen (bid-ask spread) ist weniger liquid als ein Wertpapier mit einer kleineren Differenz. In einem liquiden Markt sollten daher die bid-ask spreads die Transaktionskosten nicht übersteigen.

Es ist üblich, die Liquidität einer Börse nach verschiedenen Graden zu unterscheiden. Eine Börse gilt als „tight“ (eng), wenn die Differenz von Brief- und Geldkurs nur für kleinvolumige Transaktionen gering ist, hingegen gilt sie als „deep“ (tief), wenn der bid-ask spread auch für Großtransaktionen klein ist.

Die Liquidität einer Börse wird auch an der Zeit gemessen, die verstreicht, bis ein Verkaufsangebot auf ein entsprechendes Kaufangebot trifft und umgekehrt. In der angelsächsischen Literatur wird diese Form der Liquidität „immediacy“ (Unmittelbarkeit) genannt. Eine Börse mit dem Attribut „tief und unmittelbar“ gilt demnach als sehr liquid.

An Auktionsbörsen können die verschiedenen Grade der Liquidität empirisch nur ungenügend erfaßt werden. Pagano — Roell (1990) haben versucht, bid-ask spreads implizit zu schätzen, um wenigstens erste Anhaltspunkte über den Liquiditätsstatus einiger kontinentaleuropäischer Börsen zu erhalten. Dabei ergaben sich Anzeichen dafür, daß die Börsen in Italien und der BRD für große und mittlere Transaktionen geringe implizite spreads aufweisen, d. h. relativ „tief“ sind. Der direkte Vergleich der beiden Großbörsen Paris und London deutet darauf hin, daß der Liquiditätsstatus der Pariser Börse für kleine Transaktionen höher sein dürfte, während die Londoner Börse für große Transaktionen liquider zu sein scheint.

---

## Institutionelle Grundstrukturen von Aktienbörsen

---

Grundsätzlich gliedern sich die Basisstrukturen der Börsen in

---

### Institutionelle Grundmuster

---

- Dealership-Börse — Auktionsbörse,
- Single-Capacity-Händler — Dual-Capacity-Händler,
- ausschließlichen Börsehandel — nicht-ausschließlichen Börsehandel.

#### Dealership-Börse — Auktionsbörse

An der Dealership-Börse werden laufend bindende Ankaufs- und Verkaufspreise von Wertpapieren bekanntgegeben, zu denen diese Wertpapiere in bestimmten Mengen verkauft und gekauft werden können. Dealership-Börsen werden daher in der Literatur auch als „quote-driven“ bezeichnet.

An Auktionsbörsen werden Kauf- und Verkaufsmengen von bestimmten Wertpapieren bekanntgegeben, auf

<sup>3)</sup> Insbesondere die Umsatzveränderungen an den Börsen sind statistisch nur sehr mangelhaft erfaßt (Pagano — Roell, 1990).

<sup>4)</sup> Dieser Abschnitt basiert auf dem Überblicksartikel von Pagano — Roell (1990).

deren Basis dann der Auktionator den Preis für diese Titel bestimmt. Der Preis (Kurs) auf Auktionsbörsen wird zumeist so ermittelt, daß das größtmögliche Volumen umgesetzt wird. Auktionsbörsen werden daher in der anglo-amerikanischen Literatur auch als „order-driven“ bezeichnet.

Einige Experten meinen, daß sich die beiden Börsetypen nur durch die unterschiedliche Verteilung des Exekutionsrisikos unterscheiden (*Pagano — Roell*, 1990): An Dealership-Börsen trägt das Risiko, einen Vertragspartner zu finden, ausschließlich der Dealer, der seinerseits eine Risikoprämie im bid-ask spread veranschlagt. An Auktionsbörsen verteilt sich das Risiko hingegen auf beide Vertragspartner.

Aus der Sicht der ökonomischen Gleichgewichtstheorie werden darüber hinaus auch die Handelsregeln von Auktions- und Dealership-Börsen unterschiedlich bewertet (siehe dazu z. B. *Kregel*, 1989). Die Auktionsbörse kommt dem theoretischen Konzept eines „Marktes mit vollständiger Konkurrenz“ nahe. Der Preisfindungsprozeß an Auktionsbörsen entspricht im Konzept dem Walrasianischen Tatonnement<sup>5)</sup>, einem in der ökonomischen Theoriebildung bedeutenden Anpassungsmechanismus. Er unterstellt, daß ein zu einem bestimmten Preis bestehender Nachfrageüberschuß eine Preiserhöhung, ein Angebotsüberschuß eine Preissenkung bewirkt. Auf diesem Weg soll ein Auktionator einen Kurs ermitteln, der Angebot und Nachfrage ausgleicht.

Im Gegensatz dazu gehen Dealership-Börsen von einem Preisanpassungsmechanismus aus, der auf den britischen Wirtschaftstheoretiker Alfred Marshall (1842–1924) zurückgeführt werden kann. Der Marshallische Anpassungsprozeß zu einem Gleichgewichtspreis basiert auf der Annahme, daß eine positive (negative) Differenz zwischen dem von den Nachfragern gebotenen und dem von den Anbietern geforderten Preis durch eine Erhöhung (Reduzierung) der Angebotsmenge ausgeglichen wird.

