

Ulrike Dennig

## Europas Börsen im Umbruch

*Aufgrund einer zunehmenden Elektrifizierung des Börsenhandels und der internationalen Vernetzung sehen sich die europäischen Börsen einem scharfen Wettbewerb ausgesetzt.*

*Wie stellen oder entziehen sich die Börsen diesem Wettbewerb?*

*Welche Auswirkungen sind auf die gesamtwirtschaftliche Effizienz des Kapitalmarktes und die Stabilität des europäischen Finanzsystems zu erwarten?*

Die jüngsten Fusionsabsichten der Börsen Frankfurt und London, die im Juni verkündet wurden, markieren nicht nur Veränderungen im europäischen, sondern auch im globalen Börsenwesen. Sie sind Kennzeichen eines grundlegenden Umbruchs, dessen Ausgang noch offen ist. Dieser betrifft sowohl Handel und Abwicklung der Börsen, den Börsenmaklerberuf, die Börsenorganisation, die Aufsicht wie die Finanzmarktstruktur insgesamt. Der Umbruch ist auch nur zum Teil Ergebnis gewollter Integration nationaler Finanzmärkte zum angestrebten europäischen Finanzbinnenmarkt. Er wurde in einem erheblichen Maße verschärft durch die zunehmende Elektronifizierung des Börsenhandels und deren internationaler Vernetzung.

Integration und Technologie haben dabei gemeinsam dazu geführt, daß sich Europas Börsen inzwischen in einem scharfen nationalen wie internationalen Wettbewerb befinden. Entsprechend wird überall nach Wegen gesucht, sich diesem zu stellen oder zu entziehen. Ein Mittel ist die Verbesserung und Verbilligung des Dienstleistungsangebots, sei es durch Rationalisierung, Spezialisierung oder Innovation. Ein anderes ist die Kooperation oder Fusion zwischen Börsen. Dabei stellt sich die Frage, ob der Umbruch am Ende zu einer einzigen Europa-Börse führen wird, und welche Auswirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Effizienz des Kapitalmarktes und auf die Stabilität des europäischen Finanzsystems zu erwarten sind.

### Fusion der Frankfurter und Londoner Börse

Im Mai dieses Jahres überraschten die Börsen Frankfurts und Londons mit der offiziellen Bekanntgabe ihrer Fusionsabsichten. Sie haben vor, Anfang des kommenden Jahres eine Holding-Obergesell-

schaft mit dem Namen „iX“ (international Exchange) zu gründen, alle Geschäftsaktivitäten der beiden Börse mit Ausnahme des Clearings unter dieser zusammenzufassen und gemeinschaftlich dann Informationsprodukte wie Wertpapiere, Rohstoffe und Derivate zu handeln sowie Börsensysteme und Internet-Dienstleistungen anzubieten. Beide Börsen werden in Zukunft das gleiche elektronische Handelssystem verwenden, und zwar das für Frankfurt entwickelte und von dort betreute System „XETRA“ (Exchange Electronic Trading). Eine gewisse Arbeitsteilung zwischen den beiden Börsen ist geplant. In London soll der Hauptaktienhandel in europäischen Spitzenwerten (sogenannte „Blue Chips“) konzentriert werden, der damit dann den dortigen Regularien und der dortigen Aufsicht unterliegt<sup>1</sup>. Allerdings soll dabei die deutsche Zulassung anerkannt werden. Das übrige Aktiengeschäft wird wie bisher getrennt gehandelt und beaufsichtigt.

Als Gegenzug soll der sogenannte Wachstumsmarkt, das gesamte Geschäft mit Aktien neuer dynamischer Jungunternehmen („Neuer Markt“ und „Technologie-Markt“), nach Frankfurt verlagert werden. Dieser wird dabei deutschen Börsenregeln und deutscher Börsenaufsicht unterliegen. Allerdings wurde gleichzeitig mit der Fusionsvereinbarung eine Joint Venture zwischen „iX“ und der amerikanischen Nasdaq im Bereich Wachstumsmärkte unterzeichnet. Geplant ist, die Teilmärkte für dynamische Wachstumsmärkte, den britischen „techMARK“ und den deutschen „Neuen Markt“ mit der modernen elektronischen US-Spezialbörse in diesem Bereich unter dem Namen „Nasdaq iX“ zusammenzuführen. Als Gesellschaftssitz ist wiederum London vorgesehen<sup>2</sup>.

---

*Dr. Ulrike Denning, 61, ist wissenschaftliche Mitarbeiterin in der Abteilung „Internationale Makroökonomie“ im Hamburgischen Weltwirtschafts-Archiv (HWWA) in Hamburg.*

<sup>1</sup> Vgl. o.V. Die Deutsche Börse und die Londoner Börse haben sich offenbar grundsätzlich über eine Fusion geeinigt, in: Vwd vom 2. 5. 2000; London Stock Exchange Presseinformation vom 3. 5. 2000; BBC News vom 3. 5. 2000; Heiko Beck: Für Aufnahme in das Standardwerte-Segment von iX genügt die Zulassung in Deutschland, in: FAZ vom 25. 7. 2000.

<sup>2</sup> Nasdaq Pressenotiz vom 3. 5. 2000; o.V.: iX und Nasdaq loten auch Vollfusion aus, in: Börsen-Zeitung vom 18. 7. 2000

Nicht ganz klar ist, welche Vorteile aus dieser Regelung für Frankfurt tatsächlich erwachsen. Zwar sichert das vorgesehene hälftige Eigentum an der „iX“-Börse Frankfurt dort einen starken Einfluß. Dieser wird aber bei einer wiederum hälftigen Beteiligung des Unternehmens „iX“ an der Wachstumsbörse „Nasdaq-iX“ entsprechend reduziert. In jedem Fall müssen noch eine Reihe von Fragen geklärt werden. Auch müssen die Hauptversammlungen der beiden Börsen Mitte September dem Projekt erst noch endgültig zustimmen. Im Erfolgsfall wird iX von Anfang an etwa 53% des europäischen Aktien- und Terminhandels sowie 80% der Wachstumsmärkte auf sich vereinigen<sup>3</sup>. Dies ist sicher steigerungsfähig, wenn weitere europäische Börsen der Aufforderung zur Teilnahme folgen und die Anziehungskraft steigt.

