

MITTELSTÄNDISCHE UNTERNEHMEN UND BÖRSE. EINE RECHTSVERGLEICHENDE BETRACHTUNG

Theodor Baums, Osnabrück

- I. Einführung

- II. Der Markt für Beteiligungen an mittelständischen Unternehmen
 - 1. Aufgaben eines organisierten Kapitalmarkts
 - 2. Institutionelle Hindernisse
 - 3. Schwächen des "Geregelten Markts"

- III. Der "Alternative Investment Market" in London
 - 1. Das bisherige Zweite Marktsegment
 - 2. Die Reaktion durch Einrichtung des AIM
 - 3. Zulassungsvoraussetzungen und Publizitätspflichten
 - 4. Der Berater ("nominated adviser")
 - 5. Der Handel am AIM
 - 6. Der Liquiditätshändler ("nominated broker")
 - 7. Sonstige unterstützende Maßnahmen

- IV. Schlußfolgerungen

I. Einführung

Der Eigenkapitalmangel vieler deutscher mittlerer und kleiner Unternehmen¹ wird seit langem beklagt². Insbesondere junge, innovative und damit besonders risikobehaftete Unternehmen besitzen mangels ausreichender Sicherheiten oft nur begrenzten Zugang zu Fremdkapital, können in der Anlaufphase keine ausreichenden Innenfinanzierungsmittel erwirtschaften und haben außerdem in dieser Zeit häufig Verluste zu tragen, die nur durch ausreichendes Risikokapital aufgefangen werden können. Eine unzulängliche Ausstattung mit Eigenkapital stellt in solchen Fällen ein entscheidendes Investitionshemmnis sowie eine Beeinträchtigung der Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen dar und kann somit den Strukturwandel und das Wachstum der Volkswirtschaft behindern³. Dem steht auf seiten der Anleger gegenüber, daß in Deutschland ein im internationalen Vergleich auffallend geringer Prozentsatz der privaten Ersparnisbildung

unmittelbar in Unternehmensbeteiligungen gelenkt wird⁴. Nun besagt der Befund, daß Privatinvestoren sich von einer unmittelbaren Anlage in Risikokapital zurückhalten, noch nichts für ein entsprechend knappes Angebot, da diese Aufgabe auch von Finanzintermediären übernommen werden kann, die Anlegergelder in Aktien oder Beteiligungen transformieren. Hierzu gehören vor allem Kreditinstitute, Versicherungen, Aktienfonds sowie Kapital- und Unternehmensbeteiligungsgesellschaften. Aber diese Transformation mag ebenfalls eingeschränkt sein, z. B. durch restriktive Anlagevorschriften, ungünstige steuerliche Behandlung oder sonstige prohibitive Kosten. Die folgenden Bemerkungen beschäftigen sich nicht mit der Berechtigung solcher Restriktionen und der Leistungsfähigkeit dieser Finanzintermediäre, sondern unmittelbar mit dem Markt für Beteiligungstitel an mittelständischen Unternehmen selbst.

Der nächste Abschnitt (II.) stellt nochmals kurz die bekannten wesentlichen Beschränkungen für diesen Markt zusammen und geht dabei insbesondere auf die derzeitige börsenrechtliche Regulierung und die Kritik hieran ein. Dem folgt eine rechtsvergleichende Darstellung des jüngst an der Londoner Börse eingerichteten "Alternative Investment Market" (III.). Die Betrachtung schließt dann mit der Frage, ob sich aus dem englischen Beispiel Anregungen für die Organisation des deutschen Marktes für Beteiligungen an mittelständischen Unternehmen ergeben (IV.).

II. Der Markt für Beteiligungen an mittelständischen Unternehmen

1. Aufgaben eines organisierten Kapitalmarkts

Der Markt für Unternehmensbeteiligungen (Aktien und sonstige Eigenkapitalbeteiligungen) kann in einen Emissionsmarkt (Primärmarkt) und einen Zirkulationsmarkt (Sekundärmarkt) untergliedert werden⁵. Am Emissionsmarkt beschafft sich das Unternehmen durch die Ausgabe von Anteilen Kapital; der Zirkulationsmarkt gibt den Gesellschaftern und Anlegern die Möglichkeit, ihre Beteiligungen zu verkaufen bzw. zu kaufen. Dabei ist das Bestehen und Funktionieren eines Sekundärmarktes auch für den Primärmarkt von Bedeutung, da die Möglichkeit, einmal erworbene Anteile an einem liquiden Markt zu einem im Markt gebildeten Preis ohne weiteres veräußern zu können, auch die Kapitalkosten für das Unternehmen selbst senkt. Dies leitet bereits über zu den Aufgaben eines organisierten Marktes für Unternehmensbeteiligungen: Ohne einen entsprechend organisierten Markt (Börse) und ohne die Vermittlung durch Fi-

finanzintermediäre muß sich das kapitalnachfragende Unternehmen Risikokapitalgeber selbst suchen. Potentiellen Investoren stellt sich die Frage nach der Bewertung der angebotenen Beteiligung, ihrer Ertragsaussichten und Risiken. Wegen Fehlens eines Marktpreises muß eine individuelle Bewertung vorgenommen werden. Hinzu kommt das Risiko, wegen Fehlens eines organisierten Sekundärmarkts die Beteiligung u. U. nur schwer wieder veräußern zu können u.a.m. Insgesamt entstehen also bei Fehlen eines organisierten Emissions- und Zirkulationsmarktes hohe und u. U. prohibitive Informations- und Transaktionskosten⁶. Dabei ist das Bestehen effizienter Primär- und Sekundärmarkte nicht nur für Unternehmen und private Investoren, sondern auch für die Finanzintermediäre (institutionelle Investoren) von großer Bedeutung. Beide Systeme - effiziente organisierte Kapitalmärkte und Transformation durch Finanzintermediäre - substituieren zwar zum Teil einander, schließen sich aber nicht gegenseitig aus, sondern ergänzen sich.

2. *Institutionelle Hindernisse*

a) Der deutsche organisierte Markt für Risikokapital ist sowohl hinsichtlich seiner Größe als auch hinsichtlich seiner Finanzierungsleistung im internationalen Vergleich unterentwickelt. Ende 1993 waren an den deutschen Wertpapierbörsen (Amtlicher Handel, Geregelter Markt und Freiverkehr) insgesamt 664 Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von rd. 800 Mrd. DM notiert⁷. Das entspricht einer Gesamtbörsenkapitalisierung von etwa 28 % des Bruttosozialprodukts. Im Vergleich dazu waren im selben Zeitpunkt in Großbritannien 1865 inländische Unternehmen börsennotiert mit einer Marktkapitalisierung von 2 056 Mrd. DM; das entspricht einer Gesamtbörsenkapitalisierung von 128 % des Bruttosozialprodukts⁸. Neuemissionen spielen erst in jüngster Zeit wieder eine wachsende Rolle⁹; für die Jahre 1991 - 1993 lag ihr Anteil bei ca. 10 % des Gesamtbetrages des über die Börse aufgenommenen Kapitals¹⁰. Daß die Börse in Deutschland insbesondere für die Kapitalisierung junger Unternehmen bisher keine nennenswerte Bedeutung erlangen konnte, zeigt sich auch am durchschnittlichen Alter der Neuemissionskandidaten: Es lag in den USA und in Großbritannien zwischen 1987 und 1994 bei rund vierzehn bzw. acht Jahren, in Deutschland dagegen bei durchschnittlich 55 Jahren¹¹.