Die unterschiedliche Bewertung der beiden Börsetypen ergibt sich aus der Tatsache, daß beide Anpassungsmechanismen nicht zum gleichen Marktgleichgewicht führen müssen. Da es in der Regel nicht nur einen, sondern viele Gleichgewichtspreise gibt, ist dies sogar sehr wahrscheinlich. Darüber hinaus setzen an reinen Auktionsbörsen erst nach Ermittlung eines Gleichgewichtspreises und nach Ausnützung aller verfügbaren Informationen die Transaktionen ein, an Dealership-Börsen werden Transaktionen auch zu Nicht-Gleichgewichtspreisen vorgenommen. Auktionsbörsen gelten daher aus der Sicht der Gleichgewichtsökonomie als dem vollständigen Konkurrenzmarktmodell näher und daher den Dealership-Börsen überlegen. Allerdings wird dieses Urteil durch den Umstand relativiert, daß der Kursfindungsmechanismus auf Auktionsbörsen auch im Idealfall (d. h. wenn alle Annahmen des vollständigen Konkurrenzmarktmodells erfüllt sind) nicht garantiert, daß ein Gleichgewichtspreis mit Hilfe des „Tatonnements“ ermittelt werden und die Transaktionen daher auch tatsächlich zu einem markträumenden Preis erfolgen können.

In welchem Umfang gleichgewichtstheoretische Überlegungen historisch bei der Konzeption der Handelsregeln an Börsen eine Rolle gespielt haben, wurde bis jetzt noch nicht im Detail untersucht. Nach *Kregel* (1989) spricht einiges dafür, daß der große Einfluß von Marshall auf die führenden Ökonomen Englands und Nordamerikas in der zweiten Hälfte des 19. und Anfang des 20. Jahrhunderts eine der Ursachen für das Überwiegen der Dealership-Börse in englischsprachigen Ländern gewesen sein könnte. Eine ähnliche historische Argumentation in bezug auf Walras könnte erklären, weshalb auf dem europäischen Kontinent die Auktionsbörsen dominieren. Diese Überlegung wird auch dadurch unterstützt, daß es unter den großen europäischen Börsen nur eine reine Dealership-Börse, die SEAQ International in London, und eine reine Auktionsbörse, die Pariser Börse, gibt.

Theoretische Überlegungen im Hinblick auf die Effizienz von Handelsregeln sind für die jüngste europäische Börsenreform ohne Bedeutung. Alle europäischen Börsen hielten im wesentlichen an ihren traditionellen Handelsregeln fest. Allerdings nimmt an nahezu allen kontinental-europäischen Börsen die Tendenz, Elemente der Dealership-Börse zu übernehmen, zu: vor allem, weil Dealership-Börsen mit ihrem „Market-Maker-System“ von der Börseorganisation besser für den simultanen und kontinuierlichen Handel von vielen Wertpapiertiteln geeignet sind als Auktionsbörsen.

Der Market-Maker ist ein Wertpapierhändler (eine Bank), der für eine begrenzte Anzahl von Wertpapieren auf fremde oder eigene Rechnung, zu laufend von ihm verbindlich bekanntgegebenen An- und Verkaufspreisen, Wertpapiere kauft und verkauft. Er hat darüber hinaus im Rahmen des Marshallischen Anpassungsprozesses für diese begrenzte Anzahl von Wertpapieren eine ähnliche Funktion wie der Auktionator im Rahmen des Walrasianischen Anpassungsmechanismus für alle Wertpapiere, nämlich die Kurssetzung so vorzunehmen, daß Transaktionen nach Möglichkeit zu einem Gleichgewichtspreis erfolgen.

Der zunehmende Wettbewerb der europäischen Börsen um Marktanteile (bzw. um die Behauptung ihrer Position) und die Bestrebungen vieler kleiner Börsen, gegenüber Großbörsen konkurrenzfähig zu bleiben bzw. zu werden, läßt mittelfristig — trotz der theoretischen Effizienzüberlegenheit der Auktionsbörsen — eine vollständige Übernahme der Dealership-Börsen auch auf dem europäischen Kontinent erwarten. An Dealership-Börsen werden alle Werte kontinuierlich gehandelt (Fließhandel). Der Handel an Auktionsbörsen ist dagegen meist diskret, obgleich viele Auktionsbörsen in letzter Zeit den Fließhandel (mehrere Auktionen für umsatzstarke Papiere pro Tag) forcieren. Kontinuität und simultaner Handel mit vielen Titeln scheint für die Attraktivität einer Börse wichtiger zu sein als informationseffiziente Handelsregeln<sup>6)</sup>.

#### Single-Capacity-Händler — Dual-Capacity-Händler

An allen großen europäischen Börsen sind Dual-Capacity-Händler, die sowohl auf eigene als auch auf fremde

<sup>5)</sup> Dieser Preisanspassungsmechanismus geht auf den französischen Ökonomen Leon Walras (1834–1910) den Begründer der modernen Gleichgewichtstheorie zurück.

