

Schwerpunktbereich

Victor Habrich*

Eine ökonomische Einführung ins Kapitalmarktrecht (Teil 1)

Kapitalmarkt: Primär- und Sekundärmarkt

<https://doi.org/10.1515/jura-2022-3232>

Dieser zweiteilige Beitrag möchte Studierenden eine ökonomische Einführung in das Kapitalmarktrecht anbieten. Der erste Teil nimmt als Ausgangspunkt eine Kurzbeschreibung des Kapitalmarkts, die aus verschiedenen Blickwinkeln (Emittenten, Anlegern, Allgemeinheit) zunächst vertieft (Primärmarkt) und sodann ergänzt wird (Sekundärmarkt). Darauf aufbauend werden im zweiten Teil verschiedene regelungsbedürftige Probleme sowie die zu ihrer Lösung berufenen Rechtsinstitute dargestellt und fünf Charakteristika des Kapitalmarktrechts hervorgehoben. Zum Schluss wird der Frage nach der »Richtigkeit« der Börsenpreise von Aktien nachgegangen und deren rechtliche Relevanz aufgezeigt.

Stichwörter: Kapitalmarkt, Unternehmensfinanzierung, Primär- und Sekundärmarkt, Kapitalkosten, Renditeerwartung, Kapitalallokation, Marktwertmaximierung, Risikodiversifikation, Markt für Unternehmenskontrolle

I. Einleitung

Der Zugang zum technisch anmutenden Kapitalmarktrecht und das Zurechtfinden in dessen überwältigender Normenflut (ProspektVO, WpPG, MAR, WpHG, WpÜG etc.) fällt ohne eine genauere Vorstellung von Kapitalmärkten und ihrer Funktionsweise schwer. Ein Blick auf die kapitalmarktrechtlichen Regelungsziele unterstreicht dies: (1.) Gewährleistung der *Funktionsfähigkeit* von Kapitalmärkten (Funktionsschutz) sowie (2.) Schutz der Anleger vor *Funktionsstörungen* auf Kapitalmärkten (Anlegerschutz).¹

¹ Als weiteres Regelungsziel wird seit der Finanzkrise 2008 vermehrt die Stabilität des Finanzsystems angeführt. Noch ist unklar, ob es sich

*Kontaktperson: Victor Habrich, Doktorand und wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für ausländisches und internationales Privat- und Wirtschaftsrecht in Heidelberg (Lehrstuhl Prof. Dr. Marc-Philippe Weller).

Der Beitrag verfolgt daher das Anliegen, durch die Vermittlung von ökonomischem Grundlagenwissen über Kapitalmärkte – unter Einschluss von Aspekten der Unternehmensfinanzierung – zu einem leichteren und besseren Verständnis kapitalmarktrechtlicher Rechtsinstitute beizutragen sowie Hilfestellung beim Entwickeln einer gedanklichen Landkarte des Kapitalmarktrechts zu geben.² Aus didaktischen Gesichtspunkten und Platzgründen handelt es sich bei dem Dargestellten um eine Auswahl; ein Anspruch auf Vollständigkeit wird nicht erhoben.

II. Kapitalmarkt

Der Kapitalmarkt ist ein Ort, an dem das Angebot von und die Nachfrage nach *Kapital* aufeinandertreffen; *Anleger*, Personen mit Kapitalüberschuss, stellen *Emittenten*, Personen mit Kapitalbedarf (insbesondere Unternehmen) Kapital zur Finanzierung ihrer Projekte zur Verfügung.³

Diese Kurzbeschreibung des Kapitalmarkts soll zunächst aus verschiedenen Blickwinkeln (Emittenten, Anleger, Allgemeinheit) vertieft (1.) und sodann ergänzt werden (2.).

dabei um eine dritte Zielrichtung oder lediglich um einen Ausschnitt der tradierten Regelungsziele handelt, dazu *Veil in Veil*, Europäisches Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2022, § 2 Rn. 15ff.; *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2021, Rn. 29.

² Siehe *Fleischer/Korch*, Fälle zum Kapitalmarktrecht, 2021: »[...] der Rechtsanwender [...] muss [...] sich Basiskenntnisse über [...] ökonomische Grundbegriffe aneignen«.

³ *Poelzig* (Fn. 1), Rn. 1; *Merkt/Binder*, JURA 2006, 683, 684.

1. Vertiefung der Kurzbeschreibung des Kapitalmarkts (Primärmarkt)

a. Perspektive der Emittenten

aa. Finanzierungsbedarf – Güterstrom und Geldstrom eines Unternehmens

Nach traditioneller Betrachtungsweise der Unternehmensfinanzierung verfolgen Unternehmen Sachziele.⁴ Diese bestehen darin, bestimmte Güter zu produzieren, um fremden Bedarf zu decken.⁵ Ein Automobilhersteller verfolgt demnach das Sachziel, das Mobilitätsbedürfnis der Menschen bzw. seiner Kunden durch die Produktion von Autos zu befriedigen. Im Mittelpunkt dieser Betrachtungsweise stehen die Güter, genauer der *Güterstrom*.⁶ Dieser beginnt auf den Beschaffungsmärkten, auf denen ein Automobilhersteller bspw. Schrauben, Bleche, Maschinen, eine Werkshalle und Arbeitskräfte beschafft, fließt durch den Produktions- bzw. Leistungsbereich des Unternehmens, sozusagen durch dessen Werkshallen, bis hin zu den Absatzmärkten, auf denen die fertiggestellten Autos an die Kunden veräußert werden.⁷

Der altruistische Glanz dieser (Bedarfsdeckungs-)Betrachtungsweise ermattet, wenn berücksichtigt wird, dass die Kunden auf den Absatzmärkten einen – unter Umständen beachtlichen – Preis für die vom Unternehmen produzierten Güter bezahlen. Diese (Ein-)Zahlungen lösen einen *Geldstrom* aus, der dem Güterstrom entgegenfließt: von den Absatzmärkten zurück bis zu den Beschaffungsmärkten.⁸ Auf letzteren strömt er in Form von Auszahlungen in die Beschaffung neuer Produktionsfaktoren.⁹ Ist dieser Kreislauf im Fluss, vermag der eine Strom idealerweise als Quelle den jeweils anderen zu speisen.

Möchte ein Unternehmen allerdings ein Großprojekt angehen, ein Automobilhersteller z.B. ein neues Antriebssystem entwickeln, wird der von den Absatzmärkten fließende Geldstrom im Normalfall nicht ausreichen, um die für das Großprojekt erforderlichen Beschaffungen – zusätzlich neben denjenigen für das laufende Geschäft – zu tätigen. Die *Selbstfinanzierung*¹⁰ scheidet dann aus. Können

ferner auch Rückstellungen nicht verwendet und kann sonstiges Vermögen nicht passend umgeschichtet werden, ist eine Finanzierung »aus eigener Kraft«, »von innen« (Innenfinanzierung) nicht möglich.¹¹

bb. Außenfinanzierung

Das Unternehmen muss sich in diesem Fall Finanzierungshilfe »von außen« holen (Außenfinanzierung). Im Bild des Güter- und Geldstroms geht es um die Überbrückung der Zeitspanne zwischen Beschaffung und Absatz.¹² Mit Finanzierungshilfen soll sozusagen der Güterstrom eines Unternehmens im Jetzt mit einem Geldstrom in Gang setzen werden, der erst in der Zukunft – so die Hoffnung – durch Absätze (insbesondere aus dem finanzierten Projekt) zu fließen beginnt.¹³ Einem Automobilhersteller wird damit ermöglicht, mit erhofften *künftigen* Erlösen aus *noch nicht* erfolgten Verkäufen *noch nicht* hergestellter Autos die Produktionsfaktoren zu beschaffen, die er für die Entwicklung einer neuartigen Antriebstechnik benötigt. Das Bedürfnis nach diesen Finanzierungshilfen, der mittel- oder längerfristigen Bereitstellung von Geld oder finanziellen Mitteln, wird als *Kapitalbedarf* bezeichnet.¹⁴

Zur Deckung dieses Kapitalbedarfs kann das Unternehmen »klassisch« einen Bankkredit aufnehmen oder sich »modern« in der Eigenschaft als *Emittent von Wertpapieren* an den Kapitalmarkt wenden. Während es sich bei einem Bankkredit stets um Fremdkapital handelt,¹⁵ stehen einem Unternehmen am Kapitalmarkt beide Grundformen der Außenfinanzierung zur Verfügung: Fremdkapital- und Eigenkapitalfinanzierung.