b) Ein wesentliches institutionelles Hindernis für die Entwicklung des organisierten Kapitalmarkts auch für kleinere Unternehmen ist nach wie vor im *Gesellschaftsrecht* zu sehen. An der

Börse können nur in Wertpapieren verbriefte Unternehmensbeteiligungen (Aktien), nicht dagegen GmbH- oder KG-Anteile zugelassen und gehandelt werden (§§ 38, 71, 78 BörsG). Frühere Vorschläge, auch GmbH- und KG-Anteile handelbar zu machen¹², hat der Gesetzgeber nicht aufgegriffen. In die Aktiengesellschaft mögen aber viele Unternehmen nicht wechseln¹³: Wegen ihrer Satzungsstrenge (§ 23 Abs. 5 AktG), der Unabhängigkeit des Vorstands (§ 76 AktG), des mit dieser Gesellschaftsform verbundenen Rechtsformaufwandes und - bis zum Gesetz über die kleine AG¹⁴ - der weiterreichenden Mitbestimmung der Arbeitnehmer. Das Gesetz über die kleine AG hat hier zwar einige Erleichterungen gebracht¹⁵, die freilich gerade für die börsennotierte AG z. T. entweder praktisch keine Rolle spielen oder ausdrücklich für sie nicht gelten¹⁶.

c) *Steuerliche Nachteile* beim Going Public treten hinzu. Der Gang an die Börse führt für die ursprünglichen Anteilseigner u. U. zu einer deutlichen Erhöhung der Vermögen- und Erbschaftsteuer, da nunmehr der Börsenkurs als Bemessungsgrundlage herangezogen wird¹⁷.

d) Ein wesentliches Hindernis für den Zutritt zum organisierten Kapitalmarkt dürfte sodann in der *Zurückhaltung der Emissionsbanken* liegen, junge und kleinere Unternehmen an die Börse zu bringen¹⁸. In der Regel werden als Gründe hierfür das Risiko des "Sitzenbleibens" auf der Emission, das Reputationsrisiko für das Emissionshaus und das Prospekthaftungsrisiko genannt¹⁹. Diese Risiken können freilich in ähnlicher Weise auch Emissionshäuser auf den anglo-amerikanischen Kapitalmärkten, die durch wesentlich lebhaftere Primärmärkte und Emissionen auch von kleineren Unternehmen geprägt sind, treffen²⁰. Für die bisherigen Verhältnisse in Deutschland muß in Rechnung gestellt werden, daß die im Emissionsgeschäft tätigen Institute als Universalbanken naturgemäß geringere Anreize zu einem Ausbau des Emissionsgeschäfts haben als auf das Wertpapiergeschäft beschränkte Spezialinstitute. Die zur Belebung des Wettbewerbs 1987 eingefügte Vorschrift des Börsengesetzes (§ 71 Abs. 2 S. 3 BörsG), daß im Ge-regelten Markt neben Kreditinstituten auch andere Unternehmen (z. B. Versicherungen, Wirtschaftsprüfer) als Emissionsbegleiter auftreten dürfen, hat keine praktische Bedeutung erlangen können²¹. Außerdem sind die Marktzutrittsschranken für Wertpapierhandelshäuser, die für ihr Effektengeschäft²² nach deutschem Bankaufsichtsrecht einer Erlaubnis als Kreditinstitut bedürfen, hoch. Diese Verhältnisse auf dem Emissionsmarkt dürften auch die von den meisten Emissionsbanken an emissionswillige Unternehmen angelegten restriktiven Kriterien der Börsenreife erklären²³.

3. Schwächen des "Geregelten Marktes"

Dies leitet bereits über zu den Defiziten des "Geregelten Marktes" (vgl. §§ 71 ff. BörsG) selbst, dem Marktsegment, das nach der erklärten Absicht des Gesetzgebers vor allem kleineren und mittleren Unternehmen die Eigenkapitalfinanzierung über eine überwachte organisierte Markteinrichtung ermöglichen sollte²⁴.

a) Seit Anfang der achtziger Jahre wurden an mehreren europäischen Börsenplätzen (Großbritannien²⁵, Frankreich, Italien, Niederlande) besondere Segmente für kleinere Unternehmen eingerichtet. Man wollte vor allem mittelständischen Unternehmen den Gang an die Börse erleichtern. Die zunächst positiven Erfahrungen der anderen Börsen führten dazu, auch in Deutschland zum 1. Mai 1987 als neues Segment den "Geregelten Markt" einzurichten, der an die Stelle des "Geregelten Freiverkehrs" trat²⁶. Anders als im Amtlichen Handel sind die Zulassungsvoraussetzungen für den Geregelten Markt nicht im Börsengesetz enthalten, sondern werden in der Börsenordnung der jeweiligen Börse geregelt (§ 72 Abs. 1 BörsenG). Dadurch sollte eine größtmögliche Flexibilität bei der Ausgestaltung der Zulassungsbedingungen²⁷ erreicht und mittleren und kleineren Unternehmen der Zugang an die Börse erleichtert werden.

Ende 1993 waren an den deutschen Wertpapierbörsen 143 inländische Aktiengesellschaften mit einer Börsenkapitalisierung von rund 20 Mrd. DM am Geregelten Markt notiert²⁸. Damit werden derzeit etwas über ein Fünftel aller börsennotierten deutschen Aktiengesellschaften im Geregelten Markt gehandelt. Gemessen an der gesamten Börsenkapitalisierung entspricht dies jedoch nur rund 2,5 % des gesamten Aktienmarkts; der Anteil ist gegenüber den Vorjahren sogar rückläufig²⁹. Auf einen ähnlich großen Anteil kommen eine Reihe der im Amtlichen Handel notierten großen DAX-Gesellschaften allein³⁰. Die Festbesitzquote beträgt bei den im Amtlichen Handel notierten Gesellschaften 44 %, im Geregelten Markt liegt sie dagegen bei über 60 %³¹, in Einzelfällen liegt sie sogar bei bis zu 98 %³². Als *Primärmarkt* hat sich der Geregelte Markt im Vergleich zum Amtlichen Handel zwar relativ³³ bewähren können: Seit 1987 sind bis Ende 1994 insgesamt 77 Gesellschaften als Börsenneulinge am Geregelten Markt eingeführt worden, im Amtlichen Handel 50, freilich mit einem größeren Emissionsvolumen³⁴. Als *Sekundärmarkt* leidet der Geregelte Markt dagegen an der Konzentration des Handels auf die um-

satzstarken Standardwerte und der damit verbundenen "Austrocknung" der Märkte für Neben- und Spezialwerte. Die Umsatztätigkeit und die Liquidität ist bei vielen Werten stark eingeschränkt: Nahezu 100 % des durchschnittlichen täglichen Umsatzvolumens von rd. DM 4,9 Mrd. werden im Amtlichen Handel erzielt³⁵; an einzelnen Börsentagen kommen bei fast der Hälfte aller am Geregelteten Markt gehandelten Werte keine Umsätze zustande³⁶.