<sup>6)</sup> Die erwähnte Studie von *Pagano — Roell* (1990) gibt darüber hinaus empirische Hinweise, daß reine Dealership-Börsen liquider sind als reine Auktionsbörsen.

Rechnung an der Börse tätig sein können, zugelassen. In dieser Hinsicht hatten die meisten europäischen Börsen (Ausnahme: Paris) gegenüber der Londoner Börse einen Vorsprung. Vor dem Big Bang waren die Jobbers und Brokers Single-Capacity-Händler: Der Broker agierte im Auftrag seines Kunden, der Jobber vermittelte im eigenen Namen Geschäfte zwischen den Maklern (Brokers). Nunmehr sind beide Dual-Capacity-Händler.

Im Zusammenhang mit dieser Doppelfunktion hängt die Funktionsfähigkeit der Börse von folgenden Vorkehrungen ab:

- Es muß sichergestellt sein, daß Dual-Capacity-Händler eine klar definierte *Eigenkapitalausstattung* nicht unterschreiten. Dies ist an allen europäischen Börsen garantiert<sup>7)</sup>
- Das „*Front-running*“, d. h. die bevorzugte Ausführung der Order auf eigene Rechnung vor jener auf fremde Rechnung, sollte verhindert werden. Diesem Ziel nähert man sich zwar mit institutionellen oder organisatorischen Maßnahmen bzw. mit einem Ehrenkodex, ganz erreichen kann man es jedoch nicht. In einigen Ländern versucht man, diese Praxis mit der gesetzlich vorgeschriebenen Trennung in Broker- und Dealer-Abteilung in größeren Wertpapierfirmen oder Banken zu unterbinden.
- Dual-Capacity-Händler beeinflussen die Marktliquidität günstig: Aufträge werden „unmittelbarer“ abgewickelt als an Börsen mit Single-Capacity-Händlern, da ein bestimmter Teil der Orders aus dem Portefeuille des Dual-Capacity-Händlers befriedigt werden kann.

#### Ausschließlicher Börsehandel — Nicht-ausschließlicher Börsehandel

Mit Ausnahme von Frankreich ist in den EG-Ländern und in Übersee der außerbörsliche Handel von Wertpapieren per Gesetz gestattet. In Frankreich müssen alle Umsätze von börsennotierten Wertpapieren über die Börse abgewickelt werden. In den meisten Ländern, in denen außerbörslicher Handel erlaubt ist, erlangt dieser im Hinblick auf den Umsatz eine weitaus größere Bedeutung als der auf dem „Börsen-Floor“ abgewickelte Handel.

Ursachen für das hohe Aktivitätsniveau des außerbörslichen Handels sind die fixen Maklergebühren und die Überzeugung vieler Großinvestoren, daß der „Off-exchange Market“ tiefer und unmittelbarer ist als die Börse. Großinvestoren sind zumeist Block-Händler — d. h. mehrere Titel werden gleichzeitig von einem Investor angeboten bzw. nachgefragt —, die ihre „Block-Order“ häufig auf dem „Interdealer Market“, der in nahezu allen europäischen Staaten von Banken dominiert wird, platzieren.

Allerdings schmälert die Aufsplitterung der Märkte die Effizienz der Wertpapiermärkte insgesamt. Unter der Annahme nicht voll effizienter Märkte erhöhen mehrere nationale Wertpapiermärkte tendenziell die Kursfluktuation und verringern die Markttiefe, gleichzeitig steigen die Gewinne aus dem Insiderhandel (Pagano — Roell, 1990).

Die Wiener Börse ist eine Auktionsbörse (Erst- und Zweitmarkt) mit überwiegend diskontinuierlichem Han-

del und einigen Elementen einer Dealership-Börse auf dem Drittmarkt. Damit entspricht sie in der Art den meisten kontinentaleuropäischen Börsen. Die Transaktionen des Großteils der an der Wiener Aktienbörse gehandelten Papiere erfolgen im Rahmen des „amtlichen Handels“, des Hauptmarktes der Wiener Börse (siehe Kasten), wo sie überwiegend nach dem Einheitskurs (diskreter Handel)

#### Wiener Börse: Institutionelle Unterschiede und Gemeinsamkeiten mit den führenden europäischen Börsen

notieren. Den Einheitskurs setzt der Sensal einmal pro Tag so fest, daß unter Beachtung der gegebenen Limits für Kauf- und Verkaufsaufträge der größtmögliche Umsatz erzielt werden kann. Damit kommt das Handelssystem auf dem Hauptmarkt der Wiener Börse dem — von Wirtschaftstheoretikern bevorzugten — Konzept eines Auktionsmarktes mit einer einzigen Transaktion pro Börsetag recht nahe. Diese Handelsregel scheint in der praktischen Anwendung die beste Gewähr für eine Transaktion zu einem Gleichgewichtspreis zu sein.

