

Oehler, Andreas

**Working Paper**

Anlegerschutz in einem markt- und intermediärbasierten System: Eine Analyse im Lichte der Neuen Institutionenökonomik, der Theorie der Finanzintermediation und der Behavioral Economics & Finance

Diskussionsbeiträge - Bank- und Finanzwirtschaftliche Forschung (BAFIFO), No. 28

**Provided in Cooperation with:**

University of Bamberg, Chair of Finance

*Suggested Citation:* Oehler, Andreas (2004) : Anlegerschutz in einem markt- und intermediärbasierten System: Eine Analyse im Lichte der Neuen Institutionenökonomik, der Theorie der Finanzintermediation und der Behavioral Economics & Finance, Diskussionsbeiträge - Bank- und Finanzwirtschaftliche Forschung (BAFIFO), No. 28, Otto-Friedrich-Universität Bamberg, Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Finanzwirtschaft, Bamberg

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/22503>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*



Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Finanzwirtschaft  
Prof. Dr. Andreas Oehler

**„Anlegerschutz in einem markt- und intermediärbasierten System –  
Eine Analyse im Lichte der Neuen Institutionenökonomik,  
der Theorie der Finanzintermediation und  
der Behavioral Economics & Finance“**

## **I Einführung**

Die praxisorientierte und politikfokussierte Diskussion des Anlegerschutzes und des Schutzes der Funktionsfähigkeit von Marktmechanismen in den Industrieländern wird vorrangig von der Relevanz des pathologischen Falles bestimmt und weniger von einer ganzheitlichen Konzeption getragen<sup>1</sup>. Eine Anfälligkeit für gesellschaftliche Strömungen und Lobbyismus ist daher genauso evident wie eine Verlagerung der Regelungsverantwortung auf die Judikative. Die Beurteilung einer Übersteuerung oder Untersteuerung und damit von Maßnahmen der Deregulierung bzw. der Regulierung wird so kaum möglich.

Vielleicht überrascht eine solche Entwicklung dann nicht, wenn – von Ausnahmen abgesehen – jahrzehntelang seitens der Wirtschaftswissenschaften die Perspektive der neo-klassischen Modellwelt dargereicht wird, die gar keinen Regelungsbedarf kennt und damit die Praxisprobleme vernachlässigt. Die neo-klassische Modellwelt unterstellt Wirtschaftssubjekte, die zukunftsorientiert in dem Sinne handeln, dass sie ihre Ressourcen (inkl. Humankapital) über ihre gesamte (erwartete) Lebenszeit rational im Sinne der Erwartungsnutzentheorie einsetzen, entsprechend sensitiv auf Veränderungen der Umfeldbedingungen reagieren und alle verfügbaren relevanten Informationen verarbeiten.

Ein Finanzsystem in einer Volkswirtschaft und jedes Unternehmen in ihr versteht man dann – in der gebotenen Kürze – als ein Geflecht vollständiger Verträge mit Fremdfinanciers, Beschäftigten, Kunden, Lieferanten und anderen Kontraktpartnern (z.B. auch dem Staat). Nur die Kontrakte mit den Eigenfinanciers gelten als offen oder unendlich, das heißt, die Shareholder (hier im unverbrauchten Sinne: die Eigentümer eines Anteils = Anteilseigner) haben einen Anspruch auf den residualen Zahlungsstrom nach Ausschüttung bzw. Auszahlung gemäß der vertraglichen Verpflichtungen. Die sogenannten und inzwischen eingedeutschten „agency problems“ (s.u.) existieren

---

<sup>1</sup> Stark vereinfacht z.B.: Weltwirtschaftskrise >>> Banken- und Versicherungsaufsicht; Herstatt-Krise >>> Eigenkapitalregeln und Einlagensicherung; Insider-, Bilanzierungs- und Analysten-Skandale >>> Wertpapiermarktaufsicht, Wirtschaftsprüferaufsicht und Übernahmeregeln (M&A).

annahmegemäß nicht, weswegen die Maximierung der „residual returns“, das heißt hier auch des (residualen) Shareholder Value, mit der (gesamtwirtschaftlichen) Allokationseffizienz gleichbedeutend ist. Aus dieser Sicht haben dann auch alle (institutionellen) Regeln der „corporate governance and control“, soweit sie überhaupt Modellgegenstand sein müssen, ausschließlich die Interessen der Eigenfinanciers zu schützen und zu fördern.

Die Annahmen der neo-klassischen Modellwelt wie das Rationalitätspostulat und die idealisierte Unsicherheit (alle haben faktisch das gleiche „Wirtschaftsmodell“ im Kopf)<sup>2</sup> und die Prämisse des vollkommenen und vollständigen Kapitalmarktes im Gleichgewicht<sup>3</sup> bedeuten dann, dass Finanzierungsentscheidungen und mit ihnen verbunden z.B. auch Finanzinstitutionen wie Banken und Versicherungen, aber auch institutionelle Regelungen wie die Rechtsformen der Unternehmen irrelevant sind. Es existieren demnach keinerlei Reibungsverluste, d.h. z.B., dass die Beträge, die Anleger bei einer Emission zahlen, dem Emittenten vollständig zufließen und umgekehrt, die späteren Zahlungen des Emittenten die Anleger ungeschmälert erreichen.

Die Thematik des Anlegerschutzes spielt damit in der jahrzehntelang die volkswirtschaftliche und finanzwirtschaftliche Theorie dominierenden neo-klassischen Theorie praktisch keine Rolle. Aspekte der Finanzintermediation oder anderer institutioneller Gegebenheiten im Finanzsektor haben aufgrund des deutlich komplexitätsreduzierenden und idealisierenden Annahmeflechtes und Ideengerüstes keine wirkliche Existenzberechtigung. Wirtschaftssubjekte werden eher als sich unter Umwelteinflüssen entwickelnde Klone des Prototyps „homo oeconomicus“, denn als eigenständig denkende und handelnde Individuen angesehen.

Kurz zusammengefasst kann man festhalten, dass neben (erheblichen) Zweifeln am Realitätsgehalt der Annahmen sich gleichzeitig eine deskriptive Relevanz solcher Institutionen aufgrund empirischer Regelmäßigkeiten nicht leugnen lässt. In verwandtem Kontext betont Schmidt (1983), dass der Idealfall, dass keine Reibungsverluste auftreten, natürlich nicht vorkommt, sondern stattdessen auf verschiedene Kostenarten, insbes. Transaktionskosten zu achten ist, auf die weiter unten noch einzugehen sein wird.<sup>4</sup>

Die reale Finanzwelt und die neuere, einzelwirtschaftlich und informationsökonomisch orientierte Finanzierungstheorie kennt dagegen zwei auch für den Anlegerschutz zentrale Problemfelder.<sup>5</sup>

- Es besteht regelmäßig KEINE Symmetrie in den Vertragsbeziehungen (ex interim) und bei ihrer Anbahnung (ex ante) und Abwicklung (ex post).

<sup>2</sup> Rational werden die Erwartungen der Marktteilnehmer dann genannt, wenn die Art und Weise wie alle Akteure („der Markt“) ihre Erwartungen über die bewertungsrelevanten Determinanten bilden und in ihre Entscheidungen des Kaufs, Verkaufs oder des Haltens von Beständen umsetzen, dazu führen, dass genau diejenigen Marktpreise zustande kommen, die von den Marktteilnehmern erwartet werden.

<sup>3</sup> Ein vollkommener Kapitalmarkt besteht dann, wenn der Preis, zu dem ein Zahlungsstrom (ein Vermögensgegenstand) zu einem Zeitpunkt gehandelt wird, für jeden Marktteilnehmer - unabhängig, ob Käufer oder Verkäufer - gleich und gegeben ist. Es gibt keine Transaktionskosten, und kein einzelner Investor kann durch seine Entscheidungen Marktpreise (Kurse, Zinssätze) beeinflussen. Alle Marktakteure haben gleichen ungehinderten Marktzugang.

Ein Kapitalmarkt ist vollständig, wenn jeder beliebige Zahlungsstrom (Vermögensgegenstand) gehandelt werden kann, unabhängig davon, welche zeitliche Struktur und Unsicherheit er aufweist.

<sup>4</sup> Im Sekundär- oder Zirkulationsmarkt: Kosten des Wertpapierdienstes, Verwahr- und Verwaltungskosten, Kosten fortlaufender Information, Transaktionskosten; im Primär- oder Kontraktmarkt: Emissionskosten. Vgl. Oehler 2000b und 2003 zum Verständnis des Wertpapierhandels als Wert(schöpfungs)kette mit den Leistungselementen Information, Orderrouting, Pricing&Matching sowie Clearing&Settlement.

<sup>5</sup> Vgl. Oehler/Unser 2002, Kap. III.2 und die dort zitierte Literatur.

- Während bereits schon VOR Vertragsschluss die unter den bekannten Begriffen „hidden information“ oder Qualitätsunsicherheit bestehenden **Informationsasymmetrien** wirken,
- erschweren WÄHREND der Kontraktlaufzeit (zusätzlich) **Gestaltungsasymmetrien** die Zusammenarbeit der Vertragspartner. Moral Hazard und Hold Up sind die Folgen, wobei die letztgenannte Verhaltensweise auch in ex ante symmetrischen Informationsszenarien auftreten kann, wenn unvollständige Verträge unterstellt werden.
- Schließlich bereiten NACH Vertragsende oder -abbruch **Betroffenheitsasymmetrien** Probleme, die zusätzlich mit mangelnder Kontrolle oder Verifizierbarkeit verknüpft sein können.

Standardmäßig werden zur Reduzierung der Asymmetrien und ihrer Konsequenzen in den drei genannten Kategorien Signalling und/oder Screening, anreizkompatible Verträge und präventive Maßnahmen (im Falle von Fremdfinanzierungskontrakten: gläubigerschützende Maßnahmen) empfohlen (zur weiteren Erörterung vgl. unten, Abschnitt III, Fußnote 30).

- Verlässt man das „Reservat“ der Klone eines „homo oeconomicus“ so weitet sich der Blick auf einige zentrale Aspekte des **beschränkt rationalen Verhaltens** von Wirtschaftssubjekten im Themenfokus. Entsprechend dem neueren Paradigma der Behavioral Economics & Finance<sup>6</sup> ist von einer Bounded rationality auszugehen. Dies bedeutet jedoch nicht die einseitige und sehr stark kognitiv geprägte Sicht, dass Wirtschaftssubjekte sich grundsätzlich fehlerhaft entscheiden und verhalten. Vielmehr wird davon ausgegangen, dass eine Beurteilung kognitiver Strategien als rational oder irrational nur dann sinnvoll möglich ist, wenn sie im Kontext des Umfelds (physical or social environment) stattfindet. Es existieren also zwei ineinandergreifende und interagierende Komponenten:

- die internen Beschränkungen des (menschlichen) Geistes (**internal limitations of the mind**) und
- die (Informations-) Struktur der externen Umweltbedingungen, in der der Entscheider im weitesten Sinne arbeitet (**structure of the external environments**).

**Bounded rationality** meint dann, (genügend) gute Entscheidungen unter Nutzung der extern verfügbaren Informationsstruktur zu treffen. Hierzu gehören entscheidenseitig also angepasste Methoden, um die meisten Aufgabenstellungen zu handhaben, insbesondere

- Wiedererkennung-, Erkenntnis- und Reflektionsprozesse, die eine zukünftige Informationssuche verringern sowie
- Heuristiken, die diese Suche steuern und ihr Ende bestimmen und
- (einfache) Entscheidungsregeln, die die verfügbaren, gefundenen Informationen nutzen.

Andererseits ist die Struktur der Mechanismen und Methoden an die Struktur der Informationen im Umfeld anzupassen. Nur wenn die Heuristiken an bestimmten Umfeldbedingungen orientiert sind, folgt begrenzt rationales Han-

---

<sup>6</sup> Für einen Überblick vgl. Oehler 1995 und 2000a.

deln: Adaptive Entscheidungen kombinieren Genauigkeit mit Geschwindigkeit und Einfachheit (search for little information).

Beide Aspekte, die Asymmetrien in den Vertragsbeziehungen und die begrenzte Rationalität der Wirtschaftssubjekte, sind im Rahmen einer ganzheitlichen Konzeption des Anlegerschutzes systematisch zu berücksichtigen.

Nach wenigen grundlegenden Begrifflichkeiten und Einordnungen im folgenden Abschnitt II werden auf dieser Basis zentrale Ansatzpunkte eines Anlegerschutzes diskutiert, die sowohl die einzelnen Wirtschaftssubjekte als Akteure als auch die Marktstrukturen und Verknüpfungen insgesamt berücksichtigen. Abschnitt III kennzeichnet dabei die zentralen Anlegerrisiken und Abschnitt IV widmet sich den zugehörigen Regelungsansätzen. Abbildung 1 verdeutlicht dieses Zusammenspiel aus Regeln (Mikrostruktur), Objekten und Akteuren, welches in der neo-klassischen oder traditionellen Perspektive weitgehend irrelevant erscheint.

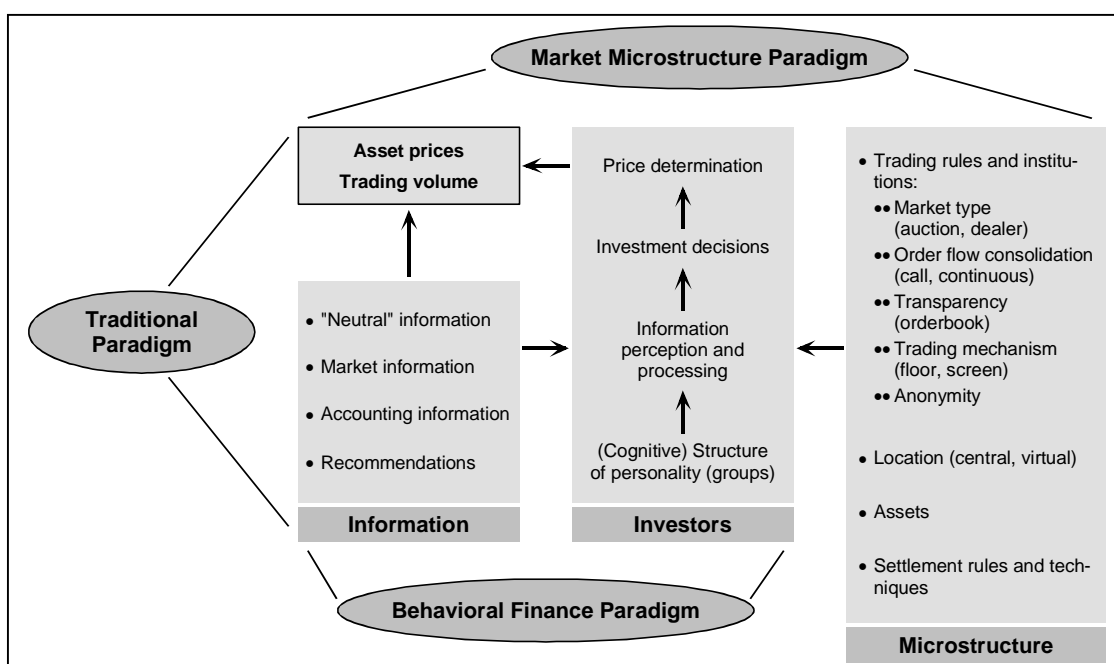


Abbildung 1: Traditionelle und neuere Sicht eines Finanzmarktes und seiner Akteure<sup>7</sup>

Das traditionelle Paradigma unterstellt die Verarbeitung der vorhandenen preisrelevanten Informationen durch die Marktteilnehmer quasi wie in einer Produktionsfunktion (so könnten auch die kapitalmarkttheoretischen Ansätze verstanden werden). Umsätze und Kurse sind dann das Ergebnis einer Faktorenkombination, deren Freiheitsgrad nur in der Informationsänderung selbst liegt. Die beiden anderen, neueren Paradigmen beziehen dagegen ausdrücklich den Einfluss der menschlichen Entscheider einerseits und der sie koordinierenden Regeln andererseits mit ein. Die Ansätze der Behavioral Economics & Finance gehen von einer beschränkten Rationalität im oben genannten Sinne aus und betrachten den Informations- und Entscheidungsprozess samt potentiellen Störungen und Anfälligkeiten. Die Ansätze der Marktstrukturtheorie schließlich unterstellen, dass die Marktteilnehmer nach bestimmten Regeln koordiniert werden, die jeweils das Marktergebnis beeinflussen. Unterschiedli-

<sup>7</sup> Oehler 2002.

che Regeln bewirken also in Kombination mit dem jeweiligen Informations- und Entscheidungsprozess verschiedene Kurse und Umsätze.

## II Finanzkontrakte, Finanztitel, Finanzmärkte und Finanzintermediäre

Die **Finanzsphäre** von Wirtschaftssubjekten, natürlichen Personen wie auch Wirtschaftsunternehmen, lässt sich als eine Vielzahl von Verträgen mit Finanzmittelgebern und Finanzmittelnehmern verstehen, die

- sehr unterschiedlich über den Vertragspartner informiert sind (**Information**),
- auf die Verhaltensweisen, z.B. die Geschäftspolitik, sehr verschieden einwirken können (**Gestaltung**, Einfluss) und
- am finanziellen Schicksal des Vertragspartners sehr unterschiedlich partizipieren (**Betroffenheit**).

Die resultierenden Rechtsbeziehungen mit verschiedenen Finanzmittelgebern und Finanzmittelnehmern lassen sich zunächst als **Finanzkontrakte** systematisieren, die auf den Austausch von Zahlungsmitteln

- gleicher oder unterschiedlicher Währung
- zu gleichen oder unterschiedlichen Zeitpunkten

ausgerichtet sind (vgl. Bitz 2002).

Darüber hinaus gehören hierzu Verträge, sogenannte **Finanztitel höherer Ordnung**, die die aus Finanzkontrakten resultierenden Ansprüche auf zukünftige Zahlungen betreffen. Finanzkontrakte sind demnach Finanztitel erster Ordnung (z.B. eine Anleihe), solche höherer Ordnung beziehen sich auf Finanztitel niedrigerer Ordnung (z.B. ein Finanztitel zweiter Ordnung in Gestalt eines Termingeschäftes, welches einen Anspruch auf die Lieferung einer Anleihe umfasst). Aus Anlegersicht sind also sowohl Finanztitel erster als auch solche höherer Ordnung gleichermaßen zu berücksichtigen.

Die Literatur ist bemüht, die Vielzahl solcher Verträge, Finanzkontrakte und Finanztitel, idealtypisch voneinander abzugrenzen. Der weit verbreitete Ansatz von Bitz (2002), dem hier gefolgt wird, unterscheidet zwei Gruppen von Finanzierungsbeziehungen, die Eigenfinanzierung und die Fremdfinanzierung, anhand von vier Kriterien:

- laufende Erträge,
- Rückzahlungsbetrag,
- Mitwirkungs- und Kontrollrechte (Gestaltung) und
- Rechtsstellung im Insolvenzverfahren (Betroffenheit),

wobei die beiden ersten Kriterien aus institutionenökonomischer Sicht die **Erfolgsteilungsregeln** und die beiden zuletzt genannten Aspekte die **Risikoteilungsregeln** einer Vertragsgestaltung betreffen.<sup>8</sup> Eigen- und Fremdfinanzierung stellen also ledig-

<sup>8</sup> Im Unterschied zur traditionellen neo-klassischen Sichtweise widmet sich die neuere, einzelwirtschaftlich und informationsökonomisch orientierte Finanzierungstheorie den hinter dem „Vollzug“ der unmittelbaren Tauschakte stehenden Einigungs- und Kooperationsprozessen und -problemen. Der Focus einer ganzen „Familie“ theoretischer Ansätze, die auf der Neuen Institutionenökonomik aufbauen, liegt auf den voneinander abweichenden Informationsständen der Vertragspartner bezüglich der bewertungsrelevanten Eigenschaften der gehandelten (Markt-) Objekte und der ordnungsgemäßen Vertragsabwicklung.

lich verschiedene spezifische Vertragskonstruktionen dar, die die Erfolgs- und Risikoteilungsregeln unterschiedlich gewichten.

