

**TKL.FONDS**

GESELLSCHAFT FÜR FONDSCONCEPTION UND -ANALYSE MBH

Marktstudie

## **Vergleich von Zweitmarkthandelsplattformen für Kommanditbeteiligungen anhand ausgewählter Kriterien**

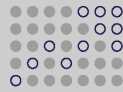
erstellt am:  
im Auftrag von:

18. Juli 2006  
Fondsbörse Deutschland Beteiligungsmakler AG

TKL.Fonds Gesellschaft für Fondsconception und –analyse mbH

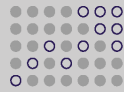
Neuer Wall 18 · D-20354 Hamburg

Telefon: +49 40 / 68 87 45 - 0 · Fax: +49 40 / 68 87 45 - 11  
E-Mail: [info@tkl-fonds.de](mailto:info@tkl-fonds.de) · [www.tkl-fonds.de](http://www.tkl-fonds.de)



## Inhaltsverzeichnis

<b>Tabellenverzeichnis</b> .....	<b>3</b>
<b>Abbildungsverzeichnis</b> .....	<b>3</b>
<b>A. Vorbemerkung</b> .....	<b>4</b>
<b>B. Einleitung</b> .....	<b>5</b>
<b>C. Zweitmarktmodelle</b> .....	<b>6</b>
I. Institutionelle Strukturen .....	6
1. Offene Handelsplattformen.....	6
2. Emissionshausinterne Plattformen.....	7
3. Käuferplattformen.....	7
II. Handelsverfahren .....	8
1. Einheitskursverfahren .....	8
2. Auktionsverfahren.....	8
3. Handel zu vorgegebenen Kursen .....	9
4. Einheitskurs- versus Auktionsverfahren.....	9
<b>D. Beurteilung der Effizienz der Zweitmärkte für geschlossene Fonds</b> .....	<b>11</b>
I. Die Theorie effizienter Märkte .....	11
II. Beurteilung der Verfahrenseffizienz.....	12
III. Die Bedeutung und das Erzeugen von Liquidität .....	12
IV. Organisatorische Merkmale und Verfahrenseffizienz .....	13
<b>E. Bestehende Zweitmärkte für geschlossene Fonds</b> .....	<b>14</b>
I. Systematische Erfassung nach Zweitmarktmodellen.....	14
II. Offene Handelsplattformen.....	15
III. Emissionshausinterne Plattformen.....	16
IV. Käuferplattformen.....	17
<b>F. Zusammenfassung und Ausblick</b> .....	<b>18</b>

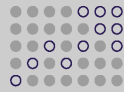


## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Institutionelle Struktur der offenen Handelsplattform .....	6
Tabelle 2:	Institutionelle Struktur der emissionshausinternen Plattformen .....	7
Tabelle 3:	Institutionelle Struktur der Käuferplattformen .....	7
Tabelle 4:	Festgestellter Kurs und Vorteile bei einem Käufer und einem Verkäufer.....	9
Tabelle 5:	Festgestellter Kurs und Vorteile bei zwei Käufern und einem Verkäufer.....	10
Tabelle 6:	Organisatorische Merkmale und Maßnahmen zur Steigerung der Verfahrenseffizienz.....	13
Tabelle 7:	Zweitmärkte und zugrundeliegende Zweitmarktmodelle .....	14
Tabelle 8:	Offene Handelsplattformen.....	15
Tabelle 9:	Emissionshausinterne Plattformen.....	16
Tabelle 10:	Käuferplattformen.....	17

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Theorie effizienter Märkte.....	11
--------------	---------------------------------	----



## A. Vorbemerkung

Die Fondsbörse Deutschland Beteiligungsmakler AG hat am 27.04.2006 die TKL.Fonds Gesellschaft für Fondsconception und –analyse mbH beauftragt, einen Marktvergleich zwischen Handelssystemen für KG-Zweitmarkteteiligungen zu erstellen.

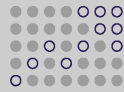
Ausgangspunkt des Vergleiches bildet die Marktstrukturtheorie und die damit einhergehenden Anforderungen an Handelssysteme bzw. Börsen, welche die wesentlichen Kriterien des Vergleiches bilden.

Der Marktvergleich stützt sich auf die zitierten Quellen und Unterlagen. Anderweitige Quellen wurden nicht zur Erstellung dieses Vergleichs herangezogen. Eine Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit der Informationen wird ausgeschlossen.

Dieser Marktvergleich dient lediglich der Information und stellt keine Aufforderung weder zum Kauf noch zum Verkauf von Kommanditanteilen, die an den Märkten gehandelt werden. Eine Haftung gegenüber Dritten wird ausdrücklich ausgeschlossen.

Ein besonderer Dank gilt folgenden Marktteilnehmern, die ihre kritischen Anmerkungen zur Studie geäußert und die Informationen über ihre Plattformen zur Verfügung gestellt haben: Dr. Tim Richter von der Fondsbörse Deutschland Beteiligungsmakler AG, Philipp A. Jörss von der Deutsche Sekundärmarkt GmbH, Ronald Portner von der Lloyd Zweitmarkt GmbH, Guido Reimann von der Unternehmenstreuhand Nord GmbH, Dr. Guido Komatsu von der Meridian 10 Managementgesellschaft mbH, Frank Moysich und Michael Ruppert von der Salomon & Partner Invest GmbH & Co. KG.

Sämtliche Aussagen in der Studie spiegeln ausschließlich die Meinung der TKL.Fonds wider.



## B. Einleitung

Ein wesentliches Merkmal geschlossener Fonds ist die fehlende bzw. stark eingeschränkte Fungibilität. Dies ist im Wesentlichen durch die Konzeption als unternehmerische Beteiligung mit Laufzeiten von ca. 8-20 Jahren bedingt. Vor diesem konzeptionellen Hintergrund stellen geschlossene Fonds primär ein Langfristinvestment dar. Das Charakteristikum der Langfristanlage und dem damit gebundenen Kapital war für viele Berater und Investoren ein wesentlicher Grund, eine Investition in geschlossene Fonds zu meiden. In jüngster Vergangenheit wurde dem Fungibilitätskriterium von verschiedenen Seiten Rechnung getragen. Dies erfolgte in erster Linie durch Bemühungen, einen Zweitmarkt für geschlossene Fonds zu etablieren. Zu nennen sind hier im Wesentlichen die Publikumsbörsen Hamburg (Fondsbörse Deutschland Beteiligungsmakler AG) und Düsseldorf (GEFOX), Handelsplattformen der Initiatoren sowie „reine Käuferplattformen“ (Meridian 10) und Zweitmarktfonds.

Die aufgezählten Zweitmärkte für geschlossene Fonds weisen zum Teil wesentliche Unterschiede in Bezug auf Organisationsstruktur, Marktteilnehmer und Handelsverfahren untereinander auf. Somit liefert jeder Zweitmarkt eine eigene Antwort auf die Frage: Wie ist ein Zweitmarkt zu organisieren, um möglichst viele Anleger anzuziehen, die Anteile an geschlossenen Fonds handeln möchten?