Für Papiere im Fließhandel werden hingegen laufend — d. h. während der Börsezeit — vom Sensal Kurse gestellt, wobei nicht alle Orders zur Kursbestimmung herangezogen werden müssen. Daraus ergibt sich, daß ausschließlich umsatzstarke Papiere in den Fließhandel einbezogen werden können. Im Frühjahr 1991 sind nur wenige Papiere (17 Titel von insgesamt 94) im Fließhandel, er soll jedoch ausgeweitet werden.

Am Zweitmarkt der Börse, dem geregelten Freiverkehr, werden die Geschäfte durch freie Makler vermittelt, die für diese Papiere auch die Kurse festsetzen.

Die Preisfestsetzung auf dem Drittmarkt der Börse, dem sonstigen Wertpapierhandel, erfolgt ebenfalls durch freie Makler oder mit verbindlicher Nennung von Ankaufs- und Verkaufspreisen durch ein oder mehrere antragstellende Börsemitglieder. Letzteres entspricht dem Market-Maker-System der Dealership-Börse.

An der Wiener Börse sind ähnlich wie an den führenden europäischen Börsen sowohl Single-Capacity-Händler (Sensal) als auch Dual-Capacity-Händler (Banken, Makler) tätig. An der Wiener Börse dominieren wie an der Frankfurter Börse die Banken. Dies ist typisch für Börsen in Ländern mit einer langjährigen Tradition im Universalbankwesen<sup>8)</sup>.

Die Dominanz der Universalbanken erstreckt sich auch auf den außerbörslichen Handel. Die Wiener Börse ist, wie nahezu alle europäischen Börsen, eine „Spitzenbörse“. Der Großteil des Wertpapiergeschäftes (rund 80%) wird außerhalb der Börse von Banken (insbesondere den Wiener Großbanken) abgewickelt.

Aufgrund der Bedeutung der Banken für die Börseführung von Unternehmen in Österreich treten die Wiener Großbanken auf dem Interdealer Market als eine Art Market-Maker auf.

Für die Zulassung einer neuen Aktie zum Handel an der Wiener Börse kontrolliert die Börsekammer nur, ob

<sup>7)</sup> Der Versuch der EG-Kommission eine Richtlinie für die minimal geforderte Eigenkapitalausstattung der Börsemitglieder zu erlassen, ist bisher daran gescheitert, daß Universalbanken in einem niedrigeren Eigenkapitalerfordernis für Emissionshäuser einen Konkurrenznachteil sehen.

<sup>8)</sup> Ob die jahrzehntelange Vorherrschaft der Universalbanken auf allen wichtigen nationalen Finanzmärkten in der BRD und in Österreich in direktem Zusammenhang mit der relativ späten Renaissance der Aktienmärkte in diesen Ländern steht, wurde noch nicht im Detail untersucht.

der Emittent die formalen Kriterien im Sinne des Börsengesetzes erfüllt. Die Einhaltung der formalen Zulassungsbedingungen und die formale Richtigkeit des Prospektes (der Prospekt ist die gesetzlich vorgeschriebene Informationsunterlage für den Anleger) werden überprüft. Die Einhaltung der materiellen Kriterien des Prospektes, etwa im Sinne einer Bonitätsprüfung, wird der Einführungsbank überantwortet, die den Börseneinführungsprospekt mitunterfertigt und damit bestätigt, daß die materiellen und formalen Angaben im Prospekt richtig und vollständig sind. Die Einführungsbanken garantieren nicht nur dem Anlegerpublikum die materielle Richtigkeit des Prospektes, sondern auch dem emittierenden Unternehmen die Platzierung der auszugebenden Aktien zu einem bestimmten Kurs.

Die materielle Prüfung der Börsenreife eines Unternehmens erfolgt durch die

- Analyse der Gewinnsituation (rechtfertigt die Ertragslage der Vergangenheit den angenommenen Börsenwert?),
- Evaluierung des Geschäftsvolumens (Umsatz, Beschäftigte und Bilanzsumme) und
- die Börsenkapitalisierung der Gesellschaft insgesamt und des Streubesitzes (Nowak — Zelmik, 1988)

Für diese Kriterien gibt es keine verbindlichen Richtwerte. Jede Einführungsbank (bzw. jeder Konsortialleiter) wählt ein Bewertungsverfahren. Trotzdem haben sich in Österreich für die Börseneinführung gewisse Standards zur Beurteilung des Unternehmenswertes und der Gewinnschätzung herausgebildet.

Die Betriebswirtschaftslehre kennt mehrere Verfahren, die für die Evaluierung der Börsenreife eines Unternehmens verwendet werden können (Wundsam, 1988). Am bekanntesten ist die Bewertung nach dem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)<sup>9)</sup>

Bei Börseneinführungen ist die Berechnung des marktkonformen Verhältnisses zwischen Ausgabekurs und Gewinn von entscheidender Bedeutung. Die überwiegende Zahl österreichischer Einführungsbanken bewertet daher ein Unternehmen in erster Linie nach seinem Ertragswert und dann erst nach seinem Substanzwert. Für die Abschätzung des Ertragswertes eines Unternehmens sind die möglichst exakte Gewinnberechnung und eine möglichst genaue Gewinnprognose Voraussetzung. Den Gewinn berechnen die meisten Banken nach der ÖVFA-Methode<sup>10)</sup>. Diese Methode basiert ausschließlich auf Bilanzdaten und berücksichtigt keine weiteren betriebsinternen Informationen. Sie ist als eher grobe Schätzung des Nettogewinns zu werten (Wundsam, 1988).