**Fremdfinanzierung** ist dann **idealtypisch** durch eine fest vereinbarte Erfolgs- teilung (Anspruch auf Tilgung und Zins unabhängig vom Erfolg) ohne Gestaltungsein- fluss und mit einer Gläubigerstellung im Insolvenzfall (Vermögensanspruch vorrangig vor Gesellschaftern) charakterisiert, **Eigenfinanzierung** dagegen durch eine erfolgs- abhängige Beteiligung am Gewinn und am Liquidationserlös (Eigentumsrechte), (volle) Geschäftsführungskompetenz (Verfügungsrechte) sowie lediglich Restansprüche in der Insolvenz und ggf. die Haftung mit dem Privatvermögen gekennzeichnet.

Die idealtypische Trennung anhand der vier Kriterien soll jedoch nicht die Vielfalt realer Ausgestaltungs- oder Mischformen der Eigen- und Fremdfinanzierung (z.B. die variantenreichen Genussscheine) ignorieren. Es erscheint jedoch aus Gründen der Praktikabilität und des allgemeinen Sprachgebrauchs sinnvoll, in die genannten beiden Kategorien der Eigen- und der Fremdfinanzierung zu unterteilen. Dies gilt insbeson- dere auch für die Überlegungen zu den **Anlegerrisiken** und zum **Anlegerschutz, die aus Finanzkontrakten oder Finanztiteln und ihrem Handel resultieren**.

Für die weiteren Ausführungen bedarf es daher einer eindeutigen und handhab- baren Abgrenzung der beiden Gruppen von Finanzierungsverträgen, die auch eine zweifelsfreie Einordnung der Mischformen erlaubt. Mit Bitz (2002) wird hier auf die Rechtsstellung im Insolvenzverfahren abgestellt, wonach jene Kontrakte und Titel, bei denen der Finanzmittelgeber im Insolvenzverfahren die Rechtsstellung eines Gläubig- ers innehat, als Fremdfinanzierung und Finanzierungsarten ohne Gläubigerstatus für Finanzmittelgeber als Eigenfinanzierung definiert werden.

Die zuvor definierten **Finanzkontrakte und Finanztitel** sind wesentlich dadurch charakterisiert, dass die **Leistung** des Finanzmittelgebers und die **Gegenleistung** des Finanzmittelnehmers (z.B. in Form von Zins, Tilgung, Dividende) **zeitlich divergieren**, letztgenannte also teilweise erheblich später erbracht wird. Hier liegt ein wichtiger Un- terschied zu den meisten Gütern und Dienstleistungen.<sup>9</sup>

Die aus dieser Vorleistung eines Finanzmittelgebers resultierende Gefahr, dass dessen finanzwirtschaftliche Zielgröße (z.B. der Zahlungsstrom aus Zins und Tilgung oder aus Dividenden) von dessen subjektivem Referenzwert (z.B. vertraglich verein- barter Zahlungsstrom aus Zins und Tilgung oder erwarteter Dividendenstrom sowie Wert- bzw. Kursentwicklung) negativ abweicht, lässt sich als **Risiko** des erwarteten, versprochenen oder gegenzuleistenden Zahlungsstroms definieren (vgl. Oehler/Unser 2002).

Arbeitsteiliges Wirtschaften erfordert in der Regel einen Ausgleich zwischen dem Finanzbedarf einzelner Wirtschaftssubjekte, der Finanzmittelnehmer, und dem **Anla- gebedarf** anderer Wirtschaftssubjekte, der **Finanzmittelgeber (Anleger)**. Analog der eben abgeleiteten Risikodefinition unterliegen Finanzmittelgeber damit einem Anlage- bzw. personifiziert einem **Anlegerrisiko** in ihrer Person als Vertragsgläubiger (Gläubi- ger der zugesagten Gegenleistungen, nicht notwendigerweise Gläubiger eines Fremd- finanzierungstitels).

In Anlehnung an die Definition in Bitz (2002) werden Unternehmen, deren primä- rer Geschäftszweck auf diesen Ausgleich zwischen Finanzbedarf und Anlagebedarf gerichtet ist, als **Finanzintermediäre im engeren Sinne** bezeichnet (z.B. Banken und Sparkassen). Als Anlageleistung nehmen sie einerseits Zahlungsmittel von originären Finanzmittelgebern gegen das Versprechen späterer Rückzahlung entgegen und stel- len andererseits solche Zahlungsmittel als Finanzierungsleistung wiederum gegen das Versprechen späterer Rückzahlung zur Verfügung. Kernelement ist dabei, dass ein

---

<sup>9</sup> Gegenleistung gleichzeitig oder gar vorher.

potentielles Anspruchs- und Verpflichtungsverhältnis zwischen Finanzmittelgebern und Finanzmittelnnehmern durch zwei eigenständige Verträge mit dem Finanzintermediär ersetzt wird. Hierbei werden die bekannten Transformationsleistungen bezüglich des Informationsbedarfs, des Betrages („Losgröße“), der Fristen und/oder des Risikos erbracht (vgl. Bitz 2002, Oehler 2003).

- Finanzintermediäre schließen mit einer Vielzahl von Geldgebern und Geldnehmern Geschäfte/Verträge ab oder vermitteln diese. Dies erspart den potentiellen Vertragspartnern Zeit und Geld der individuellen Suche. Der Informationsbedarf der Kunden reduziert sich auf die Kenntnis eines geeigneten Finanzdienstleisters (**Informationsbedarfstransformation**). Banken und Sparkassen als Finanzintermediäre im engeren Sinne, die selbst jeweils Verträge mit Geldgebern und Geldnehmern abschließen, übernehmen dabei auch die Bonitätsprüfung. Kunden haben dann primär noch die Bonität des Intermediärs, also der Bank oder Sparkasse abzuschätzen. Anbieter von Informations- und Vermittlungsleistungen, die sich nicht selbst direkt in Verträgen engagieren, können den potentiellen Informationsbedarf der Geldgeber reduzieren, indem sie z.B. über die Qualität von Anlagemöglichkeiten informieren. Kunden müssen dann nur noch die Verlässlichkeit der Informanten und Berater, nicht aber jedes Geldnehmers beurteilen.
- Banken und Sparkassen sind in bestimmten Grenzen bereit, beliebige Zahlungsmittelbeträge bereitzustellen oder zu akzeptieren. Damit nehmen sie einzelnen Kunden Probleme der Betragsgröße ab. Sie erlauben z.B. Anlegern, kleine Beträge als Einlagen anzulegen und reichen große Beträge gleichzeitig an Geldnehmer aus (**Betragstransformation**).
- Banken, Sparkassen und andere Finanzintermediäre tragen auch zum Abbau von Fristenproblemen dadurch bei, dass sie Zahlungsmittel von Geldgebern zu anderen Anlagefristen entgegennehmen als sie Zahlungsmittel den Geldnehmern überlassen (**Fristentransformation**). Banken und Sparkassen übernehmen dabei gleichzeitig das Geldanschlussrisiko, welches sie nur teilweise durch Konditionenanpassung an Kunden weitergeben (können).
- Finanzintermediäre im engeren Sinne wie Banken und Sparkassen, die mit den jeweiligen originären Geldgebern und Geldnehmern direkt Verträge eingehen, verändern damit auch das Ausfallrisiko der Geldgeber. Diese sogenannte **Risikotransformation** kann zunächst auf die Intermediärhaftung selbst zurückgeführt werden (Überschuss des Vermögens über die Ansprüche der Geldgeber via Eigenkapital und Gewinne). Zudem wirkt die Risikodiversifikation im Geldnehmerportefeuille einer Bank oder Sparkasse. Darüber hinaus kann solchen Intermediären grundsätzlich eine Fähigkeit zur Risikoselektion zugeschrieben werden (Spezialisierungsvorteile bei der Vertragsgestaltung/Risikoeinschätzung und bei Sicherungs- und Kontrollmaßnahmen). Schließlich bewirken bedingte Verpflichtungsstrukturen besonders im Versicherungsgeschäft eine Risikotransformation.

Darüber hinaus erscheint es angesichts des Standes der Literatur und der realen Erscheinungsformen angemessen, den Begriff des Intermediärs weiter auszulegen und auch solche Unternehmen als Finanzintermediäre zu bezeichnen, die Kontrakte zwischen Finanzmittelgebern und Finanzmittelnnehmern überhaupt ermöglichen oder einfacher und kostengünstiger herbeiführen. Solche Institutionen werden in Anlehnung an Bitz (2002) als **Finanzintermediäre im weiteren Sinne** bezeichnet (z.B. Kreditvermittler, Versicherungs- oder Wertpapiermakler, Ratingagenturen). Sie erbringen



Leistungen in den Bereichen der Vermittlung, Informationsabgabe und Risikoübernahme, die denen der Finanzintermediäre i.e.S. vergleichbar sind.<sup>10</sup>

Die genannten Leistungen der Finanzintermediäre i.e.S. und i.w.S. werden nun nicht nur durch ein einziges Unternehmen oder einen Intermediärtyp erbracht. Vielmehr besteht ein Finanzsystem aus einer Vielzahl interagierender und vertraglich verflochtener Finanzintermediäre. Typischerweise bestehen bzw. entstehen dabei nicht nur Kontrakte zwischen Finanzintermediären und originären Finanzmittelnehmern und/oder originären Finanzmittelgebern, sondern auch zwischen den Finanzintermediären selbst.

Entsprechend lassen sich analog zu Bitz (2002) Finanzintermediäre auch nach den Adressaten und der Art ihrer (Transformations-) Leistungen klassifizieren. Abbildung 2 zeigt eine solche Einteilung der wesentlichen realen Erscheinungsformen.

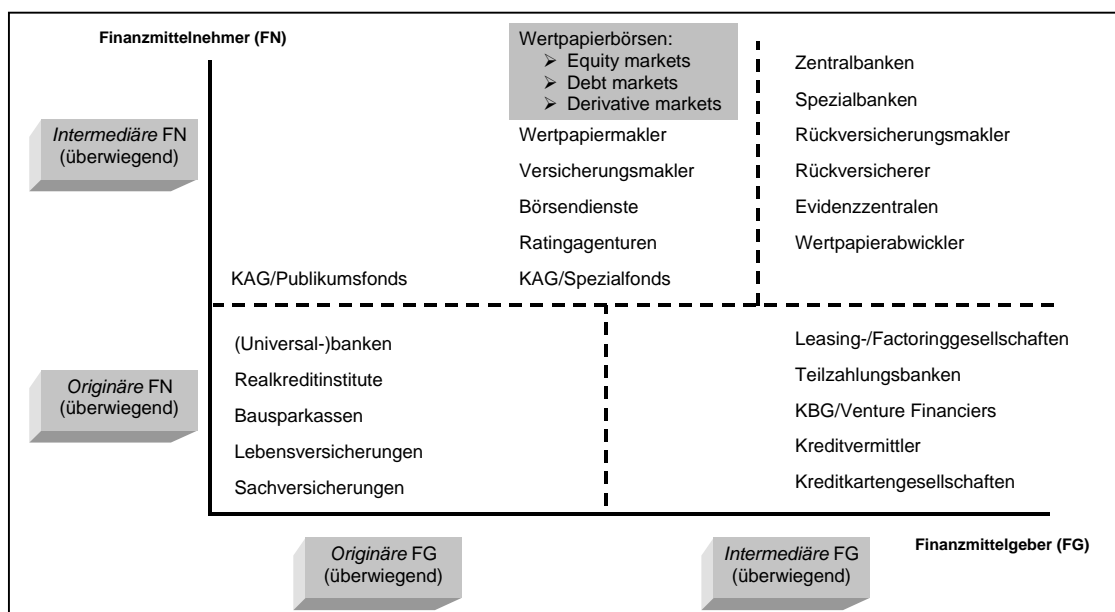


Abbildung 2: Finanzintermediäre und ihre Adressaten<sup>11</sup>

Der linke untere Quadrant der Abbildung 2 zeigt die wesentlichen Typen von Finanzintermediären i.e.S., die gleichzeitig überwiegend **originäre** Finanzmittelnehmer und **Finanzmittelgeber (Anleger)** bedienen.<sup>12</sup>

Der linke obere Quadrant der Abbildung 2 hingegen berücksichtigt solche Intermediäre i.e.S. (z.B. Spezialfonds) und i.w.S. (z.B. Wertpapiermakler), die sich primär *nicht* an originäre Finanzmittelnehmer richten. Gleichzeitig wendet sich deren Leistungsangebot jedoch sowohl an **originäre** als auch an intermediäre **Finanzmittelgeber (Anleger)**, so dass dieser Quadrant etwas nach rechts in die Mitte verschoben erscheint. Eine Ausnahme stellen lediglich die Kapitalanlagegesellschaften dar, die in zwei Grundtypen am Markt auftreten (Publikumsfonds und Spezialfonds).

**Anleger und insbesondere originäre Finanzmittelgeber schließen also neben direkten Verträgen mit Finanzmittelnehmern vor allem Verträge mit Finanzintermediären ab (linke beide Quadranten).**

<sup>10</sup> Anders dagegen Schmidt (1983), der den Intermediärbegriff weitgehend auf die Übernahme von Bonitäts- und/oder Zinsrisiken beschränkt sehen möchte.

<sup>11</sup> Oehler 2003.

<sup>12</sup> Zur Begründung, Lebens- und Sachversicherer hinzuzurechnen, vgl. Bitz 2002.

Der rechte obere Quadrant führt Finanzintermediäre i.e.S. (z.B. Zentralbank, Rückversicherer) und i.w.S. (z.B. Evidenzzentrale, Rückversicherungsmakler) auf, die gleichzeitig Beziehungen zu überwiegend intermediären Finanzmittelnehmern und Finanzmittelgebern pflegen. Der rechte untere Quadrant dagegen enthält diejenigen Finanzintermediäre i.e.S. (z.B. Leasing- oder Factoringgesellschaft) und i.w.S. (z.B. Kreditvermittler), die sich typischerweise hinsichtlich der Finanzmittelverwendung nur an originäre Finanzmittelnehmer wenden.

**Wertpapierbörsen**<sup>13</sup> als wesentliche Glieder der Wertschöpfungskette im Wertpapierhandel (siehe unten) werden in der neueren Finanzierungs- und Finanzmarkttheorie nicht mehr als ein anonymer Ort des Austausches von Angebot und Nachfrage risikobehafteter Zahlungsströme verstanden, die von „unsichtbarer Hand“ (Léon Walras, Adam Smith) geordnet werden. Vielmehr wird eine Wertpapierbörse als eigenständige Institution, als ein **Dienstleistungsunternehmen**<sup>14</sup>, gekennzeichnet, deren Funktion in der Intermediation zwischen Vertragspartnern besteht.

**Eine Börse ist also eine Unternehmensform, die als Leistung eine Handelsplattform für fungible Wertpapiere mit einer organisatorisch-technischen und einer rechtlichen Infrastruktur für den Ausgleich von Angebot und Nachfrage zur Verfügung stellt.** Ähnlich zu anderen bekannten Finanzintermediären übernimmt eine Börse also grundsätzlich Aufgaben wie die Informationsbedarfs- (Kursinformationen, Marktsegmentierung, potentielle Handelspartner), die Risiko- (Zulassung, Aufsicht, Portfeuillebildung), die Fristen-<sup>15</sup> und die Betragstransformation (unterschiedliche Ordergrößen). Mit diesen Leistungen steht sie teilweise in unmittelbarer **Konkurrenz zu anderen Finanzintermediären** wie Maklern, Brokern, Händlern von Banken etc., die z.B. Inhouse-Systeme nutzen. Finanzintermediäre treten also grundsätzlich in unmittelbare Konkurrenz zueinander. Jedoch bieten sie auch komplementäre Leistungen in sogenannten Intermediationsketten an, innerhalb dieser besteht dann kein Wettbewerb.

An dieser Stelle löst sich die Dichotomie zwischen „Markt“ und „Intermediär“ bzw. markt- und intermediärbasierten Finanzsystemen auf. Das in Abbildung 3 in Fortentwicklung der Abbildung 2 typisierte Geflecht<sup>16</sup> zeigt, dass der „Markt“ auch keine andere Funktion erfüllt, als Kontrakte zu vermitteln und (auch kostenmäßig) zu erleichtern (Regelfall) oder in diese (seltener) selbst einzutreten (z.B. die Terminbörse Eurex bei Derivaten).

Mit einer verwandten Terminologie könnte man auch etwas verkürzt formulieren, dass „Intermediäre“ „over the counter“ arbeiten, während Börsen als „Markt“ in der Regel hoch organisiert produzieren. Aus der Perspektive der gehandelten Produkte weist ein Finanzmarkt in der Ausprägung der Wertpapierbörse damit im Unterschied zu anderen Finanzintermediären das Charakteristikum auf, dass aufgrund der Standardisierung der Handelsobjekte lediglich der Preis als Freiheitsgrad in der Verhandlung über die Vertragskomponenten<sup>17</sup> verbleibt.<sup>18</sup>

<sup>13</sup>Zu einer materiellen Definition einer Wertpapierbörse (über die Legaldefinition des Börsengesetzes hinaus) mit den Kriterien Zentralität, Exklusivität, Institutionalität und Regularität vgl. Oehler 2000b und 2003.

<sup>14</sup>Vgl. z.B. auch Pirrong 1999.

<sup>15</sup>Nur insoweit, als hohe Liquidität eine hohe Rücknahmewahrscheinlichkeit erwarten lässt (Risiken aus der Preisänderung bleiben aber beim Finanzmittelgeber).

<sup>16</sup>Man beachte hierbei, dass die „Achsen“ der 4-Felder-Tafel bereits rechts unten und links oben Intermediäre kennzeichnen; daher können die Pfeile zwischen den „Intermediären“ selbst entfallen.

<sup>17</sup>Typische Vertragskomponenten von Finanzdienstleistungsverträgen sind die finanziellen Ansprüche während der Vertragslaufzeit, die Rückzahlungsansprüche bei Kontraktende, die Mitwirkungs- und Kontrollrechte und die Rechtsstellung in der Insolvenz (vgl. Bitz 2002; vgl. auch Voit 2002) bzw. alle Risiko- und Ertragsteilungsregeln.