### Beteiligung anderer Börsen

Die Fusion der beiden größten Einzelbörsen Europas kann über ihre Zentrifugalkraft auch die anderen Börsen zu einer Beteiligung drängen. Zumindest streben die Initiatoren der Fusion eine einzige „Europa-Börse“ an. Noch ist diese aber nicht in Sichtweite. Zwar hat es seit Ende der achtziger Jahre nicht an Initiativen gefehlt, Gemeinschaftsprojekte voranzutreiben; immer wieder erwiesen sich die Interessenkonflikte jedoch als zu groß; 1989 wurde eine erste europäische Zusammenarbeit mit dem Projekt eines

Kursinformationssystems „PIPE“ (Price Information Projekt Europe) versucht, das dann jedoch einschloß. 1991 wurde unter dem Namen „Euroquote“ ein neuer Vorstoß gewagt, der 1995 in eine bescheidenere Version „Eurolist“ mündete, die inzwischen Kurse von Aktien der 80 größten europäischen Gesellschaften fortlaufend notiert<sup>4</sup>.

Weiterführende Kooperationen blieben lange erfolglos. 1991 dokumentierten 17 europäische Länder zwar ausdrücklich ihr Interesse an einem gemeinsamen Aktiengroßmarkt, doch folgte nichts daraus. 1998/99 wurden unter Beteiligung von acht europäischen Börsen (Paris, London, Frankfurt, Amsterdam, Brüssel, Madrid, Stockholm und Zürich) dann konkretere Pläne diskutiert, brachten aber keine Einigkeit<sup>5</sup>. Eine 1993 versuchte Zweierlösung zwischen Frankfurt

<sup>3</sup> Vgl. o.V.: Frankfurt und London bauen eine Europa-Börse, in: FAZ vom 4. 5. 2000.

<sup>4</sup> Carsten Hoppmann: Europarechtliche Entwicklungen im Börsenrecht, Universität Osnabrück, Arbeitspapier 6/98, 1998, S. 43 f.; Rüdiger von Rosen: PIPE – ein Gemeinschaftsprojekt der Börsen in den EG-Ländern, in: Sparkasse, 1990, H. 4, S. 180 ff.; o.V.: Europa muß sich für den Wettbewerb rüsten, in: Börsen-Zeitung vom 3. 5. 1991; Jörg Franke: Eurolist: Schritt zum europäischen Kapitalmarkt, in: Börsen-Zeitung vom 15. 3. 1996.

<sup>5</sup> Vgl. o.V.: EG-Börsen planen Aktiengroßmarkt, in: Börsen-Zeitung vom 17. 11. 1992; o.V.: Eine paneuropäische Börsenallianz entsteht, in: FAZ vom 20. 11. 1998; o.V.: Acht Börsen gründen ein Komitee, in: Börsen-Zeitung vom 28. 11. 1998.

Andreas Schabert

## Finanzmarktimperfectionen, Intermediäre und Propagation makroökonomischer Impulse

Die Arbeit geht der Fragestellung nach, ob und in welcher Form kurzfristige makroökonomische Entwicklungen durch Finanzmarktimperfectionen beeinflusst werden. Die Analyse von Informationsasymmetrien auf Finanzmärkten in partialanalytischen Modellen bildet dabei den Ausgangspunkt der Untersuchung. Die Kernaussagen dieser Analysen werden in eigens zu diesem Zweck entwickelte berechenbare dynamische Allgemeine Gleichgewichtsmodelle konsistent übertragen. Die – insbesondere für die Geldpolitik in der EWU relevanten – Implikationen der Modellsimulationen werden unter Verwendung von vektor-autoregressiven Modellen empirisch evaluiert. Darüber hinaus werden die herausgearbeiteten Wirkungsketten für eine Analyse der realwirtschaftlichen Wirkungen von Finanzmarktschocks – wie z.B. der jüngsten Finanz- und Währungskrisen – herangezogen.

2000, 121 S., brosch., 69,- DM, 504,- öS, 62,50 sFr, ISBN 3-7890-6600-1  
(Nomos Universitätsschriften – Wirtschaft, Bd. 48)

 **NOMOS Verlagsgesellschaft · 76520 Baden-Baden**

und Paris scheiterte 1996, als Frankfurt das Pariser Quotierungssystem für den Kassenhandel nicht übernehmen wollte<sup>6</sup>. 1998 bildeten dann Frankfurt und London eine lockere Allianz, in die andere europäische Länder später mit einbezogen werden sollten. Erste Kooperationsgespräche mit Nasdaq wurden schon damals geführt<sup>7</sup>.

Der geplanten iX-Fusion sind somit vielfältige erfolglose Versuche einer umfassenden einvernehmlichen Europäischen Gemeinschaftslösung vorausgegangen. Interessendivergenzen gab es schon im Hinblick auf die Zielsetzung: London plädierte für die Schaffung eines grenzüberschreitenden Groß- und Profihandels mit institutionellen Anlegern auf der Grundlage des britischen Handelssystems. Dabei war ein gemeinschaftliches Informationssystem von nebensächlicher Bedeutung. Im Hinblick auf einen voll-elektronischen Börsenhandel war man eher skeptisch. Frankfurt propagierte dagegen von Anfang an die Entwicklung eines perfekten elektronischen Gesamtsystems, das sowohl Kursinformationen, wie Handel und Abwicklung umfassen sollte. Paris war an einem Gesamtmarkt interessiert, der auch das Detailgeschäft mit einschloß. Entsprechend war die Harmonisierung des Anlegerschutzes hier vorrangig. Ein europäisches Informationssystem wurde aus französischer Sicht als erster Schritt in diese Richtung befürwortet. Weitere Uneinigheiten herrschten bezüglich der Wahl des Handelssystems, des Abwicklungssystems sowie der Gesamtorganisation.