Für die Prognose des so berechneten Nettogewinns haben sich bei den österreichischen Banken und Anlageberatern noch keine einheitlichen Standards herausgebildet. Die österreichischen Banken versuchen zwar durch Analysen vergleichbarer Unternehmen, vereinzelt auch durch Markt- und Branchenanalysen, die künftige Ertragsentwicklung eines Unternehmens zu schätzen, sie können da-

zu jedoch noch nicht auf jene hochwertige Expertise von Markt-, Branchen- und Unternehmensspezialisten zurückgreifen wie etwa die Investmentbanken und Brokerfirmen im anglo-amerikanischen Raum<sup>11)</sup>. Durch die große Bedeutung der Börse als Veranlagungsmarkt hat sich insbesondere in den USA ein Markt für (öffentliches) Spezialwissen über die wirtschaftliche Entwicklung bestimmter Branchen und Unternehmen und für ständige Beobachtungsdaten der Entwicklung börsennotierter Unternehmen geöffnet. Große Investmentbanken und Brokerhäuser unterhalten aus diesem Grund zum Teil umfangreiche Spezialisten- und Expertenstäbe, um das Informationsbedürfnis des Anlegerpublikums zu befriedigen. In Österreich steckt diese Entwicklung aufgrund der geringen Marktgröße, aber auch infolge des im internationalen Vergleich noch immer schwachen Informationsbedürfnisses des Anlegerpublikums und der Publizitätsscheue österreichischer Unternehmen erst in den Anfängen. Das neue Börsengesetz und das neue Rechnungslegungsgesetz (1990) versprechen auch in diesem Zusammenhang Abhilfe<sup>12)</sup>. Börsennotierte Unternehmen sind nach dem neuen Börsengesetz verpflichtet, zumindest halbjährlich Zwischenberichte über die wirtschaftliche Entwicklung ihres Unternehmens zu veröffentlichen. Das neue Rechnungslegungsgesetz schafft die rechtlichen Grundlagen für eine umfassendere und objektivere Unternehmensbeurteilung durch externe Unternehmensanalytiker und Anlageberater.

## Das Problem des Insiderhandels aus institutioneller Sicht

Insiderhandel bedeutet, daß Personen privilegierte Informationen, welche ihnen gegenüber ihren Mitbewerbern und Handelspartnern Vorteile schaffen, für Börsengeschäfte nutzen und gewinnbringend verwerten. Ist auf dem Markt bekannt, daß es Insider gibt, werden die Kurse generell

### Insiderhandel als Problem der Markteffizienz

steigen, weil Investoren einen höheren Ertrag (Kurs) verlangen, um sich vor durch Insider verursachten Verlusten zu schützen. Damit steigen die Transaktions- und Kapitalkosten für alle Marktteilnehmer, es entsteht ein volkswirtschaftlicher Verlust.

Allgemein zielen Insider-Regelungen darauf ab, „Outsider“, also die Mehrheit der Investoren, zu schützen und das Funktionieren des Kapitalmarktes durch möglichst gleichen Informationszugang für alle Marktteilnehmer zu garantieren. Insider-Regelungen richten sich gegen zwei Personenkreise: gegen Personen, die in an der Börse gehandelten Unternehmen bestimmte Funktionen bekleiden (z. B. Mitglieder des Vorstands oder des Aufsichtsrats), und gegen jene Personen, die Handelsgeschäfte an der

<sup>9)</sup> Aus theoretischer Sicht wäre die „Discounted-Cash-flow-Methode“ vorzuziehen. Sie wird jedoch in Österreich kaum angewendet.

<sup>10)</sup> Diese Gewinnberechnungsmethode wurde von der Österreichischen Vereinigung für Finanzanalyse und Anlageberatung (ÖVFA) in Anlehnung an die deutsche DVFA-Methode entwickelt und zielt auf die Berechnung des Unternehmensnettogewinns ausgehend vom Steueraufwand ab, wobei die Dotierung und Auflösung von Rücklagen berücksichtigt wird.

<sup>11)</sup> Die Notwendigkeit, die externe Unternehmensanalyse zu verstärken, wird durch die wachsende Bedeutung institutioneller Anleger aus dem Ausland erhöht werden.

<sup>12)</sup> Die einschlägigen EG-Richtlinien aus den Jahren 1982 und 1988 bildeten den Rahmen für die Veröffentlichungsbestimmungen im österreichischen Börsengesetz.

Börse durchführen (bzw. jene, die mit beiden Personenkreisen in Verbindung stehen). Die „klassischen“ Insider-Regelungen der USA und Großbritanniens richten sich vorwiegend an den ersten Personenkreis, Börse-, Banken- und Verbände-(Selbst-)Regulierungen (wie etwa in Österreich) meist an den zweiten.