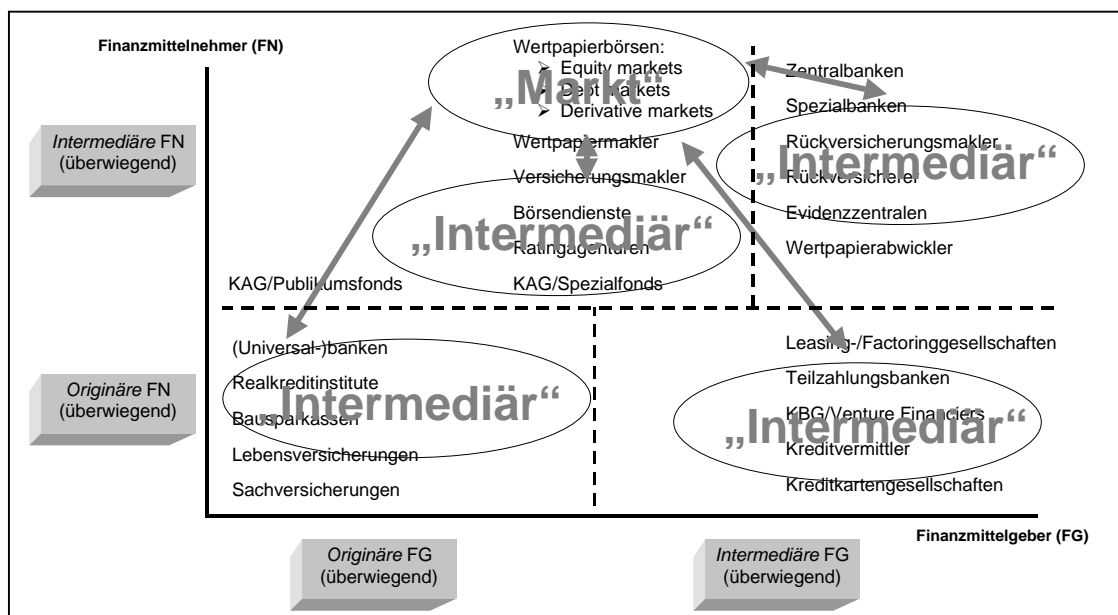


Abbildung 3: Finanzmärkte als Finanzintermediäre in Konkurrenz oder Komplementarität zu anderen Finanzintermediären im Finanzsystem<sup>19</sup>

Es besteht allerdings eine weitere Besonderheit für Wertpapierbörsen darin, dass sie im eigenen Geschäftsbereich teilweise konkurrierend und teilweise komplementär zu anderen Finanzintermediären tätig sind, wobei jene Finanzintermediäre ggf. auch zu den Shareholdern und/oder zu den Kunden der Börse zählen. „Markt“ stellt somit ein **Geflecht verschiedener im Wertpapierhandel tätiger Finanzintermediäre**, darunter die Wertpapierbörsen, dar, die nach festgelegten Regeln interagieren (vgl. Oehler 2000b).<sup>20</sup>

In diesem Kontext und mit Blick auf die Thematik des Anlegerrisikos und des Anlegerschutzes soll an dieser Stelle noch dem potentiellen Missverständnis vorgebeugt werden, dass Emissionsfinanzierungen (Aktien wie Anleihen) an der Börse stattfinden. Die Funktion einer Wertpapierbörse besteht – wie dargelegt – darin, den Handel in bereits emittierten Finanztiteln und ggf. Finanzkontrakten möglichst schnell, kostengünstig<sup>21</sup> und ohne Reibungsverluste, also mit hoher operativer Effizienz, zu

<sup>18</sup>Das sog. Massen- oder Mengengeschäft der Banken und Versicherer gilt zwar auch als hoch standardisiert, jedoch ist im Unterschied zu den genannten Handelsobjekten der idiosynkratische Vertragsbestandteil immer noch deutlich stärker ausgeprägt (z.B. die Bonität im Girogeschäft oder die Gesundheit im Risikolebensversicherungsgeschäft).

<sup>19</sup>Oehler 2003.

<sup>20</sup>Aus dieser Perspektive ist es daher ein zentrales Anliegen, sich mit dem Verhalten der Kontraktpartner zu befassen, die diese Intermediationsleistungen in Anspruch nehmen. Institutionellen Investoren kommt dabei die Doppelrolle zu, einerseits kundenseitig im Eigengeschäft selbst oder als Intermediär für ihre Kunden aufzutreten und andererseits anbieterseitig als Träger oder Eigentümer einer Wertpapierbörse tätig zu sein. Wesentliche Einfluss- und Tätigkeitsfelder sind dabei neben der Informationsintermediation vor allem die Zugangsintermediation und die Preisintermediation (vgl. Oehler 2000c und Oehler/Häcker 2004 zum Preiseinfluss Institutioneller).

<sup>21</sup>Üblicherweise werden einer Wertpapierbörse als Zirkulationsmarkt eine Reduktion in den vier Kostenarten Kosten des Transaktionservices der Bank (Annahme und Weiterleitung des Auftrags, Suche nach dem günstigsten Kontrahenten, Abschluss, Abrechnung), Kosten des sofortigen Abschlusses (Sofortigkeit, immediacy), transaktionsbedingte Informations- und Entscheidungskosten des Anlegers und Kosten der Sicherung gegen Transaktionsrisiken des Anlegers unterstellt (vgl. z.B. Schmidt 1983). Die ersten beiden Kostenarten betreffen Anlegerrisiken indirekt via Intermediärleistungen i.e.S., die letzten beiden beziehen sich unmittelbar auf Anlegerrisiken. Vgl. allgemein zur Verwendung des

gewährleisten.<sup>22</sup> Die reine Emission der Titel und Kontrakte erfolgt aber auf dem auch als **Primärmarkt** bezeichneten **Kontraktmarkt** oder **Emissionsmarkt**, auf dem sich Emittenten von Aktien, Anleihen oder Derivaten als Verkäufer (Finanzmittelnnehmer) und Anleger (Finanzmittelnnehmer) meist unter Beteiligung von Finanzintermediären wie Banken oder Brokern gegenüberstehen und **neue Finanzierungsverträge abschließen**.<sup>23</sup> Hiervon unterscheidet sich der auch als **Sekundärmarkt** bezeichnete **Zirkulationsmarkt**, der „nur“ den **Handel** in den Kontrakten bzw. Titeln umfasst.<sup>24</sup> Es erscheint unmittelbar einleuchtend, dass ein Diskurs zu **Anlegerrisiken** und zum **Anlegerschutz** unvollständig bliebe, würde nicht – wie im Folgenden – der **gesamte Wertpapierhandel**, also der Primärmarkt und der Sekundärmarkt berücksichtigt.<sup>25</sup>

Um einen Überblick über die Prozesse des gesamten Wertpapierhandels zu gewinnen, wird mit der nachfolgenden Abbildung 4 das aus der wettbewerblichen Analyse gut bekannte Instrument der Wertkette genutzt (vgl. Oehler 2003). Das Dienstleistungsunternehmen Börse ist dabei Bestandteil der Wertschöpfungskette des gesamten Wertpapierhandels.<sup>26</sup>

Ein erstes wesentliches Kettenglied besteht in der Informationsintermediation (Pre- und Post-Trade-Information, also alle Informationen zum und aus dem Handelsverlauf, nicht nur Kurse, Indizes und Umsätze), die sich oft nur auf den Titelmart bezieht, aber auch den Primärmarkt mit einbinden kann (Venture Management, Private-Equity- und Going-Public-Service, Angel-Networking, z.B. dann, wenn sich Wertpapierbörsen systematisch um die Entwicklung des Primärmarktes bzw. das Heranführen neuer Unternehmen an die Börse kümmern und/oder wenn systematisch potentielle Anleger geworben werden).

Die Wertkette erweitert sich um die Zugangsintermediation, also die Steuerung des Orderstroms (Order-Routing), die insbesondere die zeitliche und die räumliche bzw. virtuelle Konsolidierung ermöglicht (wenn davon ausgegangen wird, dass der Zugang privilegiert ist: vgl. Abschnitt IV.2).

---

Transaktionskostenansatzes in der Theorie der Finanzintermediation den Überblick bei Benston/Smith 1976.

<sup>22</sup>Die Allokation von Finanzmitteln gilt in den Wirtschaftswissenschaften als die herausragende Funktion eines Finanzmarktes. Wesentliche Unterstützung erfährt die Allokationsfunktion durch die Informations- und Bewertungseffizienz der Preise, die an einem Finanzmarkt zustande kommen (vgl. Fama 1970 sowie die Erörterung in Bienert 1996). Erst die Überlegung, dass die Marktpreise den aktuell verfügbaren Informationsstand der Wirtschaftssubjekte reflektieren, erlaubt die Steuerung der Finanzmittel in die günstigste Verwendung. Die operative Effizienz unterstützt dabei – verkürzt formuliert – eine hohe Informations- und Bewertungseffizienz (vgl. auch Oehler et al. 2003 und Heilmann/Läger/Oehler 2000).

<sup>23</sup>Dabei mag offen bleiben, ob die übliche Begriffsführung „Markt“ hierfür geeignet ist, da das konstituierende Element des Handels nach Regeln (Mikrostruktur) nicht existiert.

<sup>24</sup>Der Zirkulationsmarkt kann wiederum börslich (zur Definition der Börse s.o.) oder außerbörslich organisiert sein. Letzterer z.B. im vor- und nachbörslichen Handel, in der außerbörslichen Kompensation oder dem Block trading. Solche sog. Third markets spielen eine wesentliche Rolle im Wettbewerb; vgl. z.B. Oehler 2003 und Pirrong 2001.

<sup>25</sup>Kurzgefasst lassen sich alle Verträge des Primärmarktes (neue Finanzierungsverträge oder Finanztitel) und des Sekundärmarktes (Kauf- und Verkauforders) als ein Bündel von Erfolgs- und Risikoteilungsregeln verstehen, die im Vorfeld einer Vertragsbeziehung verhandelt und während der Laufzeit geändert werden (können) und die grundsätzlich mit den bekannten Problemen der Hidden Information, des Moral Hazard und des Hold Up bewehrt sind, die auf die ursächlichen Asymmetrien in Information, Gestaltung und Betroffenheit zurückgeführt werden können (s.u. und Oehler/Unser 2002). Schmidt (1983) weist darauf hin, dass Aspekte des Primärmarktes als Sonderfälle des Sekundärmarktes verstanden werden können: die Größe der Emission hat eine Parallele zu Block-Transaktionen, die Erstpublizität hat Parallelen zur fortlaufenden Publizität. Diese Sichtweise ist aus der Konzentration Schmidts auf den Zirkulationsmarkt verständlich. Er wird hier nicht gefolgt, um zu einer ganzheitlichen Konzeption des Anlegerschutzes, also auch die vor- und nachgelagerten Prozesse betreffend, beizutragen.

<sup>26</sup>Vgl. Oehler 2000b.

Die Preisintermediation ist die eigentliche Kernleistung des Wertpapierhandels, die oft auch als Synonym für eine Wertpapierbörse interpretiert wird. Im Zentrum stehen das Pricing und Matching, wobei die individuelle Mikrostruktur eines Marktes (Preisermittlung order- oder quote-driven, Aufsicht etc.) dessen wettbewerbliche Attraktivität und die Ausprägung von Anlegerrisiken und Anlegerschutz (s.u., Abschnitt IV) wesentlich mitbestimmt (verschiedene Arten der Kursermittlung bedeuten eine unterschiedliche Ausnutzung der in den Aufträgen enthaltenen Informationen und ein unterschiedliches Einflusspotential hinsichtlich Kurs und Umsatz).

Letztes Glied der Wertkette ist die Abwicklungsintermediation mit Clearing und Settlement (aus Betreibersicht spielen hier, ähnlich dem nationalen und internationalen Zahlungsverkehr, die Economies of scale eine entscheidende Rolle; es überrascht daher nicht die Tendenz zur Oligopolisierung oder gar Monopolisierung, meist verbunden mit einer vor- und rückwärtsgerichteten Integration der Kettenglieder, vgl. Oehler 2000c).

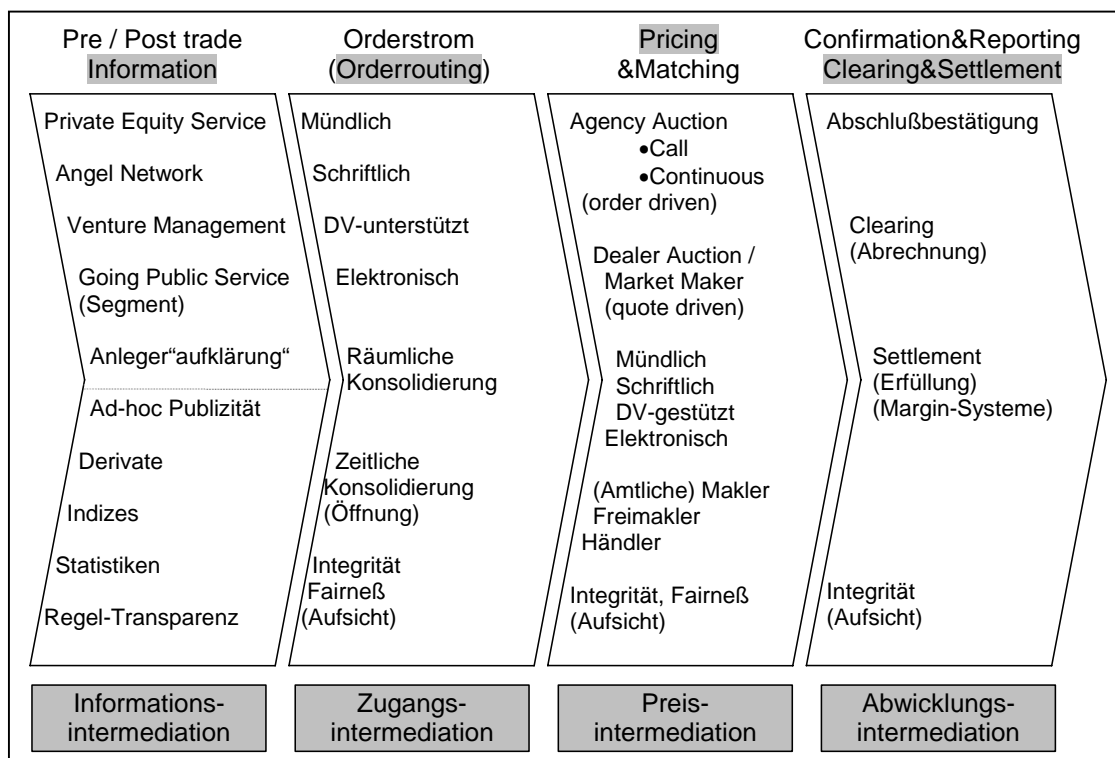


Abbildung 4: Wertschöpfungskette des Wertpapierhandels<sup>27</sup>

<sup>27</sup> Oehler 2000b.

### III Anlegerrisiken und Anlegerschutz im Wertpapierhandel

Anlegerentscheidungen und ihre Realisierung sowie die mit ihnen verbundenen Informations- und Bewertungsprozesse unterliegen zum einen den in der handelnden Person selbst begründeten Limitationen und zum anderen der Struktur der (externen) Umfeldbedingungen, in denen die Entscheidungen getroffen und umgesetzt werden. Entsprechend dem Konzept der Bounded rationality sind beide Bereiche nicht getrennt voneinander, sondern vielmehr interaktiv zu verstehen. Aus allgemeinen psychologischen und inzwischen auch wirtschaftspsychologischen Ergebnissen ist z.B. gut bekannt, dass Entscheidungen u.a. stark von der Darstellung und Wahrnehmung der Situation beeinflusst werden (framing) und von der Selektion sowie vom Verstehen der jeweiligen Informationen abhängen (competence) (für einen Überblick vgl. Oehler 1995).

Die weiteren Ausführungen konzentrieren sich ohne wesentliche Beschränkung der Allgemeingültigkeit auf Anleger als natürliche Personen und fokussieren zunächst und vor allem auf die von außen wirkenden Faktoren des gesamten Wertpapierhandels, die Anlegerrisiken bestimmen können (zur Abgrenzung sogenannter privater Anleger vgl. z.B. Oehler 1995 und Oehler 1998). Es wird dabei davon ausgegangen, dass idiosynkratische, in der Person eines Anlegers verankerte Risiken, z.B. bei der Aufnahme und Verarbeitung von Informationen oder in der Überwachung von Dritten, eher verstärkend als abmildernd wirken.

Zur Erarbeitung der unterschiedlichen Bestandteile des Anlegerrisikos erscheint es zunächst hilfreich, (potentielle) Vertragsbeziehungen zwischen Anlegern und Kontraktpartnern, wie Finanzmittelnehmern oder Intermediären, als Prozess abzubilden. Ausgangspunkt ist dabei, solche Kontrakte als **Prinzipal-Agenten-Beziehungen** zu betrachten, wie sie aus der neueren Finanzierungstheorie bekannt sind (für einen kurzen Überblick vgl. Oehler/Voit 1999, zur weiteren Darstellung vgl. Oehler/Unser 2002). Eine solche Beziehung wird dadurch charakterisiert, dass ein Wirtschaftssubjekt (Prinzipal) ein anderes Wirtschaftssubjekt (Agent) mit einer Tätigkeit betraut (Verwendung von Finanzmitteln bzw. Kauf- oder Verkauf). Die unmittelbare Entscheidungs- und Handlungsgewalt (über die Zahlungsmittel) hat somit zeitweise der Agent.

Durch die Delegation der Verfügungsgewalt (nicht der Eigentumsrechte) entsteht im Regelfall eine Vertragsbeziehung, in der die Gestaltungskompetenzen, die Informationen und die vermögensmäßige Betroffenheit **asymmetrisch** zwischen den Kontraktpartnern verteilt sind.<sup>28</sup> In der Vorvertragsphase (**ex ante**) ist die Einschätzung des zukünftigen vertragskonformen Verlaufes für den positiven Abschluss der Vertragsverhandlungen maßgeblich. Während der Laufzeit des Vertrages (**ex interim**) spielt es eine besondere Rolle, ob Leistungsstörungen des Agenten tatsächlich eintreten, falls sie erkannt werden können, ob diese zeitweise oder dauerhaft sind und in welchem Umfang Abweichungen von der geschuldeten Gegenleistung erwartet werden. In der Nachvertragsphase (**ex post**) schließlich sind vor allem die Einschätzung des zeitweisen oder endgültigen Verlustes unter Einbezug aller vertraglichen Vereinbarungen (z.B. Sicherheiten) und das Ausmaß eines Verlustes von Interesse. Für den Anlageentscheidungsbereich mit seiner **Bestandshaltung** ist es darüber hinaus charakteristisch, dass Vertragsketten existieren, die einen Anleger permanent diesem Prinzipal-Agenten-Problem aussetzen, wie Abbildung 5 zeigt.

<sup>28</sup> Der theoretisch denkbare, faktisch jedoch sehr unrealistische Fall der Symmetrie von Information, Einfluss und Betroffenheit wird hier nicht weiter betrachtet (vgl. oben, neo-klassische Finanzierungstheorie).

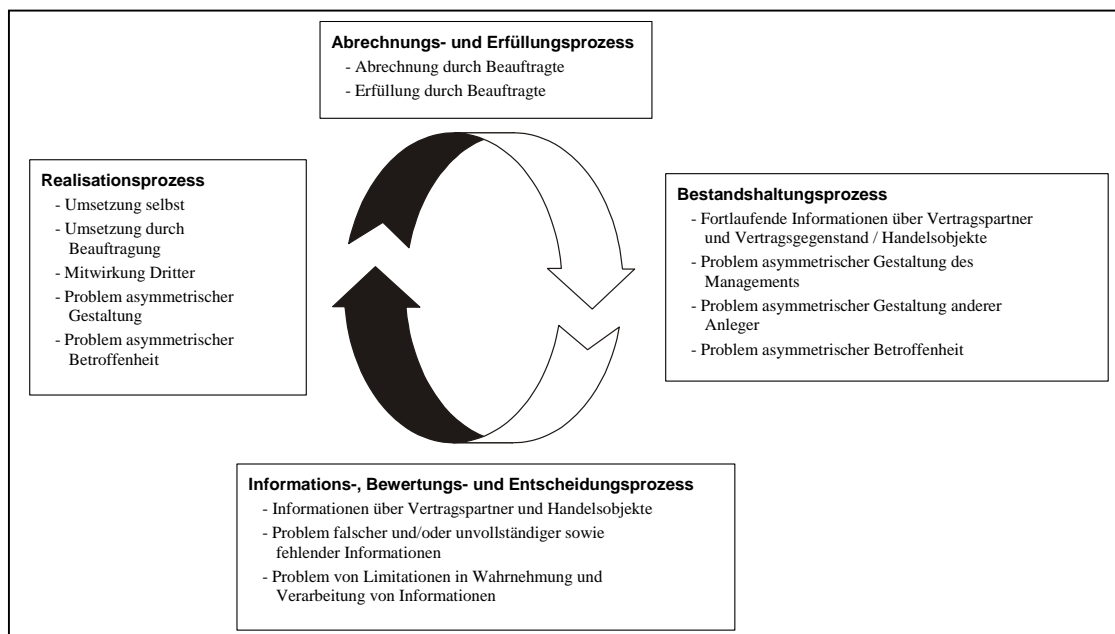


Abbildung 5: Anlageentscheidungsprozess als permanentes Prinzipal-Agenten-Problem

**Ex ante**, also in der Informations-, Bewertungs- und Entscheidungsphase eines Vertrages, sehen sich Anleger zweierlei Typen von **Informationsrisiken** gegenüber, den endogenen oder vertragsbezogenen Sachverhalten (Emittent, Intermediär, Handelsobjekt) und den exogenen oder nicht vertragsbezogenen Aspekten (z.B. Konjunktur- oder Wechselkursentwicklung, Handeln anderer Anleger).