### Locker organisierte Börsengemeinschaften

Daneben fanden sich gleichwohl einzelne europäische Länder in den neunziger Jahren zu einigen fest oder lockerer organisierten Gemeinschaftsbörsen zusammen. Abbildung 1 zeigt die gegenwärtige Struktur der Aktien-Börsen mit den wichtigsten Vernetzungen im Überblick. Dabei sind die meisten Neugründungen formal und technisch noch nicht vollständig realisiert und offen für weitere Änderungen. Verschiedene Projekte beschränkten sich zunächst auf eine Geschäftssparte, wurden aber meist als erweiterungsfähig angesehen. Im Kassamarktbereich werden schon gleich mindestens zwei Gemeinschaftsgründungen mit „iX“

konkurrieren, und zwar die Börsenfusion „Euronext“ und „Tradepoint“. Euronext ist eine Initiative der drei Börsen Paris, Amsterdam und Brüssel, die am 20. März dieses Jahres bekannt gegeben wurde und bis Ende des Jahres formell und Ende Mai 2001 auch technisch realisiert sein soll. Amsterdam und Brüssel hatten sich kurz vorher zur Benelux-Börse zusammengetan.

Euronext sieht eine Vollfusion unter einem einzigen Handelssystem (dem Pariser NSC-System), gleichen Regeln, einer zentralen Gegenpartei im Handel und einheitlicher Abwicklung vor. Zusammengefaßt werden nur die Sekundärmärkte. Einem gemeinsamen Primär-Geschäft (Emissionsgeschäft) stehen noch differierende Unternehmensrechte im Wege. Die Eigentümerstruktur soll dem Gewicht der drei Teilnehmerbörsen entsprechen mit starker Pariser Dominanz. Sitz- und Aufsichtsland werden die Niederlande sein. Eine Beteiligung weiterer Börsen ist erwünscht. Kooperationen mit Tokio, Hongkong, Australien und Südamerika sind im Gespräch<sup>8</sup>.

„Tradepoint“, auch eine elektronische Börse, weist noch keine vergleichbare Größe auf. Sie ist aber besonders interessant, weil sie auf Privatinitiative beruht und seit 1995 mit offizieller Genehmigung direkt in London mit der Londoner Börse konkurriert. Der Handel ist auf Standardwerte spezialisiert, auf institutionelle Anleger ausgerichtet und arbeitet kostengünstig mit einem speziellen (order-getriebenen) elektronischen Handelssystem. Eigentümer sind mehrere große Banken, zu denen auch die Dresdner Bank und die Deutsche Bank gehören. Der jüngste Entschluß der Züricher Börse, sich über das Gemeinschaftsunternehmen „virt-X“ zu rund einem Drittel an Tradepoint zu beteiligen, bringt weiteren Auftrieb. Zürich bringt neue Technologie und Standardaktien mit ein. Schweizer Standardwerte werden in Zukunft also nicht mehr in Zürich, sondern in London auf einer speziellen Computer-Börse gehandelt<sup>9</sup>. Beachtenswert ist darüber hinaus die von Wien und Frankfurt gemeinschaftlich vorgenommene Neugründung „Newex“, einer Spezialbörse für osteuropäische Werte mit

<sup>6</sup> Vgl. o.V.: Hochfliegende Kooperationspläne mit Paris, um London zu trotzen, sind mit Niederlagen gepflastert, in: Börsen-Zeitung vom 12. 4. 1996.

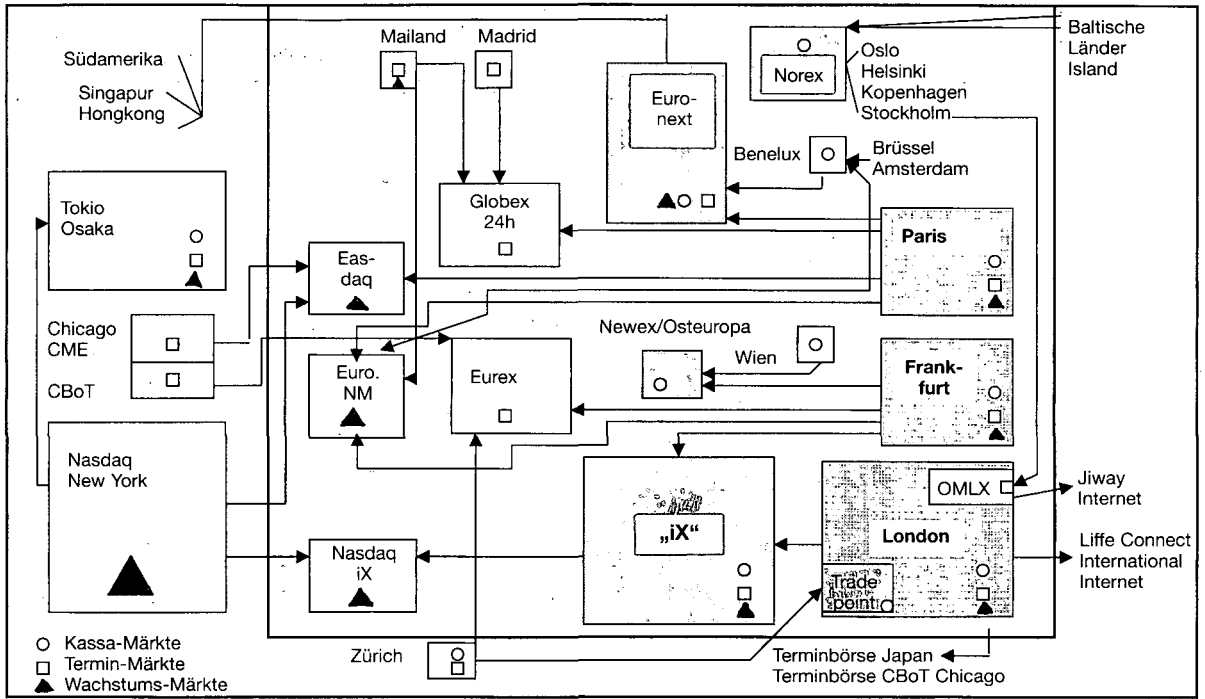
<sup>7</sup> Vgl. o.V.: Frankfurt und London zimmern ein gemeinsames Börsenparkett, in: Frankfurter Rundschau vom 8. 7. 1998; o.V.: Allianz der Frankfurter Börse mit London stärkt den Finanzplatz., in: FAZ vom 9. 7. 1998.