(1) Fremdkapitalfinanzierung – Anleiheemission

Fremdkapital kann ein Unternehmen durch die Emission¹⁶ von Anleihen (engl. *bonds*) aufnehmen, dem Archetyp

⁴ Rudolph, Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt, 2006, S. 10; Schmidt/Terberger, Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, 4. Aufl. 1997, S. 11f.

⁵ Schmidt/Terberger (Fn. 4), S. 12; vgl. Rudolph (Fn. 4), S. 10.

⁶ Schmidt/Terberger (Fn. 4), S. 11ff.; Rudolph (Fn. 4), S. 10.

⁷ Siehe die Abbildungen bei Schmidt/Terberger (Fn. 4), S. 13 und Rudolph (Fn. 4), S. 11.

⁸ Schmidt/Terberger (Fn. 4), S. 13; Rudolph (Fn. 4), S. 10.

⁹ Schmidt/Terberger (Fn. 4), S. 13.

¹⁰ Finanzierung durch Einbehaltung erzielter Gewinne aus der Geschäftstätigkeit (Gewinnthesaurierung), Stopka/Urban, Investition und Finanzierung, 2017, S. 284, 461.

¹¹ Zu den Möglichkeiten der Innenfinanzierung Spremann/Gantenbein, Finanzmärkte, 6. Aufl. 2022, S. 53ff.; ausführlicher Stopka/Urban (Fn. 10), S. 459 ff.

¹² Schmidt/Terberger (Fn. 4), S. 14; Rudolph (Fn. 4), S. 10 f.

¹³ Vgl. Schmidt/Terberger (Fn. 4), S. 14.

¹⁴ Schmidt/Terberger (Fn. 4), S. 14; zur Abgrenzung von Kapital(markt) zu Geld(markt) und Devisen(markt) sowie Derivate(markt) Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 12. Aufl. 2022, Rn. 71 ff.

¹⁵ Denn das bereitgestellte Kapital fließt letztendlich an den Kapitalgeber zurück; wie bei der Anleihe, dazu sogleich.

¹⁶ Emission wird die Ausgabe von Wertpapieren genannt. Diese kann das Unternehmen selbst durchführen (Selbstemission) oder, was den Regelfall darstellt, über eine Emissionsbank bzw. ein Emissionsbankenkonsortium durchführen lassen (Fremdemission), Merkt/Rosbach, JuS 2003, 217, 218.

fremdkapitalbasierter Finanzierungshilfen.¹⁷ Dabei handelt es sich um Inhaberschuldverschreibungen i. S. v. § 793 Abs. 1 S. 1 BGB, konkret um in Wertpapieren¹⁸ verbrieftes Schuldversprechen von Anleiheschuldern (Emittenten) an Anleihegläubiger (Anleger), letzteren – typischerweise –¹⁹ regelmäßig einen festgelegten Zinsbetrag und bei Laufzeitende den Nominalwert der Anleihe zu zahlen.²⁰ Das Unternehmen verschuldet sich also bei dieser Finanzierungsform. Die Anleiheemission ähnelt insofern der Aufnahme eines Darlehens i. S. v. § 488 BGB.²¹ Aus Finanzierungssicht hat es das Unternehmen auf den Emissionspreis der Anleihe abgesehen, der ihr zu Beginn der Laufzeit zufließt. Wegen des letztendlichen Rückflusses des so aufgenommenen Kapitals wird es als *Fremdkapital (debt)* bezeichnet.²²

(2) Eigenkapitalfinanzierung – Aktienemission

Eigenkapital kann ein Unternehmen, sofern es eine Aktiengesellschaft ist,²³ durch die Emission von Aktien (engl. *shares*) aufnehmen, dem Archetyp eigenkapitalbasierter Finanzierungshilfen.²⁴ Diese verbrieft die Mitgliedschaft eines Aktionärs als ein Bündel von mitgliedschaftlichen Rechten und Pflichten.²⁵ Zu ersteren gehört insbesondere das bedeutende Gewinnbezugsrecht des Aktionärs, das Recht auf Beteiligung am Bilanzgewinn (§ 58 Abs. 4 AktG) – die Dividende.²⁶ Aus Finanzierungssicht hat es die Gesellschaft auf die mitgliedschaftliche Pflicht der neu aufgenommenen Aktionäre abgesehen, eine (Geld-)Einlage zu leisten (vgl. § 54 Abs. 1 AktG): den Emissionspreis. Dadurch wird der Gesellschaft Kapital zugeführt.

Aktionäre haben gegen die Aktiengesellschaft keinen Anspruch auf Rückzahlung ihres bereitgestellten Kapitals

(ihrer Einlagen, vgl. § 57 AktG²⁷);²⁸ sie stellen es dem Unternehmen dauerhaft zur Verfügung. Aus diesem Grund wird es als *Eigenkapital (equity)* bezeichnet.²⁹

cc. Kapitalkosten

Die beiden Finanzierungsmöglichkeiten stellen ein Unternehmen vor die Entscheidung, ob es sein geplantes Projekt mit Fremd- oder Eigenkapital finanziert: Soll es Anleihen oder Aktien emittieren? Ein gut beratenes Unternehmen wird diese Entscheidung danach ausrichten, dass seine (Gesamt-)Kapitalstruktur, das Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital (Verschuldungsgrad), optimal ist. Wo dieses Optimum liegt, ist eine komplexe, betriebswirtschaftliche Frage, der hier im Einzelnen nicht nachgegangen werden kann.³⁰ Worauf aber eingegangen werden soll, ist ein wesentlicher Faktor zur Bestimmung des Optimums: Die Kosten für das Kapital, die so niedrig wie möglich sein sollen.³¹ *Kapitalkosten* entstehen, weil Anleger keine altruistischen Finanzierungshelfer sind, sondern im Gegenzug für ihre Finanzierungshilfe etwas verlangen.³² Aktionäre erwarten Dividenden und Anleihegläubiger erwarten Zinsen.

b. Perspektive der Anleger

aa. Renditeerwartung

Jene »lästigen« Kapitalkosten aus Unternehmensperspektive stellen aus der Perspektive der Anleger »erfreuliche« Renditen dar:³³ Den ihre (Geld-)Anlage erbringenden Ertrag, in der Regel angegeben in Prozent pro Jahr. Das ist es, was die Anleger an die Kapitalmärkte lockt und zur Überlassung ihres Kapitalüberschusses motiviert – je mehr *erzielte* Rendite, desto besser. Aber wie viel Rendite kann ein Anleger an einem von Angebot und Nachfrage beherrschten Kapitalmarkt in Bezug auf eine konkrete Anlage *erwarten*? Renditeerwartungen (und entsprechendes Kapitalkosten) werden durch Zeit und Risiko bestimmt.