b) Der Umstand, daß der Geregeltete Markt eine größere Bedeutung und ein eigenständiges Profil als Börsensegment für die Kapitalbeschaffung und den Handel mit Anteilen an Wachstums- und Innovationsunternehmen nicht hat gewinnen können, hat sicher eine Reihe von Gründen. Einige sind bereits oben erwähnt worden³⁷. Daneben gibt es aber auch Gründe, die speziell mit den besonderen Marktgegebenheiten für solche Werte, der geringen Anzahl ausstehender Aktien und den hohen Festbesitzanteilen zusammenhängen. Sie führen zu - im Vergleich zu Standardwerten - höheren Informations- und Transaktionskosten, was von den Investoren selbstverständlich antezipiert und ihren Entscheidungen zugrunde gelegt wird:

Informationskosten entstehen für den Investor zunächst durch den Arbeits- und Zeitaufwand für die Informationsbeschaffung. Für am Geregelteten Markt eingeführte Wachstums- und Nebenwerte besteht aber, im Vergleich zum Amtlichen Handel, von vornherein nur eine reduzierte Publizitätspflicht³⁸. Sodann läßt die niedrige Umsatzaktivität das Angebot an detaillierten Unternehmensanalysen zurückgehen, da Banken und Investmenthäuser die Kosten einer ständigen Informationsbeschaffung und -verarbeitung in diesen Titeln ("Research") mit abnehmender Nachfrage zunehmend weniger decken können³⁹. Dies schränkt nach Art eines Rückkopplungseffektes wiederum die Liquidität des Marktes ein⁴⁰.

Transaktionskosten und -risiken entstehen ebenfalls infolge der geringen Liquidität und des hohen Festbesitzanteils in den betreffenden Unternehmen. Im einzelnen kann sich die daraus resultierende geringe Liquidität in folgenden Nachteilen, die von den Marktteilnehmern antezipiert werden, niederschlagen⁴¹:

- Wartezeiten bei Ausführung einer größeren Order infolge geringer Umsätze können den Investor Kursänderungsrisiken aussetzen.

- Die jederzeitige Liquidierbarkeit einer Position ist bei stark unregelmäßigen Umsätzen nicht ohne weiteres jederzeit gewährleistet. Dadurch wird die Planung und Strukturierung des Portfolios institutioneller Investoren erschwert.
- Durch plötzliche Unternehmens- und Marktinformationen verursachte Transaktionen können zu überproportionalen Kursveränderungen führen und dadurch eine hohe, vom Gesamtmarkt unabhängige Eigenvolatilität der betreffenden Werte bewirken.
- Um Angebots- und Nachfrageüberhänge auszugleichen, können sich Spannen zwischen den Geld- und Briefkursen ergeben.

Eine Reform, die die Schaffung eines funktionsfähigen, effizienteren und breiteren organisierten Marktes für Beteiligungskapital für mittelständische Unternehmen zum Ziel hat, muß, abgesehen von den eingangs geschilderten institutionellen Hindernissen, vor allem auf eine Senkung der geschilderten Informations- und Transaktionsrisiken und -kosten bedacht sein. Jüngst ist an der Londoner Börse der "Alternative Investment Market" eingerichtet worden, der eben dieses Ziel, Schaffung eines effizienten besonderen Marktes für kleinere Unternehmen, durch besondere Vorkehrungen erreichen und den bisher dort bestehenden "Unlisted Securities Market" ablösen soll. Für die weitere rechtspolitische Debatte dürfte ein Blick auf die dort entwickelte Struktur daher hilfreich sein.

III. Der "Alternative Investment Market" in London

1. Das bisherige Zweite Marktsegment

a) Bis 1980 gab es an der Londoner Börse nur den offiziellen Markt ("Full Market" oder "Listed Market"). Ende 1980 faßte die Börse dann den Entschluß, dem ein zweites Marktsegment, den "Unlisted Securities Market" (USM), an die Seite zu stellen, das insbesondere für die Kapitalaufnahme und den Handel mit Aktien kleiner und mittlerer Unternehmen bestimmt war⁴². Die Zulassungsanforderungen wurden gegenüber einem "full listing" deutlich reduziert⁴³. In den ersten Jahren entwickelte sich dieses Marktsegment denn auch vielversprechend: Bis 1989 stieg die Zahl der im USM gehandelten Gesellschaften auf 448 mit einer Marktkapitalisierung

von knapp 9 Mrd. Pfund. Der USM hatte damit 1989 einen Anteil von rund 2 % des gesamten britischen Aktienmarktes erreicht⁴⁴.

Zusätzlich wurde 1987 der "Third Market" als drittes Börsensegment insbesondere für junge Venture-Unternehmen eröffnet, die selbst den Anforderungen des USM nicht genügten. Dieses Marktsegment mußte jedoch bereits Ende 1990 wieder geschlossen werden⁴⁵.

Aber auch der USM hat seit 1989 zunehmend an Bedeutung verloren; Ende September 1995 wurden nur mehr rund 200 Unternehmen dort gehandelt⁴⁶. Aufgrund der negativen Entwicklung sah sich die Börse veranlaßt, bis zum Jahresende 1996 dieses Marktsegment zu schließen. Anstelle dessen wurde Mitte 1995 der "Alternative Investment Market" eröffnet, an den u. a. auch die bisher am USM gehandelten Unternehmen überwechseln können.

b) Es werden mehrere Gründe für den Mißerfolg des bisherigen USM genannt⁴⁷: Der Börsencrash im Oktober 1987, die weiteren starken Kursrückgänge zwei Jahre später und die anschließende konjunkturelle Entwicklung hätten die kleineren Werte besonders betroffen. Erfolgreichere Unternehmen seien in den offiziellen Handel übergewechselt, aber nicht im selben Umfang durch nachwachsende Unternehmen ersetzt worden. Sodann habe die Herabsetzung der Zulassungsvoraussetzungen für den offiziellen Handel infolge der EG-Zulassungsrichtlinie die zuvor bestehende deutliche Abstufung der beiden Marktsegmente eingeebnet⁴⁸. Infolgedessen sei ein "full listing" am offiziellen Markt mit dem damit verbundenen Reputationsgewinn nunmehr von Unternehmen angestrebt worden, die zuvor für den USM in Frage gekommen wären. Weitere Gründe werden in der wachsenden Bedeutung passiver Portfolio-Management-Strategien und der zunehmenden Nutzung derivativer Finanzinstrumente gesehen, die generell die Standardwerte begünstigen und zu einem Austrocknen der Nebenmärkte führen. Schließlich hätten viele Banken und Broker aus Rationalisierungsgründen ihre Research- und Handelsaktivitäten zunehmend auf die Standardwerte und einige umsatzstarke Nebenwerte beschränkt⁴⁹.