Potentielle Vermögensnachteile entstehen **endogen** zunächst daraus, dass Anleger auf der Basis **falscher Informationen** Transaktionsentscheidungen treffen, die vom Emittenten selbst oder von Dritten wie Beratern, Analysten, Journalisten etc. verbreitet worden sind, z.B. in der Form von Unternehmensberichten, Kursinformationen, Analysen oder Empfehlungen. Der mögliche Schaden entsteht entweder als Kursdifferenz eines Kaufs (Verkaufs) zu höheren (niedrigeren) Preisen gegenüber korrekter Information und/oder in Höhe überflüssiger Provisionen aufgrund sinnloser Portfolioumschichtungen. Darüber hinaus entstehen potentielle Vermögensnachteile durch **unvollständige oder fehlende Informationen**, wie dies insbesondere bei **Insiderhandel** der Fall ist. Die Existenz und das Ausmaß eines möglichen Vermögensschadens kann zum einen wiederum in einer Kursdifferenz bestehen, zum anderen aber auch in einer Verdrängung auf der Marktseite, auf der ein Insider jeweils handelt.<sup>29</sup> Beide Aspekte lassen sich als **Qualitätsunsicherheit** oder Hidden characteristics kennzeichnen.

Gleichzeitig ist es denkbar, dass ein Agent (Emittent oder Intermediär) aufgrund der Vielzahl seiner Engagements über einen Markt und seine Entwicklungsmöglichkeiten oder dessen institutionelle Rahmenbedingungen besser informiert ist als ein relativ marktunerfahrener Anleger. Auch wenn natürlich Prinzipal und Agent im Hinblick auf die Zukunft keine vollkommene Voraussicht besitzen, so kann die (Qualität der)

<sup>29</sup>In der Literatur wird z.B. von Schneider (1993) gerne darauf verwiesen, dass Insider dazu beitragen, dass sich neue Informationen schneller in den Kursen widerspiegeln und damit via Informations- und Bewertungseffizienz die Allokationseffizienz profitiert. Diese sehr stark neo-klassisch geprägte Argumentation blickt aus der sehr spezifischen Perspektive eines nicht regulierbaren Insiderhandels und übersieht geflissentlich die Tatsache, dass die sofortige Lieferung aller Informationen der Insider noch wesentlich schneller zu einer Verarbeitung in den Kursen führen würde.

**Einschätzung der zukünftigen Entwicklung** systematische Unterschiede aufweisen. Eine solche Unerfahrenheit oder auch mangelnde Ausbildung des Prinzipals/Anlegers mag man nun aufgrund des individuellen Personenbezugs als idiosynkratisch bezeichnen, grundsätzlich ist aber zumindest die Frage der „Nutzung“ vermuteter Defizite bei Anlegern durch Agenten unter dem Anlegerrisiko zu subsumieren. In endogener wie exogener Sicht dürfte darüber hinaus die vermögensmäßige Betroffenheit asymmetrisch verteilt sein.

Der Realisationsprozess (**ex interim**), umfasst alle Handlungen und Vertragsschritte von der Transaktionsentscheidung eines Anlegers über die konkrete Umsetzung in einem Kauf- oder Verkaufsauftrag und die Auftragserteilung bis zur Abrechnung der Transaktion (exkl.) jeweils direkt oder über Intermediäre. Potentielle Vermögensschäden oder **Realisationsrisiken** entstehen grundsätzlich durch **asymmetrische Gestaltungsspielräume beauftragter Intermediäre oder Dritter** gemessen durch Kursdifferenzen im Vergleich zu korrekter und sachgerechter Realisation (**Delegationsrisiken, Verhaltensunsicherheit**).<sup>30</sup> Darüber hinaus können ggf. Schäden auch durch Forderungsfall bei Insolvenz von Agenten entstehen, die asymmetrische vermögensmäßige Betroffenheiten bedeuten können.

Die erstgenannte Form von Realisationsrisiken wird in der Literatur im wesentlichen in vier Kategorien eingeteilt (für einen Überblick vgl. Schmidt (1970)). Beim **Kursschnitt** wird einem Anleger ein schlechterer (Kauf: höherer; Verkauf: niedrigerer) Kurs abgerechnet. Dieser kann einfach intertemporal im Handelsablauf, qualifiziert intertemporal mit Verweis auf Marktunvollkommenheiten, interlokal oder auch mit Kursmanipulationen gekoppelt durchgeführt werden. Des Weiteren kann die Kenntnis von Kundenorders Agenten zu eigenen Dispositionen veranlassen (Vorkaufen bei Kauforders bzw. covered oder uncovered sales bei Verkauforders), das sogenannte Mitlaufen oder **Front running**. Agenten können ihre markttechnische Insiderposition auch dadurch nutzen, dass sie ihnen bekannte Limits einer Marktseite mit gezielten Gegenorders individuell entsprechen oder einen für sie günstigen Gesamtkurs bewirken, die sogenannte **Gegendisposition** (auch interlokal). Im Falle der Rationierung (Übernachfrage oder Überangebot) kann schließlich auch die **gezielte Nichtbedienung** von Anlegern, deren Geschäftsvolumen mit dem Agenten diesem nicht ausreichend erscheint, zu Vermögensnachteilen führen.

---

<sup>30</sup>In der institutionenökonomischen Literatur lassen sich generell in weitergehender Differenzierung zwei Kategorien danach unterscheiden, ob für den Prinzipal die (konfligierenden) Verhaltensweisen des Agenten beobachtbar sind oder nicht (vgl. im Folgenden Oehler/Unser 2002). Moral Hazard (-Risiko) oder Hidden Action wird das Gestaltungsrisiko genannt, wenn das Verhalten vom Gläubiger nicht beobachtet werden kann. Die mangelnde Beobachtbarkeit resultiert dann daraus, dass die Auswirkungen eines leistungswirtschaftlichen, exogen beeinflussten Risikos ebenfalls nicht beobachtbar sind und damit eine Aufteilung auf die beiden Ursachen (exogen, endogen) unmöglich wird. Antizipiert ein Gläubiger eine solche Situation, dann können in der Folge Vertragsverhandlungen scheitern. Hold Up (-Risiko) oder Hidden Intention kennzeichnet das Gestaltungsrisiko, wenn der Prinzipal das Agentenverhalten beobachten kann, nicht jedoch die Verhaltensabsicht. Während die „schlichten“ Formen des Betrugs oder des Diebstahls grundsätzlich auch zum Informationsrisiko (Qualitätsunsicherheit bezüglich der Person des Agenten) gezählt werden können, resultieren die beiden anderen Formen grundsätzlich aus der Unvollkommenheit der geschlossenen Verträge. Vertragslücken, die – durchaus bewusst – zu Vertragsbeginn für den Agenten als Verhaltensspielraum gedacht waren, nutzt dieser nun während der Laufzeit zu Ungunsten des Prinzipals (Fehleinschätzung der Fairness des Agenten hinsichtlich der Handhabung impliziter Regelungen). Vertragslücken, die durch zu Vertragsabschluss nicht vorhersehbare Situationen des Prinzipals offenbar werden und die der Agent zu seinen Gunsten nutzt, ohne dass der Prinzipal das Vertragsverhältnis korrigieren oder beenden kann. Darüber hinaus besteht grundsätzlich noch das Kooperationsproblem des Kontrollrisikos, das mit der Gefahr definiert ist, dass der Agent die wahre Höhe des Vertragsrückflusses verschweigt und niedriger angibt, während der Prinzipal das Ergebnis nicht oder nur unter nicht ökonomisch sinnvollem Aufwand beobachten kann.



Ex post, also in der Phase nach Umsetzung eines Kauf- oder Verkaufsvertrages, bestehen ferner **Risiken in der Abrechnung und Lieferung/Erfüllung**. Üblicherweise werden die Risiken fehlerhafter Abrechnungen und mangelnder oder falscher Lieferung bzw. der Lieferung nur eingeschränkt verwendungsfähiger Stücke sowie der ungetreuen Verwahrung und des durch Insolvenz des Agenten bedingten Forderungsausfalls betont.

In einer weiteren Sicht können nicht nur im Zusammenhang mit Aktien jedoch auch **Verwaltungsrisiken** auf die treuhänderische Verwaltung des Gesellschaftsvermögens durch das Management bzw. die Vertreter der Eigentümer bezogen werden (vgl. etwa Schmidt (1983)). In allgemeinerer Formulierung sind dann Anleger Risiken durch die asymmetrischen Gestaltungsmöglichkeiten des Managements in der Investitions- und Finanzierungspolitik und/oder durch divergierende Eigentümerinteressen sowie konfligierende Interessen anderer Finanzmittelgeber (Anleger) ausgesetzt. Dies kann ebenfalls asymmetrische vermögensmäßige Betroffenheit bedeuten.

Spätestens an dieser Stelle wird aufgrund der Möglichkeit der **Bestandshaltung** offensichtlich, dass Anleger permanent in Verträge bzw. Prinzipal-Agenten-Beziehungen eingebettet sind und deshalb permanent als Prinzipal Informations-, Bewertungs- und Entscheidungsprozesse durchführen (müssten; auch das „Halten“ stellt eine Entscheidung dar).

Abbildung 6 fasst die bisherigen Ergebnisse mit Bezug zur Wertkette des Wertpapierhandels nochmals kurz zusammen bevor im nächsten Abschnitt die Regelungsansätze zu den erörterten Anleger Risiken vorgestellt werden.

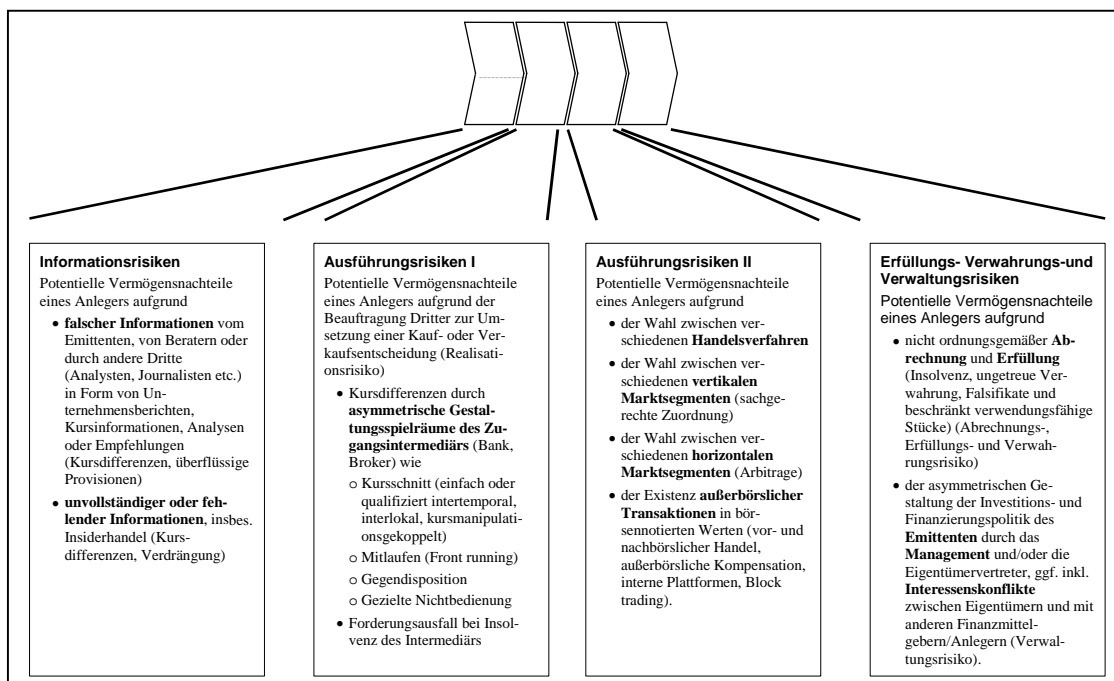


Abbildung 6: Anleger Risiken im Wertpapierhandel

## IV Regelungsansätze eines ganzheitlichen Anlegerschutzes

### IV.1 Informationsrisiken

Die bisherigen Ausführungen haben deutlich gemacht, dass Anleger im oben definierten Sinne als originäre Geldgeber aus Gründen des Informationsbedarfs (Suche und Bewertung von potentiellen Kontraktpartnern), der Betrags- und der Fristendivergenz sowie der Risikodivergenz die bekannten Leistungen der Finanzintermediäre regelmäßig in Anspruch nehmen und ein unmittelbarer und direkter, spontaner Austausch zwischen einzelnen solchen Anlegern eher selten ist (Informationsbedarfs-, Betrags-, Fristen- und Risikotransformationsleistungen).

Diese Aussage gilt umso mehr, wenn der Fokus, wie weiter oben beschrieben, auf den Wertpapierhandel gerichtet bleibt, da insbesondere hier im Vergleich zu Vertragsbeziehungen im Konsum- und Investitionsgüterbereich eine grundlegende **Lücke im Wissen und in der Expertise der Anleger** angenommen werden kann (vgl. z.B. Oehler 1995, Allen/Santomero 1997), die sich in einer **Suche nach Unterstützung und Empfehlung**

- einerseits in direkter Form durch Banken, Broker, Anlageberater sowie Informationsdienste oder Medien und
- andererseits in indirekter Form durch Investmentfonds, Pensionskassen oder Versicherungen artikuliert.

Dabei spielt sicherlich auch eine Rolle, dass eine Besonderheit des Finanzdienstleistungsmarktes im Vergleich zu vielen anderen Güter- und Dienstleistungsmärkten darin liegt, dass die **Nachfrage** grundsätzlich keine originäre, sondern **eine abgeleitete Größe** darstellt (vgl. Oehler 2004a). Die dahinter stehenden Bedürfnisse bzw. der Originärbedarf wie Sicherheit, Gesundheit, Lebensqualität, Familie, aber auch Bequemlichkeit/Service bestimmen die finanziellen Überlegungen, die „Mittel zum Zweck“ sind (Vorsorge oder Investition bzw. Anlage als „aufgeschobener“, d.h. zeitlich später erfolgender Konsum, aktueller Konsum, Spekulation; vgl. Oehler 1990 und 1995). Die Allgemeingültigkeit der weiteren Ausführungen steht also nicht wirklich in Frage, weil die folgende Erörterung grundsätzlich auch auf alle Vertragsbeziehungen zutreffen, die außerhalb des Wertpapierhandels der Anlage dienen (z.B. Immobilien).

Der Informations- und Entscheidungsprozess der Anleger als originären Finanzmittelgebern wird damit in zweierlei Weise durch Informationen bestimmt:

- Zum einen sind die direkten Informationen von den unmittelbaren Kontraktpartnern im Primärmarkt, also z.B. von Emittenten, relevant,
- zum anderen gilt dies sinngemäß auch für alle Informationen bezüglich der Intermediäre, die in der Suche nach Unterstützung und Empfehlung direkt oder indirekt involviert werden und zwar sowohl hinsichtlich der Auswahl der Intermediäre selbst als auch bezüglich der Informationen aus dem Unterstützungs- und Empfehlungsprozess.

Interessanterweise wird in der einschlägigen Literatur entweder nur die erste Kategorie (Stichworte: Publizität, Prospekt) oder nur die zweite Kategorie (Stichworte: Anlageberatung, Anlegeraufklärung) im Zusammenhang mit Überlegungen zum Anlegerschutz thematisiert, nicht aber eine Gesamtschau versucht. Aus der Anlegerperspektive stellt sich eine solche getrennte Betrachtung (und Regulierung) z.B. mangels Wissen und Kompetenz hinsichtlich der komplexen Intermediationsketten in einem Finanzsystem und aufgrund der Abgabe direkter Informationen auch und besonders über die Unterstützungs- und Empfehlungsschiene der Intermediäre als obsolet heraus. Solche, aus Anlegersicht künstliche Aufspaltungen, die rechtshistorisch bedingt

sein mögen, finden sich in besonderem Ausmaß auch in der aus Anlegerperspektive fragwürdigen Trennung (vgl. Abschnitt III, Abbildungen 5 und 6) in Kapitalmarktrecht einerseits und (Börsen-) Gesellschaftsrecht andererseits (vgl. als ein neueres Beispiel von vielen Schneider 1998).

Zunächst ließe sich daraus (theoretisch) ableiten, dass die Aufgabe der Emittenten und insbesondere der Finanzintermediäre darin besteht, Anleger mit einer für sie optimalen Menge an Informationen und Wissen auszustatten, die diesen eine bewusste und rationale Entscheidung hinsichtlich ihrer Präferenzen in Form des traditionellen Risiko/Rendite-Trade offs erlaubt. Diese zugeschnittenen und vereinfachten Informationsleistungen bedeuteten dann einerseits verringerte Kosten für die Anleger und andererseits spiegelten die nachfolgenden Kauf- und Verkaufsaufträge (direkt durch Banken und Broker, indirekt durch Fonds) diese Präferenzen wider und würden damit die Informations- und Bewertungseffizienz und hierüber schließlich die Allokationseffizienz in einem Finanzsystem bzw. in einer Volkswirtschaft verbessern.

Die Realität der asymmetriehafteten Vertragsbeziehungen weicht von einem solchen Idealbild dagegen in zweierlei Dimension erheblich ab. Die Verlässlichkeit des intermediären Ratschlages und der Primärmarktinformationen wird deutlich von dem Ausmaß beeinflusst, in dem Anleger selbst Informationen und Expertise besitzen, die Informations- und Beratungsleistung von Intermediären sowie von Vertragspartnern im Primärmarkt und deren jeweilige Rolle im Wertpapierhandel einzuschätzen. Dies führt letztendlich zu dem Problem, dass Anleger nicht abschätzen können, ob die Information, Unterstützung und Empfehlung korrekt hinsichtlich ihrer Anlageentscheidungssituation ist. Anleger unterliegen dabei sowohl

- den bereits beschriebenen Phänomenen des Moral hazard und Hold up (Eigeninteressen des Intermediärs oder des Beraters eines Intermediärs sowie von Emittenten oder dessen Beauftragten und ggf. anderer Anleger) als auch
- dem Problem der adversen Selektion<sup>31</sup>, insbesondere inkompetente und unfähige Berater bzw. Intermediäre nicht identifizieren zu können bzw. nur auf Anbieter zu treffen, die einer solchen Kategorie angehören.

Im Zusammenhang mit dieser Thematik wird dann in der Regel analog zu verwandten Geschäftsbereichen wie dem Firmen- und dem Privatkundengeschäft von Banken und Sparkassen eine Abgrenzung von Anlegern nach ihrer Kompetenz und ihrem Wissen um die komplexen Aspekte des Geschehens im Wertpapierhandel getroffen und gerne in Retail investors und Wholesale investors unterschieden. Dieser Differenzierung wird hier insofern nicht gefolgt, als mit einer solchen Einteilung in der Regel noch ganz andere Kriterien verbunden sind (nicht nur der Informationszugang bzw. die Informationsaufnahme und -verarbeitung, sondern z.B. auch die angebotsseitige Standardisierung nach Ergebnisbeiträgen via Einkommens- und Vermögenskriterien, vgl. Oehler 2004a). Es erscheint daher vollkommen ausreichend, die bisherige Definition der grundsätzlich schutzbedürftigen Anleger beizubehalten, nämlich natürliche Personen, die als originäre Geldgeber den beschriebenen Anlegerrisiken ausgesetzt sind. Ihr Gegenpart sind die institutionellen Investoren, denen neben anderen Kriterien u.a. unterstellt werden kann, dass sie grundsätzlich in den Intermediationsprozess involviert sind und nicht nur als Kunden auftreten (vgl. Abbildung 2 zu den intermediären Geldgebern; vgl. die Abgrenzung zwischen privaten und institutionellen Anlegern nach verschiedenen Kriterien in Oehler 1995).<sup>32</sup>

<sup>31</sup>Vgl. Akerlof 1970.