17 Lehmann, Grundriss des Bank- und Kapitalmarktrechts, 2016, Rn. 344, 401.

18 Zu den Besonderheiten des kapitalmarktrechtlichen Wertpapierbegriffs, insb. zur sog. Entmaterialisierung *Poelzig* (Fn. 1), Rn. 67 ff.; *Merkt/Binder*, *JURA* 2006, 683, 684.

19 Neben den typischen *fixed-rate bonds* (Festzinsanleihen) gibt es auch *floating rate bonds* (variabel verzinsliche Anleihen) sowie *perpetual bonds* (»ewige Anleihen«) ohne Laufzeitbegrenzung und *zero bonds* (Nullkuponanleihen) ohne Zinspflicht.

20 *Merkt/Binder*, *JURA* 2006, 683, 684; *Poelzig* (Fn. 1), Rn. 80 f.

21 Beachte: Die Anleihe ist aber *kein* Darlehen i. S. v. § 488 BGB, was insb. für Kündigungsrechte relevant ist, dazu *Poelzig* (Fn. 1), Rn. 80.

22 *Schlitt* in Grunewald/Schlitt, Einführung in das Kapitalmarktrecht, 4. Aufl. 2020, S. 10.

23 Oder eine KGaA oder eine SE.

24 *Lehmann* (Fn. 17), Rn. 343, 401.

25 Vgl. *Poelzig* (Fn. 1), Rn. 76; *Merkt/Binder*, *JURA* 2006, 683, 684.

26 *Poelzig* (Fn. 1), Rn. 76.

27 § 57 AktG verbietet die Rückgewähr von Einlagen.

28 Abgesehen von dem nach Auflösung der Aktiengesellschaft bestehenden Recht auf einen der Beteiligungsquote entsprechenden Anteil am Abwicklungserlös (vgl. § 271 AktG).

29 *Schlitt* (Fn. 22), S. 10.

30 Zur (optimalen) Kapitalstruktur *Spremann/Gantenbein* (Fn. 11), S. 273 ff.; *Brealey/Myers/Allen*, Principles of Corporate Finance, 13. Aufl. 2020, S. 451 ff., 475 ff.

31 *Spremann/Gantenbein* (Fn. 11), S. 273.

32 *Spremann/Gantenbein* (Fn. 11), S. 198.

33 Vgl. *Spremann/Gantenbein* (Fn. 11), S. 109 (»Rendite und Kapitalkosten sind zwei Blickrichtungen auf dieselbe Sache«).

(1) Zeit(prämie)

Anleger verlangen eine »Kompensation« dafür, dass sie für den Zeitraum der Anlage auf das von ihnen überlassene Kapital verzichten müssen (Zeitprämie).³⁴ Sie können es weder für Konsum einsetzen noch anderweitig anlegen. Eine hypothetische anderweitige Anlage ginge allerdings mit einem Risiko einher, auf das sogleich genauer eingegangen wird. Einzig Staatsanleihen (vorzugsweise mit zehnjähriger Laufzeit) von Staaten mit höchster Bonität, wie z. B. Deutschland, sind nahezu risikolos.³⁵ Deren Renditen, derzeit ca. 1 Prozent,³⁶ eignen sich daher zur Veranschaulichung der (isolierten) Zeitprämie.

(2) Risiko(prämie)

Außerdem verlangen Anleger eine »Kompensation« für das Risiko, das sie mit der Bereitstellung ihres Kapitals eingehen.³⁷ So kann es passieren, dass der Emittent – schlimmstenfalls wegen Insolvenz – nicht in der Lage ist, die festgelegten Zinsbeträge sowie den Nominalwert an die Anleihegläubiger bzw. jemals wieder Dividenden an die Aktionäre zu zahlen (Ausfallrisiko).³⁸ Das eingesetzte Kapital ist dann – unter Umständen in Gänze – verloren. Aktionäre stehen in der Insolvenz des Emittenten nochmals schlechter als Anleihegläubiger da: Eigenkapitalgeber werden erst nach den Fremdkapitalgebern befriedigt (vgl. § 199 InsO).³⁹ Ferner besteht für Aktionäre, denen im Gegensatz zu Anleihegläubigern keine konkreten Zahlungen in bestimmter Höhe versprochen werden,⁴⁰ die Unsicherheit, dass möglicherweise mangels (hinreichendem) Unternehmenserfolgs keine Dividendenansprüche entstehen oder zumindest nicht in prognostizierter Höhe. Sie tragen also auch das Risiko, dass der Emittent das bereitgestellte (und sonstige) Kapital gewinnbringend verwendet (Verwendungsrisiko).⁴¹ Diese zusätzlichen Risiken sind der Grund dafür, dass Aktien in der Regel risikoreicher als Anleihen

sind – dafür aber entsprechend auch renditeträchtiger (um durchschnittlich ca. 3 bis 4 Prozent).⁴²

An dieser Stelle sei ausnahmsweise für einen Augenblick zurück in die Perspektive der Emittenten gewechselt. Für diese bedeutet das eben Dargelegte: Eigenkapital ist in der Regel teurer als Fremdkapital.⁴³ Daraus darf aber nicht geschlossen werden, dass ein Unternehmen, das alle seine Projekte mit Fremdkapital finanziert, den goldenen Weg zur optimalen Kapitalstruktur beschreitet. Zwar wird bis zu einem gewissen Grad die Aufnahme von (günstigem) Fremdkapital im Interesse der Aktionäre liegen. Denn solange die Gesamtkapitalrendite größer als der Fremdkapitalzins ist, führt die Aufnahme von Fremdkapital zu einer Erhöhung ihrer Eigenkapitalrendite (Hebelwirkung oder *leverage effect*).⁴⁴ Wird aber auf diesen Hebel zu viel Kraft ausgeübt und der Verschuldungsgrad zu hoch, droht ein übermäßiges Insolvenzrisiko mit der Folge eines für die Eigenkapitalgeber übermäßigen Ausfallrisikos in Bezug auf zukünftige (Dividenden-)Zahlungen.⁴⁵ Deshalb und auch weil dieses zusätzliche Risiko künftige Kapitalaufnahmen verteuern würde, bemühen sich Unternehmen um eine Ausgewogenheit ihrer Finanzierung.

Allgemein lässt sich formulieren: Je höher das Risiko, desto höher die Renditeerwartung (und entsprechend die Kapitalkosten).

bb. Bestimmung des Bar- oder Kapitalwerts – Anleihen- und Aktienbewertung

Anleger, die eine konkrete Anlagemöglichkeit in Betracht ziehen, werden sich fragen, wie viel, also welchen Emissionspreis, sie dem Emittenten für die Anleihe oder Aktie bereit sind zu zahlen. Dazu werden sie sich fragen, welchen Wert die konkrete Anleihe oder Aktie hat.⁴⁶ Zu diesem können sie gelangen, indem sie die versprochenen bzw. prognostizierten *zukünftigen Zahlungen* (Zinsen und Nennwert bei Anleihen; Dividenden bei Aktien) auf ihren *Gegenwarts-*

³⁴ Vgl. *Bank/Gerke*, Finanzierung, 3. Aufl. 2016, S. 27, 428.