Die Fondsbörse Deutschland Beteiligungsmakler AG hat die TKL.Fonds Gesellschaft für Fondsconception und -analyse beauftragt, einen Marktvergleich ausgewählter Zweitmärkte zu erstellen. Grundlage des Marktvergleichs bilden marktmikrostrukturtheoretische Anforderungen an Finanzmärkte und die daraus abgeleitete Markteffizienz.

Die vorliegende Studie beginnt mit der Darstellung der institutionellen Strukturen und Handelsverfahren, die bei den betrachteten Zweitmärkten vorhanden sind. Vor dem Hintergrund der Mikrostrukturtheorie von Finanzmärkten wird ein Kriterienkatalog zur Beurteilung der Effizienz der Zweitmärkte entwickelt. Anschließend werden die in den Vergleich aufgenommenen Zweitmärkte und deren Geschäftsmodelle vorgestellt und anhand der herausgearbeiteten Effizienz-Kriterien verglichen. Ein zusammenfassenden Ausblick schließt die Studie ab.

## C. Zweitmarktmodelle

Die bestehenden Zweitmarktmodelle sollen hier anhand von zwei Merkmalsausprägungen systematisch erfasst werden:

- **Institutionelle Struktur:** Die institutionelle Struktur bestimmt, welche Marktteilnehmer auf der Käufer- und Verkäuferseite Zugang zu dem Zweitmarkt haben und welche Beteiligungen grundsätzlich gehandelt werden.
- **Handelsverfahren:** Das Handelsverfahren bestimmt, wie der Kurs zustande kommt, zu dem die Beteiligung am Zweitmarkt gehandelt wird.

Im Folgenden werden die Merkmalsausprägungen der wesentlichen Zweitmärkte für geschlossene Fonds in Deutschland dargestellt.

### I. Institutionelle Strukturen

Die institutionelle Struktur bezieht sich auf die Gestaltung des betrachteten Zweitmarkts hinsichtlich der Marktteilnehmer auf der Käufer- und Verkäuferseite sowie der gehandelten Beteiligungen. Zur Zeit lassen sich drei grundsätzliche institutionelle Strukturen beobachten: offene Handelsplattformen, emissionshausinterne Plattformen und Käuferplattformen.

#### 1. Offene Handelsplattformen

Bei den offenen Handelsplattformen gibt es keine institutionsbedingten Beschränkungen<sup>1</sup> bezüglich des Handels am Zweitmarkt, sowohl hinsichtlich der Marktteilnehmer als auch der gehandelten Beteiligungen. Jeder Marktteilnehmer kann als Käufer oder Verkäufer am Zweitmarkt agieren und jedes Emissionshaus kann von ihm aufgelegte Fonds dort listen lassen, sofern die formalen Voraussetzungen für den Handel am entsprechenden Zweitmarkt erfüllt sind.

Offene Handelsplattformen		
	Unbegrenzter Zugang	Begrenzter Zugang
Käufer	X	
Verkäufer	X	
Gehandelte Beteiligungen	X	

**Tabelle 1: Institutionelle Struktur der offenen Handelsplattform**

Offene Handelsplattformen stellen die Fondsbörse Deutschland in Hamburg und die Deutsche Zweitmarkt AG, die am 1. Oktober 2006 starten soll, dar. Die GEFOX in Düsseldorf hat ihren Betrieb im Juni 2006 eingestellt.

<sup>1</sup> Selbstverständlich müssen die Marktteilnehmer und die gelisteten Beteiligungen bestimmte formale Voraussetzungen erfüllen. Jedoch sind diese Voraussetzungen nicht institutionsbedingt, d.h. sie sind nicht durch die Zugehörigkeit zu einem bestimmten Emissionshaus oder einer anderen Institution bestimmt.

## 2. Emissionshausinterne Plattformen

Emissionshausinterne Plattformen werden von den einzelnen Emissionshäusern ins Leben gerufen und betrieben. Auf der Käufer- und Verkäuferseite gibt es keine Beschränkungen, in der Regel müssen sich die Marktteilnehmer allerdings registrieren lassen und gegebenenfalls eine Registrierungsgebühr zahlen. Die Registrierungsgebühr wird später mit beim Handel fälligen Provisionen verrechnet. An den emissionsinternen Plattformen werden jedoch derzeit lediglich Beteiligungen gehandelt, die vom entsprechenden Emissionshaus emittiert wurden.

Emissionshausinterne Plattformen		
	Unbegrenzter Zugang	Begrenzter Zugang
Käufer	X	
Verkäufer	X	
Gehandelte Beteiligungen		X

**Tabelle 2: Institutionelle Struktur der emissionshausinternen Plattformen**

Emissionshausinterne Plattformen stellen z.B. die Deutsche Sekundärmarkt GmbH (Nordcapital)<sup>1</sup>, die Unternehmenstreuhand Nord GmbH (Norddeutsche Vermögen) und die Lloyd Zweitmarkt GmbH (Lloyd Fonds) dar.

## 3. Käuferplattformen

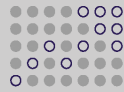
Käuferplattformen werden von Institutionen ins Leben gerufen und betrieben, die am Kauf von Beteiligungen interessiert sind. Somit existiert auf der Käuferseite nur ein Käufer. Der Zugang zum Zweitmarkt ist für alle Fondsbesitzer offen, die verkaufen möchten. Hinsichtlich der gehandelten Beteiligungen gibt es keine emissionshausbedingten Beschränkungen. Allerdings müssen die Fonds den Investitionskriterien des Käufers entsprechen.

Käuferplattformen		
	Unbegrenzter Zugang	Begrenzter Zugang
Käufer		X
Verkäufer	X	
Gehandelte Beteiligungen		X

**Tabelle 3: Institutionelle Struktur der Käuferplattformen**

Käuferplattformen stellen z.B. sogenannte Zweitmarktfonds wie die Fonds von Maritim Invest und HTB für Schiffsbeteiligungen und von H.F.S. für Immobilienbeteiligungen sowie institutionelle Käufer wie Meridian 10 dar.

<sup>1</sup> Laut einer Pressemeldung vom 10. Juli 2006 können ab August 2006 auf der Plattform der Deutsche Sekundärmarkt GmbH auch Anteile an Schiffsfonds, die von anderen Initiatoren emittiert wurden, gehandelt werden.



## II. Handelsverfahren

Das Handelsverfahren bestimmt, wie der Kurs zustande kommt, zu dem die Beteiligung am Zweitmarkt gehandelt wird. Zur Zeit lassen sich drei grundsätzliche Handelsverfahren beobachten: das Einheitskursverfahren, das Auktionsverfahren und der Handel zu vorgegebenen Kursen.

### 1. Einheitskursverfahren

Beim Einheitskursverfahren werden zu diskreten Zeitpunkten Kurse festgestellt, zu denen Transaktionen stattfinden können. Alle abgegebenen Aufträge<sup>1</sup> werden an einer zentralen Stelle gesammelt, zu einer Angebots- und Nachfragefunktion aggregiert und gegenübergestellt. Es wird der Kurs ermittelt, zu dem der größte Stückumsatz stattfindet (Meistausführungsprinzip). Transaktionen werden nur zu diesem Einheitskurs durchgeführt. Der Handel beim Einheitskursverfahren durchläuft somit folgende Schritte:

- Die Marktteilnehmer geben ihre limitierten Kauf- und Verkaufsaufträge ab.
- Das Orderbuch ist dabei geschlossen, d.h. die Marktteilnehmer können die abgegebenen Gebote nicht sehen.
- Der Makler stellt börsentäglich für jeden Fonds, zu dem ausführbare Kauf- und Verkaufsaufträge vorliegen, einen Kurs fest.
- Dieser Einheitskurs wird nach dem Meistausführungsprinzip ermittelt.
- Alle zu dem Einheitskurs realisierbaren Transaktionen werden durchgeführt.