2. *Die Reaktion durch Einrichtung des AIM*

Mit der Einrichtung und Eröffnung des "Alternative Investment Market" Mitte Juni 1995 versucht die Londoner Börse, den geschilderten Problemen des bisherigen organisierten Zweitmarkts mit Hilfe eines Bündels verschiedener gezielter Maßnahmen beizukommen. Diese Maßnahmen betreffen erleichterte Zulassungsvoraussetzungen, Änderungen im Handel, in der Informationsaufbereitung sowie steuerliche Aspekte⁵⁰. Ergänzend ist derzeit die Einführung eines besonderen AIM-Index geplant, eine besonders für Fondsmanager und Großinvestoren bedeutsame Maßnahme⁵¹.

Selbstverständlich ist es im gegenwärtigen Zeitpunkt für eine Beurteilung, ob dem AIM mehr Erfolg beschieden sein wird als seinem Vorläufer, noch zu früh. Derzeit (Ende 1995) sind allerdings - ein halbes Jahr nach Eröffnung - bereits 116 Unternehmen am AIM notiert (am seit 1987 bestehenden Geregelteten Markt in Deutschland: 154⁵²) mit einer Gesamtmarktkapitalisierung von 2,2 Mrd. Pfund⁵³.

3. *Zulassungsvoraussetzungen und Publizitätspflichten*

Die Zulassungsvoraussetzungen zum AIM sind gegenüber den Anforderungen des USM⁵⁴ deutlich herabgesetzt worden. Im einzelnen ist zwischen den allgemeinen Zulassungsbedingungen, die sowohl bei Antragstellung als auch jederzeit während des späteren Handels gegeben sein müssen (dazu unter a), und den Anforderungen an den Zulassungsantrag (dazu unter b) zu unterscheiden⁵⁵. Hinzu treten die laufenden Informations- und Publizitätspflichten (unten c).

a) Ein Unternehmen, dessen Anteile (Aktien einschließlich Vorzugsaktien; aber auch Schuldverschreibungen) am AIM gehandelt werden sollen, muß im Zeitpunkt der Zulassung zum Handel und jederzeit später folgende Voraussetzungen erfüllen:

- Es kann sich um eine in- oder ausländische Gesellschaft handeln. Bei britischen Unternehmen muß es sich um eine "public company"⁵⁶ handeln; ausländische Gesellschaften müssen ihre ordnungsgemäße Errichtung entsprechend den Gesetzen ihres Heimatstaates nachweisen.
- Die zum Handel angemeldeten Anteile müssen frei übertragbar⁵⁷ sein.

- Der veröffentlichte Jahresabschluß muß dem jeweiligen nationalen Recht entsprechend und überdies entweder den United Kingdom Accounting Standards, den International Accounting Standards, oder den U.S.-Accounting Standards genügen.
- Das betreffende Unternehmen muß einen Berater⁵⁸ und einen Liquiditätshändler⁵⁹ bestellen; beide können identisch sein.
- Der Board der Gesellschaft muß einen Verhaltenskodex beschlossen haben, der dem "Muster-Kodex für AIM-Gesellschaften" entspricht⁶⁰. Dieser Verhaltenskodex verlangt von den Gesellschaften, ihren Direktoren und leitenden Angestellten (über die einschlägigen gesetzlichen Vorschriften zum Insiderhandel hinausgehende) Beschränkungen im Handel mit Aktien der Gesellschaft aufzuerlegen. Zum Beispiel dürfen Vorstandsmitglieder (directors) während eines Zeitraums von zwei Monaten vor der Veröffentlichung der Jahresergebnisse keine Geschäfte in Aktien der Gesellschaft tätigen.

Dagegen ist am AIM, anders als bisher am Unlisted Securities Market, auf ein bestimmtes Mindestalter des Emittenten verzichtet worden⁶¹. Daraus ergibt sich jetzt wieder eine deutlichere Abstufung zum Amtlichen Handel, der ein Mindestalter von drei Jahren erfordert. Verzichtet wurde ferner auf Mindestanforderungen an das Kapital der betreffenden Gesellschaft, die Anzahl ausgegebener Aktien oder an die Marktkapitalisierung.

b) Der Zulassungsantrag muß dartun, daß die erwähnten Zulassungsvoraussetzungen erfüllt sind. Dem Zulassungsantrag ist ferner ein "Zulassungsbericht" beizufügen. Dieser Prospekt muß den "Public Offers of Securities Regulations" von 1995 entsprechen und zusätzliche eingehende Informationen über die Gesellschaft, die Ausstattung der betreffenden Anteile, das Management der Gesellschaft und Aktionäre mit wesentlichem Anteilsbesitz enthalten. Nur wenn Gewinnschätzungen im Prospekt enthalten sind, bedarf dieser eines Bestätigungsvermerks eines Wirtschaftsprüfers dazu, daß die der Schätzung zugrundegelegten Tatsachen der Wirklichkeit entsprechen⁶². Der Zulassungsbericht braucht nicht in einem Börsenblatt veröffentlicht zu werden, muß aber dem interessierten Publikum kostenfrei auf Anfrage zur Verfügung gestellt werden⁶³.

Der von der Gesellschaft bestellte "Berater"⁶⁴ hat dem Zulassungsantrag eine Bestätigung beizufügen, daß der Vorstand (die directors) der Gesellschaft über ihre Pflichten, die sich aus den Börsenregeln für sie ergeben, unterrichtet worden ist, daß die Zulassungsvoraussetzungen nach Kenntnis des betreffenden Beraters sämtlich erfüllt sind; und daß der Berater auch künftig, insbesondere durch Beratung des Vorstands, für eine Durchsetzung der Börsenregeln sorgen und eine Beendigung seiner Beratertätigkeit der Börse mitteilen werde⁶⁵. Ferner ist dem Zulassungsantrag eine Bestätigung des Unternehmens beizufügen, das die Aufgabe des Liquiditätshändlers ("nominated broker") übernommen hat⁶⁶.

Falls Zulassungsantrag und Zulassungsbericht vollständig sind, erfolgt die Zulassung binnen 72 Stunden⁶⁷. Dies hängt vor allem damit zusammen, daß die Börse selbst den Zulassungsbericht nicht inhaltlich prüft, sondern dies dem Berater überläßt. Auch die Kosten eines Going Public am AIM erscheinen niedrig: Sie liegen (einschließlich der Emissionsbegleitung) bei etwa 50,000.- brit. Pfund⁶⁸.

c) Die Zulassungsvoraussetzungen werden ergänzt durch laufende Publizitäts- und Informationspflichten. Hierzu rechnet zum einen die Mitteilung kursbeeinflussender Tatsachen (Ad-hoc-Publizität)⁶⁹. Die Publikation erfolgt durch den von der Börse betriebenen elektronischen Regulatory News Service (RNS). Zum anderen gehört hierher die Veröffentlichung von geprüften Jahresabschlüssen binnen 6 Monaten nach Geschäftsjahresende und von Zwischenberichten, die allerdings nicht geprüft sein müssen⁷⁰.