<sup>8</sup> Vgl. o.V.: Vollfusion der Börsen mit Paris Bourse fast perfekt, in: Börsen-Zeitung vom 18. 3. 2000; o.V.: Paris an der Spitze der Bewegung, in: Börsen-Zeitung Nr. 56, vom 21. 3. 2000.

<sup>9</sup> Vgl. o.V.: Stock Exchange faces electronic competitor, in: The Guardian vom 8. 6. 1995; o.V.: Schweizer Börse und Tradepoint bauen gemeinsame Aktienhandelsplattform auf, in: Börsen-Zeitung vom 11. 7. 2000.

<sup>10</sup> Vgl. o.V.: Osteuropabörse Newex startet im Herbst, in: Börsen-Zeitung vom 4. 2. 2000, Wieslaw Rożucki: Newex birgt Risiko der Marktfragmentierung, in: Börsen-Zeitung vom 6. 5. 2000.

Abbildung 1  
Strukturen der Börsenvernetzung in Europa



Sitz in Wien<sup>10</sup>. Schließlich haben sich seit 1996 auch die nordischen Börsen zu einer Allianz zusammengeschlossen (Norex) und gewinnen damit Gewicht. Oslo und die baltischen Länder wollen noch dazustoßen.

### Gemeinschaftsgründungen bei Spezialmärkten

Gemeinschaftsgründungen gibt es aber auch bei den innovativen Termin-, Options- und Spezialmärkten für neue Aktiengesellschaften. Im Terminmarktbereich konkurrieren insbesondere zwei Gemeinschaftsbörsen. Eurex, die Frankfurter Initiative, arbeitet mit Zürich und mit der größten Future-Börse der Welt, der CBoT in Chicago, zusammen. Der gemeinsame Terminmarkt basiert auf einer einheitlichen technischen Plattform mit einem harmonisierten Regelwerk. Rechtlich gesehen bleiben die Einzelbörsen aber erhalten und unterliegen weiter ihrer nationalen Aufsicht, so daß etwa das schweizerische Bankgeheimnis Gültig-

keit behält<sup>11</sup>. In Globex, das von Frankreich vorangetriebene System, kooperiert die französische Future-Börse Matif mit den entsprechenden Börsen in Madrid und Mailand<sup>12</sup>. Daneben hat die Stockholmer Börse eine elektronische Future-Börse entwickelt, die aus steuerlichen Gründen ihren Sitz nicht in Stockholm, sondern in London hat. Sie arbeitet gegenwärtig an einem Projekt „Jiway“, mit dem sie bald ins Internet gehen will.

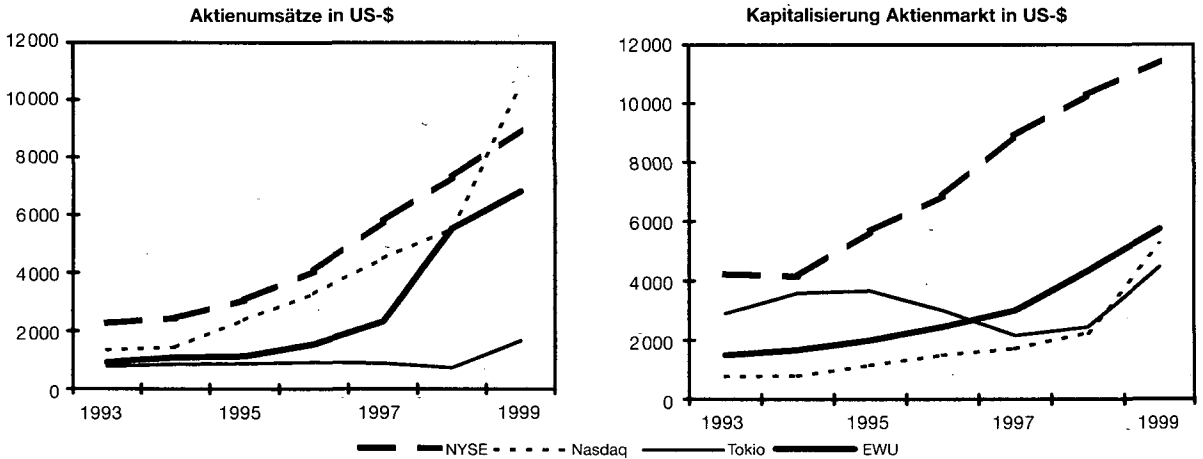
Im Bereich Wachstumsmärkte laufen auch zwei konkurrierende elektronische Projekte. Easdaq basiert auf einer 1994 ins Leben gerufenen und 1996 verwirklichten Initiative der Europäischen Gesellschaft der Wertpapierhändler (EASD). Finanziert wurde diese von 21 europäischen und amerikanischen Finanzinstituten unter Beteiligung der Pariser Börse und der amerikanischen Nasdaq. Die Initialzündung ging von der Europäischen Kommission aus. Dabei kommt das Nasdaq-Handelssystem zum Einsatz. Um die Beteiligung deutscher Firmen wird seit Anfang 1999 geworben. Von Vorteil ist, daß die Zulassung zur Easdaq gleichzeitig die zur Nasdaq beinhalten kann. Standort ist Belgien und damit ist auch die belgische Aufsicht zuständig. Börsenmitglieder müssen nicht in Brüssel präsent sein und bedürfen keiner zusätzlichen Zulassung<sup>13</sup>.