³⁵ *Mondello*, Aktienbewertung, 3. Aufl. 2017, S. 55f.

³⁶ Stand Mai 2022, Tendenz stark steigend, <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/238018/umfrage/rendite-zehnjahriger-staatsanleihen-in-deutschland-nach-monaten/> (zuletzt abgerufen am 22. 08. 2022).

³⁷ In Bezug auf Aktien *Mondello* (Fn. 35), S. 61.

³⁸ Vgl. *Renner/Hesselbarth*, JuS 2014, 11, 11f.

³⁹ Vgl. *Poelzig* (Fn. 1), Rn. 76.

⁴⁰ Und für Anleihegläubiger bei Anleihen mit (unternehmens-)erfolgsabhängigem Zinssatz.

⁴¹ *Renner/Hesselbarth*, JuS 2014, 11, 12.

⁴² *Spremann/Gantenbein* (Fn. 11), S. 126; vgl. *Renner/Hesselbarth*, JuS 2014, 11, 12.

⁴³ *Pernsteiner/Andeßner*, Finanzmanagement kompakt, 6. Aufl. 2019, S. 132. Im Einzelfall kann für ein Unternehmen auch Fremdkapital »günstiger« als Eigenkapital sein: Man bedenke, dass ein Unternehmen Eigenkapitalgebern im Gegensatz zu Fremdkapitalgebern statt der Höhe nach festgelegte Zahlungsverprechen »lediglich« Mitgliedschaftsrechte einräumen muss und mit Zinszahlungen an Fremdkapitalgeber seinen steuerlichen Gewinn reduzieren kann.

⁴⁴ Zum *leverage effect* *Schuster/Uskova*, Finanzierung: Anleihen, Aktien, Optionen, 2015, S. 175ff.; *Spremann/Gantenbein* (Fn. 11), S. 277ff.

⁴⁵ Vgl. *Spremann/Gantenbein* (Fn. 11), 281.

⁴⁶ Denn: »Es gilt der Grundsatz, dass man für eine Anlage nicht mehr als deren Wert bezahlen sollte«, *Mondello* (Fn. 35), S. 1.

wert (*present value*) »runterrechnen« (*Bar-* oder *Kapitalwertmethode*).⁴⁷ Dazu *diskontieren* sie die versprochenen bzw. prognostizierten zukünftigen Zahlungen (*cashflows*) mit der – soeben erörterten – Renditeerwartung.⁴⁸ Diese fungiert somit als Diskontierungszinssatz, der Zeit (»A dollar today is worth more than one dollar tomorrow.«⁴⁹) und Risiko (»A safe dollar is worth more than a risky dollar.«⁵⁰) berücksichtigt.

So hat z. B. eine Anleihe mit einer Laufzeit von fünf Jahren, einem Nennwert von 1000 Euro und einem Zinssatz (Kupon) von 5 Prozent bei Anwendung eines Diskontierungszinssatzes von 2 Prozent *statt 1025 Euro* als die Summe aus $5 + 5 + 5 + 5 + 1005$ einen *Barwert von 929,3 Euro* als die Summe aus (gerundet) $4,9 + 4,8 + 4,7 + 4,6 + 910,3$ (denn: $5/1,02^1 + 5/1,02^2 + 5/1,02^3 + 5/1,02^4 + 1005/1,02^5$). Es zeigt sich, dass Diskontieren (Abzinsen) das Gegenteil des vertrauteren Aufzinsens darstellt; letzteres geschieht aus Renditeperspektive: $929,3 \times 1,02^5 = \text{ca. } 1025$.⁵¹ Der Kapitalmarkt erscheint demnach als ein Markt für »diskontierte Hoffnungen und abgezinste Geldversprechen«⁵².

In Bezug auf Aktien wurde in den Ausführungen bislang von dem – sehr anschaulichen und in der Praxis weit verbreiteten⁵³ – Dividendendiskontierungsmodell (*Discounted Dividend Model*) ausgegangen.⁵⁴ Dieses stellt aber nur eines von vielen Bewertungsmodellen dar.⁵⁵ Ein anderes prominentes ist beispielweise das *Free Cashflow to Equity Model*⁵⁶, wonach der auf die einzelne Aktie entfallende *Free Cashflow* des Unternehmens (die für das Eigenkapital frei verfügbaren bzw. an die Eigenkapitalgeber auszahlbaren Geldmittel) abgezinst wird.⁵⁷ Der Einsatz dieses Modells empfiehlt sich, wenn das Dividendendiskontierungsmodell – nicht in der Theorie, aber in der praktischen Anwendung – an seine Leistungsgrenzen stößt.⁵⁸ Das ist z. B. der Fall, wenn das Unternehmen, dessen Aktien zu bewerten sind, entweder keine Dividenden ausschüttet (siehe z. B. Amazon.com, Inc.) oder eine schwer berechenbare Dividen-

denausschüttungspolitik verfolgt.⁵⁹ Das *Free Cashflow to Equity Model* bietet dann den Vorzug, dass es nicht auf die Dividenden beschränkt ist, die prognostisch in der Zukunft *tatsächlich* ausgeschüttet werden, sondern auch *potentielle* Ausschüttungen berücksichtigt,⁶⁰ sei es in Form von Dividenden oder von Kaufpreisen durch Aktienrückkäufe.

c. Perspektive der Allgemeinheit

Von der Anlegerperspektive wird nun in die volkswirtschaftliche Vogelperspektive der Allgemeinheit gewechselt. Hier zeigt sich die *Allokationsfunktion* des Kapitalmarkts: Das Kapital wird – durch die unsichtbare Hand des Marktes – dort hingeleitet, wo es produktiv bzw. effizient verwendet wird (Steuerungsleistung des Kapitalmarkts).⁶¹ Diese Allokationsfunktion ist für eine Volkswirtschaft wünschenswert, denn sie stellt sicher, dass ihre Akteure aus der knappen Ressource Kapital »viel rausholen«. ⁶² Davon wird sich eine Steigerung der allgemeinen Wohlfahrt versprochen (wohlfahrtsfördernder Einsatz der Ressourcen), was unter anderem über die Entstehung neuer Arbeitsplätze geschehen soll.⁶³

Wie der Kapitalmarkt Anlegerkapital zu seiner effizienten Verwendung lenkt, sei vereinfacht an einem Beispiel aufgezeigt. Zwei vergleichbare Automobilunternehmen (A und B) planen jeweils, eine neue Antriebstechnik zu entwickeln und das dafür benötigte Kapital durch Aktienemissionen am Kapitalmarkt aufzunehmen. Ist die von A konzipierte Antriebstechnik wirtschaftlich erfolgversprechender als diejenige von B, alloziert die unsichtbare Hand des Marktes die Mehrheit des knappen Kapitals der Anleger bei A wie folgt: Aufgrund des wahrscheinlicheren wirtschaftlichen Erfolges von A ist der Erwartungswert der zukünftigen Dividenden bei A höher als bei B. B muss daher, um auf dem Kapitalmarkt »konkurrenzfähig« zu bleiben, die Renditeerwartung bei sich »künstlich« attraktiver machen, indem es den Emissionspreis für seine neuen Aktien reduziert. Dies erhöht jedoch die Kapitalkosten von B, wodurch B sich weniger Kapital als A leisten kann. In der Folge fließt mehr Kapital in das wirtschaftlich erfolgversprechendere Antriebsprojekt des A als in dasjenige von B. Gegebenenfalls

47 Vgl. Spremann/Gantenbein (Fn. 11), S. 138 ff.; Brealey/Myers/Allen (Fn. 30), S. 20 ff.

48 In Bezug auf Aktien Mondello (Fn. 35), S. 4, 54.

49 Brealey/Myers/Allen (Fn. 30), S. 20.

50 Brealey/Myers/Allen (Fn. 30), S. 25.

51 Ca. 1026, um genau zu sein.

52 Fleischer, Gutachten F für den 64. Deutschen Juristentag, 2002, S. F 23.

53 Mondello (Fn. 35), S. 198.

54 Ausführlich dazu Mondello (Fn. 35), S. 145 ff.

55 Zu weiteren Bewertungsmodellen (Free-Cashflow-, Wertschöpfungs- und Multiplikatorenmodelle) siehe Mondello (Fn. 35), S. 217 ff.