<sup>32</sup>Natürlich soll damit nicht die Fragestellung negiert werden, dass auch intermediäre Finanzmittelgeber Informations- und Kompetenzprobleme mit der Komplexität der Intermediationsketten im Wertpapierhandel haben können. Nur haben solche Intermediäre von vornherein einen anderen Status

Nun könnte argumentiert werden, dass solche Asymmetrieprobleme ja nicht allein im Wertpapierhandel oder – allgemeiner – in Finanzdienstleistungsmärkten anzutreffen sein dürften, sondern grundsätzlich auch in anderen Güter- und Dienstleistungsmärkten, in denen zum Teil deutlich weniger intensiv Schutzmaßnahmen gefordert oder eingeführt worden sind und überhaupt Märkte weiterhin von Konsumenten genutzt werden, also nicht zusammenbrechen, weil die Kunden aus Überforderung oder Übervorteilung „fliehen“.

An dieser Stelle ist zunächst darauf zu verweisen, dass – wie bereits angemerkt – die Nachfrage nach Finanzdienstleistungen keinem ursächlichen Bedürfnis entspricht, sondern abgeleitet ist und daher grundsätzlich eine geringere „natürliche“ Kompetenz und Information verfügbar sein dürfte. Darüber hinaus ist aber vor allem ins Feld zu führen, dass ohnehin nicht alle Güter- und Dienstleistungen gleichsam „über einen Kamm geschoren“ werden können. Die einschlägige Literatur, inzwischen auch im Bereich Finanzdienstleistungen (vgl. z.B. Voit 2002 und die dort angegebene Literatur), unterscheidet traditionell in drei Kategorien von Gütern und Dienstleistungen nach deren jeweils hervorstechenden Qualitätseigenschaften bzw. nach den Opportunitätskosten für die Suche relevanter Informationen und die Erlangung adäquater Kompetenzen.

- Für **Suchgüter** (Search goods) kann die Qualitätsunsicherheit hinsichtlich der Leistungseigenschaften ex ante durch die Informationssammlung und -auswertung behoben werden, die Qualität lässt sich vor der Entscheidung beurteilen und die Kosten liegen eher niedrig.
- Bei **Erfahrungsgütern** (Experience goods) ist eine Beurteilung überhaupt erst ex interim möglich, zum Entscheidungszeitpunkt liegen bestenfalls Qualitätsvermutungen vor, die Opportunitätskosten sind entsprechend hoch.<sup>33</sup>
- **Vertrauensgüter** (Credence goods) schließlich sind dadurch charakterisiert, dass auch nach der Entscheidung eine Beurteilung der Qualität abschließend nicht bzw. nicht vollständig möglich ist. Das entsprechende Know how kann in vertretbarer Zeit und/oder mit vertretbaren Kosten nicht erlangt werden.<sup>34</sup> In dieser Kategorie kann des weiteren danach differenziert werden, ob zum Entscheidungszeitpunkt das Gut bzw. die Leistung überhaupt existiert. Gerade für Finanzdienstleistungen bzw. den Wertpapierhandel ist es oft typisch, dass eine erhebliche zeitliche Divergenz (s.o., Abschnitt II) zwischen Leistung und Gegenleistung besteht, die Kontrakte also (nur) ein Leistungsversprechen enthalten (sog. **Kontraktgüter** im Unterschied zu Austauschgütern).

Die kurze Erörterung verdeutlicht, dass im hier interessierenden Finanzdienstleistungsbereich bzw. im Wertpapierhandel<sup>35</sup> in der Regel von Kontraktgütern als besonderen Vertrauensgütern auszugehen ist. Dies ist insofern bedeutsam, als damit die traditionelle ökonomische Argumentation, es sei ein Lernen durch Erfahrungen (Trial- und-Error-Prozesse ebenso wie Erfahrungsaustausch) möglich und daher im Wettbewerb um eine ausreichend große Menge erfahrener und informierter Kunden, die das Preis-Leistungs-Verhältnis kennen, ein Schutz Uninformierter automatisch gegeben, hier nicht zutrifft, sondern eher für Suchgüter und ggf. noch für häufig nachgefragte

---

bzw. eine andere Zugangsmöglichkeit und Beurteilungsfähigkeit, weswegen weiterhin der Fokus auf den bisher definierten Anlegern verbleibt. Abgesehen davon ergäbe sich ggf. noch eine andere Problemlage daraus, dass institutionelle wie private Anleger gleichartig reguliert würden.

<sup>33</sup>Dies ist in der Regel damit gekoppelt, dass bezüglich der Gestaltungsasymmetrien (Hidden intention, Hold up) eine Beobachtung erst ex post möglich ist.

<sup>34</sup>Dies ist in der Regel damit gekoppelt, dass bezüglich der Gestaltungsasymmetrien (Hidden action, Moral Hazard) eine Beobachtung auch ex post nicht (vollständig) möglich ist.

<sup>35</sup>Dies schließt andere Güter- und Dienstleistungsbereiche selbstverständlich nicht aus.

Erfahrungsgüter gelten mag (vgl. z.B. Voit 2002). Abgesehen davon sind Lernprozesse in diesem Kontext überhaupt schwer vorstellbar, wenn die Rückmeldungen bzw. die Gegenleistung stets ambiguitätsbehaftet bleiben. Bereits weiter oben wurde ausgeführt, dass aus Anlegersicht selbst ex post nicht zugeordnet werden kann, ob ein Erfolg (Misserfolg) auf die Informationen, die Unterstützung und Empfehlung, also auf eine sorgfältige und die Interessen des Anlegers berücksichtigende (auf eine inkompetente oder Eigeninteressen berücksichtigende) Leistung des Agenten oder Zufall zurückzuführen ist.

Diese Problematik wird verstärkt durch die oben skizzierte eingeschränkte Rationalität der Anleger. Bereits schon in der Suche und Auswahl geeignet erscheinender Unterstützung und Empfehlung greifen heuristische Verhaltensweisen, die auch in der weiteren „Beurteilung“ der Leistungsergebnisse genutzt werden.<sup>36</sup> Phänomene wie Herdenverhalten, insbesondere die Vernachlässigung eigener Informationen und Einschätzungen<sup>37</sup> und illusionäres Kontrollempfinden über die eigenen Entscheidungen mögen zwar Zweifel in der Inanspruchnahme von Leistungen und Informationen durch Intermediäre reduzieren, sie verstellen aber gleichzeitig die Wahrnehmung dafür, dass die Reputation eines Anbieters selbst noch keine ausreichende Garantie für eine entsprechende anlegergerechte Information, Unterstützung und Empfehlung darstellt. In dem Ausmaß aber, in dem die Reputation der Intermediäre das Vertrauen der Öffentlichkeit der Anleger in Finanzdienstleistungsmärkte erhöht, werden Maßnahmen bzw. Investitionen zum Aufbau von Reputationskapital zum öffentlichen Gut mit dem inhärenten Problem des Free riding (durch zweifelhaft Intermediäre ebenso wie durch Mitarbeiter mit Eigeninteressen).<sup>38</sup>

Die genannten Phänomene begünstigen gleichzeitig grundsätzlich ein Verhalten der Anleger zum Aufbau und Erhalt eher langfristiger Beziehungen zu ursprünglich gewählten „Ratgebern“ und „Informanten“ (vgl. Oehler 2004a und 2004b) mit einer Tendenz zur mangelnden Realisation von Änderungen (sei es nun mangels Alternativen, aus Trägheit/Bequemlichkeit oder aus illusionärer Information). Solche Verhaltenstendenzen hängen zusätzlich von der Art der Anlageentscheidung ab (vgl. Oehler 1995 für eine Klassifizierung), die u.a. das jeweilige Involvement determinieren; die genannte Tendenz dürfte daher besonders bei sekundären und tertiären bzw. habituellen Entscheidungen zu erwarten sein.<sup>39</sup> Dies kann in der Folge bedeuten, dass Anleger aufgrund dieser spezifischen Investitionen in die Beziehung zum „gefundenen“ Intermediär eine zweifelhafte Qualität der Leistungen eher äußeren Umständen (Konjunktur, Markteinflüsse oder Zufall) zuschreiben als dem Ratgeber selbst anlasten. Dies wird verstärkt durch Verhaltensmuster, Misserfolge ohnehin eher nicht sich selbst und damit der Wahl des Intermediärs, sondern anderen Umständen zuzurechnen oder sich damit zu begnügen, dass es vielen anderen auch so ergehen mag.

Hinzu kommt, dass ein Lernprozess allein auf der Basis der historischen Performance ausgesprochen fragwürdig erscheint. Abgesehen davon, dass nach neo-klassischem Verständnis eine dauerhafte Überrendite durch einzelne Anbieter, z.B. Investmentfonds, ohnehin nicht erzielt werden kann, bestehen auch gezielte Beeinflussungspotentiale in entsprechenden Rankings eine gewisse Zeit lang Top-Positionen zu belegen bzw. systematisch nur die kurze Sicht zu betonen, auch wenn die Anlegerinteressen, z.B. in der Familien- und Altersvorsorge, langfristig orientiert sind. Abhilfe wird

<sup>36</sup>Für einen Überblick vgl. Oehler 1995 und 2000 sowie Barberis/Thaler 2002.

<sup>37</sup>Etwa: „Thus an unprofitable decision is not as bad for reputation when others make the same mistake ...“; „Worldly wisdom teaches that it is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally.“; „Beauty contest“.

<sup>38</sup>Gleichzeitig ist ja im Zweifel auch die Betroffenheit asymmetrisch verteilt und zwar sowohl hinsichtlich Mitarbeiter und Anleger als auch bezüglich Anleger und Anbieter.

<sup>39</sup>Wobei die jeweilige Bezeichnung keine Aussage über deren jeweilige Bedeutung trifft.

auch hier nur durch zukunftsgerichtete Einschätzungen möglich, die insbesondere den anlegergerechten Zeithorizont berücksichtigen.

Das Wissen um solche Verhaltensmuster von Anlegern bzw. deren mangelnde Reflektionsmöglichkeiten bedeutet gleichzeitig einen entsprechenden Anreiz zur „Steuerung“ in Unterstützung und Empfehlung. Dabei steht dann weniger die Ermittlung und Berücksichtigung der Interessenlage der Anleger im Vordergrund, die diese zum Teil selbst ohne Hilfe in einer Risiko-Rendite-Welt nur bedingt artikulieren können,<sup>40</sup> als die Interessenlage des Ratgebers und Informierenden, insbesondere unter Kosten- und Erlösgesichtspunkten, was dann bestenfalls zu Empfehlungen führt, die entgegen der eigentlichen Wortbedeutung des Ratgebens im wesentlichen Schlussfolgerungen aus Sicht des Intermediärs bzw. Informierenden und Beraters darstellen (Anleger werden dadurch zur „richtigen“ Schlussfolgerung „geleitet“).<sup>41</sup>

Zusammengefasst bedeutet dies, dass Anlegerschutz

- die potentiellen Interessenkonflikte der Prinzipal-Agenten-Beziehungen transparent offenzulegen und klar zu benennen hat, auch und besonders durch die Informierenden im Primärmarkt genauso wie durch die Intermediäre selbst und
- permanent dafür Sorge tragen muss, dass die Qualitätsstandards der Finanzdienstleistungen des Primär- und Sekundärmarktes gesteigert und transparent kommuniziert werden, wodurch u.a. auch das Problem adverser Selektion vermieden werden kann, wie es insbesondere aktuell immer wieder aus dem „grauen“ Markt bekannt wird.

Entsprechend der vorstehenden Erörterung wird gleichzeitig deutlich, dass aufgrund der Public-good-Problematik ein solcher wirksamer Schutz der Anleger im Bereich der Informationsrisiken nur durch staatliche Sanktionierung erreicht werden kann, da hier der marktliche Wettbewerb z.B. via Screening und Signalling u.a. mangels Wahrnehmungsmöglichkeit der Anleger (Kontraktgut) nicht (vollständig) funktioniert.

Der Regelungsansatz für den Bereich der Informationsrisiken hat schließlich zu klären, inwieweit auch Vertragsbeziehungen einbezogen werden sollen, bei denen seitens der Anleger nicht aktiv nach Informationen verlangt, sondern vielmehr „nur“ eine Transaktionsentscheidung abgegeben wird (z.B. Kaufe Stückzahl Aktie W zum Kurs X zum Zeitpunkt Y am Ort Z), wie dies aus dem Online Banking bzw. dem Direct oder Discount Brokerage bekannt ist. Abgesehen von der Tatsache, dass selbst solche Intermediäre z.B. via Internet-Seiten oder Newsletter fortlaufend bewusst Informationen an potentielle Anleger abgeben, gilt das Informationsproblem aus dem Primärmarkt fort. Schon diese Hinweise und die oben geführte Erörterung zu Verhaltensmustern der Anleger (inkl. der Overconfidence, vgl. Oehler 2002 sowie z.B. Barber/Odean 2000) geben genug Anlass, auch solche Vertragsbeziehungen schon im Bereich der Informationsrisiken einzubeziehen.<sup>42</sup>

Inzwischen werden weltweit, sowohl für den amerikanischen wie für den europäischen Markt ähnlich lautende Maxime formuliert: „... when providing investment services to clients, an investment firm acts honestly, fairly and professionally in accordance with the best **interests of its clients** ... information ... addressed to clients or

<sup>40</sup>Vgl. hierzu z.B. Fisher/Statman 1997, die hinsichtlich der Investorenerfahrungen von Fonds zu dem Untertitel ihrer Studie „Closer to the Talmud than to Markowitz“ gelangen.

<sup>41</sup>Vgl. In diesem Zusammenhang auch die entscheidungstheoretische und entscheidungspsychologische Analyse von Jungermann 1999 sowie die Studie von Krausz/Paroush 2002 zur möglicherweise unterschiedlichen Behandlung von Anlegern in Abhängigkeit von deren Vermögen und Risikoeinstellung.

<sup>42</sup>In der Kategorie der Ausführungs- sowie der Clearing-, Settlement-Risiken gilt dies ohnehin.

potential clients shall be identified as such, and shall be fair, clear and not misleading ... so that they [the clients] are able to **understand the precise nature and risks** of the investment service and financial instrument that is being offered ... . . . . The necessary information shall be obtained from the client **regarding its knowledge and experience** in the investment field, **its investment objectives and financial situation** so as to enable the investment firm to determine the investment services and financial instruments **suited** for that client ...” [Hervorhebungen nicht im Original] (hier zitiert aus Artikel 18 des Vorschlags einer EU Directive on Investment Services and Regulated Markets vom 19. Nov. 2002; grundsätzlich verwandt mit den Formulierungen der amerikanischen “shingle theory”).

Wie bislang gezeigt werden konnte, haben die im Fettdruck hervorgehobenen Sachverhalte und Forderungen **hervorragende ökonomische Bedeutung**. Dies schon allein deswegen, weil bei deren staatlicher Umsetzung und Kontrolle Anleger damit grundsätzlich **Verlässlichkeit hinsichtlich der finanziellen Beziehungen und Ratschläge** gerade im Zusammenhang mit dem Wertpapierhandel fassen können, aus dem sich langfristiges **Vertrauen in die Professionalität und Fairness** entwickelt, ohne dass ein dauerhafter Liquiditätszufluss durch risikoaverse und vor allem ambiguitätsaverse Anleger und damit eine volkswirtschaftlich notwendige **Funktionsfähigkeit der Primär- und Sekundärmärkte** nicht gewährleistet wäre. Individualschutz ist hier also in Symbiose Funktionenschutz.

Daraus lässt sich gleichermaßen das hier vertretene Paradigma des Anlegerschutzes, die **Passung (Suitability, s.o.) aller Informationen und Empfehlungen zur spezifischen Situation des privaten Anlegers**, ableiten. Diese umfasst dann nicht nur

- eine umfassende Information und Bewertung des gesamten verfügbaren Alternativenraums möglicher Anlagen hinsichtlich ihrer Qualität seitens des Intermediärs (**Kennen der Alternativen**), sondern auch
- die Verpflichtung, solches vor dem Hintergrund der Ausgangssituation, der Ziele, der Einstellungen und Verhaltensweisen sowie des Informationsstandes, der Kompetenz und der Erfahrung des Anlegers zu spezifizieren (**Kennen des Anlegers**) und dabei insbesondere
- jenseits des Eigeninteresses transparent für das jeweilige kundenspezifische Niveau die **Empfehlungen mit allen Vorteilen und vor allem auch mit allen Bedenken und Nachteilen** zu kommunizieren.<sup>43</sup> Dies hat unter der permanenten Annahme stattzufinden, dass
  - Anleger sich grundsätzlich nicht allein darauf verlassen wollen (bzw. müssen), dass Kontraktpartner bzw. Intermediäre eine Kompetenz bezüglich der Alternativen und der Märkte haben, sondern vielmehr
  - explizit oder implizit erwarten, dass die überlegene Kompetenz sich darauf bezieht, **genau diejenigen Informationen und Alternativen** zu „entdecken“, **die zu den Bedürfnissen des einzelnen Anlegers passen**. Ökonomisch betrachtet bedeutet dies nichts anderes, als dass auf diese Weise sichergestellt wird, dass die Präferenzen der Anleger mit den Märkten verbunden werden.

Eine besondere Herausforderung für die Informationsabgabe und vor allem für die Unterstützungs- und Empfehlungsprozesse von Intermediären besteht dabei u.a.

---

<sup>43</sup>Vgl. hierzu auch das „Advice Giving and Taking“-Modell (AGT-Modell) von Jungermann 1999.

darin, die aus ökonomischer Perspektive relativ klare Bewertung in Risiko/Rendite-Trade offs zu transformieren und dies nicht nur bei der Informationsabgabe und Empfehlung, sondern vor allem auch bei der Eruierung der Anlegerpräferenzen. Diesbezüglich kann es daher im Rahmen eines professionellen Informations-, Beratungs- und oder Empfehlungsprozesses nicht genügen, in formaler Hinsicht Fragebögen ausfüllen und das Lesen von Broschüren unterschreiben zu lassen. Vielmehr muss u.a. für jedes gegebene Risikoniveau das vom einzelnen Anleger angestrebte Renditeniveau analysiert und bei **Verletzung der notwendigen Risiko-Rendite-Relationen des Gesamtportfolios** eines Anlegers ausdrücklich solche Alternativen als **nicht passend** abgelehnt werden. Dabei hat eine solche Vorgehensweise natürlich die kompletten potentiellen **Transaktionskosten** (Informations- und Realisationskosten) **transparent** und nachvollziehbar mit einzubeziehen.

Diese relativ streng erscheinenden, aber ökonomisch begründeten Anforderungen, entfalten nur dann ihre Wirksamkeit, wenn sämtliche mit einem Anleger potentiell im Primärmarkt und/oder Sekundärmarkt in Kontakt tretenden Informationsgeber und Kontraktpartner, also auch alle hier im weiteren Sinne als Finanzintermediäre bezeichneten Unternehmen bzw. Wirtschaftssubjekte, gegenüber einer zertifizierenden und kontrollierenden Institution die **Fähigkeit** zu einem solchen Vorgehen und stichprobenartig auch deren **Umsetzung** nachweisen müssen. Grundsätzlich sind dafür nach bestimmten Regeln oder Zertifizierungen z.B. auch NGOs wie Verbraucherverbände, Anlegerschutzinstitutionen, die Stiftung Warentest oder auch hochschulnahe Einrichtungen geeignet, die Einhaltung solcher Regeln zu überwachen.