<sup>11</sup> Carsten Hoppmann, a.a.O., S. 45 f.; Jörg Franke: Eurex auf dem Weg zum europäischen Terminmarkt, in: Börsen-Zeitung, Sonderbeilage vom 5. 9. 1998; o.V.: Erster Umwandlungsschritt des CBoT abgesegnet, in: Börsen-Zeitung vom 30. 6. 2000.

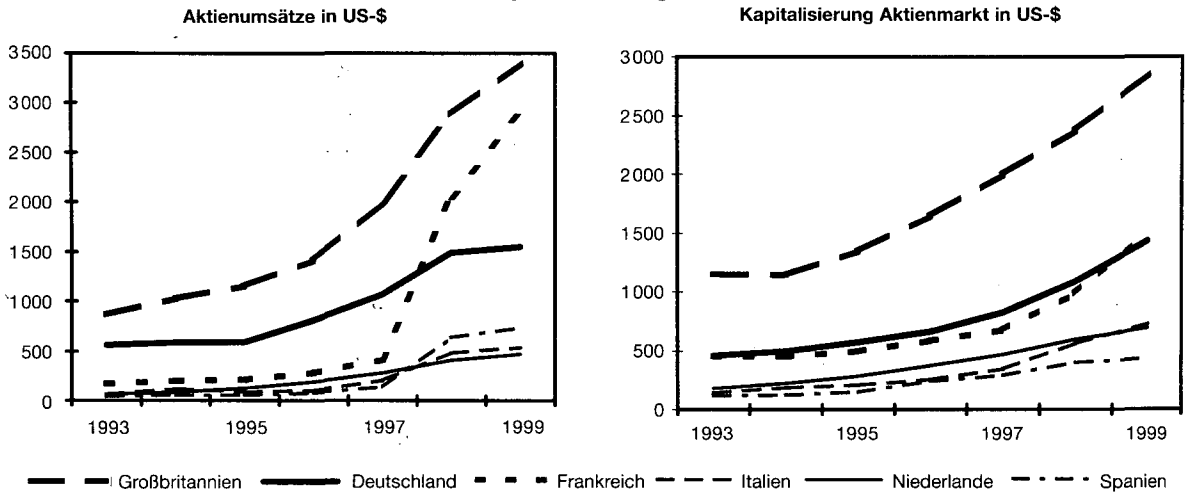
<sup>12</sup> Vgl. o.V.: Terminbörsenallianz Euro-Globex will Liffe und Eurex Paroli bieten, in: Handelsblatt vom 15. 12. 1998.

Abbildung 2  
Bedeutung der europäischen Börsen

Internationaler Vergleich



Europäischer Vergleich



Quelle: International Federation of Stock Exchanges: Jahresberichte.

Euro.NM ist ein 1997 geschaffenes und inzwischen sehr erfolgreiches Konkurrenzunternehmen. Es basiert auf einer Zusammenarbeit der Deutschen Börse, des Nouveau Marché Paris sowie der entsprechenden Börsen Brüssels und Amsterdams. Auch hier entsteht keine neue Börse, sondern nur eine Interessenvereinigung<sup>14</sup>:

<sup>13</sup> Vgl. o.V.: Mehr Risikokapital für Wachstumsunternehmen, in: Süddeutsche Zeitung vom 6.12.1995; Clive Pedder: Europäische Wachstumsbörse ist schon Realität, in: Börsen-Zeitung vom 22.5.1999.

<sup>14</sup> Vgl. o.V.: Börsen für kleine Werte sind im Kommen, in: Blick durch die Wirtschaft vom 18.6.1996; o.V.: Der Euro.NM, ein Zusammenschluß europäischer Wachstumsbörsen, hat Verstärkung aus den Niederlanden bekommen, in: Börsen-Zeitung vom 7.1.1997.

Elektronische Handelssysteme

Insgesamt fällt auf, daß sich die meisten Projekte um Frankfurt oder um Paris gruppieren. Nur in einem Gemeinschaftsprojekt (Euro.NM) fanden bisher beide Börsen zusammen. Allerdings hat die Deutsche Börse wegen der „iX“-Fusionspläne ihre Zusammenarbeit hier bereits wieder aufgekündigt. Die primäre Dualität der Netzwerke deutet auf noch unüberbrückbare kulturelle Probleme und börsenspezifische Unterschiede hin. Paris und Frankfurt gemeinsam gelang es bisher nicht, im Rahmen der Europäischen Währungsunion (EWU) ein Gegengewicht zu London zu bilden. So wird es länger noch keine Einheitsbörse geben, aber eine Konzentration weniger Börsennetze, die mitein-

**Kapitalisierung der Börsen<sup>1</sup>**

(Mrd. US-\$)