Das Einheitskursverfahren wird zur Zeit lediglich von der Fondsbörse Deutschland angewendet.

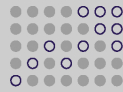
### 2. Auktionsverfahren

Das zur Zeit an mehreren Zweitmärkten für geschlossene Fonds angewendete Auktionsverfahren verläuft nach dem Vorbild des Internet-Auktionshauses ebay. Der Verkäufer bietet seine Beteiligung im Rahmen einer Auktion zum Verkauf an. Die Käufer können während der Dauer der Auktion ihre Gebote abgeben. Zum Schluss der Auktion erhält derjenige Käufer den Zuschlag, der den höchsten Kurs geboten hat. Der Handel beim Auktionsverfahren durchläuft somit folgende Schritte:

- Der Verkäufer bietet seine Beteiligung im Rahmen einer Auktion mit einem Mindestgebot zum Verkauf an.
- Während der Dauer der Auktion können potenzielle Käufer ihre Gebote abgeben.
- Veröffentlicht wird der jeweils aktuelle Kurs.
- Der aktuelle Kurs ergibt sich aus dem zweithöchsten Gebot plus eine Bietstufe. Somit ist das höchste Gebot nicht direkt erkennbar.
- Manche Auktionen weisen ein dynamisches Bietende auf. Als Beispiel sei die 5-Minuten-Regel des Lloyd Zweitmarkt angeführt: Wenn in den letzten 3 Minuten ein Gebot abgegeben wird, verlängert sich die Auktion automatisch um 5 Minuten.

---

<sup>1</sup> Grundsätzlich unterscheidet man zwischen limitierten Aufträgen, bei denen ein Mindest- oder Höchstkurs beim Verkauf bzw. Kauf vorgegeben ist, und unlimitierten Aufträgen, bei denen keine Kursvorgabe abgegeben wird. Zur Zeit kann man jedoch an der Fondsbörse Deutschland, die als einziger Zweitmarkt das Einheitskursverfahren anwendet, lediglich limitierte Aufträge abgeben.



- Wenn die Auktion beendet ist, wird die Transaktion zum letzten aktuellen Kurs durchgeführt.

Das Auktionsverfahren wird zur Zeit von allen emissionshausinternen Plattformen angewendet.

### 3. Handel zu vorgegebenen Kursen

An den oben dargestellten Käuferplattformen findet ein Handel zu vorgegebenen Kursen statt. Die Zweitmarktfonds bzw. der institutionelle Käufer stellen auf Nachfrage potenzieller Verkäufer oder auf eigene Initiative Kurse fest, zu denen sie bereit sind zu kaufen. Transaktionen finden dann zu diesen vorgegebenen Kursen statt, wenn sie vom Verkäufer angenommen werden. Der Handel zu vorgegebenen Kursen durchläuft somit folgende Schritte:

- Der Verkäufer bietet seine Beteiligung dem Käufer zum Verkauf an **oder** der Verkäufer wird vom Käufer angesprochen.
- Der Käufer stellt einen Kurs fest, zu dem er bereit ist, die Beteiligung zu kaufen.
- Der Verkäufer nimmt das Angebot an.
- Die Transaktion wird zum letzten aktuellen Kurs durchgeführt.

Der Handel zu vorgegebenen Kursen wird zur Zeit an den Käuferplattformen angewendet.

### 4. Einheitskurs- versus Auktionsverfahren

In diesem Abschnitt soll anhand von zwei Beispielen verdeutlicht werden, wie der Kurs, zu dem gehandelt wird, bei den verschiedenen Handelsverfahren zustande kommt. Dabei beschränkt sich die Betrachtung auf das Einheitskurs- und das Auktionsverfahren, da bei dem Handel zu vorgegebenen Kursen der Kurs vom Käufer vorgegeben wird.

#### Beispiel 1

Der Verkäufer einer Beteiligung möchte mindestens einen Kurs von 80% erzielen. Für dieselbe Beteiligung liegt ein Kaufauftrag zu 90% vor. Die folgende Tabelle veranschaulicht die bei beiden Verfahren festgestellten Kurse und die Kursvorteile für Käufer und Verkäufer. Der Kursvorteil berechnet sich für den Verkäufer/Käufer als die Differenz zwischen dem festgestellten Kurs und dem minimal/maximal gewünschten Kurs. Für das Auktionsverfahren sei angenommen, dass die Bietstufe 1%-Punkt beträgt.

<b>Beispiel 1: Ein Verkäufer zu 80%, ein Käufer zu 90%</b>		
	<b>Einheitskursverfahren</b>	<b>Auktionsverfahren</b>
<b>Festgestellter Kurs für die Transaktion</b>	85% (arithmetisches Mittel aus 80% und 90%)	80% (Mindestgebot)
<b>Vorteil für den Verkäufer</b>	Der Verkäufer erzielt einen um 5%-Punkte höheren Kurs als gewünscht.	Der Verkäufer erzielt genau den gewünschten Kurs.
<b>Vorteil für den Käufer</b>	Der Käufer zahlt einen um 5%-Punkte niedrigeren Kurs als gewünscht.	Der Käufer zahlt einen um 10%-Punkte niedrigeren Kurs als gewünscht.

Tabelle 4: Festgestellter Kurs und Vorteile bei einem Käufer und einem Verkäufer

Der gesamte Kursvorteil (Differenz zwischen dem vom Verkäufer minimal geforderten Kurs und dem vom Käufer maximal gebotenen Kurs) beläuft sich auf 10%-Punkte. Das Auktionsverfahren begünstigt überproportional den Käufer, der 10%-Punkte Kursvorteil erhält, während der Verkäufer keinen Kursvorteil bekommt. Das Einheitskursverfahren lässt den gesamten Kursvorteil in gleichen Teilen von je 5%-Punkten dem Käufer und dem Verkäufer zugute kommen.

### Beispiel 2

Der Verkäufer einer Beteiligung möchte mindestens einen Kurs von 80% erzielen. Für dieselbe Beteiligung liegen nunmehr zwei Kaufaufträge vor: zu 90% und zu 95%. Die folgende Tabelle veranschaulicht die bei beiden Verfahren festgestellten Kurse und die Kursvorteile für Käufer und Verkäufer.

Beispiel 2: Ein Verkäufer zu 80%, zwei Käufer zu 90% und 95%		
	Einheitskursverfahren	Auktionsverfahren
<b>Festgestellter Kurs für die Transaktion</b>	92,5% (arithmetisches Mittel aus 90% und 95%)	91% (Höchstgebot des einen Käufers 90% plus eine Bietstufe von 1%)
<b>Vorteil für den Verkäufer</b>	Der Verkäufer erzielt einen um 12,5%-Punkte höheren Kurs als gewünscht.	Der Verkäufer erzielt einen um 11%-Punkte höheren Kurs als gewünscht.
<b>Vorteil für den Käufer</b>	Der Käufer zahlt einen um 2,5%-Punkte niedrigeren Kurs als gewünscht.	Der Käufer zahlt einen um 4%-Punkte niedrigeren Kurs als gewünscht.