4. *Der Berater ("nominated adviser")*

Wie bereits erwähnt, müssen alle Unternehmen, deren Anteile zum Handel am AIM zugelassen werden, für die Dauer der Notierung einen "Berater" (nominated adviser) bestellen. Die Rolle dieses Beraters ist der des "sponsor" am Amtlichen Markt nachgebildet⁷¹; allerdings gehen seine Pflichten im Regelfall weniger weit. Der Berater hat, kurz gefaßt, eine doppelte Aufgabe: Er hat einerseits im Interesse der Anleger mit für die Erfüllung der Zulassungsbedingungen und für die laufende Beratung des Unternehmensvorstands hinsichtlich der börsenrechtlichen Anforderungen zu sorgen⁷². Andererseits hat er freilich insoweit auch die Börsenorgane selbst von

der entsprechenden Prüfung und Kontrolle zu entlasten. Durch diese "Privatisierung" der Börsendienstleistungen wird zugleich ein Wettbewerb eröffnet, der tendenziell zu einer Gebührensenkung führt. - Ein entscheidender Unterschied zum "Zulassungshelfer" des deutschen Börsenrechts⁷³ liegt darin, daß den "nominated adviser" Pflichten nicht nur im Zulassungsverfahren, sondern auch später, während der Gesamtdauer der Notierung, treffen. Die Pflichten des Beraters bestehen grundsätzlich nur der Börse, nicht den Investoren gegenüber. Als Berater kann nur bestellt werden, wer im Börsenregister als solcher zugelassen ist. Eine solche Zulassung ist an den Nachweis entsprechender fachlicher Vorkenntnisse und persönlicher Zuverlässigkeit geknüpft. In Betracht kommen hierfür entweder Börsenmitglieder oder Unternehmen bzw. Personen, die eine spezielle Erlaubnis hierfür nach dem Financial Services Act 1986 erwirkt haben, also vor allem Stockbroker, Banken, Anwälte oder Wirtschaftsprüfer. Der "nominated adviser" kann, muß aber nicht mit dem "nominated broker"⁷⁴ identisch sein.

5. *Der Handel am AIM*

Bis 1992 wurden an der Londoner Börse alle Aktientitel ausschließlich über SEAQ (Stock Exchange Automated Quotation) gehandelt. Dabei stellen "Market Maker" ständig Geld- und Briefkurse für jeden Titel⁷⁵. Da sich in der Folge die Market Maker zunehmend aus dem Handel mit Nebenwerten zurückzogen, wurde 1992 ergänzend zur Unterstützung des Handels in umsatzschwachen Aktien das Handelsunterstützungssystem SEATS (Stock Exchange Alternative Trading System) eingeführt⁷⁶. SEATS verbindet Elemente des Auktionsprinzips - die Offenlegung der vorliegenden Orders sowie die Möglichkeit der direkten Ausführung der Kundenorders gegeneinander - mit dem System des Market Making. Der Handel in am AIM notierten Aktien findet in einem neu eingerichteten Segment von SEATS ("SEATS PLUS") statt⁷⁷. Das (elektronische) SEATS PLUS-System stellt ebenfalls ein Mischsystem von kontinuierlicher Auktion, bei der passende Kauf- und Verkauforders sofort gegeneinander ausgeglichen werden können, und Market Making dar, da auch die Gebote der Market Maker über das SEATS-PLUS-System den Marktteilnehmern zur Verfügung stehen⁷⁸. Ergänzend dazu - neben den Orders und den Preisen der Market Maker - stellt SEATS PLUS den Marktteilnehmern Detailinformationen über historische Umsätze⁷⁹ sowie für Anleger interessante Finanzdaten der gehandelten Unternehmen zur Verfügung (Umsatz, Jahresergebnisse nach Steuern, Dividenden, Termine der Veröffentlichung von Zwischenberichten und Jahresabschlüssen; An-

zahl der ausgegebenen Aktien und Börsenkapitalisierung)⁸⁰. Diese Unternehmensdaten sind von dem durch das gehandelte Unternehmen zu bestellenden Liquiditätshändler oder Betreuer⁸¹ in das System einzugeben. Die Börse versucht auf diesem Wege, mit Hilfe sofort verfügbarer Informationen über historische Umsätze und die Finanzdaten der Gesellschaft, durch die Kombination konkurrierender Handelsverfahren sowie die Computerisierung des Handels die Informations- und Transaktionskosten für die Marktteilnehmer zu senken und so dem allgemeinen Problem der Illiquidität der Märkte für Nebenwerte beizukommen. Ergänzt wird dieses Maßnahmenbündel durch die Bestellung eines besonderen Liquiditätshändlers oder Betreuers; darauf ist im folgenden näher einzugehen.

6. *Der Liquiditätshändler ("nominated broker")*

Unternehmen, deren Anteile am AIM gehandelt werden, müssen für die Dauer der Notierung neben dem Berater (nominated adviser)⁸² einen "nominated broker" bestellen, wobei beide identisch sein können. Die Funktion eines "nominated broker" kann nur von einem Unternehmen (einer Person) übernommen werden, das Mitglied der Börse ist. In freier, an seiner Funktion orientierter Übersetzung könnte man den nominated broker als Vermittler oder Liquiditätshändler bezeichnen. Dieser Liquiditätshändler hat zwei Aufgaben⁸³: Er hat, wie bereits oben erwähnt, die Börse mit Informationen über das gehandelte Unternehmen zu versorgen und er muß, zweitens, unter Umständen als "Suchintermediär" auftreten. In den Fällen, in denen kein Market Maker Preise für einen bestimmten Titel stellt, ist der Liquiditätshändler verpflichtet, sich nach besten Kräften um eine Gegenpartei für abschlußwillige Investoren zu bemühen. Dieses System der "Suchintermediation", das auch an anderen Börsenplätzen eingesetzt wird⁸⁴, soll sicherstellen, daß der Investor entweder - sofern ein Market Maker für einen bestimmten Titel registriert ist - jederzeit auf einen abschlußwilligen Käufer oder Verkäufer trifft, oder daß zumindest ein Händler sich dafür einsetzt, eine abschlußwillige Gegenpartei zu ermitteln.