Insider-Regelungen sind nur ein Teil einer Regulierungsstrategie, der einen möglichst breiten und freien Informationsfluß an den einzelnen Börsen sicherstellen soll. Der Regulierung liegt die Annahme zugrunde, daß Insider-Regeln<sup>13)</sup> die Effizienz des Kapitalmarktes erhöhen<sup>14)</sup>.

Grund für die Notwendigkeit einer *kollektiven* Regulierung von Insidergeschäften ist, daß es durch Insiderhandel zwar „Verlierer“, aber keine identifizierbaren Geschädigten (und damit klagslegitimierten Parteien) gibt. Jemand, der seine Aktien einem Marktteilnehmer mit Insider-Information verkauft, erleidet keinen Schaden, denn er wurde nicht zum Abschluß des Geschäftes gezwungen. Geschädigt wird „nur“ der gesamte Markt. Die Sicherstellung gerechter Marktbedingungen an der Börse ist Anliegen der Allgemeinheit, da gleiche Bedingungen (hier: gleiche Informationsvoraussetzungen) eine der Marktgrundlagen sind. Dies gilt für alle marktwirtschaftlichen Vorgänge in der Wirtschaft.

### Mechanismen der Regulierung

Reguliert wird der Insiderhandel üblicherweise auf mehreren Ebenen. Einige Länder drohen *strafrechtliche* Verfolgung an (z. B. Großbritannien, die USA, die Schweiz, Frankreich, Australien). In den meisten Ländern gibt es *zivilrechtliche* Möglichkeiten der Börsenaufsicht: In den USA etwa geht die mit der Börsenaufsicht betraute „Securities and Exchange Commission“ auch *zivilrechtlich* gegen Insider vor und kann eine Buße von bis zum Dreifachen des „unrechtmäßigen“ Börsengewinns verlangen. Alle Börsen der Welt haben eigene *Regeln* gegen den Insiderhandel festgeschrieben, die Börsenteilnehmern bestimmte Verhaltensnormen unter Androhung von Sanktionen (Ausschluß aus der Börse, Veröffentlichung des Fehlverhaltens, Beendigung des Dienstverhältnisses u. a.) vorgeben. Darüber hinaus haben Banken und Emissionshäuser Verhaltenskodizes für Wertpapiergeschäfte tätige Mitarbeiter. Außerdem bestehen in einigen Ländern Zwischenformen von Selbstverwaltungsregeln oder „Gentlemen's Agreements“ von Verbänden oder Börsenakteuren.

Insider-Regulierung stützt sich meist auf mehrere Säulen:

- Grundvoraussetzung sind in vielen Ländern Veröffentlichungsgebote (Disclosure Rules): In den USA und in Großbritannien müssen Direktoren, Aufsichtsräte und leitende Angestellte eines Unternehmens innerhalb bestimmter (kurzer) Fristen Aktienkäufe, Optionen, Er-

werb von Stimmrechten u. ä. für sich und ihre Familienmitglieder ihrem Unternehmen und der Börseverwaltungen mitteilen, die daraufhin bestimmte Daten veröffentlichen kann.

- Darüber hinaus ist es bestimmten Personen (nicht Unternehmen) untersagt, aufgrund privilegierter, nicht-veröffentlichter Information an der Börse zu handeln. Oftmals (nicht jedoch z. B. in der einschlägigen EG-Richtlinie) beschränken sich diese Verbote auf besondere Vorkommnisse wie z. B. Aktienemissionen, Unternehmenszusammenschlüsse u. ä. In den USA und in Großbritannien sind sie besonders im Zusammenhang mit Übernahmeangeboten von Bedeutung (*Magenheim — Mueller, 1988, King — Roell, 1988*).
- Voraussetzung für eine effiziente Durchsetzung von Insider-Regeln ist die mögliche Kontrolle von Börse-Transaktionen und außerbörslichen Aktivitäten d. h. auch, daß Konten, über die Transaktionen laufen können, einsehbar sein müssen.

Tendenziell folgen die europäischen Länder den Insider-Regulierungsmechanismen der angelsächsischen Länder.

In bezug auf die Wirksamkeit der Insider-Regulierung meinen einige Experten, daß die Überwachung und die tatsächliche Verfolgung von Verfehlungen wichtiger sind als die Einführung neuer Paragraphen und Regulierungen (z. B. *King — Roell, 1988, S. 184*)<sup>15)</sup>, etwa Selbstregulierungsmechanismen innerhalb von Unternehmen, dienstrechtliche Folgen, die Frage, wieweit Verfehlungen öffentlich gemacht werden, eventuelle Sanktionen der Börsekammer und die Ressourcen, die für die Einhaltung von Regelungen — seien sie intern oder extern — zur Verfügung gestellt werden. Die einschlägige EG-Richtlinie verpflichtet die EG-Mitglieder zur Einführung einer Insiderhandel-Regulierung. Formulierung und Durchführung verbleiben den nationalen Behörden. Die EG schreibt jedoch eine genaue Information über die in den einzelnen Mitgliedsländern etablierten Mechanismen und Kontrollinstitutionen vor (EG-Richtlinie 89/592/EWG vom 13. November 1989, Art. 8 und Art. 14)<sup>16)</sup>.