**Tabelle 5: Festgestellter Kurs und Vorteile bei zwei Käufern und einem Verkäufer**

Der gesamte Kursvorteil (Differenz zwischen dem vom Verkäufer minimal geforderten Kurs und dem vom Käufer maximal gebotenen Kurs) beläuft sich hier bereits auf 15%-Punkte. Beim Auktionsverfahren erhält der Käufer davon 4%-Punkte und der Verkäufer 11%-Punkte. Beim Einheitskursverfahren bekommt der Käufer 2,5%-Punkte Kursvorteil, während dem Verkäufer 12,5%-Punkte zugute kommen.

Allerdings muss die Verteilung des Kursvorteils bei diesem Beispiel etwas differenziert betrachtet werden. Da die maximal zu zahlenden Kurse der beiden Käufer über dem minimal geforderten Kurs des Verkäufers liegen, stellt der niedrigere der beiden Käufer-Kurse den minimal möglichen Kurs, in diesem Beispiel 90%. Der Verkäufer erhält also bei beiden Verfahren mindestens den Kurs von 90%. Bei der Verteilung des darüber hinausgehenden Kursvorteils von 5%-Punkten (Differenz zwischen dem höheren Käufer-Kurs von 95% und dem niedrigeren Käufer-Kurs von 90%) kann man dasselbe Bild wie bei Beispiel 1 beobachten: Das Auktionsverfahren begünstigt überproportional den Käufer, der 4%-Punkte Kursvorteil erhält, während der Verkäufer 1%-Punkt Kursvorteil bekommt. Das Einheitskursverfahren lässt den Kursvorteil in gleichen Teilen von je 2,5%-Punkten dem Käufer und dem Verkäufer zugute kommen.

Insgesamt kann man festhalten, dass bei der Verteilung der Differenz zwischen dem minimal möglichen Kurs (entweder der vom Verkäufer geforderte Mindestkurs oder der zweitbeste Kurs aller Käufer) und dem maximal möglichen Kurs (der beste Kurs aller Käufer)

- das Auktionsverfahren den Käufer überproportional begünstigt
- das Einheitsverfahren den Kursvorteil in gleichen Teilen dem Käufer und dem Verkäufer zugute kommen

Abschließend sei noch mal einschränkend erwähnt, dass bei den vorangegangenen Beispielen ein identisches Bietverhalten der Käufer bei beiden Verfahren unterstellt wurde: Die Käufer stellen ihre Höchstgebote in das System ein. In der Realität dürften einige Käufer beim Auktionsverfahren ihr Höchstgebot nicht oder erst zum Schluss, wenn nötig, offenbaren.

## D. Beurteilung der Effizienz der Zweitmärkte für geschlossene Fonds

In diesem Abschnitt soll ein Konzept zur Beurteilung der Effizienz eines Zweitmarktes herausgearbeitet werden. Ausgangspunkt bilden die Theorie effizienter Märkte und marktmikrostrukturtheoretische Überlegungen.

### I. Die Theorie effizienter Märkte

Finanzmärkte stellen eine Drehscheibe der effizienten Verteilung von Ressourcen und volkswirtschaftlich gegebenen Risiken dar. Um diesen wichtigen volkswirtschaftlichen Auftrag bestmöglich zu erfüllen, müssen Finanzmärkte effizient gestaltet werden. Die Theorie effizienter Märkte spricht von drei Arten der Effizienz:

**Allokative Effizienz:** Möglichkeit, dass Menschen mit komplementären Neigungen, Zukunftserwartungen, Mitteln und Absichten leichter zueinander finden. Investoren haben dadurch die Möglichkeit, Gelder so anzulegen, wie es ihrer Risikobereitschaft, ihren Ertragsvorstellungen und ihrem *Anlagehorizont* entspricht.

**Informationseffizienz:** Umgehende Erfassung und Übermittlung aller für die korrekte Bestimmung des Wertes einer Beteiligung *benötigter Informationen*.

**Verfahrenseffizienz:** Bedingungen schaffen, unter denen die größtmögliche Anzahl von Käufern und Verkäufern Transaktionen sicher, verlässlich und auf schnelle Weise zu den *niedrigstmöglichen Kosten* abwickeln können.

Damit das volkswirtschaftliche Ziel allokative Effizienz erreicht wird, muss ein Markt informationseffizient sein. Das wiederum setzt Verfahrenseffizienz voraus.

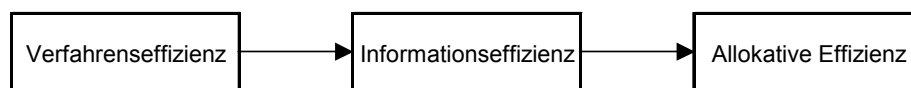
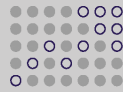


Abbildung 1: Theorie effizienter Märkte

Zur Erreichung und Bewerkstelligung dieser Effizienzziele sind eine Vielzahl von Spezialinstitutionen entstanden, nicht zuletzt die Börse selbst. Zweitmärkte für geschlossene Fonds sind als eine derartige Spezialinstitution zu verstehen und zu beurteilen. Vor dem Hintergrund der Theorie effizienter Märkte rückt bei der Beurteilung eines Zweitmarkts primär die Verfahrenseffizienz in den Vordergrund.



## II. Beurteilung der Verfahrenseffizienz

Ein schlüssiges Konzept zur Beurteilung der Verfahrenseffizienz eines Finanzmarktes stellt das Konzept der marktorganisationsbestimmten (mob) Kosten dar.<sup>1</sup> Demnach ist ein Markt umso effizienter, je geringer die Summe der mob Kosten ist. Für die Beurteilung eines Zweitmarkts ist im Wesentlichen die Summe der Transaktionskosten von Bedeutung.<sup>2</sup> Transaktionskosten sind:

- **Kosten des Transaktionsservice und Listinggebühren:** Beim Zweitmarkt für geschlossene Fonds handelt es sich dabei um die von den Marktteilnehmern zu zahlenden Provisionen beim Zustandekommen einer Transaktion sowie ggf. vorhandener Listinggebühren.
- **Transaktionsbedingte Informations- und Entscheidungskosten:** Hiermit sind die Kosten gemeint, die bei Käufer und Verkäufer im Zusammenhang mit ihrer Transaktionsentscheidung anfallen. Das sind z.B. Kosten für die Informationsbeschaffung, Kosten für externe Informationsquellen, Kosten der aufgewendeten Zeit usw.
- **Kosten der Sicherung gegen Transaktionsrisiken:** Für Risiken, die mit der Transaktion verbunden sind, nimmt der Marktteilnehmer einen Risikoauf- oder -abschlag auf den bzw. vom gewünschten Kurs vor. Transaktionsrisiken sind z.B. das Betrugsrisiko oder das Risiko für den Käufer/Verkäufer, einen zu hohen/niedrigen Kurs zu erzielen.
- **Kosten sofortigen Abschlusses:** Die Kosten sofortigen Abschlusses fallen an, wenn ein Marktteilnehmer an einer sofortigen Transaktion interessiert ist. In so einem Fall muss ein Käufer/Verkäufer einen Kursaufschlag/Kursabschlag in Kauf nehmen. Die Kosten sofortigen Abschlusses sind umso niedriger, je höher die Liquidität des Marktes ist.