7. *Sonstige unterstützende Maßnahmen*

Die Einrichtung des AIM als Markt für mittlere und kleinere Unternehmen war und wird von weiteren unterstützenden Maßnahmen begleitet. Hierzu gehört zunächst eine steuerliche Vorzugsbehandlung für Inhaber am AIM gehandelter Anteile bei der Substanz (Erbschafts-) Be-

steuerung⁸⁵. Geplant ist ferner die Einführung eines eigenen Aktienindex für AIM-Werte⁸⁶. Vor allem für Fondsmanager und Großinvestoren ist die Existenz eines Index von Bedeutung, da sich dann bessere Vergleichsmöglichkeiten - insbesondere auch in bezug auf die Hauptbörse - ergeben, Risiken von Investments in solche Nebenwerte durch eine Indexstrategie ausgeglichen, und entsprechende derivative Finanzinstrumente entwickelt werden können. Darüber hinaus sind Investmentfonds speziell für AIM-Titel aufgelegt worden, was wiederum anderen institutionellen Investoren wie Pensionsfonds, deren Anlageregeln eine bestimmte Zirkulationsmenge voraussetzen, ermöglicht, jedenfalls mittelbar an diesem Markt zu partizipieren⁸⁷.

IV. **Schlußfolgerungen**

Dem britischen Beispiel lassen sich eine Reihe bedenkenswerter Anregungen entnehmen, in welche Richtung der deutsche organisierte Markt für Beteiligungstitel an mittelständischen Unternehmen weiterentwickelt werden könnte. Dabei sollen im folgenden steuer- und gesellschaftsrechtliche Fragen beiseite gelassen werden⁸⁸. Nicht behandelt werden auch die mit der technischen Organisation des Handels (Parketthandel an verschiedenen Börsenplätzen oder elektronische Handelsplattform) zusammenhängenden Fragen⁸⁹. Selbstverständlich berührt auch dies den Geregeltten Markt, aber nicht ausschließlich.

a) Ein Vergleich der *Zulassungsvoraussetzungen* und Anforderungen an die *laufende Publizität* im deutschen Geregeltten Markt und am AIM zeigt, daß hier nicht unerhebliche Unterschiede bestehen: Der AIM ist, was Anforderungen an das Kapital des Emittenten und das Mindestvolumen der Emission betrifft, großzügiger, dagegen erheblich strenger, was die Anforderungen an die Publizität und die Versorgung des Marktes mit fortlaufenden Informationen angeht. So sind am AIM Zwischenberichte vorzulegen. Außerdem hat der Liquiditätshändler den Markt mit laufenden Informationen über das Unternehmen zu versorgen, die den Marktteilnehmern auf dem Bildschirm zur Verfügung stehen. Wenn einer der Gründe für die Illiquidität des Marktes für Nebenwerte in der mangelnden Aufbereitung und Versorgung der Marktteilnehmer mit Unternehmensdaten liegt, dann sollte u. a. an diesem Punkt angesetzt werden.

b) Die Einrichtung des "*Emissionsbegleiters*" (§ 71 Abs. 2 S. 3 BörsG) am Geregeltten Markt hat sich nicht bewährt⁹⁰. Hier dürfte sich aber eine Änderung in Zukunft schon dadurch erge-

ben, daß Wertpapierdienstleistungen dieser Art künftig - nach Umsetzung der EU-Wertpapierdienstleistungsrichtlinie und Kapitaladäquanzrichtlinie durch das bevorstehende Dritte Finanzmarktförderungsgesetz - ohnedies nicht mehr allein Kreditinstituten vorbehalten sein werden. Dies dürfte dann auch zu einer Belebung des Wettbewerbs auf dem Markt für die entsprechenden Dienstleistungen führen.

c) Bedenkenswert an dem britischen Beispiel sind ferner die weiteren Aufgaben, die den dortigen *Betreuern* zukommen. Sie erschöpfen sich nicht in der Emissionsbegleitung, sondern bestehen für die Dauer der Notierung.

Im einzelnen haben sie:

- die Börse selbst bei der Prüfung der Zulassungsvoraussetzungen und bei der Überwachung der Einhaltung der Börsenregeln zu entlasten. Diese "Privatisierung" von Börsenaufgaben führt tendenziell zu einer Senkung der hierfür anfallenden Kosten;
- den Markt laufend mit bestimmten standardisierten Daten über das gehandelte Unternehmen zu versorgen und so die Information des Marktes zu verbessern;
- den Handel durch eine "Suchintermediation" zu ergänzen und zu verbessern.

Diese Betreuerrolle könnte insbesondere auch von den bisherigen Kursmaklern übernommen werden, falls deren Aufgaben durch Einführung einer vollelektronischen Handelsplattform künftig auch am Geregelten Markt entfallen sollten.

d) Wesentlich für die Marktteilnehmer sind auch detaillierte *Informationen über historische Umsätze* in einem bestimmten Wert. Dies setzt freilich die Verpflichtung der Marktteilnehmer zur Mitteilung hierüber voraus.

e) Die *Einführung eines Aktienindex* auch für die am Geregelten Markt gehandelten Werte wäre insbesondere für institutionelle Anleger von Nutzen.

- * Der Verf. dankt Sir Geoffrey Owen, London School of Economics, für wertvolle Hinweise.
- ¹ Von den etwa 3 Mill. deutschen Unternehmen gehören 99,8 % der Gruppe der kleinen und mittleren Unternehmen (mit bis zu 500 Arbeitnehmern oder 100 Mill. Jahresumsatz) an.
- ² Vgl. nur die Angaben bei *Albach*, in: Ständige Verhandlungen des 55. DJT, 1984, K 9 ff.; *Reuter*, ebenda, B 8 ff.; weitere Nachweise bei *D. Schneider*, DB 1986, 2293; neuestens dazu *Deutsche Bundesbank*, Monatsbericht Oktober 1994, S. 73 ff. sowie die Mittelstandsumfrage der DG-Bank "Konjunktur und Kapitalmarkt" (1995) S. 11 ff.
- ³ Dazu *Felder u. a.*, Innovationsverhalten der deutschen Wirtschaft (1993).
- ⁴ Häufig wird hier auf den geringen Anteil des Aktienbesitzes (1994: 5,5 %) am Geldvermögen der Privathaushalte (1994: 4,32 Billionen DM; vgl. *Dt. Bundesbank*, Monatsbericht Mai 1995, S. 490) hingewiesen. Die Geldvermögensbetrachtung erfaßt freilich die Beteiligungen an Nichtaktienunternehmen nicht. Internationale Vergleiche der privaten Anlage in Risikokapital (neuestens dazu *Gerke u. a.*, Probleme deutscher mittelständischer Unternehmen beim Zugang zum Kapitalmarkt, [Typoskript] 1995, S. 31 ff.) haben dies in Rechnung zu stellen.
- ⁵ *H. Schmidt*, Wertpapierbörsen, 1988, S. 5.
- ⁶ Eingehend dazu etwa *Gerke* (Fn. 4), S. 4 ff.
- ⁷ *Deutsche Bank Research*, Special Equity Report: Der deutsche Small Cap Markt. Kleinere börsennotierte Aktiengesellschaften auf dem Prüfstand, 1994, S. 33.
- ⁸ Eingehender Vergleich in: *OECD*, Wirtschaftsberichte 1994 - 1995, (Deutschland), 1995, S. 98 Tab. 22.
- ⁹ 1995 wurden 20 Neuemissionen mit einem Volumen von rund 8 Mrd. DM plaziert; FAZ vom 19.12.1995 S. C 6; *Commerzbank*, Rund um die Börse 1995, 1995, S. 35. Einer der Gründe für das gewachsene Neuemissionsvolumen in 1995 dürfte auch in der erwarteten massiven Inanspruchnahme des Kapitalmarkts durch die Telekom-Privatisierung zu sehen sein.
- ¹⁰ Übersicht bei *Gerke* (Fn. 4), S. 71.
- ¹¹ *Deutsche Börse AG/McKinsey*, Projekt Zeus, Abschlußbericht, 1995, S. 35 A Schaubild 32.
- ¹² *S. Heindl*, Die Börseneinführung von GmbH-Anteilen (1987) sowie die Vorschläge der Kommission "Zweiter Börsenmarkt" von 1987; *Kecker*, Die Fungibilisierung von GmbH-Anteilen (1991); zuletzt *Ziegler*, GmbH und KG an die Börse, Rpfleger 1992,