	Aktienmarkt				Gesamtmarkt			
	1993	1995	1997	1999	1993	1995	1997	1999
NYSE	4213	5655	8880	11438	6741	8403	11505	13839
Nasdaq	792	1160	1726	5205	792	1160	1727	5205
Tokio	2906	3667	2161	4455	4505	5636	3976	7095
EWU	1513	1993	3011	5726	6085	8340	9505	12190
London	1151	1347	1996	2855	2027	2345	2974	4219
Deutsche Börse	461	577	825	1432	2007	2758	2847	3509
Paris	456	500	676	1503	1112	1345	1454	2268
Italien	145	210	345	728	730	1041	1414	885
Amsterdam	183	287	469	695	406	607	803	1043
Spanien	119	151	290	432	150	180	312	449
Helsinki <sup>2</sup>	24	44	73	349	44	85	121	200
Stockholm <sup>2</sup>	107	173	265	373	228	397	466	455
Schweiz	271	398	575	693	467	673	819	943

<sup>1</sup> Jahresendwerte (ohne Investmentfonds); <sup>2</sup> 1999 geschätzt.

ander konkurrieren. Privatbörsen und Internetbörsen werden eine zusätzliche Herausforderung sein.

Auffällig ist dabei, daß alle Gemeinschaftsprojekte nur elektronische Handelssysteme einsetzen und auf den Großhandel mit institutionellen Anlegern oder auf gut systematisierbare Teilmärkte abzielen. Ein Hauptzweck scheint dabei zu sein, hohe technologischer Entwicklungskosten einzusparen. Dies bindet aber kaum dauerhaft. Die Konzentration auf den Großhandel zeigt, daß zumindest für Euro-Werte hier bereits ein Gemeinschaftsmarkt besteht. Neu ist dabei, daß sich zwischen den Börsen eine gewisse Arbeitsteilung abzeichnet.

Abbildung 1 verdeutlicht schließlich auch noch einen dritten Aspekt der neuesten Entwicklung, eine Globalisierung der Netze. So bleiben die meisten Kooperationen nicht auf EU-Länder beschränkt, sondern beziehen zunehmend sowohl die USA wie asiatische Zentren mit ein. Die Entwicklungen zeigen also bereits eine globale Dimension, in der Europa eine wachsende Bedeutung spielt.

**Belebung des internationalen Wertpapiergeschäfts**

Die Öffnung der bis Mitte der neunziger Jahre vom Ausland noch weitgehend abgeschotteten europäischen Börsen hat das internationale Wertpapiergeschäft seither belebt und das globale Kräfteverhältnis zwischen den Aktienmärkten zugunsten der EWU-Länder verändert (siehe Abbildung 2). Allerdings zeigt sich dies in einem stärkeren Maße bei den Umsätzen. Bei der Kapitalisierung hat sich der Abstand zu Japan, aber nicht zu den USA verringert. Innerhalb Europas

sieht es ähnlich aus. Bei einem allgemeinem Anstieg der Umsätze und der Kapitalisierung seit 1996 blieb die so gemessene Vorrangrolle Londons unangefochten. Für Frankreich ist der Gesamthandel in Aktien erst ab 1997 statistisch erfaßt, so daß der besonders starke Anstieg zum Teil statistisch bedingt ist. Die Kapitalkraft der EWU-Länder wird bei einer Beschränkung auf Aktienmärkte allerdings unterzeichnet, da in Europa die Rentenmärkte stärker genutzt werden als in den USA. In der Tabelle finden sich Angaben für die Größe der Gesamtmärkte. Die hier dokumentierte Kapitalkraft sollte aber nicht darüber hinwegtäuschen, daß die institutionellen und organisatorischen Gegebenheiten in den einzelnen europäischen Ländern noch immer sehr unterschiedlich und zu wenig harmonisiert sind.

**Die EU-Wertpapierdienstleistungsrichtlinie**

Seitens der Europäischen Kommission hat es nicht an Anstrengungen gefehlt, auch die Wertpapiermärkte zu harmonisieren und zu integrieren. Eine Einheitsbörse gehört durchaus zu ihren Zielvorstellungen. Auch wird die Elektronifizierung der Börsen gefördert in der Annahme, daß diese die Integration beschleunigen wird. Die gleichen vier Grundprinzipien der Integration, die mit der Bankenrechtskoordinierungsrichtlinie für Banken zum 1. 1. 1993 wirksam wurden, sollten ursprünglich gleichzeitig auch für Wertpapierfirmen gelten. Das waren die Einmalzulassung im Herkunftsland (Europapaß), die Minimum-Harmonisierung der Regulierung, die gegenseitige Anerkennung nicht harmonisierter Aufsichtsnormen und die zentrale Beaufsichtigung vom Heimatland aus. Doch dies mißlang.

Die entscheidende Wertpapierdienstleistungsrichtlinie<sup>15</sup> konnte nach eingehender Diskussion erst im Mai 1993 verabschiedet werden. In den meisten Ländern trat sie 1996, in Deutschland sogar erst 1998 in Kraft. Erst durch die Wertpapierrichtlinie werden die Börsen zur Aufnahme ausländischer Mitglieder und ausländischer Wertpapiere und damit zum direkten Wettbewerb gezwungen<sup>16</sup>. Vorher waren die meisten Börsen Europas rein national ausgerichtete Organisationen. Mit der Wertpapierrichtlinie wurden sie internationalisiert und gleichzeitig außer für Börsenmakler auch für Banken und sonstige Finanzintermediäre zu-

<sup>15</sup> Richtlinie 93/22/EWG.

<sup>16</sup> Vgl. Thomas Weisgerber, Georg Baur (Bearb.): Das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz und das Richtlinienumsetzungsgesetz, Köln 1998; Carsten Hoppmann, a.a.O., S. 17 ff.; Hilmar Klenke: Börsendienstleistungen im Europäischen Binnenmarkt, Berlin 1998, S. 137 ff.

gänglich: Schon diese Veränderungen hatten zur Folge, daß die meisten Börsen neu organisiert werden mußten.