Aufgrund der mehrfach erörterten hohen Bedeutung der Funktionsfähigkeit der Primär- und Sekundärmärkte einerseits und der überdeutlichen Asymmetrien allein schon im Informationsbereich zu Lasten der Anleger, verstärkt durch die auch den Anbietern bekannten Verhaltensmuster, andererseits, erscheint es gerechtfertigt, die **Beweisverteilung** und nachfolgend die straf- und zivilrechtliche Haftung bzw. die Schadensersatzregelungen **mit der entgegengesetzten Asymmetrie** zu fordern (zu ergänzender Evidenz aus asymmetrischer Gestaltung und Betroffenheit siehe unten). Im Kontext der im Folgenden noch anzusprechenden Insiderthematik schreibt Bitz (1970) äquivalent: „Jedoch allein die Herbeiführung objektiv korrekter Verhältnisse genügt noch nicht. Genauso wichtig ist es, die große Zahl kleiner Anleger von dieser Tatsache zu überzeugen, ihnen auch subjektiv die Gewissheit zu geben, dass ihr Vermögen redlich verwaltet wird. Und im übrigen: Wenn es überall korrekt zugeht, warum soll dann nicht dem Publikum erst die Möglichkeit gegeben werden, sich davon zu überzeugen? Man pflegt ansonsten Lichter ja auch nicht unter den Scheffel zu stellen.“

Trotzdem soll natürlich nicht ignoriert werden, dass im Zuge der praktischen Implementierung Probleme auftreten können, die geklärt werden müssen. Hierzu zählt zunächst, dass Anleger sich weigern könnten, Intermediäre mit allen Informationen zu versorgen, die sie für die genaue Passung benötigen. Ein solches Problem hängt zum einen davon ab, mit welcher anlegerbezogenen Vorgehensweise solche Informationen konkret erhoben, also inwiefern bereits durch die Gestaltung des Prozesses Widerstände produziert werden (man denke nur an die sehr unterschiedlich geglückte Einführung der sog. Risikofragebögen). Zum anderen kann das Erreichen der Passung auch als Anforderung verstanden werden, mit einem Anleger einen inhaltlichen Konsens über die Anlageentscheidungen zu erzielen und dabei insbesondere auch hinsichtlich der vorhandenen Risiken eine klare und nachvollziehbare Offenlegung zu erreichen.

In allgemeinerer Sicht bedeutet dies darüber hinaus, dass Informationsgeber, Kontraktpartner und Intermediäre generell die Risikofaktoren nicht aus ihrer Sicht, sondern gerade aus Sicht der spezifischen Situation, der Ziele und Präferenzen eines



Anlegers (vgl. hierzu auch Jungermann 1999) offen legen. Ein solches Vorgehen könnte dazu beitragen, dass anlegerseitig die Zurückhaltung hinsichtlich der Wahrnehmung der gesamten finanziellen Situation reduziert wird (Bewusstwerden). Andererseits wird Anlegern aber bei purer Verweigerung die Möglichkeit gelassen, ihre Freiheit zu nutzen und auf den Anlegerschutz zu verzichten. Zu den Aufgaben der Agenten sollte aber gerade angesichts der begrenzten Rationalität und Risikowahrnehmung der Anleger gerechnet werden, dafür Sorge zu tragen, dass die volle Aufmerksamkeit der Anleger (plastisch) auf die Risiken gelenkt und entsprechende Sorgfaltsprüfungen angestellt bzw. illusionäre Effekte vermieden werden. Dies muss sich dann sehr wohl auch in nachweislichen und nachvollziehbaren Aussagen erstrecken, dass es gute Gründe gibt, bestimmte Alternativen nicht zu wählen (Negativaussagen) oder auch keine Käufe und Verkäufe bzw. Umschichtungen vorzunehmen. Anbieterseitig wird aufgrund des großen Asymmetriegefälles zu erwarten sein, dass sie die Risiken eher ungleichgewichtig mehr betonen als die Chancen statt umgekehrt.

Im Rahmen der Regulierungstheorie und -praxis wird im Primärmarkt und im Sekundärmarkt das Informationserfordernis zum Abbau von Informationsasymmetrien vorzugsweise in anlass- oder situationsgebundene und regelmäßige Sachverhalte unterteilt (vgl. für viele z.B. Alvarez/Wotschofsky 1999). So sinnhaft dies zunächst auch erscheinen mag, so sehr verstellt aber eine solche Überlegung den Blick für die Zielsetzung aus der Anlegerperspektive. **Erst- und Folgepublizität sind inhaltlich gleichermaßen und im gleichen Ausmaß** darauf auszurichten, **zukunftsgerichtete Informationen bereitzustellen**, anhand derer die oben erörterte Beurteilung und Entscheidung durch Anleger, auch mit Unterstützung Dritter, möglich ist. Dabei kann sicher auch auf Vergangenheitsinformationen zurückgegriffen werden, jedoch immer nur insofern, als daraus ein klarer Beitrag für die eben genannte zukunftsbezogene Zielsetzung ersichtlich ist (vgl. oben zum Hinweis, dass die Past performance grundsätzlich kein brauchbarer Schätzer für die Zukunft ist). Aus Anlegersicht ebensowenig zielführend erscheinen Regulierungsüberlegungen, die nach börsennotierten und nicht börsennotierten Anlagealternativen trennen und damit identische oder nahe verwandte Sachverhalte abweichend bzw. mit unterschiedlichem Detaillierungs- und Intensitätsgrad regeln (z.B. Verkaufsprospektgesetz und -verordnung sowie HGB einerseits und Aktiengesetz, Börsengesetz, Börsenzulassungsverordnung und Wertpapierhandelsgesetz andererseits). Dies gilt sinngemäß auch für die zahlreichen Spezialgesetze wie z.B. UBGG, KAGG, Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsgesetz, WpÜG samt Verordnungen, AGB-Gesetz, PublG oder Themengesetze wie z.B. KonTraG, UMAG-Entwurf, BilReG-Entwurf).

Das bereits angesprochene **Informationsabgabeerfordernis** inkl. des **Qualitätserfordernis** hinsichtlich der **anlegerspezifischen Darstellung von Chancen und Risiken** aller potentiellen Kontraktpartner im Primärmarkt und/oder aller Intermediäre in beiden Märkten – natürlich inkl. der werbenden Darstellung z.B. in den Medien – und die anlegerspezifische Aufbereitung in der Unterstützungs- und Empfehlungsschiene aller Intermediäre hat **umfassend und ohne Differenzierung nach Zeit, Ort oder Art der Anlageform bzw. des geplanten Kontraktschlusses und Unterstützungs- und Empfehlungsprozesses** zu bestehen. Es spielt aus der Anlegerperspektive also keine Rolle, ob man nun regulierungsseitig verschiedene „Schattierungen“ in Märkten vermutet und daher unterschiedlich reguliert (z.B. sog. „Grauer Kapitalmarkt“, „weiße“ Börse)<sup>44</sup>, vielmehr sind aus den erörterten ökonomischen Gründen keine Unterschiede

<sup>44</sup>Vgl. z.B. die Problematik des IPO Pricings, der Platzierung und Zuteilung (IPO Allocation) und der Sekundärmarktaktivitäten von Emissionsbegleitern (vgl. aktuell für den deutschen Markt Oehler/Rummer/Smith 2004 und den Überblick in Ritter/Welch 2002).

zu akzeptieren und ggf. rechts- oder regulierungshistorisch gewachsene „Pfade“, „Säulen“ oder ähnliches mehr dringlichst zu harmonisieren.<sup>45</sup>

Die aktuellen Initiativen der EU oder der deutschen Regierung z.B. zum Marktmissbrauch oder zum „grauen Kapitalmarkt“ mögen von einem niedrigen Integrationsniveau des Anlegerschutzes aus betrachtet durchaus erfreulich sein in dem Sinne, dass überhaupt Initiativen bestehen. Hinsichtlich der hier abgeleitete Anforderungen wird dabei aber viel zu vehement und einseitig auf den Zirkulationsmarkt abgehoben und dann offensichtlich negiert oder ignoriert, dass verwandte oder identische Phänomene wie bewertungsrelevante Manipulation oder Insiderhandel grundsätzlich auch im Primärmarkt existent sind. Darüber hinaus ist hinsichtlich des Public-good-Effektes der Reputation bzw. aus Gründen der Regulierungsgerechtigkeit und zur Vermeidung von Wettbewerbsverzerrungen zwischen Anbietern unterschiedlich regulierter Bereiche ein solches Vorgehen erforderlich.

In diesem Kontext ist eine umfassende Regulierung zur Reduzierung der Informationsasymmetrien nur dann wirksam, wenn die jeweils handelnden und verantwortlichen natürlichen Personen, die ggf. auch in juristischen Personen als Mitarbeiter tätig sind, persönlich für ihre Verhaltensweisen zur Rechenschaft gezogen werden können.<sup>46</sup> Eine solche Forderung folgt aus den treuhänderischen Pflichten (Fiduciary duty), die leitenden oder sonstigen Mitarbeiter sowie mit Kontrollbefugnissen ausgestatteten Agenten der Eigentümer oder Anleger (z.B. Aufsichtsräte, Wirtschaftsprüfer) aus ihrer besonderen Vertrauensstellung der Informationsproduktion und/oder -kenntnis erwächst. Dies muss sich sowohl auf die Nicht-Abgabe von für die Anlageentscheidung relevanten Informationen beziehen wie auch auf Zeit, Ort und Art der Informationsabgabe (z.B. Vermeidung des sog. selective disclosure).

In eine solche Regulierung sind aber nicht nur die unmittelbaren Informationsproduzenten bzw. -rezipienten (**primäre und sekundäre Insider** im betrieblichen Leistungserstellungs- und Umsatzprozess), sondern auch alle die Informationen weiterverarbeitenden Nutzer, wie Mitarbeiter von Ratingagenturen, Analysten, Journalisten, sog. Tipp-Geber etc. und im Prinzip jeder potentielle Anleger<sup>47</sup>, dann einzubeziehen,

- wenn diese entweder nicht allen Anlegern zur gleichen Zeit, am gleichen Ort und in der gleichen Art zugängliche Informationen aus mittelbaren oder unmittelbaren vertraglichen Beziehungen erhalten (**tertiäre Insider**)
- oder diese unter Nutzung einer Vertrauensstellung, z.B. in einer auch nur mittelbaren Intermediärbeziehung (Tipp-Geber in den Medien), Informationen verbreiten, über deren Wirkung sie hätten wissen müssen oder wussten, dass sie Anlegerentscheidungen bewertungs- und nachfragerrelevant beeinflussen (**Manipulation**). Hierbei muss Eigeninteresse nicht das einzige Motiv sein (hier sind grundsätzlich auch Veröffentlichungen bewertungsrelevanter gesamtwirtschaftlicher Informationen (Sentiment Indizes, Konjunkturdaten, Zentralbankentscheidungen etc.) einzubeziehen).

<sup>45</sup>Die Rechtsprechung hat gelegentlich ausgehend vom pathologischen Einzelfall das Wagnis einer Querverbindung unternommen (vgl. z.B. die Darstellung in Horn 1997). Allerdings kann es nicht Aufgabe Judikative sein, die Exekutive und die Legislative von ihrer Verantwortung und von ihrer Aufgabe zu entlasten im genannten Sinne zu handeln.

<sup>46</sup>Damit würde allein schon die dem gesunden Menschenverstand widersprechende Pervertierung in bestimmten Bereichen des Anlegerschutzes, z.B. des Aktionärsschutzes, vermieden, bei der die juristische Person, z.B. die AG, haftet und die Anleger, z.B. die Aktionäre, damit für einen möglichen Schaden selbst aufkommen müssen (das „vertrauensbildende“ „Linke-Tasche-rechte-Tasche-Prinzip“).

<sup>47</sup>Unterschiedliche Anleger(gruppen)interessen (vgl. Abbildung 6); auch die Studie von Maug 2000 weist auf einen möglichen Interessenkonflikt hin.

Die kurze Erörterung verdeutlicht, dass aus der Anlegerperspektive eine unmittelbare Relevanz sowohl für den Kontraktmarkt als auch für den Zirkulationsmarkt besteht (ein einfaches Beispiel ist das „touting“ oder Anpreisen, das für eine Aktie genauso bedeutsam sein kann wie für eine Immobilie oder eine Schiffsbeteiligung).

In der aktuellen Diskussion steht immer wieder besonders der Insiderhandel und die Preismanipulation im Vordergrund. Auch wenn das große öffentliche Interesse wohl eher auf moralisch-ethische Kriterien wie Fairness zurückzuführen sein dürfte, so reichen schon allein ökonomische Überlegungen aus, um eine Regulierung zu fordern, wie es nachfolgend kurz am Beispiel des Insiderhandels gezeigt wird (die Ausführungen gelten sinngemäß auch für die Manipulation). Neben dem Aspekt der **treuhänderischen Pflichtverletzung** beim Insider (s.o.) kommt es schon im Primärmarkt, also auch ohne den markttypischen Handel im Zirkulationsmarkt, durch Insideraktivität zu dem bereits angesprochenen Effekt der **Fehlleitung von Käufen und Verkäufen** im konkreten Einzelfall **aufgrund der falschen Preiserwartung bzw. -einschätzung** (im Vergleich zur Situation, in der die Insiderinformation unmittelbar bekannt ist; diese Benchmark wird interessanterweise allerdings – auch von Ökonomen – nur selten verwendet). Ein Anleger hätte also dann in Kenntnis der Insiderinformation z.B. einen Kauf oder Verkauf gar nicht getätigt bzw. ein Halten einer Position nicht erwogen (in der Bestandshaltung bzw. im potentiellen Verkauf liegt dann wieder das als **Verwaltungsrisiko** bezeichnete Problem, vgl. Abbildungen 5 und 6). Zusätzlich ist das Phänomen der **Verdrängung** auf der Marktseite des Insiders zu beachten, welches sich am einfachsten in einem Auktionsmarkt bei einem Handel zum Gesamtkurs zeigen lässt (vgl. zu den grundlegenden Handelsverfahren Heilmann/Läger/Oehler 2000 und weiter unten IV.2).

Speziell im Falle eines Handels in Form des Zirkulationsmarktes, grundsätzlich aber auch im Primärmarkt, ist eine unmittelbare Konsequenz aus dem Verdacht eines Anlegers (Outsiders), es könnte zu einem Kontrakt bzw. Handelsabschluss mit einem Insider kommen, das einleuchtende Anliegen, nur mit anderen Outsidern abzuschließen, um den potentiellen Verlust zu vermeiden. Je nach konkreter Datenlage und Einzelsituation (Verlustwahrscheinlichkeit, Verlusterwartung) sowie der kognitiven Möglichkeiten ist entweder ein kompletter **Geschäftsverzicht** oder aber die **Einpreisung einer Risikoprämie** zu erwarten. Die mangelnde Liquiditätsbereitstellung wie auch die Diskontierung der Insidergefahr führt prinzipiell zu einer **Erhöhung der Transaktionskosten für alle potentiellen Marktteilnehmer** bzw. zu einer **Verringerung der Handelsaktivität**. Für Händlermärkte lässt sich empirisch eine Ausweitung des Spreads zeigen, für Anlegermärkte ein sinngemäßes Verhalten (vgl. hierzu und zu den grundlegenden Handelsverfahren Heilmann/Läger/Oehler 2000 und weiter unten IV.2).

Nachvollziehbarerweise kann Wertpapierbörsen als Veranstalter von Zirkulationsmärkten ein hohes Eigeninteresse an der Unterbindung von Insiderhandel und Manipulation unterstellt werden, da ihre entscheidende Lebensader im Wettbewerb um Anleger und Listings der Umsatz ist (vgl. Oehler 2000b und 2003). Es überrascht daher auch nicht, dass Börsen selbst bzw. ihre Betreibergesellschaften eine systematische Reduktion der Informationslücke zwischen Insidern und Outsidern via Offenlegungspflichten bzw. Publizität anstreben und auch den Handel direkt zu überwachen versuchen. Hierzu zählen grundsätzlich auch die vertikalen Segmentierungskonzepte (Teilmärkte nach Umsatz und/oder Qualität mit jeweils unterschiedlichen Handelsverfahren, vgl. unten Abschnitt IV.2), wobei damit nicht allgemeingültig gesagt werden kann, dass ein mit der Segmentierung wohl auch verbundenes werbeorientiertes Eigeninteresse einer Börse zwingend deckungsgleich sein wird mit dem Wunsch der Anleger nach Reduzierung der Informationslücke bzw. der Transaktionskosten. Unter Anlegergesichtspunkten mag man dies zwar grundsätzlich als eine positive, vielleicht

sogar „selbsteilende“ Funktion „des Marktes“ begreifen, allerdings wird dann leicht die Notwendigkeit einer einheitlichen Regulierung für Primär- und Sekundärmärkte übersehen, die nur ein konsequentes staatliches Handeln ermöglicht. Außerdem dürfte der Anreiz von Börsen zur Regulierung ggf. dann geringer liegen, wenn das Handelsvolumen nicht oder nicht unmittelbar betroffen ist, wie z.B. bei den angesprochenen Verwaltungsrisiken bzw. der Corporate Governance (vgl. z.B. Pirrong 1995 und 2000, Pritchard 2003).

Diese Überlegungen gelten – wie gesagt – sinngemäß für die Manipulation, sei es nun in der allgemeinen Form des Anpreisens (Touting) oder spezifischen Formen aus dem Sekundärmarkt wie Parallelgeschäfte (Matched orders), Scheingeschäfte (Wash sales) oder Preiskontrolle durch Volumen (Corner the market).

Sowohl die **Preiserwartungs- und Verdrängungseffekte** als auch die **Transaktionskostenüberlegung** zeugen davon, dass sehr wohl anlegerspezifische Schadenskomponenten fixiert werden können. Trotzdem wird – zumindest im Kontext von Zirkulationsmärkten – bis in die jüngere Zeit regelmäßig auch von Ökonomen die angebliche Anonymität und daraus folgend Manne's (1966) Formulierung des „victimless crime“ kolportiert (vgl. z.B. Noll 1997). Trotz der offensichtlichen ökonomischen Effekte des Insiderhandels auch im Einzelfall führen solche pauschalen Negierungen inzwischen zu gewissen Pervertierungen, indem der Aktivität von Primärinsidern eine sinnvolle Incentive- bzw. Vergütungsfunktion insofern zugeschrieben wird, als im Falle eines Verbotes die Anleger (Aktionäre) Schaden nehmen würden. Eine Bereitschaft zur Einhaltung von Insiderhandelsbeschränkungen durch das Management wird insbesondere dann erwartet, wenn die Entlohnung aus dem Arbeitsvertrag ausreichend hoch ist (vgl. Hu/Noe 2001). Der angesprochene Aspekt der **Fiduciary duty** wird dann gar nicht mehr thematisiert. Aus der Eigentümer/Anlegerperspektive erinnert eine solche Erörterung an die höchst zweifelhaften Aspekte einer Leistungsmessung, -bewertung und -vergütung im Rahmen von vielen Aktienoptionsprogrammen (vgl. hierzu die grundsätzliche Auseinandersetzung mit dem sog. Shareholder-Value-Ansatz bei Kürsten 2000 und 2001).

In diesem Kontext ist ein mögliches Missverständnis bezüglich des Zirkulationsmarktes anzusprechen und aufzuklären. Schon Bitz (1970) weist darauf hin, dass der häufiger vorgebrachte Einwand gegen eine Insiderregulierung, dass der Börsenhandel bei Informationsgleichheit zum Erliegen käme bzw. gar nicht stattfände, ins Leere geht. Selbst wenn man den eher theoretischen Fall annähme, dass zwischen allen potentiellen Anlegern bzw. Marktteilnehmern Informationssymmetrie herrschte, so würde trotzdem Handel stattfinden. Dies deshalb, weil der Anlass für Transaktionen in der unterschiedlichen Einschätzung der Chancen und Risiken liegt oder selbst bei identischer Risikoeinschätzung die Tragfähigkeit (Übernahme) der Risiken (bei den damit verbundenen Chancen) verschieden beurteilt wird. „Die Allokation von Positionen verschiedener Risikostruktur auf Marktteilnehmer mit divergierenden Erwartungen und unterschiedlicher Risikoneigung würde sich nach wie vor durch einen ständigen Handel vollziehen“ (Bitz 1970). Diese Argumentation lässt sich durch den Hinweis auf die mögliche Veränderlichkeit der Risikoneigung oder der Erwartungen und die damit resultierenden Positionsänderungen ergänzen. Des weiteren ist erwähnenswert, dass die eigene<sup>48</sup> Nutzung von Informationsdivergenzen, die durch Analyse öffentlicher Informationen erarbeitet worden sind, gar nicht Regulierungstatbestand sein sollen, sondern die **Chancengleichheit beim Informationszugang** sicherzustellen ist (vgl. Bitz 1970, Hartmann 1999).