Die Summe der Transaktionskosten kann als Effizienzindikator dienen: **Je geringer die Summe der Transaktionskosten ist, desto effizienter ist der Zweitmarkt und vice versa.**

## III. Die Bedeutung und das Erzeugen von Liquidität

Im vorigen Abschnitt wurde gezeigt, dass die Liquidität eines Zweitmarkts die Kosten sofortigen Abschlusses wesentlich beeinflusst und somit ein bestimmender Faktor für die Effizienz des Zweitmarkts ist. Darüber hinaus bestimmt der Liquiditätsgrad einer Investition maßgeblich deren Attraktivität für einen Investor. Je leichter es für einen Investor ist, sich aus einer Investition durch Veräußerung des ihr zugrundeliegenden Finanztitels zurückzuziehen, desto eher ist er bereit, sein Geld in ihr zu binden und desto geringer wird die Zusatzprämie sein, die er als Kompensation für das Liquiditätsrisiko verlangt.

---

<sup>1</sup> Ausführlich zum Konzept der mob Kosten siehe Hartmut Schmidt, Vorteile und Nachteile eines integrierten Zirkulationsmarktes gegenüber einem gespaltenen Effektenmarkt, Nr. 30 der Reihe Wettbewerb - Rechtsangleichung, Hrsg. Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Brüssel und Luxemburg: Amt für amtliche Veröffentlichungen der Europäischen Gemeinschaften, 1977, S. 21-30, 372-385.

<sup>2</sup> Neben den Transaktionskosten gehören zu den mob Kosten auch die Emissionskosten, die Kosten des Wertpapierdienstes, die Kosten fortlaufender Information und die Verwahr- und Verwaltungskosten, vgl. ebda. In der vorliegenden Studie wird lediglich auf die Transaktionskosten eingegangen.

Die Liquidität ist definiert als die Möglichkeit, Wertpapiere jederzeit ohne nennenswerte Zu- oder Abschläge vom Marktpreis zu kaufen bzw. zu verkaufen. Somit ist eine Grundvoraussetzung für Liquidität, dass für einen gegebenen Finanztitel zu jedem Zeitpunkt ein verbindlicher Preis, zu dem gekauft (Geldkurs) bzw. verkauft (Briefkurs) werden kann, angegeben oder gestellt wird.

In einem Markt, in dem es keine ausreichende Anzahl von Käufern und Verkäufern gibt, kann ein **Betreuer** Liquidität schaffen.<sup>1</sup> Betreuer müssen für die von ihnen betreuten Beteiligungen verbindliche Kurse stellen. Dadurch bleibt ein Finanztitel auch dann handelbar, wenn sich Verkäufer und Käufer aus den verschiedensten Gründen zurückgezogen haben oder noch nicht vorhanden sind.

#### IV. Organisatorische Merkmale und Verfahrenseffizienz

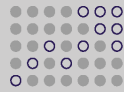
Die organisatorischen Merkmale eines Zweitmarkts wie institutionelle Struktur, Zulassungsvoraussetzungen, Regelwerk und Handelsverfahren sollten vor dem Hintergrund einer Erhöhung der Verfahrenseffizienz zum Ziel haben, die Summe der Transaktionskosten zu minimieren. Die folgende Tabelle liefert eine Übersicht über mögliche organisatorische Merkmale und Maßnahmen, die die Verfahrenseffizienz erhöhen könnten.

Transaktionskostenart	Organisatorische Merkmale und Maßnahmen
<b>Kosten des Transaktionsservices</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Listinggebühren</li> <li>- Registrierungsgebühren</li> <li>- Höhe der Provisionen für Käufer und Verkäufer</li> </ul>
<b>Transaktionsbedingte Informations- und Entscheidungskosten</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Internetpräsenz</li> <li>- Emissionsprospekte, Geschäftsberichte</li> <li>- Aktuelle wirtschaftliche Kennzahlen</li> <li>- Mitteilungspflicht für kursrelevante Tatsachen</li> <li>- Externe Researchquellen, Analysen, Bewertungen</li> </ul>
<b>Kosten der Sicherung gegen Transaktionsrisiken</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Handelsverfahren</li> <li>- Transparenz der Preisermittlung</li> <li>- Marktordnung</li> <li>- Handelsüberwachung</li> </ul>
<b>Kosten sofortigen Abschlusses und Liquidität</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Hohe Umsätze</li> <li>- Betreuer</li> </ul>

Tabelle 6: Organisatorische Merkmale und Maßnahmen zur Steigerung der Verfahrenseffizienz

Es wurde ein Katalog von organisatorischen Merkmalen und Maßnahmen herausgearbeitet, anhand dessen bestehende Zweitmärkte für geschlossene Fonds erfasst und verglichen werden können.

<sup>1</sup> Als Beispiel kann man die elektronische Börse Xetra anführen, an der die Betreuer Designated Sponsors heißen. Für die Aufnahme einer Aktie in den fortlaufenden Handel von Xetra bedarf es mindestens eines Designated Sponsor, wenn die Liquidität der Aktie – gemessen anhand des Xetra Liquidity Measures (XLM) und des durchschnittlichen Orderbuchumsatzes – zu niedrig ist.



## E. Bestehende Zweitmärkte für geschlossene Fonds

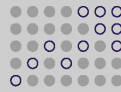
In diesem Abschnitt sollen die wesentlichen in Deutschland bestehenden Zweitmärkte für geschlossene Fonds anhand des herausgearbeiteten Schemas erfasst und verglichen werden.

### I. Systematische Erfassung nach Zweitmarktmodellen

Die bestehenden Zweitmarktmodelle wurden im Abschnitt C nach der institutionellen Struktur und dem Handelsverfahren systematisch dargestellt. Die folgende Tabelle gibt einen Überblick der betrachteten Zweitmärkte für geschlossene Fonds, systematisiert nach dem zugrundeliegenden Zweitmarktmodell.

<b>Zweitmärkte und zugrundeliegende Zweitmarktmodelle</b>			
	<b>Einheitskursverfahren</b>	<b>Auktionsverfahren</b>	<b>Handel zu vorgegebenen Kursen</b>
<b>Offene Handelsplattformen</b>	Fondsbörse Deutschland	Deutsche Zweitmarkt AG GEFOX	-
<b>Emissionshausinterne Plattformen</b>	-	Deutsche Sekundärmarkt GmbH Unternehmenstreuhand Nord GmbH Lloyd Zweitmarkt GmbH	-
<b>Käuferplattformen</b>	-	-	Meridian 10 Zweitmarktfonds (Maritim Invest, HTB)

Tabelle 7: Zweitmärkte und zugrundeliegende Zweitmarktmodelle

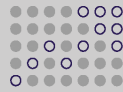


## II. Offene Handelsplattformen

Zur Zeit existieren in Deutschland zwei offene Handelsplattformen für geschlossene Fonds: die Fondsbörse Deutschland in Hamburg und die Deutsche Zweitmarkt AG, die am 1. Oktober 2006 starten soll. Die GEFOX in Düsseldorf hat ihren Betrieb im Juni 2006 eingestellt.