414 ff. Kritisch dazu etwa *Hommelhoff*, ZHR 153 (1989), 181 ff.; w. Nachw. bei *Seibert/Köster*, Die kleine AG, 2. Aufl. 1995, Rdz. 5 Fußn. 15.

¹³ Eingehend dazu *Koch/Jensen/Steinhoff*, Going Public, 1991, S. 25 ff.

¹⁴ BGBI. I, 1994, S. 1961.

¹⁵ S. dazu etwa *Blanke*, BB 1994, S. 1505 ff.; *Hoffmann-Becking*, ZIP 1995, S. 1 ff.; *Kindler*, NJW 1994, S. 3041 ff.; *Lutter*, Die AG 1994, S. 429 ff. sowie *dens.*, Festschrift für Vieregge, 1995, S. 603 ff.; *Seibert/Köster*, a.a.O. (Fn. 12).

¹⁶ Vgl. die Kritik bei *Claussen*, Die AG 1995, S. 163, 168 ff.; optimistische Beurteilung dagegen bei *Gerke* (Fn. 4), S. 28.

¹⁷ *OECD* a.a.O. (Fn. 8) S. 126; dort auch zu den Unterschieden in der Ertragsbesteuerung bei Personen- und Kapitalgesellschaften. Vgl. dazu auch das Rechenbeispiel bei *Gerke* (Fn. 4), S. 68. Eingehend zum Ganzen *Koch/Jensen/Steinhoff*, a.a.O., (Fn. 13), S. 31 ff.

¹⁸ Der Anteil der Neuemissionen in % der Marktkapitalisierung betrug in den Jahren 1991 - 1993 in Deutschland 0,6, an der New York Stock Exchange 2,7 und an der US-amerikanischen elektronischen Händlerbörse NASDAQ 4,5 (Zeus-Abschlußbericht [Fn. 11], S. 35 a Schaubild 31).

¹⁹ Vgl. *Gerke* (Fn. 4), S. 68 f.

²⁰ Jedenfalls sofern eine Emission fest übernommen wird und nicht lediglich "best efforts" zugesagt werden. - Zu den Wettbewerbsverhältnissen im Emissionsgeschäft s. etwa den - älteren - Vergleich bei *Giersch/H. Schmidt*, Offene Märkte für Beteiligungskapital: USA - Großbritannien - Bundesrepublik Deutschland, 1986.

²¹ Zu den Gründen *Claussen*, Bank- und Börsenrecht, 1996, S. 299; *Schwark*, Börsengesetz, 2. Aufl. 1994, § 71 Rdnr. 9.

²² Das Emissionsgeschäft selbst zählt zwar nicht zum "Effektengeschäft" gemäß § 1 Abs. 1 S. 2 KWG (*Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 1995, Rdnr. 11.28 ff.), wird aber praktisch in aller Regel zusammen mit dem Effektengeschäft oder weiteren Bankgeschäften betrieben.

²³ Nach den Angaben bei *Gerke* (Fn. 4) S. 69 m.w.Nachw. bestehen diese in einem Mindestjahresumsatz von etwa 100 bis 300 Mio DM und einer Mindestumsatzrendite von 3 % bis 6 %.

²⁴ Vgl. Begründung zum Börsenzulassungs-Gesetz vom 16.12.1986, BT-Drucks. 10/4296, S. 10 f.

²⁵ Zum sog. "Unlisted Securities Market" in London noch unten III. 1.; vgl. im übrigen *Rasch*, Die Bank 1994, 512 ff.

²⁶ Eingehend dazu *Franke*, in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 1990, § 2 Rdnr. 82 ff.; *Kümpel*, in: Festschrift für Pleyer, 1986, S. 59 ff.

27 Ein Vergleich der Zulassungsvoraussetzungen im Geregelteten Markt und im Amtlichen Handel (A.H.; Angaben dazu in Klammern) ergibt folgendes Bild:

- Gebühren bei 150 Mio Emission: DM 15 000,-- (A.H.: DM 30 000,--);
- Antragstellung: Emittenten und Bank oder anderer geeigneter Antragsteller (A.H.: Emittenten und Bank);
- Prospekt: Unternehmensbericht; Schalterpublizität (A.H.: im Pflichtblatt zu veröffentlichen; voller Prospekt);
- Zwischenbericht: nicht zwingend (A.H.: einmal pro Jahr);
- Emittentenkapital: Nennbetrag von 0,5 Mio DM zur Verfügung des Marktes (A.H.: voraussichtlicher Kurswert 2,5 Mio DM);
- Emissionsanteil: mindestens 0,5 Mio DM (A.H.: mindestens 25 %);
- Mindestalter: nicht erforderlich (A.H.: 3 Jahre).

Vgl. zu den Angaben etwa *Gericke*, Handbuch für die Börsenzulassung von Wertpapieren (1992).

28 *Deutsche Bank Research* (Fn. 7), S. 33.

29 *Francioni*, German Equity Market. Development and Responses to Investor Needs. Vortrag auf dem Symposium "Institutional Investor Needs, Trading Costs and Equity Market Structure", Frankfurt/M. 1995, Tagungsunterlage S. 6.

30 *Deutsche Bank Research* (Fn. 7), S. 35.

31 *Deutsche Bank Research* (Fn. 7), S. 34, 36.

32 *Rasch*, Die Bank 1994, 512, 514.

33 Zu den absoluten Zahlen und dem internationalen Vergleich s. freilich oben Fußnoten 7 - 10 und zugehörigen Text.

34 Zahlen nach *Rasch*, FAZ vom 25.10.1994, S. B 13 sowie *Commerzbank*, Rund um die Börse 1994, 1995, S. 28. Zu den Zahlen für 1995 s. oben Fn. 9.

35 *Deutsche Bank Research* (FN. 7), S. 33.

36 *Rasch*, Die Bank 1994, 512, 514.

37 Oben II. 2.

38 Vgl. Fn. 27.

39 *Rasch*, Die Bank 1994, S. 512, 516; *Deutsche Bank Research* (Fn. 7), S. 18.

40 *Gerke u. a.* (Fn. 4), S. 70.