---

<sup>48</sup>Also ohne Verwendung im Sinne tertiärer Insider oder der Manipulation, s.o.

Regelungstechnisch ist daraus nicht nur eine komplette Meldepflicht aller einschlägigen Aktivitäten der genannten Akteure sinnvoll (z.B. also, wenn in eigenen oder auch nur in empfohlenen Anlageformen Kontrakte abgeschlossen bzw. Handel betrieben wurde), sondern in Verbindung mit einer signalhaften Sanktionierung vor allem eine Beweisverteilung, die im Zweifel der genannten Informationsasymmetrie genau entgegengesetzt ist. Dies gilt sinngemäß für mögliche **Interessenkonflikte im Informationsbereich**, die einen Primärmarktvertrag (Analysten, Ratingagentur, Journalisten, Emissionsbegleiter etc. in Verbindung mit einem Emittenten/Agenten) oder auch den Unterstützungs- und Empfehlungsprozess der Intermediäre umfassen (Research/Analysten, Händler etc. in Relation zur Beratung, Informationsweitergabe) und die regelungstechnisch und aktuell unter Begriffen wie Rules of conduct, Verhaltensregeln oder Wohlverhaltenregeln leider weitüberwiegend nur zirkulationsmarktbezogen diskutiert werden.

Es ist abschließend auch deutlich geworden, dass gleichzeitig die Verwaltungsrisiken im weiteren Sinne (Corporate Governance & Control) bei der Diskussion der Informationsrisiken mit einbezogen wurden; dies geschah nicht ganz überraschend, da aus Anlegersicht die untrennbare Verknüpfung (treuhänderische Verpflichtung etc.) zu diesen Risiken offensichtlich ist. Die aktuelle Corporate-Governance-Diskussion und regelungstechnische Ergebnisse sind also genau hier bei den Informations- Gestaltungs- und Betroffenheitsasymmetrien der Anleger zu integrieren, nicht separat zu führen und schon gar nicht nur auf (börsennotierte) Aktiengesellschaften zu beschränken.

## IV.2 Ausführungsrisiken

Im Unterschied zur bisherigen Diskussion der Anlegerrisiken und des Anlegerschutzes im Bereich der Informationsrisiken verengt sich der Fokus nun weitgehend auf den Zirkulationsmarkt. Entsprechend der Darstellung in Abbildung 6 bedeutet dies jedoch nicht, dass damit der Primärmarkt und – allgemeiner – Kontrakte außerhalb der Börse keine Rolle mehr spielen. Im Gegenteil, die Ausführungsrisiken im Zirkulationsmarkt werden durch diese mitbestimmt und die Überlegungen treffen sinngemäß für die außerbörsliche Realisation von Anlegerentscheidungen zu, z.B. im Rahmen einer Internalisierung.<sup>49</sup>

Ausgehend von den bereits weiter oben in Abschnitt III eingeführten Ausführungsrisiken können neben dem konkreten Verbot bestimmter Verhaltensweisen wie Kursschnitt, Mitlaufen, Gegendisposition und gezielter Nichtbedienung für alle an solchen Transaktionen beteiligten Akteuren auch Vorkehrungen getroffen werden, die unmittelbar in der Marktstruktur begründet sind. Dabei können zwei Ebenen unterschieden werden (vgl. z.B. Schmidt 1983):

- **Konkurrenzprinzip in den Handelsverfahren** (vgl. Abbildung 1 und die Ausführungen weiter unten) im Sinne eines indirekten Weges über Anreize, die die gemeinsamen Interessen der Zugangs- und PreisIntermediäre, Anleger und Emittenten (Listings) sowie Marktbetreiber betonen und teilweise damit verknüpft die

<sup>49</sup>Wie alt der Konflikt um die Frage Börsenzwang vs. intermediärinterne Kompensation schon ist, zeigt z.B. die Lektüre von Schmidt 1977. Vgl. in diesem Zusammenhang auch die Interessenkonflikte durch die Mehrfachrolle der Intermediäre in Oehler 2000b und die Diskussion um den Vorschlag einer neuen Wertpapierdienstleistungsrichtlinie der EU.

➤ **Ausgestaltung der Leistungen durch die Intermediäre selbst.**

In Ergänzung zur Kurzdarstellung auf der rechten Seite der Abbildung 1 können hinsichtlich eines Aktienmarktes die in Abbildung 7 aufgeführten Grundformen unterschieden werden (vgl. Heilmann/Läger/Oehler 2000).

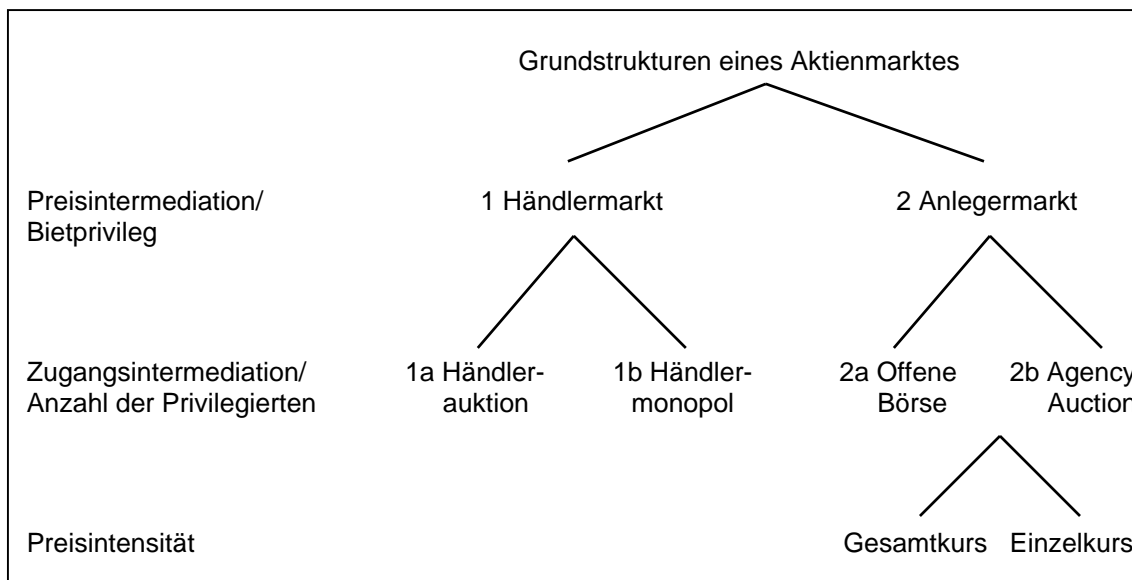


Abbildung 7: Intermediation und Privilegien in den Grundstrukturen eines Aktienmarktes<sup>50</sup>

Unterscheidet man Marktstrukturen<sup>51</sup> zunächst nach der Art der Preisintermediation, so lassen sich solche ohne und mit Bietprivilegien unterscheiden.

**Händlermärkte** sind dadurch gekennzeichnet, dass bestimmte Marktteilnehmer das ausschließliche Recht besitzen, Gebote für Finanztitel auf Kauf- und Verkaufsseite zu stellen. Je nach Anzahl der Privilegierten sind monopolistische (Händlermonopolmarkt) oder oligopolistische Strukturen (Händlerauktionsmarkt) differenzierbar.

**Anlegermärkte** sind dagegen dadurch charakterisiert, dass für die Handelsobjekte auf Kauf- und Verkaufsseite mehrere Wirtschaftssubjekte Gebote abgeben können, die zweiseitige Auktion also grundsätzlich ohne privilegierte Preisintermediäre zu Transaktionen führt. Wird jedoch der Zugang zugunsten von Zugangsintermediären (Banken, Broker) privilegiert, so wandelt sich der Grundtyp der offenen Börse, der via Elektronisierung gerade eine Renaissance erlebt, zum gegenwärtig in der Realität noch am häufigsten anzutreffenden Typ der Agency Auction, in der die Anleger sich bestimmter Agenten zur Gebotsabgabe bedienen müssen. Findet die Anlegerauktion grundsätzlich (sofern Gebote verfügbar sind) kontinuierlich statt, so stellt der Preis jedes einzelnen Abschlusses, der sog. Einzelkurs, das Auktions- oder Marktergebnis dar (Continuous trading). Bei diskreter Gestaltung zu festgelegten Zeitpunkten (im Abstand mehrerer Stunden) kommt ein Handel zum Gesamtkurs zustande, bei dem zur Einheitskursfeststellung alle Gebote im definierten Zeitfenster gesammelt werden (Call market).

Schmidt (1983) zeigt nun für die aus dem Auktionsprinzip abgeleiteten beiden Agency-Formen des Anlegermarktes (Einzelkurs, Gesamtkurs), dass durch Gegen-

<sup>50</sup>Heilmann/Läger/Oehler 2000.

<sup>51</sup>Vgl. die ausführliche Erörterung verschiedener Grundstrukturen in Schmidt 1970 und 1977 sowie in Schmidt/Küster Simic 2000.

überstellung des Auftragsbestandes zu einer Vielzahl von Akteuren bzw. Intermediären (Händlern, Maklern etc.), die voneinander rechtlich und wirtschaftlich unabhängig sind, mit hoher Wahrscheinlichkeit das für Anleger bestmögliche Ergebnis, d.h., der günstigste Kurs zustande kommt. Der jeweilige Kurs eines Titels wird in physischer oder virtueller Gegenwart vieler Intermediäre offen ausgehandelt, d.h., sie können in solchen kollektiven Verhandlungen durch niedrigere Verkaufsgebote oder höhere Kaufgebote in Konkurrenz zu anderen Akteuren treten (Double (oral) auction). Dadurch und durch die Substituierbarkeit der gehandelten Titel wird es eher unwahrscheinlich, dass beim Handel zu Einzelkursen die Preise nicht der Marktlage entsprechen, also nach Auffassung der Beteiligten zu hoch oder zu niedrig sind. Dieses Resultat wird grundsätzlich noch zuverlässiger beim Handel zu Gesamtkursen erreicht, in dem eine größere Zahl von Geschäften zu einem einzigen Kurs gleichzeitig abgeschlossen wird. In der Regel übersteigt zu jedem höheren (niedrigerem) Preis das Angebot (die Nachfrage) die Nachfrage (das Angebot). Das Angebot (die Nachfrage), welches (welche) zum Gesamtkurs realisiert wird, lässt sich also in diesem Volumen nicht zu einem höheren (niedrigerem) Preis unterbringen. Bis auf gewisse Angebots- oder Nachfrageüberhänge ist der Markt geräumt.

Es wird deutlich, dass in diesen Handelsverfahren, wie in der Regel auch bei Verfahren mit konkurrierenden Market Makern, deren Quotes (Spreads) ggf. gleichzeitig nach oben limitiert sind, grundsätzlich eine anlegerschützende Wirkung hinsichtlich ungünstiger Kurse erreicht wird.<sup>52</sup> Der jeweilige Marktorganisator oder Marktbetreiber kann hierfür prinzipiell selbst sorgen, wirksamer dürfte jedoch noch eine Konkurrenz dieser sein (zum Wettbewerb von Börsen vgl. z.B. Oehler 2000b und 2003 sowie Schmidt/Oesterhelweg/Treske 1997). Hinzu tritt die Anreizwirkung im Wettbewerb der Intermediäre, die Anlegern den Zugang zum Zirkulationsmarkt schaffen, z.B. in der Form des Ausführungsangebotes zum günstigsten Kurs im Vergleich mehrerer horizontal segmentierter Märkte (bspw. der deutschen Börsen). Allerdings ist aus Anlegersicht nicht das Eigeninteresse der Intermediäre zu unterschätzen, Arbitrage zu betreiben, d.h., eine risikolose interlokale Gegendisposition zu versuchen. Hieran zeigt sich, dass eine Kurspublizität ggf. stärker im Interesse der Zugangsintermediäre als im Interesse eines Marktbetreibers liegen dürfte, wenn Umsätze von einem Markt fernbleiben, da nicht mehr der Abschluss selbst, sondern nur Informationen über den angemessenen Kurs gefragt sind (vgl. Schmidt 1983).

Neben der erörterten Wahl der Handelsverfahren und der horizontalen Marktsegmente spielen auch die vertikalen Marktsegmente im Anlegerschutz eine Rolle. Der Hauptanlass einer solchen vertikalen Untergliederung liegt wohl ursprünglich in einer Differenzierung nach dem (täglichen) Umsatz der Titel, für die segmentweise die transaktionskostengünstigsten Verfahren zugeordnet werden, also z.B. für die umsatzstärksten Werte der fortlaufende Handel zu Einzelkursen und für die umsatzschwächsten Titel ein spezialisierter Intermediär (Makler oder Market-Maker/Betreuer). Die beschriebene Schutzwirkung des Auktionsprinzips wird bei sachgerechter Zuordnung forciert, muss aber natürlich für Anleger deutlich erkennbar sein. Meist werden solche Überlegungen dann noch mit einer Abstufung in der Zulassungsqualität verknüpft. Hierdurch und teilweise durch den im Eigeninteresse eines Marktorganistors zu Werbezwecken genutzten Segmentierungsgedanken (z.B. die Verknüpfung privatrechtlich und gesetzlich definierter Segmente) entsteht allerdings keine durchgängig nachvollziehbare „Sortierung“ für einen Anleger mehr, vielmehr ist die Trennkraft und

---

<sup>52</sup>In der Literatur ist umstritten, ob die Kosten der Sofortigkeit (Immediacy) in einem Market-Maker-Markt oder in einer fortlaufenden Auktion niedriger liegen; allerdings dürfte das Interesse der hier betrachteten privaten Anleger nicht primär auf den Sofortigkeitsservice gerichtet sein.

deren Transparenz gefährdet (vgl. für den deutschen Markt die mangelnde Trennkraft bei IPOs in Oehler/Rummer/Smith 2004).

Darüber hinaus verstärken empirische Befunde den Zweifel, dass eine Selbststeuerung via Wettbewerb der Marktbetreiber und der Zugangs- und Preisintermediäre dem Anlegerschutz nicht allein genügen können. Exemplarisch und abschließend sei zum einen an den Einfluss institutioneller Anleger auf die Kursbildung sowohl börslich als auch außerbörslich erinnert (für einen Überblick über den Stand der Literatur und für den deutschen Markt vgl. die aktuelle Studie von Oehler/Häcker 2004, die auch die Bedeutung der Eigenaktivität von amtlichen Kursmaklern (Skontroführern) eruiert). Zum anderen scheinen einige der gerade auch zum Schutz und in Konkurrenz arbeitenden Betreuer der elektronischen Handelsplattform Xetra der Deutsche Börse AG mit der Installation der sog. Quote Machines nicht nur massiv ihr Eigeninteresse verfolgt, sondern auch noch das vom Marktorganisor zur besseren Anlegerorientierung eingeführte Ratingsystem zur Qualitätsfeststellung der Intermediäre deutlich konterkariert zu haben, was auch an der vom Betreiber gewählten Form lag (vgl. z.B. Jacobi 2000a und 2000b). Schließlich ist es wohl auch um die „heilende“ Konkurrenzwirkung in der Ausführungspraxis der Zugangsintermediäre weniger gut bestellt, wie dies ein Bericht zur Praxis der Teilausführungen auf Xetra zeigt (vgl. Stiftung Warentest 2002).

## V Zusammenfassung

Auf der Basis der grundlegenden Begrifflichkeiten und Einordnungen in Abschnitt I wurde zunächst deutlich, dass in einer realitätsorientierten Perspektive Anleger als originäre Finanzmittelgeber in ihrer Rolle als Prinzipale oder Leistungsgläubiger Informations- Gestaltungs- und Betroffenheitsasymmetrien ausgesetzt sind und sie zudem unter beschränkter Rationalität und nicht etwa als „homo oeconomicus“ wahrnehmen und entscheiden, was den potentiellen Kontraktpartnern grundsätzlich als bekannt unterstellt werden kann.

Abschnitt II zeigt, dass diese Anleger Vertragspartner in einem Finanzsystem sind, welches durch ein Geflecht konkurrierender und komplementärer Finanzintermediärer geprägt ist. Dies gilt für alle Anlagebereiche, aber in besonderem Maße für den Wertpapierhandel, da hier zusätzlich ein hochorganisierter Zirkulationsmarkt existiert. Dies schärft den Blick dafür, dass die aus den drei Asymmetrien resultierenden Risiken für Anleger des Primär- oder Emissionsmarktes, nämlich die Informations- und die Verwaltungsrisiken (samt Erfüllungs- und Verwahrungsrisiken) durch die Ausführungsrisiken im Sekundär- oder Zirkulationsmarkt komplettiert werden (Abschnitt III). Beide „Märkte“ sind gleichermaßen und gemeinsam zu betrachten, da die Asymmetrien bzw. die Risiken aus Anlegersicht nicht unabhängig voneinander sind. Dies liegt sowohl in der Tätigkeit der Finanzintermediäre als auch in den Erfolgs- und Risikoteilungsregeln der geschlossenen Verträgen begründet. Entsprechend sind auch alle Intermediäre eines Finanzsystems in die Betrachtung mit einzubeziehen. Die Börse ist hier nur eine von vielen Intermediären, die in Konkurrenz oder komplementär in Intermediationsketten agieren.

Abschnitt IV widmet sich den zugehörigen Regelungsansätzen. Dabei wird aufbauend auf dem Ergebnis, dass Anleger als originäre Geldgeber aus Gründen des Informationsbedarfs (Suche und Bewertung von potentiellen Kontraktpartnern), der Betrags- und der Fristendivergenz sowie der Risikodivergenz die bekannten Leistungen der Finanzintermediäre regelmäßig in Anspruch nehmen, im Vergleich zu Vertragsbeziehungen im Konsum- und Investitionsgüterbereich eine grundlegende Lücke im Wissen und in der Expertise der Anleger angenommen, die sich in einer Suche



nach Unterstützung und Empfehlung einerseits in direkter Form durch Banken, Broker, Anlageberater sowie Informationsdienste oder Medien und andererseits in indirekter Form durch Investmentfonds, Pensionskassen oder Versicherungen artikuliert.

Es wird herausgearbeitet, dass im hier interessierenden Finanzdienstleistungsbereich bzw. im Wertpapierhandel in der Regel von Kontraktgütern als besonderen Vertrauensgütern auszugehen ist. Dies ist insofern bedeutsam, als damit die traditionelle ökonomische Argumentation, es sei ein Lernen durch Erfahrungen möglich (Trial-und-Error-Prozesse ebenso wie Erfahrungsaustausch) und daher im Wettbewerb um eine ausreichend große Menge erfahrener und informierter Kunden, die das Preis-Leistungs-Verhältnis kennen, ein Schutz Uninformierter automatisch gegeben, hier nicht zutrifft. Abgesehen davon sind Lernprozesse in diesem Kontext überhaupt schwer vorstellbar, wenn die Rückmeldungen bzw. die Gegenleistung stets ambiguitätsbehaftet bleiben. Aus Anlegersicht kann selbst ex post nicht zugeordnet werden, ob ein Erfolg (Misserfolg) auf die Informationen, die Unterstützung und Empfehlung, also auf eine sorgfältige und die Interessen des Anlegers berücksichtigende (auf eine inkompetente oder Eigeninteressen berücksichtigende) Leistung des Agenten oder Zufall zurückzuführen ist. Diese Problematik wird verstärkt durch die oben skizzierte eingeschränkte Rationalität der Anleger. Bereits schon in der Suche und Auswahl geeignet erscheinender Unterstützung und Empfehlung greifen heuristische Verhaltensweisen, die auch in der weiteren „Beurteilung“ der Leistungsergebnisse genutzt werden.