### Insider-Regelungen in Österreich

In Österreich sind Insidergeschäfte derzeit nicht strafrechtlich verboten. In der Beratung zum Börsengesetz 1989 empfahl der Finanzausschuß dem Parlament, strafrechtliche Insider-Regeln zu erlassen. Bisher wurde dem nicht entsprochen. In § 26 des Börsengesetzes ist das Prinzip der Gleichbehandlung aller Marktteilnehmer verankert, in § 82 Abs. 5 ein Verbot von Insider-Transaktionen im Bereich von Wertpapier-Emittenten, er sieht außerdem einen Deckungsstock zur Bedienung etwaiger Schadenersatzansprüche über einen Konventionalstrafvertrag vor.

Die Börsekammer selbst hat Insider-Regelungen aufge-

<sup>13)</sup> Ein weiterer Punkt der Insider-Regeln betrifft den Diebstahl oder die mißbräuchliche Verwendung von (privilegierter) Information, die Eigentum des Unternehmens ist, durch bestimmte Einzelpersonen. Dieses moralische Problem bildet die Grundlage für strafrechtliche Regelungen von Insidergeschäften.  
<sup>14)</sup> Manche Fachleute sagen dem Insiderhandel selbst effizienzsteigernde Wirkung nach, da sich dadurch die Aktienkurse rascher an ihren „wahren“ Wert annäherten (z. B. *Mann, 1966*).

<sup>15)</sup> Ein Beispiel dazu ist die Schweiz, in der 1988 Insidergeschäfte nach Art. 161 Strafrechtsgesetzbuch verboten wurden. Bis zum Jahresende 1990 liefen 17 Ermittlungen, 4 Strafverfahren wurden eingeleitet, jedoch nur ein Prozeß geführt, der mit einem Freispruch endete (Der Standard, 8. Jänner 1991).

<sup>16)</sup> Diese Richtlinie enthält in Art. 11 die Möglichkeit, daß die EG in den unter die Richtlinie fallenden Bereichen Übereinkünfte mit Drittstaaten (also auch mit Österreich) schließt.

stellt. Im Jänner 1991 gab auch die Sektion Geld, Kredit und Währung der Bundeswirtschaftskammer für ihre Mitglieder „Richtlinien für eigene Wertpapiergeschäfte von Bankmitarbeitern“ heraus, die besondere Verpflichtungen und Verbote für alle Bankmitarbeiter, vor allem jedoch für die mit Wertpapiergeschäften betrauten Angestellten enthalten. Die meisten Banken haben diese Richtlinien bereits freiwillig akzeptiert.

Darüber hinaus haben die einzelnen Banken bzw. Börsemitglieder eigene Verhaltensregeln eingeführt, die für ihre Mitarbeiter verpflichtend sind und disziplinarische Konsequenzen vorsehen.

Insider-Regelungen allein garantieren noch nicht gleiche Handelsbedingungen für alle Marktteilnehmer. Diese hängen auch von den übrigen Rahmenbedingungen der Wiener Börse ab: dem Selbst-Eintrittsrecht der Banken, Beschränkungen der Borsezeiten, der relativ geringen allgemein zugänglichen Informationsdichte und anderen Bedingungen, die Marktengpasse und strukturelle Informationsvorteile bestimmter Marktteilnehmer verursachen. Die Zulassung anonymen Konten schränkt die Möglichkeiten der Kontrolle von Borsegeschafte ein. In Zukunft sollte diesen Bedingungen zur Erlangung höherer Markteffizienz wenigstens ebenso viel Aufmerksamkeit geschenkt werden wie einer verstärkten Regulierung von Insidergeschäfte.

## Schlubmerkung

Zur Zeit überwiegt in Europa ein Trend zur Vereinheitlichung der Borsenorganisation und Borsestrukturen nach dem Vorbild der Londoner Börse, d. h. eine Verstetigung des Handels (etwa Forcierung des Fliehandels auf den Auktionsbörsen), eine Liberalisierung des Kommissions-, Gebühren- und Steuerwesens und eine Beschleunigung des Transaktionsvollzuges durch EDV-gestützte Handels- und Abwicklungssysteme werden angestrebt. Im Gegensatz zur Londoner Börse (Dealership-Börse) sind die Börsen Kontinentaleuropas im wesentlichen Auktionsbörsen geblieben. Gewisse Anzeichen einer Anpassung an die Dealership-Börse sind aber auch an nahezu allen kontinentaleuropäischen Börsen zu erkennen.