Merkmale	Fondsbörse Deutschland	GEFOX	Deutsche Zweitmarkt AG
<b>Allgemeine Angaben</b>			
Gründung	1998	2004; im Juni 2006 Betrieb eingestellt	2005
Beschränkung bei Fondszulassung	keine, sofern Antrag auf Notierung erfolgt und alle in § 9 der Marktordnung verlangten Unterlagen vorliegen	Fonds muss bestimmte Konzeption aufweisen (u.a. Treuhänder, freie Übertragbarkeit der Anteile etc.). Die Ratingagentur muss Einblick in sämtliche Unterlagen und Verträge erhalten.	keine
WKN/ISIN	gegen eine einmalige Bearbeitungsgebühr i.H.v. EUR 50 zu erhalten	ja	nein
Vermittlungstätigkeit	Fondsbörse Deutschland Beteiligungsmakler AG	Börse Düsseldorf	Deutsche Zweitmarkt AG
<b>Kosten des Transaktionsservices</b>			
Listinggebühr	keine	Einmalgebühr EUR 15.000, Jahresgebühr abhängig vom Fondsvolumen zwischen EUR 10.000 und EUR 80.000	keine
Offen ausgewiesene Transaktionsgebühren	Je 2,5 % (mind. EUR 250,-) vom Käufer und Verkäufer. Keine Registrierungsgebühren.	3% (mind. EUR 250,-) vom Verkäufer. Keine Registrierungsgebühren.	Je 2,5 % (mind. EUR 250,-) vom Käufer und Verkäufer. Keine Registrierungsgebühren.
<b>Transaktionsbedingte Informations- und Entscheidungskosten</b>			
Internetpräsenz	<a href="http://www.zweitmarkt.de">www.zweitmarkt.de</a>	<a href="http://www.gefox.de">www.gefox.de</a>	<a href="http://www.deutsche-zweitmarkt.de">www.deutsche-zweitmarkt.de</a>
Informationen zur Beteiligung	Datenblatt im Internet, weitere Unterlagen können angefordert werden	Datenblatt, Emissionsprospekt, Geschäftsbericht, Gesellschafts- und Treuhandvertrag im Internet zum Download bereit	Über telefonische Beratung. Zusätzlich detaillierte Informationen zu den Fonds, Emissionsprospekt wird zum Download auf der Handelsplattform bereitgestellt.
Meldungspflicht des Initiators für kursrelevante Tatsachen	im Premiumsegment vorhanden	ja	nicht gegeben
Externes Pflichtrating/Bewertung	nein	ja	nein
<b>Kosten der Sicherung gegen Transaktionsrisiken</b>			
Handelsverfahren	Einheitskursverfahren	Auktionsverfahren	Auktionsverfahren
Indikation für den Kurs der Beteiligung	Geld- und Briefgebote, soweit vorhanden; letzter Kurs; höchster und niedrigster Kurs der letzten 12 Monate; in Einzelfällen Bewertung einer unabhängigen Ratingagentur	Veröffentlichte Bewertung einer unabhängigen Ratingagentur	Preisindikator/Ermittlung durch eigenes Bewertungssystem; niedrigster und höchster Kurs der letzten 12 Monate
Ordnungsrahmen	Marktordnung und Beirat der Börse	Handelsbedingungen der Börse	AGB der Deutschen Zweitmarkt AG
<b>Kosten sofortigen Abschlusses und Liquidität</b>			
Umsatz	EUR 23,9 Mio. in 2004, EUR 42,4 Mio. in 2005 und EUR 39,8 Mio. im 1. Halbjahr 2006 (Nominalkapital)	kein Umsatz zustande gekommen	Start am 01.10.2006, geplant sind EUR 15-20 Mio. in 2006
Anzahl der notierten Fonds	Per 10.07.2006 ca. 1.200 Immofonds (davon 48 im Premiumsegment) und ca. 800 Schiffsbeteiligungen (davon 227 im Premiumsegment)	3 Immobilienfonds (Immobilienfonds Merckens XXIII, IVG EuroSelect 07 und SAB Headquarter Bochum)	Im Bereich der Schiffsbeteiligungen sind über 1.000 Fonds gelistet und bewertet. Die Bewertung von Immobilienbeteiligungen befindet sich im Aufbau.
Liquiditätsschaffende Marktteilnehmer	Im Premiumsegment stellt die Fondsbörse Deutschland Beteiligungsmakler AG als Betreuer auf der Käuferseite bis zu einer Höhe von EUR 50.000,- Wertumsatz verbindliche Geldkurse.	nein	nein

**Tabelle 8: Offene Handelsplattformen**

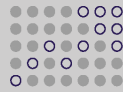


### III. Emissionshausinterne Plattformen

Aktuell existieren in Deutschland zahlreiche emissionshausinterne Plattformen für geschlossene Fonds, die sich hinsichtlich Organisation und Handelsverfahren weitgehend ähnlich sind. Einige Initiatoren wie HCI, Hansa Treuhand und König & Cie. haben ihre Fonds im Premiumsegment der Fondsbörse Deutschland listen lassen. In der folgenden Tabelle werden exemplarisch drei große Zweitmärkte dargestellt.