56 Ausführlich zu *Free-Cashflow*-Modellen Mondello (Fn. 35), S. 217 ff.

57 Mondello (Fn. 35), S. 217, 219.

58 Vgl. Mondello (Fn. 35), S. 149, 198; Brealey/Myers/Allen (Fn. 30), S. 85, 87.

59 Vgl. Mondello (Fn. 35), S. 149; Brealey/Myers/Allen (Fn. 30), S. 87.

60 Mondello (Fn. 35), S. 5, 217.

61 Vgl. Merkt/Rosbach, JuS 2003, 217, 220; Bienert, Der Marktprozeß an Aktienbörsen, 1996, S. 15: »Lenkung des Kapitals in die gesamtwirtschaftlich produktivste Verwendung«.

62 Vgl. Bienert (Fn. 61), S. 28; Klöhn in Langenbucher, Europäisches Privat- und Wirtschaftsrecht, 5. Aufl. 2022, § 6 Rn. 3.

63 Vgl. Bienert (Fn. 61), S. 28; Klöhn in Langenbucher (Fn. 62), § 6 Rn. 3.

lässt B das Projekt sogar ganz bleiben, wenn sich das Projekt mit kleinerem Budget nicht realisieren lässt oder wegen der hohen Kapitalkosten eine unrentable Investition darstellen würde.

Um Missverständnissen vorzubeugen, sei noch das *Wünschenswerte* der Allokationsfunktion präzisiert. Wünschenswert nach dem bisherigen Verständnis ist es auch, wenn der Kapitalmarkt das Kapital zu Unternehmen leitet, die höchst effizient und wirtschaftlich erfolgreich Waffen, Zigaretten und Alkohol herstellen (*sin stocks*). In diese Reihe wird man künftig wohl auch Unternehmen einordnen, die klimaschädlich produzieren oder klimaschädliche Produkte herstellen. Hält die Allgemeinheit eine bestimmte Verwendung des Kapitals für hochgradig unerwünscht, kann sie über den Gesetzgeber an verschiedenen Stellen ansetzen: Bei der Kapitalverwendung durch Regulierung der Unternehmenstätigkeit (z.B. Verbot der Herstellung von Verbrennungsmotoren) oder vorgelagert beim Kapitaleinsammeln durch eine Regulierung, die das Kapital (klimabewusster Anleger) zu Unternehmen mit »erwünschter« Unternehmenstätigkeit leiten soll (z.B. eine – sog. nichtfinanzielle – Erklärung zu Umweltauswirkungen der hergestellten Antriebstechnik, vgl. § 289c Abs. 2 Nr. 1 HGB). Beim Kapitaleinsammeln setzt die europäische Nachhaltigkeitsregulierung im Kapitalmarktrecht mit ihrem Ziel an, »Kapitalflüsse auf nachhaltige Investitionen umzulenken«⁶⁴. Die große Herausforderung für das Erreichen dieses Ziels wird sein, Lösungen zu finden, die sich mit den »naturgesetzähnlichen« Funktionen des Marktes vertrauen – wie vor allem diejenige der Kapitalallokation.

2. Ergänzung – ein zweiter Kapitalmarkt kommt hinzu (Sekundärmarkt)

Nach der Vertiefung der anfänglichen Kurzbeschreibung scheint es, als sei das für eine einleitende Darstellung des Kapitalmarkts Erforderliche getan. Demnach führen die Transaktionen zwischen Anlegern und Emittenten zur Zufriedenheit aller: Unternehmen freuen sich über Finanzierungsmöglichkeiten, Anleger freuen sich über Renditechancen und die Allgemeinheit freut sich über die wohlfahrtsfördernde Kapitalallokation.

Gleicht man die Skizze des Gesagten jedoch mit dem Bild ab, das die – bislang – laienhafte Vorstellung vom Kapitalmarkt prägte, wird man womöglich stutzig. Letzteres Bild zeigt vermutlich *Börsen* wie die Frankfurter Wert-

papierbörse oder die New York Stock Exchange (»Wallstreet«). Was nun verwundern mag: Unternehmen nehmen an Börsen nicht, wie oben dargestellt, durch Anleihe- und Aktienemissionen Kapital zur Finanzierung ihrer Projekte Kapital auf. Einzig und allein Anleger⁶⁵ handeln dort untereinander die bereits emittierten Wertpapiere.

Wenn aber Unternehmen mit Abschluss der Emission das für ihr Projekt benötigte Kapital bereits zugeflossen ist und Wertsteigerungen infolge von Anstiegen der Börsenkurse nicht den Unternehmen, sondern allein den Anlegern zukommen, sind Börsen dann nichts als Casinos für Anleger von gigantischem Ausmaß (tägliches Handelsvolumen an der Börse in New York: 3 Mrd. Euro)⁶⁶? Werden allein um diesen Glückspielbetrieb zu ermöglichen, die Rechtsstellungen von Aktionären und Anleihegläubigern durch Standardisierung (bei Aktien über die Satzungsstrenge, vgl. § 23 Abs. 5 AktG; bei Anleihen über Anleihebedingungen⁶⁷) und Verbriefung *zirkulationsfähig* gemacht?

Schon das Bauchgefühl verneint diese Fragen. Was aber genau der Zweck dieses zweiten Kapitalmarkts ist, dem *Sekundär-* oder auch *Zirkulationsmarkt*, wozu die Wertpapierbörsen als die wichtigsten gehören,⁶⁸ und warum ihr gutes Funktionieren (Stichwort Liquidität: Schnelligkeit und Leichtigkeit)⁶⁹ so bedeutend ist, wird im Folgenden genauer dargelegt – wieder aus den verschiedenen Blickwinkeln.

a. Perspektive der Emittenten

Emittenten sind an den Transaktionen am Sekundärmarkt nicht beteiligt.⁷⁰ Nichtsdestotrotz ist die Existenz des Sekundärmarktes und dessen gutes Funktionieren von großer Bedeutung für sie.

⁶⁵ Genauer: Finanzintermediäre (z.B. Kreditinstitute) im Auftrag der Anleger, *Poelzig* (Fn. 1), Rn. 164.

⁶⁶ *Spremann/Gantenbein* (Fn. 11), S. 76.

⁶⁷ Zu standardisierten Anleihebedingungen im Spannungsverhältnis von Schuldvertragsrecht und Kapitalmarkt *Renner*, *Anleiherecht zwischen Vertrag und Markt*, ZHR 185 (2021), 840, 843 ff.