Das Wissen um solche Verhaltensmuster von Anlegern bzw. deren mangelnde Reflektionsmöglichkeiten bedeutet gleichzeitig einen entsprechenden Anreiz zur „Steuerung“ in Unterstützung und Empfehlung. Dabei steht dann weniger die Ermittlung und Berücksichtigung der Interessenlage der Anleger im Vordergrund, die diese zum Teil selbst ohne Hilfe in einer Risiko-Rendite-Welt nur bedingt artikulieren können, als die Interessenlage des Ratgebers und Informierenden, insbesondere unter Kosten- und Erlösgesichtspunkten, was dann bestenfalls zu Empfehlungen führt, die entgegen der eigentlichen Wortbedeutung des Ratgebens im wesentlichen Schlussfolgerungen aus Sicht des Intermediärs bzw. Informierenden und Beraters darstellen (Anleger werden dadurch zur „richtigen“ Schlussfolgerung „geleitet“). Zusammengefasst bedeutet dies, dass Anlegerschutz die potentiellen Interessenkonflikte der Prinzipal-Agenten-Beziehungen transparent offenzulegen und klar zu benennen hat, auch und besonders durch die Informierenden im Primärmarkt genauso wie durch die Intermediäre selbst und permanent dafür Sorge tragen muss, dass die Qualitätsstandards der Finanzdienstleistungen des Primär- und Sekundärmarktes gesteigert und transparent kommuniziert werden, wodurch u.a. auch das Problem adverser Selektion vermieden werden kann, wie es insbesondere aktuell immer wieder aus dem „grauen“ Markt bekannt wird.

Entsprechend wird gleichzeitig deutlich, dass aufgrund der Public-good-Problematik ein solcher wirksamer Schutz der Anleger im Bereich der Informationsrisiken nur durch staatliche Sanktionierung erreicht werden kann, da der marktliche Wettbewerb z.B. via Screening und Signalling u.a. mangels Wahrnehmungsmöglichkeit der Anleger (Kontraktgut) nicht (vollständig) funktioniert. Anlegerschutz wird also durch die Passung (Suitability) aller Informationen und Empfehlungen zur spezifischen Situation des privaten Anlegers erzielt. Diese umfasst dann nicht nur eine umfassende Information und Bewertung des gesamten verfügbaren Alternativenraums möglicher Anlagen hinsichtlich ihrer Qualität seitens des Intermediärs (Kennen der Alternativen), sondern auch die Verpflichtung, solches vor dem Hintergrund der Ausgangssituation, der Ziele, der Einstellungen und Verhaltensweisen sowie des Informationsstandes, der Kompetenz und der Erfahrung des Anlegers zu spezifizieren (Kennen des Anlegers) und da-

bei insbesondere jenseits des Eigeninteresses transparent für das jeweilige kundenspezifische Niveau die Empfehlungen mit allen Vorteilen und vor allem auch mit allen Bedenken und Nachteilen zu kommunizieren.

Dies hat unter der permanenten Annahme stattzufinden, dass Anleger sich grundsätzlich nicht allein darauf verlassen wollen (bzw. müssen), dass Kontraktpartner bzw. Intermediäre eine Kompetenz bezüglich der Alternativen und der Märkte haben, sondern vielmehr explizit oder implizit erwarten, dass die überlegene Kompetenz sich darauf bezieht, genau diejenigen Informationen und Alternativen zu „entdecken“, die zu den Bedürfnissen des einzelnen Anlegers passen. Ökonomisch betrachtet bedeutet dies nichts anderes, als dass auf diese Weise sichergestellt wird, dass die Präferenzen der Anleger mit den Märkten verbunden werden.

Eine besondere Herausforderung für die Informationsabgabe und vor allem für die Unterstützungs- und Empfehlungsprozesse von Intermediären besteht dabei u.a. darin, die aus ökonomischer Perspektive relativ klare Bewertung in Risiko/Rendite-Trade offs zu transformieren und dies nicht nur bei der Informationsabgabe und Empfehlung, sondern vor allem auch bei der Eruiierung der Anlegerpräferenzen. Diesbezüglich kann es daher im Rahmen eines professionellen Informations-, Beratungs- und oder Empfehlungsprozesses nicht genügen, in formaler Hinsicht Fragebögen ausfüllen und das Lesen von Broschüren unterschreiben zu lassen. Vielmehr muss u.a. für jedes gegebene Risikoniveau das vom einzelnen Anleger angestrebte Renditeniveau analysiert und bei Verletzung der notwendigen Risiko-Rendite-Relationen des Gesamtportfolios eines Anlegers ausdrücklich solche Alternativen als nicht passend abgelehnt werden. Dabei hat eine solche Vorgehensweise natürlich die kompletten potentiellen Transaktionskosten (Informations- und Realisationskosten) transparent und nachvollziehbar mit einzubeziehen.

Diese relativ streng erscheinenden, aber ökonomisch begründeten Anforderungen, entfalten nur dann ihre Wirksamkeit, wenn sämtliche mit einem Anleger potentiell im Primärmarkt und/oder Sekundärmarkt in Kontakt tretenden Informationsgeber und Kontraktpartner, also auch alle hier im weiteren Sinne als Finanzintermediäre bezeichneten Unternehmen bzw. Wirtschaftssubjekte, gegenüber einer zertifizierenden und kontrollierenden Institution die Fähigkeit zu einem solchen Vorgehen und stichprobenartig auch deren Umsetzung nachweisen müssen. Aufgrund der mehrfach erörterten hohen Bedeutung der Funktionsfähigkeit der Primär- und Sekundärmärkte einerseits und der überdeutlichen Asymmetrien allein schon im Informationsbereich zu Lasten der Anleger, verstärkt durch die auch den Anbietern bekannten Verhaltensmuster, andererseits, erscheint es gerechtfertigt, die Beweisverteilung und nachfolgend die straf- und zivilrechtliche Haftung bzw. die Schadensersatzregelungen mit der entgegengesetzten Asymmetrie zu fordern (und ergänzende Evidenz aus asymmetrischer Gestaltung und Betroffenheit).

In der aktuellen Diskussion steht immer wieder besonders der Insiderhandel und die Preismanipulation im Vordergrund. Auch wenn das große öffentliche Interesse wohl eher auf moralisch-ethische Kriterien wie Fairness zurückzuführen sein dürfte, so reichen schon allein ökonomische Überlegungen aus, um eine Regulierung zu begründen. Neben dem Aspekt der treuhänderischen Pflichtverletzung (beim Insider) kommt es schon im Primärmarkt, also auch ohne den markttypischen Handel im Zirkulationsmarkt, durch Insideraktivität zum Effekt der Fehlleitung von Käufen und Verkäufen im konkreten Einzelfall aufgrund der falschen Preiserwartung bzw. -einschätzung (im Vergleich zur Situation, in der die Insiderinformation unmittelbar bekannt ist). Ein Anleger hätte also dann in Kenntnis der Insiderinformation z.B. einen Kauf oder Verkauf gar nicht getätigt bzw. ein Halten einer Position nicht erwogen (in der Bestandshaltung bzw. im potentiellen Verkauf liegt dann wieder das als Verwaltungsrisiko bezeichnete

Problem). Zusätzlich ist das Phänomen der Verdrängung auf der Marktseite des Insiders zu beachten, welches sich am einfachsten in einem Auktionsmarkt bei einem Handel zum Gesamtkurs zeigen lässt.

Speziell im Falle eines Handels in Form des Zirkulationsmarktes, grundsätzlich aber auch im Primärmarkt, ist eine unmittelbare Konsequenz aus dem Verdacht eines Anlegers (Outsiders), es könnte zu einem Kontrakt bzw. Handelsabschluss mit einem Insider kommen, das einleuchtende Anliegen, nur mit anderen Outsidern abzuschließen, um den potentiellen Verlust zu vermeiden. Je nach konkreter Datenlage und Einzelsituation (Verlustwahrscheinlichkeit, Verlusterwartung) sowie der kognitiven Möglichkeiten ist entweder ein kompletter Geschäftsverzicht oder aber die Einpreisung einer Risikoprämie zu erwarten. Die mangelnde Liquiditätsbereitstellung wie auch die Diskontierung der Insidergefahr führt prinzipiell zu einer Erhöhung der Transaktionskosten für alle potentiellen Marktteilnehmer bzw. zu einer Verringerung der Handelsaktivität. Für Händlermärkte lässt sich empirisch eine Ausweitung des Spreads, d.h. der Spanne zwischen Kauf- und Verkaufspreis, zeigen, für Anlegermärkte ein sinngemäßes Verhalten.

Regelungstechnisch ist für die Chancengleichheit beim Informationszugang nicht nur eine komplette Meldepflicht aller einschlägigen Aktivitäten der genannten Akteure sinnvoll, sondern in Verbindung mit einer signalhaften Sanktionierung vor allem eine Beweisverteilung, die im Zweifel der genannten Informationsasymmetrie genau entgegengesetzt ist. Dies gilt sinngemäß für mögliche Interessenkonflikte im Informationsbereich, die einen Primärmarktvertrag (Analysten, Ratingagentur, Journalisten, Emissionsbegleiter etc. in Verbindung mit einem Emittenten/Agenten) oder auch den Unterstützungs- und Empfehlungsprozess der Intermediäre umfassen (Research/Analysten, Händler etc. in Relation zur Beratung, Informationsweitergabe) und die regelungstechnisch und aktuell unter Begriffen wie Rules of Conduct, Verhaltensregeln oder Wohlverhaltenregeln leider weitüberwiegend nur zirkulationsmarktbezogen diskutiert werden.

Es ist abschließend auch deutlich geworden, dass gleichzeitig die Verwaltungsrisiken im weiteren Sinne (Corporate Governance & Control) bei der Diskussion der Informationsrisiken mit einbezogen werden müssen; dies ist nicht ganz überraschend, da aus Anlegersicht die untrennbare Verknüpfung (treuhänderische Verpflichtung etc.) zu diesen Risiken offensichtlich ist. Die aktuelle Corporate-Governance-Diskussion und regelungstechnische Ergebnisse sind also genau hier bei den Informations-Gestaltungs- und Betroffenheitsasymmetrien der Anleger zu integrieren und nicht separat zu führen. Dies gilt sinngemäß für die Ausführungsrisiken, bei denen das Konkurrenzprinzip in den Handelsverfahren und zwischen den Intermediären zwar grundsätzlich geeignet erscheint, Anlegerrisiken zu begrenzen, jedoch die aktuelle Ausgestaltung horizontaler und vertikaler Marktsegmentierung sowie empirische Befunde den Zweifel verstärken, dass eine Selbststeuerung via Wettbewerb der Marktbetreiber und der Zugangs- und Preisintermediäre dem Anlegerschutz nicht allein genügen können (Preiseinfluss institutioneller Anleger, Quote Machines, Gebühren für Teilausführungen auf Xetra etc.).

## Literatur

- Akerlof, G.A., 1970, The Market for „Lemons“, Quarterly Journal of Economics 84, 488-500
- Allen, F. / Santomero, A.M., 1997, The Theory of Financial Intermediation, Journal of Banking & Finance 21, 1461-1485
- Alvarez, M. / Wotschofsky, S., 1999, Das Publizitätssystem börsennotierter Unternehmen, bilanz & buchhaltung, 418-421
- Barber, B.M. / Odean, T., 2000, Trading Is Hazardous to Your Wealth, Journal of Finance 55, 773-806
- Barberis, N. / Thaler, R., 2002, A Survey of Behavioral Finance, Working Paper 9222, NBER
- Benston, G.J. / Smith, C.W., 1976, A Transactions Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation, Journal of Finance 31, 215-231
- Bienert, H., 1996, Der Marktprozeß an Aktienbörsen, Gabler, Wiesbaden
- Bitz, M., 1970, Das Insider-Problem und die Empfehlungen der Börsenreformkommission, Blätter für Genossenschaftswesen 116, 409-413
- Bitz, M., 2002, Finanzdienstleistungen, 5. A., Oldenbourg, München
- Fama, E.F., 1970, Efficient Capital Markets, Journal of Finance 25, 383-417
- Fisher, K.L. / Statman, M., 1997, Investment Advice from Mutual Fund Companies, Journal of Portfolio Management 24, 9-25
- Hartmann, J., 1999, Juristische und ökonomische Regelungsprobleme des Insiderhandels, Lang, Frankfurt et al.
- Heilmann, K. / Läger, V. / Oehler, A., 2000, Informationsaggregation, Insiderhandel und Liquidität in experimentellen Call Markets, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 12, 2000, 361-371
- Horn, N., 1997, Die Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 9, 139-152
- Hu, J. / Noe, T.H., 2001, Insider Trading and Managerial Incentives, Journal of Banking & Finance 25, 681-716
- Jacobi, R. 2000a, Banken täuschen Anleger mit unrealistischen Kursen, Süddeutsche Zeitung, 24. August, 30
- Jacobi, R., 2000b, Missbrauch auf der Handelsplattform Xetra, Süddeutsche Zeitung, 26./27. August, 32
- Jungermann, H., Advice Giving and Taking, Proceedings of the 32<sup>nd</sup> Hawaii International Conference on System Sciences
- Krausz, M. / Paroush, J., 2002, Financial Advising in the Presence of Conflict of Interests, Journal of Economics and Business 54, 55-71
- Kürsten, W., 2000, „Shareholder Value“ – Grundelemente und Schief lagen einer polit-ökonomischen Diskussion aus finanzierungstheoretischer Sicht, Zeitschrift für Betriebswirtschaft 70, 359-381
- Kürsten, W., 2001, Stock Options, Managersentscheidungen und (eigentliches) Aktionärsinteresse – Korrekturbedarfe einer fehlgeleiteten Diskussion um „anreizkompatible“ Vergütungsdesigns, Zeitschrift für Betriebswirtschaft 71, 249-270

- Manne, H.G., 1966, *Insider Trading and the Stock Market*, New York et al.
- Maug, E., 2000, *Insider Trading Legislation and Corporate Governance*, Working Paper, Duke University
- Noll, B., 1997, Das neue Wertpapierhandelsgesetz, *Wirtschaftswissenschaftliches Studium* 26, 618-624
- Oehler, A., 1990, Die Akzeptanz der technikgestützten Selbstbedienung im Privatkundengeschäft der Universalbanken, Poeschel, Stuttgart
- Oehler, A., 1995, Die Erklärung des Verhaltens privater Anleger - Theoretischer Ansatz und empirische Analysen, Poeschel, Stuttgart
- Oehler, A., 1998, Analyse des Verhaltens privater Anleger; in: Kleeberg, J. / Rehkugler, H. (Hrsg.), *Handbuch des Portfoliomanagement*, Uhlenbruch, Bad Soden, 71-110
- Oehler, A., 2000a, Behavioral Finance - Theoretische, empirische und experimentelle Befunde unter Marktrelevanz, *BankArchiv* 48, 978-989
- Oehler, A., 2000b, Wertpapierbörsen im Wettbewerb – eine ökonomische Analyse, *Sparkasse* 117, 351-357
- Oehler, A., 2000c, Das europäische Finanz- und Börsenwesen – Strukturveränderungen und Entwicklungstendenzen, *Wirtschaftsforum Berlin*, Ring, Berlin, 16-28
- Oehler, A., 2002, Behavioral Finance, verhaltenswissenschaftliche Finanzmarktforschung und Portfoliomanagement; in: Kleeberg, J. / Rehkugler, H. (Hrsg.), *Handbuch des Portfoliomanagement*, 2. Aufl., Uhlenbruch, Bad Soden, 843-870
- Oehler, A., 2003, Zur Makrostruktur von Finanzmärkten — Börsen als Finanzintermediäre im Wettbewerb; in: BAFIFO — Bank- und Finanzwirtschaftliche Forschung, Nr. 22, Diskussionsbeiträge des Lehrstuhl für BWL, insbes. Finanzwirtschaft, Universität Bamberg, Oktober
- Oehler, A., 2004a, Retail Banking – Status quo und Entwicklungsperspektiven; in: BAFIFO — Bank- und Finanzwirtschaftliche Forschung, Nr. 27, Diskussionsbeiträge des Lehrstuhl für BWL, insbes. Finanzwirtschaft, Universität Bamberg, März
- Oehler, A., 2004b, „Hast Du schon oder gehst Du noch?“ Zur Wechselbereitschaft zufriedener Bankkunden, *Sparkasse* 121, 86-94
- Oehler, A., 2004c, „Only you“? — Marktanteile und Migration im Privatkundengeschäft Erhebliche Unterschiede zwischen den Bankengruppen, *BankArchiv* 52
- Oehler, A., 2004d, Anlegerschutz in einem markt- und intermediärbasierten System – Eine Analyse im Lichte der Neuen Institutionenökonomik, der Theorie der Finanzintermediation und der Behavioral Economics & Finance; in: BAFIFO — Bank- und Finanzwirtschaftliche Forschung, Nr. 28, Diskussionsbeiträge des Lehrstuhl für BWL, insbes. Finanzwirtschaft, Universität Bamberg, März
- Oehler, A. / Häcker, M., 2004, Kurseinfluss mittlerer und großer Transaktionen am deutschen Aktienmarkt, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 74, Mai (in press)
- Oehler, A. / Heilmann, K. / Läger, V. / Oberländer, M., 2003, Coexistence of Disposition Investors and Momentum Traders in Stock Markets: Experimental Evidence, *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money* 13, 503-524
- Oehler, A. / Rummer, M. / Smith, P.N., 2004, IPO Pricing and the Relative Importance of Investor Sentiment – Evidence from Germany; in: BAFIFO — Bank- und Finanzwirtschaftliche Forschung, Nr. 26, Diskussionsbeiträge des Lehrstuhl für BWL, insbes. Finanzwirtschaft, Universität Bamberg, Februar

- Oehler, A. / Unser, M., 2002, Finanzwirtschaftliches Risikomanagement, 2. Aufl., Springer, Berlin et al.
- Oehler, A. / Voit, M., 1999, Informationsökonomische Aspekte des Bond-Rating, BankArchiv 47, 968-974
- Pirrong, C., 1995, The Self-Regulation of Commodity Exchanges: The Case of Market Manipulation, Journal of Law and Economics 38, 141-206
- Pirrong, C., 1999, A Theory of Financial Exchange Organization, Working Paper, Washington University
- Pirrong, C., 2000, Technological Change, For Profit Exchanges, and Self-Regulation in Financial Markets, Working Paper, Washington University
- Pirrong, C., 2001, Third Markets and the Second Best, Working Paper, Washington University
- Pritchard, A.C., 2003, Self-Regulation and Securities Markets, Regulation, Spring, 32-39
- Schmidt, H., 1970, Börsenorganisation zum Schutz der Anleger, Mohr, Tübingen
- Schmidt, H., 1977, Bericht über die Untersuchung „Vorteile und Nachteile eines integrierten Zirkulationsmarktes für Wertpapiere gegenüber einem gespaltenen Effektenmarkt“, Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Kollektion Studien, Reihe Wettbewerb – Rechtsangleichung, Nr. 30, Brüssel
- Schmidt, H., 1983, Marktorganisationsbestimmte Kosten und Transaktionskosten als börsenpolitische Kategorien, Kredit und Kapital 16, 184-204
- Schmidt, H. / Küster Simic, A.K., 2000, Zur Theorie der Geld-Brief-Spanne auf Anlegerauktionsmärkten: Der Einfluß der Orderbuchtransparenz auf die Abschlußunsicherheit, Kredit und Kapital, Sonderheft 15
- Schmidt, H. / Oesterhelweg, O. / Treske, K., 1997, Der Strukturwandel im Börsenwesen, Kredit und Kapital 30, 369-411
- Schneider, J., 1998, Kapitalmarktrechtlicher Anlegerschutz und Internationales Privatrecht, Lang, Frankfurt et al.
- Stiftung Warentest, 2002, Doppelt abkassiert, Finanztest, Heft 5, 34
- Voit, M., 2002, Plattformstrategien im Retail-Banking, DUV, Wiesbaden