Die erste Börse, die eine entsprechende Umstrukturierung vornahm, war die London Stock Exchange. Hier fand der sogenannten „Big Bang“ schon 1986 statt. Initiiert wurde er gegen starken Widerstand der Börsenmakler von der Handelskammer, der Aufsichtsbehörde der Börse. Eilig hatte man es nicht so sehr wegen der Vorbereitungen des europäischen Finanzinnenmarktes. Schwere wogen Nachteile im Wettbewerb gegenüber New York, nachdem die Börse dort modernisiert und die Kommissionssätze liberalisiert worden waren. Der Londoner „Big Bang“ beinhaltete als Vorgriff der EU-Richtlinie auch schon die Öffnung der Börsenmitgliedschaft für Banken und andere in- und ausländische Finanzinstitute, die Abschaffung fester Kommissionssätze und die Einführung eines elektronischen Kursinformationssystems<sup>17</sup>. Die beiden ersten Maßnahmen bewirkten, daß der für London typische „jobber“, der nur Fremdgefälle tätigte, nicht mehr überlebensfähig war. Er mußte mit großem Kapital- und Risikoeinsatz Eigenhändler („broker-dealer“) werden, sich mit anderen Börsenmaklern, in- und ausländischen Banken oder Versicherungen zu Wertpapierfirmen zusammenschließen oder das Börsengeschäft ganz aufgeben.

#### **Öffnung für in- und ausländische Finanzintermediäre**

In den anderen europäischen Ländern fanden bald gleichartige Veränderungen statt, aber meist langsamer und deutlich später. Frankreich beseitigte im Januar 1988 per Gesetz das bestehende Monopol der Makler und ersetzte diese durch Wertpapierfirmen nach Londoner Muster. Gleichzeitig wurde der Zugang für in- und ausländische Finanzintermediäre geöffnet. Im Juli 1989 wurden auch hier die Kommissionsgebühren freigegeben. Spanien modernisierte das Börsensystem in Anlehnung an Praktiken in Frankreich 1989. In Italien wurde die Institution der Wertpapiergesellschaft (Società per l'intermediazione mobiliare SIM) unter Protest der Börsenmakler 1992 geschaffen. Der Zugang ausländischer Banken mußte vom Europäischen Gerichtshof dann erst erzwungen werden.

In Deutschland bedurfte es keiner großen Umorganisation, da Kreditinstitute hier schon vorher am Börsenhandel teilnahmen. Die Umsetzung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie und anderer EU-Richtlinien brachte allerdings erst das ab 1.1.1998 wirksame, umfassende „Dritte Finanzmarktförderungsgesetz“. Dieses stellte dann die Gleichbehandlung von

Finanzintermediären aller EU-Länder bei der Börsenzulassung sicher<sup>18</sup>. Die übrigen EU-Börsen nahmen in den neunziger Jahren ähnliche Anpassungen vor, so daß eine gewisse organisatorische Annäherung unübersehbar ist.

Darüber hinaus gibt es Tendenzen, die überall zu beobachten sind. So haben alle Länder mit regionalen Börsen (Großbritannien, Frankreich, Italien, Niederlande und Deutschland) diese zur Steigerung der nationalen Marktliquidität unter dem Dach der Zentralbörse organisatorisch zusammengefaßt. Steuerliche Belastungen, wie die Stempel- und die Börsenumsatzsteuer wurden gesenkt oder abgeschafft. Auch ist man fast überall dabei, den früher eher öffentlich-rechtlichen Charakter der Börse in einen privatrechtlichen zu verwandeln, um die Organisation anpassungsfähiger und flexibler zu machen. Die Schwedische Börse wurde bereits 1985 eine Aktiengesellschaft, die Deutsche Börse folgte 1992, die Mailänder Börse privatisierte 1998 und London wie Paris gehen mit ähnlichen Plänen um. Auch wurden die Börsenzeiten gemeinsam verlängert, ab 1999 bis 17.30 Uhr, in diesem Jahr bis 20.00 Uhr. Eine Verlängerung bis 22.00 Uhr ist schon in Aussicht gestellt. Damit überlappen sich die Börsenzeiten mit denen von New York und Tokio und eröffnen neue Geschäftsmöglichkeiten. Ferner wurden die Aufsichtsorgane gestärkt und ausgebaut. Länder, die über ein solches Organ vorher nicht verfügten, haben es neu gegründet. Dies ging einher mit einer Aufsichtsphilosophie, die sich verstärkt Instrumenten der vorbeugenden Absicherung bedient, und weniger direkten Eingriffen in das Wettbewerbsgeschehen oder solchen der Ertragsicherung<sup>19</sup>.

#### **Unterschiede in der Ablauforganisation**

Im Bereich der Ablauforganisation gibt es zwischen den Börsen noch empfindliche Unterschiede. Die Funktionsweise des Börsenhandels und dabei auch des Computerhandels nähert sich zwar an, unterscheidet sich aber noch deutlich. Hier finden vorrangig zwei Systeme Anwendung: ein Marktmacher-System, bei dem spezialisierte Börsenmakler oder Banken verpflichtet sind, laufend Preise zu setzen und Aufträge entsprechend auszuführen und ein Auktions-System. Bei diesem Auktionsverfahren, das dem Parquetthandel nachempfunden ist, werden mehrmals am

<sup>17</sup> Vgl. Hilmar Klenk, a.a.O., S. 65 ff.

<sup>18</sup> Vgl. Thomas Weisgerber, Georg Baur (Bearb.), a.a.O.

<sup>19</sup> Vgl. M. Onado: The Consequences of European Financial Integration for Regulatory Authorities, in: Tijdschrift voor Economie en Management, Vol. 44, 1999, H. 3, S. 239 ff.