⁶⁸ Die Sekundärmärkte lassen sich – nach Organisationsgrad – in organisierte Märkte und andere Handelsplätze unterteilen; zu ersteren gehören die Börsen, zu letzteren multilaterale Handelssysteme (MTF; z.B. der privatrechtlich organisierte Freiverkehr) und organisierte Handelssysteme (OTF), dazu *Poelzig* (Fn. 1), Rn. 12.

⁶⁹ Schnelligkeit bedeutet, dass zu jeder Zeit in jeder Größenordnung eine Transaktion getätigt werden kann. Leichtigkeit bedeutet, dass die Transaktionskosten gering sind, insb. die Konditionen der Transaktion sich nicht durch den Wunsch ihrer Durchführung verändern. Dazu *Spremann/Gantenbein* (Fn. 11), S. 94 ff.

⁷⁰ Freilich können sie »als Anleger« auftreten und Wertpapiere anderer Unternehmen erwerben.

⁶⁴ Aktionsplan »Finanzierung nachhaltigen Wachstums« der Europäischen Kommission, COM(2018) 97 final, S. 2 f.

aa. Marktwertmaximierung als konsentierbares**Unternehmensleitungsziel**

Während bei der obigen Darstellung des Primärmarktes die *traditionelle* Betrachtungsweise der Unternehmensfinanzierung eingenommen wurde, soll zur Verdeutlichung der ersten maßgeblichen Bedeutung eines gut funktionierenden Sekundärmarktes für Unternehmen die *moderne Betrachtungsweise* eingenommen werden, diejenige der modernen Investitions- und Finanzierungstheorie. Nach dieser werden Unternehmen nicht (mehr) als Wirtschaftssubjekte begriffen, sondern als Instrumente der »eigentlichen« Wirtschaftssubjekte, der »eigentlichen« Investitions- und Finanzierungsentscheider:⁷¹ in erster Linie der Aktionäre. Statt *des* Unternehmensinteresses der Aktiengesellschaft, gedacht als einem *Unternehmen an sich*,⁷² präsentieren sich so viele verschiedene Interessen – und damit Vorstellungen hinsichtlich der Art und Weise der Unternehmensführung – wie Aktionäre. Säßen die Aktionäre in der Aktiengesellschaft »gefangen«, weil sie die Aktiengesellschaft zwar im Prinzip verlassen könnten, aber nicht zu jeder Zeit und zu niedrigen Transaktionskosten, wäre es nur schwer möglich, dass die Aktionäre sich auf ein Ziel der Unternehmensführung verständigen könnten.⁷³ Ein junger Aktionär, der zum Zwecke seiner Altersvorsorge in das Unternehmen investiert hat, würde präferieren, dass die Gesamtsumme der Gewinne, die das Unternehmen in den nächsten 40 Jahren erwirtschaftet, möglichst hoch ist. Ein älterer Aktionär beispielsweise, der seine Beteiligung zu Beginn seines Renteneintritts in zwei Jahren veräußern möchte, würde hingegen eine möglichst hohe Gewinnerzielung in den nächsten zwei Jahren präferieren. Die Unternehmensleitung wüsste nicht zu entscheiden, welche Investitionsentscheidungen sie treffen soll – solche, die kurzfristige Gewinne einfahren, oder solche, die zwar höhere, aber dafür erst in entfernter Zukunft anfallende Gewinne versprechen (Anlagehorizont)? Entsprechendes gilt für die unterschiedliche Präferenz von Anlegern in Bezug auf die Höhe der Risiken, die mit den Investitionsprojekten einhergehen. Sollte die Unternehmensleitung Projekte mit geringem Risiko oder solche mit höherem Risiko, dafür aber mit höherer Renditeerwartung, angehen (Risikofreudigkeit)?

Diese Fragen zeigen, dass die – womöglich zuerst in den Sinn gekommene – pauschale *Gewinnmaximierung* als gemeinsame Zielvorstellung der Aktionäre ausscheidet. Denn diese gibt weder vor, in welchem Geschäftsjahr hohe

Gewinne (zulasten anderer Geschäftsjahre) erzielt werden sollen, noch das Risikomaß der anzugehenden Investitionsprojekte.⁷⁴

Steht jedoch jedem Aktionär am Sekundärmarkt die Möglichkeit offen, seine Beteiligung jederzeit und zu geringen Transaktionskosten zu veräußern, kann trotz unterschiedlichster Anlagehorizonte und Risikopräferenzen ein gemeinsames Unternehmensleitungsziel konsentiert werden: Marktwertmaximierung (*maximizing shareholder value*).⁷⁵ Danach ist das Unternehmen so zu führen, dass sein Wert am Markt und damit der Marktwert seiner Anteile so weit erhöht wird wie möglich.⁷⁶ Die Unternehmensführung ist von dem individuellen Anlagehorizont des einzelnen Aktionärs entkoppelt: Die Gewinne aller Folgejahre werden berücksichtigt.⁷⁷ Gleiches gilt in Bezug auf die genaue Risikopräferenz des einzelnen Aktionärs: Das Risiko, mit dem der jeweilige Gewinn erzielt wird, findet Berücksichtigung.⁷⁸ Auch risikoaversere Anleger sind mit risikoreichen Projekten einverstanden, solange am Markt das zusätzliche Risiko mit einer entsprechenden Rendite kompensiert wird.⁷⁹ Ist dem einzelnen Aktionär das Risiko der vom Unternehmen angestrebten Projekte schließlich persönlich doch zu hoch, kann er seine Investition am Sekundärmarkt zu einem Unternehmen verlagern, das weniger riskante Projekte verfolgt.⁸⁰ »*Maximizing shareholder wealth is a sensible goal when the shareholders have access to well-functioning financial markets.*«⁸¹

bb. Geringere Kapitalkosten

Des Weiteren senken gut funktionierende Zirkulationsmärkte die Kapitalkosten des Unternehmens;⁸² in mindestens dreierlei Hinsicht:

(1) Keine Liquiditätsprämie

Ein Anleger, der sich nicht sicher sein kann, dass er seine Aktie oder Anleihe, die er auf dem Emissionsmarkt erwirbt, jederzeit ohne nennenswerte Transaktionskosten an einem liquiden Zirkulationsmarkt veräußern kann, wird für diese Unsicherheit eine *Liquiditätsprämie*, in der Sache eine spe-

71 Rudolph (Fn. 4), S. 11; Schmidt/Terberger (Fn. 4), S. 40.

72 Schmidt/Terberger (Fn. 4), S. 12; der Begriff des *Unternehmens an sich* wurde durch Walter Rathenau geprägt, siehe Rathenau, Vom Aktienwesen. Eine geschäftliche Betrachtung, 1917.

73 Zum folgenden Absatz siehe Brealey/Myers/Allen (Fn. 30), S. 7.

74 Bösch, Finanzwirtschaft, 5. Aufl. 2022, S. 9.

75 Vgl. Brealey/Myers/Allen (Fn. 30), S. 7f.; Bösch (Fn. 74), S. 9.

76 Vgl. Brealey/Myers/Allen (Fn. 30), S. 7f.; Bösch (Fn. 74), S. 9.

77 Bösch (Fn. 74), S. 9.

78 Bösch (Fn. 74), S. 9.

79 Brealey/Myers/Allen (Fn. 30), S. 8.

80 Brealey/Myers/Allen (Fn. 30), S. 8.

81 Brealey/Myers/Allen (Fn. 30), S. 8.

82 Spremann/Gantenbein (Fn. 11), S. 99 f.

zielle Risikoprämie, vom Unternehmen verlangen.⁸³ Diese stellt sich aus Unternehmensperspektive als eine Erhöhung der Kapitalkosten dar.⁸⁴ Bei Bestehen eines liquiden Sekundärmarkts bleibt diese dem Emittenten erspart.