In welche Richtung wird sich das europäische Börsenwesen nun entwickeln? Wird eine einzige europäische Groborse mit Sitz in London, Paris oder Frankfurt und eine Peripherie von nationalen Kleinborsen entstehen oder eine Vielzahl einander konkurrierender nationaler Börsen? Die absehbaren Entwicklungstendenzen scheinen mittelfristig eher auf verstärkte Konkurrenz und Vielfalt und gegen eine Konzentration und Oligopolisierung bzw. Monopolisierung zu weisen. Darauf deutet vor allem die Bereitschaft der kontinentaleuropäischen Börsen hin, den durch den Londoner „Big Bang“ eingeleiteten Reformproze möglichst umfassend nachzuvollziehen. Daher scheint mittelfristig die Herausbildung einer dominierenden (Dealership-)Börse, etwa mit Sitz in London, eher unwahrscheinlich. Verschärfte Konkurrenz bedeutet höhere Effizienz an den nationalen Börsen, aber auch, da kleinere Börsen nur dann ihre Wettbewerbsfähigkeit behaupten können, wenn sie sich der Konkurrenz aktiv stellen und flexibel und schnell auf Herausforderungen reagieren.

Die Wiener Aktienbörse und die österreichische Ge-

setzgebung haben in den letzten Jahren eine Reihe von Schritten in diese Richtung gesetzt. Die Wiener Börse verfügt mit dem neuen Börsegesetz über einen flexiblen Gesetzesrahmen, der eine rasche Reaktion auf künftige internationale Entwicklungen erlaubt. Grundsätzlich ist die Wiener Börse für die nahe bis mittlere Zukunft rechtlich und institutionell gut gerüstet. Novellierungsbedarf besteht derzeit im Bereich der Transaktionskosten, der Öffnungszeiten und der Rahmenbedingungen für den „Sonstigen Wertpapierhandel“. Groe Defizite gilt es allerdings noch im Bereich der „Borsekultur“ und — damit verbunden — der Markttiefe wettzumachen. Vor allem das Informationsbedürfnis des österreichischen Anlegerpublikums und die praktizierte Publizitäts- und Informationspolitik der österreichischen Emittenten entsprechen noch nicht dem Standard der meisten europäischen Börsen. Dies hält noch immer viele ausländische Investoren davon ab, an der Wiener Börse zu investieren. Die noch immer vorhandene Scheu vieler österreichischer mittelgroer (Familien-)Unternehmen vor dem Gang an die Börse und die dominierende Rolle weniger Banken im Emissions- und Wertpapiergeschäfte sind weitere Ursachen für die geringe Markttiefe der Wiener Aktienbörse. Mit dem neuen Rechnungslegungsgesetz wurde zumindest die rechtliche Grundlage für eine objektivere Unternehmensbeurteilung durch externe Unternehmensanalytiker und Anlageberater geschaffen.

Die langfristige Tendenz zielt in Europa auf voll integrierte automatisierte Order- und Abwicklungsmechanismen ab, die die einzelnen Börsen miteinander vernetzen und so in der Herausbildung einer einzigen übernationalen Dealership-Börse ohne regionale Grenzen münden werden. Um die Effizienz einer gesamteuropäisch vernetzten Computerborse zu garantieren, müssen jedoch alle Marktteilnehmer mit der Funktionsweise von modernen Börsen etwa gleich vertraut sein. Eine Phase verstärkter Konkurrenz unter den bestehenden regionalen Börsen ist eine sinnvolle Vorstufe für eine künftige vernetzte Euro-Börse.

## Literaturhinweise

- Ausubel, I.: Insider Trading in a Rational Expectations Economy. *American Economic Review* 1990, 80 (5)
- Das Neue Börsegesetz. Girozentrale Wien 1990
- Girozentrale. Going Public Wien, 1990
- Handler, H., Schebeck, F.: Die Finanzmarktintegration und ihre Folgen für Banken. Kapitalmarkt und Kapitalverkehr in österreich. WIFO-Gutachten. Wien 1990
- King, M. A., Roell, A.: „Insider Trading“. *Economic Policy* 1988, (6)
- Kregel, J.: Financial Innovation and the Organization of Stock Market Trading. Manuskript Bologna 1989
- Magenheim, E., Mueller, D.: „Are Acquiring-Firm Shareholders Better Off after an Acquisition?“. in Coffee, J., Lowenstein, L., Rose-Ackermann, S.: *Knights Raiders and Targets*. New York 1988
- Manne, H.: *Insider Trading and the Stock Market*. New York 1966
- Nowak, P., Zelnik, P.: Borseneinfuhrung am Beispiel der MITBA Holding AG in Swoboda — Zapotocky — Lucius. (1988)
- Pagano, M., Roell, A.: Trading Systems in European Stock Exchanges: Current Performance and Policy Options. *Economic Policy* 1990
- Richtlinien für eigene Wertpapiergeschäfte von Bankmitarbeitern. Sektion Geld- Kredit, Versicherungen der Bundeskammer der gewerblichen Wirtschaft hektographiert, Wien 1991
- Swoboda, P., Zapotocky, St. Lucius O. (Hrsg.): *Aktienemissionen: Bankwissenschaftliche Schriftenreihe*, 1988 (65)
- Wiener Börse, Informationsdienst der Wiener Börsekammer Wien, 1990
- Wundsam, W.: Unternehmensbewertung und Borsenteife in Swoboda — Zapotocky — Lucius. (1988)