Merkmale	Deutsche Sekundärmarkt GmbH	Unternehmenstreuhand Nord GmbH	Lloyd Zweitmarkt GmbH
<b>Allgemeine Angaben</b>			
Gründung	2004	2004	2005
Beschränkung bei Fondszulassung	es werden von NORDCAPITAL sowie von anderen Häusern emittierte Beteiligungen gehandelt	es werden nur von der Norddeutsche Vermögen emittierte Beteiligungen gehandelt	es werden nur von Lloyd Fonds emittierte Beteiligungen gehandelt
WKN/ISIN	nein	nein	nein
Vermittlungstätigkeit	Deutsche Sekundärmarkt GmbH	Unternehmenstreuhand Nord GmbH	Lloyd Zweitmarkt GmbH
<b>Kosten des Transaktionservices</b>			
Listinggebühr	grundsätzlich nicht erforderlich	nicht erforderlich, da es sich um hauseigene Beteiligungen handelt	nicht erforderlich, da es sich um hauseigene Beteiligungen handelt
Offen ausgewiesene Transaktionsgebühren	je 2,5% von Käufer und Verkäufer	je 1,5% von Käufer und Verkäufer zzgl. € 100,00 einmalige Registrierungsgebühr für Käufer	je 2,5% von Käufer und Verkäufer zzgl. € 100,00 einmalige Registrierungsgebühr (entfällt für Lloyd-Kunden), die bei Kauf mit der fälligen Provision verrechnet wird
<b>Transaktionsbedingte Informations- und Entscheidungskosten</b>			
Internetpräsenz	<a href="http://www.sekundaermarkt.de">www.sekundaermarkt.de</a>	<a href="http://www.utm-zweitmarkt.de">www.utm-zweitmarkt.de</a>	<a href="http://www.lloyd-zweitmarkt.de">www.lloyd-zweitmarkt.de</a>
Informationen zur Beteiligung	sämtliche technische und wirtschaftliche Informationen zu jedem im Handel befindlichen Fonds, Emissionsprospekt, Geschäftsberichte und Protokolle im Internet zum Download bereit; DFR Dynamischer Fondsrechner mit Ist-Daten der Gesellschaft zu jedem Fonds zur Berechnung von Zukunftsszenarien	detaillierte Informationen zu den Fonds auf der Handelsliste, Emissionsprospekt, Geschäftsberichte und Schriftwechsel aus dem Berichtswesen stehen im Internet zum Download bereit	detaillierte Informationen zu den Fonds auf der Handelsliste, Emissionsprospekt, Geschäftsberichte und Schriftwechsel aus dem Berichtswesen stehen im Internet zum Download bereit
Meldungspflicht des Initiators für kursrelevante Tatsachen	ja	ja	ja
Externes Pflichten/Bewertung	nein	nein	nein
<b>Kosten der Sicherung gegen Transaktionsrisiken</b>			
Handelsverfahren	Auktionsverfahren	Auktionsverfahren, dynamisches Bietende (2-Minuten-Regel)	Auktionsverfahren, dynamisches Bietende (5-Minuten-Regel)
Indikation für den Kurs der Beteiligung	letzter Kurs, gesamte Kursentwicklung in der Vergangenheit, DFR Dynamischer Fondsrechner	letzter Kurs, gesamte Kursentwicklung in der Vergangenheit	letzter Kurs, höchster und niedrigster Kurs der letzten 12 Monate
Ordnungsrahmen	AGB der Deutsche Sekundärmarkt GmbH	AGB der Unternehmenstreuhand Nord GmbH	AGB der Lloyd Zweitmarkt GmbH
<b>Kosten sofortigen Abschlusses und Liquidität</b>			
Umsatz	EUR 25 Mio. (Nominalkapital) kumuliert bis zum 04.07.2006 seit Bestehen, davon EUR 14 Mio. in 2006	EUR 20,2 Mio. (Nominalkapital) kumuliert bis zum 30.06.2006	Geplant sind EUR 3 Mio. Wertumsatz in 2006
Anzahl der notierten Fonds	Grundsätzlich alle laufenden Schiffsfonds von NORDCAPITAL, bis zum 30.06.2006 wurden insgesamt 610 Anteile an 67 Schiffsfonds gehandelt	Grundsätzlich alle laufenden Schiffsfonds der Norddeutsche Vermögen, bis zum 30.06.2006 wurden insgesamt 536 Anteile an 44 Schiffsfonds gehandelt	Grundsätzlich alle 65 vertriebenen Fonds, bis zum 28.06.2006 wurden insgesamt 15 Schiffsfonds gehandelt
Liquiditätsschaffende Marktteilnehmer	nein	nein	nein

**Tabelle 9: Emissionshausinterne Plattformen**



#### IV. Käuferplattformen

Käuferplattformen stellen z.B. sogenannte Zweitmarktfonds wie die Fonds von Maritim Invest und HTB für Schiffsbeteiligungen und von H.F.S. für Immobilienbeteiligungen sowie institutionelle Käufer wie Meridian 10 dar. Zweitmarktfonds sind sich in der Vorgehensweise weitgehend ähnlich, institutionelle Käufer auch. In der folgenden Tabelle werden exemplarisch ein institutioneller Käufer und ein Zweitmarktfonds dargestellt.

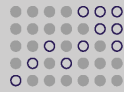
<b>Merkmale</b>	<b>Meridian 10</b>	<b>Maritim Invest Beteiligungsgesellschaft mbH &amp; Co. KG (Zweitmarktfonds)</b>
<b>Allgemeine Angaben</b>		
Gründung	2005	2004, erster Zweitmarktfonds 2003
Beschränkung bei Fondszulassung	nur Schiffsfonds, die zur Tonnagesteuer optiert haben	nur Schiffsfonds, unter Beachtung der Investitionskriterien im jeweiligen Emissionsprospekt des Zweitmarktfonds
WKN/ISIN	nein, bedingt durch das Geschäftsmodell (reine Käuferplattform)	nein, bedingt durch das Geschäftsmodell (reine Käuferplattform)
Vermittlungstätigkeit	entfällt, da reine Käuferplattform	entfällt, da reine Käuferplattform
<b>Kosten des Transaktionsservices</b>		
Listinggebühr	keine	keine
Offen ausgewiesene Transaktionsgebühren	keine	keine
<b>Transaktionsbedingte Informations- und Entscheidungskosten</b>		
Internetpräsenz	<a href="http://www.meridian10.de">www.meridian10.de</a>	<a href="http://www.maritim-invest.de">www.maritim-invest.de</a>
Informationen zur Beteiligung	Informationen zu den Fonds auf der Handelsliste	im Hinblick auf Transparenz sind der jeweilige Emissionsprospekt sowie die Leistungsbilanz des Initiators maßgeblich
Meldungspflicht des Initiators für kursrelevante Tatsachen	nein, bedingt durch das Geschäftsmodell (reine Käuferplattform)	nein, bedingt durch das Geschäftsmodell (reine Käuferplattform)
Externes Pflichtrating/Bewertung	nein	nein
<b>Kosten der Sicherung gegen Transaktionsrisiken</b>		
Handelsverfahren	Handel zu vorgegebenen Kursen	Handel zu vorgegebenen Kursen
Indikation für den Kurs der Beteiligung	interne Bewertung durch Meridian 10	interne Bewertung durch die Fondsgesellschaft
Ordnungsrahmen	AGB der Meridian 10 Managementgesellschaft GmbH	gemäß Emissionsprospekt
<b>Kosten sofortigen Abschlusses und Liquidität</b>		
Umsatz	k.A.	Fonds kauft auf eigene Rechnung. Platziertes Fondsvolumen Fonds I bis VI EUR 125 Mio.
Anzahl der notierten Fonds	229 Schiffsfonds zum 04.07.2006	822 Schiffsfonds zum 05.07.2006
Liquiditätsschaffende Marktteilnehmer	Meridian 10 stellt verbindliche Kurse, die täglich aktualisiert werden, mit unbegrenzter Ausführungsgarantie ohne Preisspannen. Meridian 10 ist zehn Tage lang an einen gestellten Kurs gebunden.	Fondsgesellschaft stellt den Kurs. Ausführungsgarantie bedingt vorhanden, beschränkt durch Fondsvolumen und Investitionskriterien im jeweiligen Emissionsprospekt.