(2) Mehr Kapitalangebot

Existieren liquide Sekundärmarkte, sind vor allem auch risikoaverse Anleger und solche mit kurzem Anlagehorizont, für die eine leichte und schnelle (Weiter-)Veräußerungsmöglichkeit ohne nennenswerte Transaktionskosten essenziell ist, dazu bereit, am Primärmarkt ihr Kapital Unternehmen anzubieten.⁸⁵ Da Angebot und Nachfrage den Preis regeln, sinken mit einer größeren Kapitalmenge im Markt die Kapitalkosten der Unternehmen als der »Preis«, den diese für die Kapitalüberlassung »bezahlen« müssen.

(3) Bessere Risikodiversifizierungsmöglichkeit der Anleger

Ein gut funktionierender Sekundärmarkt verbessert die Möglichkeit der Anleger, ihr Portfolio (Bündel gehaltener Wertpapiere) zu diversifizieren, d.h. die Risiken, die mit den einzelnen Anlagen einhergehen, zu streuen (Risikodiversifikation).⁸⁶ In der Folge können sie Risiken, die sich lediglich auf bestimmte Unternehmen beziehen (sog. *unsystemische* Risiken), besser ausschalten.⁸⁷ Infolgedessen müssen Unternehmen diese Risiken nicht kompensieren, wodurch ihre Kapitalkosten sinken.

Um einen Eindruck davon zu vermitteln, sei ein vielerorts bemühtes, stark vereinfachtes Beispiel dargestellt. Ein Anleger erwirbt ausschließlich Aktien von einem bestimmten Unternehmen, das Sonnencreme herstellt. Regnet es den ganzen Sommer über, verwirklicht sich das Risiko »schlechtes Wetter«; der Börsenkurs der Aktien des Unternehmens sinkt. Hält der Anleger allerdings zusätzlich auch Aktien eines vergleichbaren Unternehmens, das Regenschirme herstellt, wird dessen Börsenkurs gestiegen sein. Das unsystemische Risiko »schlechtes Wetter« hat der Anleger damit »wegdiversifiziert«.

Dies ist allerdings lediglich mit *unsystemischen* Risiken möglich.⁸⁸ Im Gegensatz dazu lassen sich sog. *systemische* Risiken, d.h. solche, die das allgemeine Marktrisiko betreffen, wie konjunkturelle Schwankungen und Zinsänderungen, nicht durch Diversifikation ausschalten.⁸⁹

b. Perspektive der Anleger

aa. Mehr und attraktivere Anlagemöglichkeiten

Zunächst eröffnet die Existenz des Sekundärmarkts für Anleger die Möglichkeit, direkt an diesem, und nicht am Primärmarkt, ihren Kapitalüberschuss in Wertpapiere anzulegen, was in der Praxis auch den Regelfall darstellt. Außerdem gewinnt durch das Entfallen des Risikos, nicht jederzeit zu geringen Transaktionskosten desinvestieren zu können, der Kapitalmarkt an Attraktivität.

bb. Unternehmenskontrolle durch einfachen Exit (market for corporate control)

Ein gut funktionierender Sekundärmarkt ermöglicht eine Unternehmenskontrolle, genauer die Kontrolle der Unternehmensleitung bei der Unternehmensführung im Interesse der Aktionäre (Stichwort: Marktwertmaximierung). Bei Aktiengesellschaften hat der einzelne (Klein-)Aktionär zwar Verwaltungsrechte, wie zum Beispiel die in der Hauptversammlung auszuübenden Auskunfts- (§ 131 AktG) und Stimmrechte (§ 134 AktG). Die tatsächliche Ausübung dieser Rechte zur Einflussnahme (beim Stimmrecht *voice* genannt) ist aber gerade für Kleinaktionäre aufgrund der damit verbundenen Kosten (sachliche Einarbeitung etc.), die außer Verhältnis zu der verschwindend geringen Mitverwaltungsmacht stehen, wirtschaftlich häufig irrational (rationale Apathie). Ist der Kleinaktionär mit der Unternehmensleitung nicht zufrieden, kann er jedoch desinvestieren (*exit*), was für ihn an einem gut funktionierenden Sekundärmarkt eine günstige Alternative darstellt. Bekunden eine erhebliche Anzahl an (Klein-)Aktionären ihre Enttäuschung auf diese Weise, sinkt der Börsenkurs der Aktie. Dies hat zur Folge, dass es für andere Unternehmen leichter, weil günstiger wird, das Unternehmen bzw. genauer einen maßgeblichen Teil seiner Aktien zu erwerben, was in aller Regel ein Austausch der Unternehmensleitung zur Folge hat.⁹⁰ Die Unternehmensleiter, denen etwas an ihrer Position gelegen

⁸³ Spremann/Gantenbein (Fn. 11), S. 99f.

⁸⁴ Baums, ZHR 167 (2013), 139, 149; Spremann/Gantenbein (Fn. 11), S. 99f.

⁸⁵ Vgl. Klöhn in Langenbucher (Fn. 62), § 6 Rn. 9: »Liquidität [...] ermutigt [...] Anleger zum Markteintritt«.

⁸⁶ Vgl. Spremann/Gantenbein, Finanzmärkte, 5. Aufl. 2019, S. 118.

⁸⁷ Schuster/Uskova (Fn. 44), S. 145 ff.

⁸⁸ Vgl. Schuster/Uskova (Fn. 44), S. 145.

⁸⁹ Schuster/Uskova (Fn. 44), S. 146.

⁹⁰ Nach einer Übernahme wird der Erwerber i. d. R. nach § 101 Abs. 1 AktG den Aufsichtsrat so (neu-)besetzen, dass dieser nach § 84 AktG den »gewünschten« Vorstand bestellt, Poelzig (Fn. 1), Rn. 671.

ist, werden auf diese Weise zu einer »guten«, marktwertmaximierenden Unternehmensführung diszipliniert.⁹¹ Man spricht hierbei von der Theorie des Marktes für Unternehmenskontrolle (*theory of the market for corporate control*).⁹²

c. Perspektive der Allgemeinheit

aa. Absolut mehr Kapital für die Wirtschaft

Wie bereits aufgezeigt, senkt ein gut funktionierender Sekundärmarkt die Kapitalkosten der Unternehmen. In der Folge können sich diese die Aufnahme einer größeren Menge an Kapital leisten und damit mehr und größere Projekte finanzieren. Dies verspricht eine volkswirtschaftlich wünschenswerte Steigerung der allgemeinen Wohlfahrt durch Wirtschaftswachstum.⁹³

bb. Relativ mehr Kapital für »bessere« Unternehmen

Ein gut funktionierender Sekundärmarkt macht zudem die bereits angesprochene Kapitalallokationsfunktion erst *effizient*. Das verfügbare Kapital der Anleger wird nicht zu einer »bloß guten«, sondern zu seiner besten, der gesamtwirtschaftlich *produktivsten* Einsatzmöglichkeit gelenkt (Kapitalallokationseffizienz).