- 41 Zum folgenden eingehender *Deutsche Bank Research* (Fn. 7), S. 19 f.
- 42 Zur Vorgeschichte etwa *Giersch/H. Schmidt* (Fn. 20), S. 46, 54 f.
- 43 Gegenüberstellung bei *Giersch/H. Schmidt* (Fn. 20), S. 54 f., 56.
- 44 *Rasch*, *Die Bank* 1994, 512, 514.
- 45 *Rasch*, a.a.O., 512.
- 46 *Price*, *Financial Times* vom 29.9.1995, S. 24.
- 47 Zum folgenden *Investors Chronicle*, 2. Juni 1995; *Rasch*, *Die Bank* 1994, 512, 515.
- 48 Insbesondere mußte ein Unternehmen für ein "full listing" zunächst ein Alter von 5 Jahren aufweisen (am USM: 3 Jahre); dieses Erfordernis wurde in Durchführung der Wertpapier-Zulassungsrichtlinie der EG (Abl EG Nr. L 66 vom 16.3.1979 S. 21) auf drei (USM: zwei) Jahre herabgesetzt. Vgl. *Abell*, *Stock Exchange Quarterly Rev.* 1993 (Spring ed.), 17, 18.
- 49 Eingehend dazu *Rasch*, *Die Bank* 1994, 512, 515.
- 50 Vgl. im einzelnen unten 3. - 7.
- 51 Börsen-Zeitung vom 20.12.1995 S. 3.
- 52 *Commerzbank*, *Rund um die Börse* 1995, 1995, S. 74 ff.
- 53 Börsen-Zeitung vom 20.12.1995 S. 3.
- 54 Einzelheiten dazu bei *Giersch/H. Schmidt* (Fn. 20), S. 54; der dort aufgeführte "trading record" von drei Jahren ist inzwischen auf zwei Jahre herabgesetzt worden.
- 55 Eingehend zum folgenden *London Stock Exchange*, *AIM-Changes to the Rules of the London Stock Exchange*, 1995, Chapter 16.
- 56 Im Gegensatz zur "private company"; dazu etwa *Charlesworth & Morse*, *Company Law*, 15. Ausg. 1991, S. 45 ff.
- 57 "Freely transferable"; Einzelheiten zur Übertragung von Anteilen nach englischem Recht *Charlesworth & Morse*, a.a.O., S. 276 ff.
- 58 Im einzelnen dazu unten 4.
- 59 Dazu unten 6.
- 60 "Model Code for AIM Companies"; Abdruck als Anhang 12 zu den "Changes to the Rules of the LSE" (oben Fn. 55).
- 61 Allerdings müssen sich Vorstände (directors) und alle Beschäftigten in Unternehmen, die seit weniger als 2 Jahren tätig sind, dazu verpflichten, ihre Aktien frühestens nach

Ablauf eines Jahres nach Börsenzulassung wieder zu veräußern; vgl. London Stock Exchange, AIM - A guide for companies, 1995, S. 6.

62 Einzelheiten zum Inhalt dieses "admission document" in Rule 16.10 a.a.O. (Fn. 55).

63 Rule 16.13 a.a.O. (Fn. 55).

64 Zur Stellung und zu den Aufgaben dieses "Beraters" s. noch unten 4.

65 Rule 16.30 a.a.O. (Fn. 55).

66 Zur Stellung und zu den Aufgaben des "Liquiditätshändlers" s. noch unten 6.

67 AIM - A guide for companies (Fn. 61).

68 *Blackwell*, Financial Times vom 29. Sept. 1995, S. 24.

69 S. die - im Vergleich zu § 15 Wertpapierhandelsgesetz außerordentlich detaillierten - Mitteilungspflichten in Rules 16.14 ff. a.a.O. (Fn. 55) sowie die Traded Securities (Disclosure) Regulations 1994.

70 AIM - A guide for companies (Fn. 61) S. 9.

71 S. dazu etwa *Rayner*, Listing Securities in the United States and the United Kingdom, 1991, S. 47; kurzer Vergleich zwischen den Aufgaben eines "sponsor" und eines "nominated adviser" in: London Stock Exchange, AIM - A guide for investors, 1995, S. 6.

72 Einzelheiten zur Stellung und den Pflichten des adviser in den Rules 16.28 ff. (Fn. 55).

73 § 71 Abs. 2 S. 3 BörsG.

74 Zum "nominated broker" unten 6.

75 Eingehende Darstellung und Vergleich des Market-Maker Systems mit dem System der Auktionsbörse etwa bei *H. Schmidt*, a.a.O. (Fn. 5), S. 24 ff.

76 Eingehender zur Entwicklung *Rasch*, ZEW-Wirtschaftsanalysen 1994, 297, 312 f.

77 Zu den Unterschieden dieses neuen Segments zum bisherigen SEAT-System im einzelnen s. *London Stock Exchange*, AIM, A guide for advisers and brokers, 1995, S. 9.

78 Einzelheiten dazu in Chapter 17 ("AIM Trading Rules") der LSE Rules (Fn. 55).

79 Was entsprechende Mitteilungspflichten der Börsenteilnehmer voraussetzt; zu den trade reporting requirements ausführlich Rules, a.a.O., (Fn. 55) Ziff. 17.32 ff.

80 Vg. AIM - A guide for investors, a.a.O. (Fn. 71), S. 11.

81 Zu dessen Rolle und Aufgaben sogleich unter 6.

82 Dazu oben unter 4.

83 Rule 17.4. a.a.O. (Fn. 55). Der "nominated broker" ist demnach deutlich von einem
sog. "corporate broker" zu unterscheiden, der darüber hinaus verpflichtet sein kann,
das Unternehmen hinsichtlich der Emission und Vermarktung seiner Anteile zu bera-
ten.

84 Vgl. *Rasch*, ZEW-Wirtschaftsanalysen 1994, 297 ff.

85 *C. Price*, Financial Times vom 11. Nov. 1995 (Weekend Money) S. II.

86 *Price*, a.a.O.

87 *Price*, a.a.O.

88 Immerhin sei nochmals ausdrücklich auf die Lösung hingewiesen, statt durch den Ge-
setzgeber für große Publikumsgesellschaften wie für mittlere Unternehmen zwingende
Anlegerschutzbestimmungen zu erlassen (vgl. § 23 Abs. 5 AktG), dies - jedenfalls in
bestimmten Grenzen - der Börse im Rahmen des Zulassungsverfahrens, durch Ent-
wicklung eines Model Code (vgl. dazu oben Fn. 60 und zugehörigen Text) zu über-
lassen, die die jeweiligen Anforderungen dem betreffenden Marktsegment entspre-
chend abstufen und flexibel verändern kann. Die Diskussion hierüber (vgl. dazu
Hommelhoff ZHR 153 [1989], 181, 230 ff. m.Nachw.) kann noch nicht als abge-
schlossen gelten.

89 S. dazu den Abschlußbericht zum Projekt Zeus (Fn. 11).

90 Zu den Gründen vgl. die Nachweise oben in Fn. 21.