**Tabelle 10: Käuferplattformen**

## F. Zusammenfassung und Ausblick

Durch die Änderungen der gesetzlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen und den Rückgang der Mindestzeichnungssummen haben sich geschlossene Fonds in den letzten Jahren für immer mehr Anleger zu einer attraktiven Investitionsalternative entwickelt. Um die geschlossenen Fonds fungibel und somit attraktiver für noch weitere Anlegerkreise zu machen, sind Zweitmärkte für geschlossene Fonds entstanden. Die vorliegende Studie stellt einen Versuch dar, die Vielzahl von Zweitmärkten systematisch zu erfassen und vor dem Hintergrund der Markteffizienz untereinander zu vergleichen. Die wichtigsten Erkenntnisse sind im Folgenden zusammengefasst:

- Nach der institutionellen Struktur lassen sich die vorhandenen Zweitmärkte in drei Kategorien einordnen: Die **offenen Handelsplattformen** weisen die geringsten institutionsbedingten Beschränkungen auf. Dort kann jeder Marktteilnehmer als Käufer oder Verkäufer agieren und jedes Emissionshaus kann von ihm aufgelegte Fonds dort listen lassen. Die **emissionshausinternen Plattformen** sind ebenfalls für alle Marktteilnehmer offen, handeln jedoch lediglich vom jeweiligen Emissionshaus aufgelegte Beteiligungen. Die **Käuferplattformen** sind lediglich für Verkäufer aller Beteiligungen, nicht jedoch für Käufer offen.
- Nach dem Handelsverfahren lassen sich die vorhandenen Zweitmärkte ebenfalls in drei Kategorien einordnen: Beim **Handel zu vorgegebenen Kursen** wird der Kurs vom Käufer festgestellt. Eine Transaktion findet statt, wenn der Verkäufer den Kurs annimmt. Beim **Einheitskursverfahren** und beim **Auktionsverfahren** kommen die Kurse anhand von Geboten sowohl auf der Käufer- als auch der Verkäuferseite zustande. Dabei wird bei der Verteilung der Differenz zwischen dem minimal möglichen Kurs (entweder der vom Verkäufer geforderte Mindestkurs oder der zweitbeste Kurs aller Käufer) und dem maximal möglichen Kurs (der beste Kurs aller Käufer)
  - beim Auktionsverfahren der Käufer überproportional begünstigt,
  - beim Einheitsverfahren der Kursvorteil in gleichen Teilen dem Käufer und dem Verkäufer zugeteilt.
- Als Indikator für die Effizienz eines Zweitmarkts kann die Summe der Transaktionskosten dienen: Je geringer die **Summe der Transaktionskosten** ist, desto effizienter ist der Zweitmarkt und vice versa.
- **Kosten des Transaktionsservice und Listinggebühren:** *Listinggebühren* mussten lediglich an der GEFOX gezahlt werden. *Provisionen* werden vom Käufer und Verkäufer gezahlt und betragen zwischen jeweils 1,5% (Unternehmenstreuhand Nord) und jeweils 2,5% (Fondsbörse Deutschland, Deutsche Zweitmarkt AG, Deutsche Sekundärmarkt, Lloyd Zweitmarkt). An der GEFOX zahlte lediglich der Verkäufer 3% Provision.
- **Transaktionsbedingte Informations- und Entscheidungskosten:** Diese Kosten können durch *Transparenz* und *umfangreiche Informationen* zu den Beteiligungen minimiert werden. Alle betrachteten Zweitmärkte verfügen über eine Internetpräsenz, auf der Informationen zu den Beteiligungen abgerufen werden können. Dabei können emissionshausinterne Plattformen ihren Informationsvorteil nutzen und umfangreichere Informationen zur Verfügung stellen. An der Fondsbörse Deutschland besteht eine *Meldungspflicht des Initiators für kursrelevante Tatsachen*.



- **Kosten der Sicherung gegen Transaktionsrisiken:** Bei allen betrachteten Zweitmärkten ist der *Ordnungsrahmen* klar definiert. Das Einheitskurs- und das Auktionsverfahren weisen gegenüber dem Handel zu vorgegebenen Kursen einen höheren Grad an *Transparenz hinsichtlich der Kursbildung* auf. Die Kurshistorie ist in der Regel ersichtlich und kann als Indikator für den Wert der Beteiligung dienen. Die GEFOX veröffentlichte eine *obligatorische Bewertung einer unabhängigen Ratingagentur*, die durch die Listinggebühren finanziert wurde. Die Fondsbörse Deutschland liefert in Einzelfällen eine solche Bewertung kostenfrei. Die Deutsche Sekundärmarkt stellt einen dynamischen *Fondsrechner* zur Verfügung, mit dem Werte ausgerechnet werden können.
- **Kosten sofortigen Abschlusses und Liquidität:** Die Kosten sofortigen Abschlusses (KSA) dürften an den Käuferplattformen am höchsten sein, da der Anleger den institutionellen Käufer bzw. den Zweitmarktfonds für das *Schaffen der Liquidität* bezahlen muss. An der Fondsbörse Deutschland stellt im Premiumsegment ein Betreuer auf der Käuferseite bis zu einer Höhe von EUR 50.000,- Wertumsatz verbindliche Geldkurse. Bei einer Transaktion mit dem Betreuer wird die Liquidität durch höhere KSA gezahlt, jedoch können im Unterschied zu den Käuferplattformen auch andere Marktteilnehmer höhere Kaufkurse stellen, was die Transaktionskosten reduziert. Die KSA werden an Zweitmärkten mit Einheitskurs- und Auktionsverfahren durch höhere Liquidität, die sich in *höheren Umsätzen* widerspiegelt, wesentlich reduziert. Die höchsten Umsätze hat bisher die Fondsbörse Deutschland erzielt. Auch die emissionshausinternen Plattformen weisen für die vom jeweiligen Emissionshaus emittierten Beteiligungen hohe Umsätze auf. An der GEFOX haben gar keine Transaktionen stattgefunden.

Offene Handelsplattformen sind am flexibelsten organisiert und bieten den breitesten Zugang auf Käufer- und Verkäuferseite an. Emissionshausinterne Plattformen verfügen über Informationsvorteile hinsichtlich der dort gehandelten Beteiligungen. Bestehende Plattformen sind bestrebt, die Vorteile der anderen institutionellen Struktur zu übernehmen. So hat die Fondsbörse Deutschland einige Emissionshäuser wie HCI, Hansa Treuhand und König & Cie. dafür gewonnen, ihre Fonds im Premiumsegment listen zu lassen. Die Deutsche Sekundärmarkt GmbH will ab August 2006 auch Anteile an Schiffsfonds, die von anderen Initiatoren als Nordcapital emittiert wurden, auf ihrer Plattform handeln.

Mehr Transparenz und ein erhöhter Informationsgehalt hinsichtlich der Beteiligungen (Emissionsprospekte, Geschäfts- und Quartalsberichte, externes Research und Bewertungen) führen zu einer höheren Effizienz. Allerdings ist das Konzept der GEFOX mit einer durch hohe Listinggebühren finanzierten Transparenz gescheitert. Andere transparenzerhöhende Konzepte sind an den anderen Zweitmärkten zu beobachten und sicherlich noch in der Entwicklung.

Man kann davon ausgehen, dass in der nahen Zukunft die aktuell beobachtete starke Segmentierung in zahlreiche Zweitmärkte aufgrund der noch relativ geringen Liquidität bei geschlossenen Fonds bestehen bleibt. Dies ist jedoch kein Nachteil, denn die Konkurrenz unter den Zweitmärkten fördert die Entstehung innovativer Konzepte zur Effizienzsteigerung. Eine Konsolidierungswelle unter den Zweitmärkten wird jedoch unweigerlich folgen. Das ist lediglich eine Frage der Zeit.