(1) Keine allokatonsstörende Liquiditätsprämien

Die Kapitalallokation findet in erster Linie auf dem Primärmarkt statt.⁹⁴ Wie gezeigt, wechselt dort – und nicht am Sekundärmarkt – verfügbares Kapital von den Anlegern zu den Emittenten.⁹⁵ Schon die Ausführungen aus der Perspektive der Unternehmen zu den Kapitalkosten haben aber gezeigt, dass der Sekundärmarkt eine starke »Vorwirkung« auf den Primärmarkt entfaltet. Funktioniert der Sekundärmarkt reibungslos, wird die Kapitalallokation am Primärmarkt durch keine Liquiditätsprämie gestört.⁹⁶ Wären die Aktien und Anleihen des »eigentlich« am produktivsten wirtschaftenden Unternehmens schwer zu veräußern, würden aufgrund der Liquiditätsprämie, die es in diesem Fall den Anlegern »zahlen« müsste, die Kapitalkosten des Unter-

nehmens ansteigen. In der Folge flösse einem »eigentlich« weniger produktiv wirtschaftenden Unternehmen, dessen Aktien aber schneller und leichter gehandelt werden könnten, Kapital zu, dass andernfalls ersterem zukäme.⁹⁷ Ohne allokatonsstörende Liquiditätsprämien werden echte Wohlfahrtsverluste verhindert.⁹⁸

(2) Börsenpreise als Allokationssignale für den Primärmarkt

Des Weiteren dienen die am Sekundärmarkt gebildeten Preise als *Allokationssignale* für den Primärmarkt.⁹⁹ Nimmt ein börsennotiertes Unternehmen frisches Kapital am Emissionsmarkt auf, bestimmen die Preise seiner an der Börse zirkulierenden Wertpapiere die Konditionen seiner Neuemissionen,¹⁰⁰ denn die Börsenpreise sind mit den Emissionspreisen verbunden.¹⁰¹ Liegen die Aktien eines Unternehmens hoch im (Börsen-)Kurs, kann es hohe Emissionspreise erzielen, was seine Kapitalaufnahme vergünstigt.¹⁰² Der Börsenpreis signalisiert so gesehen das Allokationsziel von frischem Anlegerkapital. Dieses Signal ist als Ergebnis eines hochfrequentierten Börsenhandels zudem leichter gebildet als Emissionspreise.¹⁰³ Ferner ist der Börsenkurs nicht nur punktuell bei Neuemissionen relevant, sondern darüberhinausgehend ein wichtiges allgemeines Signal und Vergleichsmaßstab für Investitions- wie Finanzierungsentscheidungen.¹⁰⁴

Um den Träger des »Wirtschaftsnobelpreises« *Eugene F. Fama* zu zitieren: »*The primary role of the capital market is allocation of ownership of the economy's capital stock. In general terms, the ideal is a market in which prices provide accurate signals for resource allocation*«.¹⁰⁵

(3) Unmittelbare Kapitalallokation am Sekundärmarkt

Zuletzt sei auf ein Szenario hingewiesen, in dem es ausnahmsweise unmittelbar auf dem Sekundärmarkt zu einer

91 Vgl. *Veil in Veil* (Fn. 1), § 37 Rn. 6.

92 Diese Theorie geht zurück auf *Manne*, *Mergers and the Market for Corporate Control*, *Journal of Political Economy* Vol. 73, No. 2 (1965), 110 ff.

93 Vgl. *Spremann/Gantenbein* (Fn. 11), S. 100.

94 Vgl. *Klöhn* in *Langenbucher* (Fn. 62), § 6 Rn. 122; *Klöhn*, *ZHR* 177 (2013), 349, 385 Fn. 189.

95 *Klöhn* in *Langenbucher* (Fn. 62), § 6 Rn. 122.

96 Vgl. *Baums*, *ZHR* 167 (2003), 139, 144.

97 Vgl. *Baums*, *ZHR* 167 (2003), 139, 144.

98 Vgl. *Baums*, *ZHR* 167 (2003), 139, 144; *Spremann/Gantenbein* (Fn. 11), S. 99 f.

99 Vgl. *Fama*, *The Journal of Finance* Vol. 25, No. 2 (1970), S. 383; *Rudolph* (Fn. 4), S. 571.

100 *Spremann/Gantenbein* (Fn. 11), S. 87.

101 *Klöhn* in *Langenbucher* (Fn. 62), § 6 Rn. 122; *Spremann/Gantenbein* (Fn. 11), S. 92.

102 *Lehmann* (Fn. 17), Rn. 352; *Klöhn* in *Langenbucher* (Fn. 62), § 6 Rn. 122.

103 *Klöhn*, *ZHR* 177 (2013), 349, 385 Fn. 189; zur Preisfindung am Primärmarkt *Poelzig* (Fn. 1), Rn. 189 f.

104 *Bienert* (Fn. 61), S. 19.

105 *Fama*, *The Journal of Finance* Vol. 25, No. 2 (1970), S. 383.

(effizienteren) Kapitalallokation kommt. Dies ereignet sich, wenn ein Unternehmen einen bedeutenden Anteil der Aktien eines anderen Unternehmens erwirbt (Unternehmensübernahme).¹⁰⁶ Der Erwerber realisiert damit die an die Unternehmensleitung gerichtete »Übernahme-Drohung« der *theory of the market for corporate control*, deren Disziplinierungswirkung für sich genommen schon die Allokationseffizienz fördert.

Kommt es tatsächlich zu einer Übernahme, unterstellt der Erwerber das übernommene Unternehmen und damit dessen Kapital seiner Leitung. Darin kommt die Behauptung zum Ausdruck, das Wertschöpfungspotenzial des übernommenen Unternehmens besser ausnutzen zu können, also mit dem Kapital des übernommenen Unternehmens effizienter zu wirtschaften, als es unter alter Leitung bislang der Fall war.¹⁰⁷ So gesehen konkurrieren auf dem Primärmarkt Emittenten um Kapital der Anleger und auf dem Sekundärmarkt Manager um das in Emittenten gebundene Kapital.¹⁰⁸

¹⁰⁶ Vgl. *Klöhn* in Langenbucher (Fn. 62), § 6 Rn. 122.

¹⁰⁷ Vgl. *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2022, § 18 Rn. 1; *Poelzig* (Fn. 1), Rn. 670.

¹⁰⁸ *Klöhn* in Langenbucher (Fn. 62), § 6 Rn. 122.

3. Zwischenfazit

Für das Verständnis der Funktionsweise des Kapitalmarkts ist eine klare Trennung zwischen Primär- und Sekundärmarkt erforderlich. Diese Trennung bedeutet aber keinesfalls, dass diese Märkte isoliert nebeneinanderstehen. Im Gegenteil, sie sind eng verzahnt: Der Primärmarkt stellt die Grundfunktionen des Kapitalmarkts bereit; der auf diesem aufbauende Sekundärmarkt wiederum verhilft erst durch seine beschriebenen »Vorwirkungen« entgegen der marktchronologischen Richtung dem Kapitalmarkt als Ganzes zu seiner hohen Leistungsfähigkeit.¹⁰⁹

Danksagung: Der Verfasser dankt Leonhard Hübner, Christian Uhlmann, Marc-Philippe Weller und Anton Zimmermann für die Durchsicht des Manuskripts und wertvolle Anmerkungen.

¹⁰⁹ Siehe *Spremann/Gantenbein* (Fn. 11), S. 92: »Sekundärmarkt öffnet Primärmarkt«.