Tage zu bestimmten Zeiten Aufträge gesammelt, zusammengefaßt und mit einem einheitlichen Kurs bewertet. Dieses System scheint für Wertpapiere mit kleinen Umsätzen besonders geeignet zu sein. Im Rahmen der Computerbörse sammelt man noch Erfahrungen und versucht, Systeme mit Wahlmöglichkeiten zu entwickeln.

Aber die Elektronifizierung der Börse bezieht sich nicht nur auf den eigentlichen Handel, sie betrifft sowohl die Kursinformation, wie auch die Auftragsübertragung in die Börse, die Buchführung des Maklers, die Auftragsbestätigung und die Abwicklung. Bei einigen Börsen sind mehrere Systeme für verschiedene Aufgaben im Einsatz, andere arbeiten mit einem umfassenden System. Zudem werden die Systeme laufend umgestaltet und weiter entwickelt. Es scheint, daß sich die Computerbörse in Europa durchsetzt. In Paris, Frankfurt und London ist der Parkett-Handel praktisch schon abgeschafft. Interessanterweise ist dies bei der größten Börse der Welt, der New York Stock Exchange, jedoch nicht der Fall. Hier ist man zwar von der Schnelligkeit und Kostengünstigkeit des Computerhandels für kleine Aufträge überzeugt, lobt auch die höhere Transparenz der Preisfindung, bevorzugt aber den Parketthandel und den dabei möglichen persönlichen Informationsaustausch zwischen Markmachern beim Großhandelsgeschäft<sup>20</sup>.

### Völlig veränderte Börsenlandschaft

Im Ergebnis hat sich die Börsenlandschaft Europas in den letzten Jahren völlig verändert. Noch in den achtziger Jahren wäre die Fusion zweier zentraler Börsen, wie Frankfurt und London, undenkbar gewesen und ein Börsenhandel, der von Computern bestimmt wird, auch. Die Harmonisierung der Aufbau- und Ablauforganisation und die Elektronifizierung des Handels lassen eine Europa-Börse nicht mehr völlig utopisch erscheinen. Allerdings würde sich die Wettbewerbsbelebung der letzten Jahre dann möglicherweise wieder zurückbilden. Tatsächlich ist eine Einheitsbörse in absehbarer Zeit nicht in Sicht. Aber auch sich verdichtende Netzstrukturen verändern die Marktfunktion und lassen auf EU-Ebene Oligopolstrukturen entstehen. Dabei gerät die EU-Kommission in den Konflikt, Entwicklungen, die sie integrationspö-

litisch selbst vorangetrieben hat, nachher aus wettbewerbspolitischer Sicht überprüfen zu müssen.

Die Effizienz der neuen Börsenentwicklungen ist eher positiv zu bewerten. Harmonisierung und Computer-Einsatz erbringen Anlegern und Kreditnehmern mittelfristig Kosteneinsparungen, auch wenn die Entwicklungskosten zunächst hoch und die Strukturveränderungen noch nicht abgeschlossen sind. Auch gibt es Anzeichen für Verbesserungen der Kundeninformation, der Transparenz der Preisfindung und der Qualität der Dienstleistungen<sup>21</sup>. Nach dem Big Bang in London wurden die Börsenkosten dort z.B. um ein Drittel gesenkt<sup>22</sup>. Ähnliche Kostensenkungen waren in Frankreich, Deutschland und Italien zu beobachten. Allerdings wurden diese vorrangig im Handel mit Großkunden festgestellt. Beim Detailhandel beobachtete man teilweise sogar Gebührenerhöhungen. Auch erwies sich die Preisbildung bei kleineren Aufträgen als weniger zuverlässig und ungünstiger im Vergleich zum Parketthandel. Noch ist der Erfahrungszeitraum aber zu kurz und die Computersysteme sind noch nicht ausgereift genug, um die Effizienz abschließend zu beurteilen.

### Nicht auszuschließender Stabilitätsverlust

Die größte Sorge bereitet internationalen Organisationen wie der Bank für internationalen Zahlungsausgleich und der OECD der im Zusammenhang mit einer zunehmenden Vernetzung und Globalisierung nicht auszuschließende Stabilitätsverlust. Internationalisierung, Vernetzung, Mobilität der Marktteilnehmer und Geschwindigkeit des Informationsaustausches erhöhen die Volatilität der Finanzmärkte<sup>23</sup> und werden nur zum Teil durch den entstehenden liquideren europäischen Gesamtmarkt kompensiert. Auch wird das Wachstum der Future- und Optionsmärkte mit ihrer Hebelwirkung als Problem angesehen. Gleichzeitig verliert das aufsichtsrechtliche Instrumentarium an Griffbarkeit; denn wo soll eine am Heimatland orientierte Aufsicht ansetzen, wenn Dienstleistungen vom Ausland her oder über Telefon bzw. Internet angeboten werden<sup>24</sup>? Eine fruchtbare Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden beginnt erst sich zu formieren. Hier fehlt offenbar noch eine den flexibleren Strukturen angepaßte institutionelle Umwandlung in eine oder mehrere schlagkräftige, europäisch orientierte Einheiten.

<sup>20</sup> Vgl. Laurence E. Harris: Floor versus Automated Trading Systems: A Survey of the Issues, Mimeo, Mai 2000.

<sup>21</sup> Vgl. Christoph Averdiek-Bolwin: Die Effizienz von Aktienbörsen – SEAQ versus Tradepoint, München 1998, S. 143 ff.

<sup>22</sup> Vgl. Marco Pagano, Ailsa Roell: Trading systems in European stock exchanges: current performance and policy options, in: Economic Policy – A European Forum, Vol. 5, 1990, Nr. 10, S. 65 ff.

<sup>23</sup> Vgl. Saskia Sassen: Global Financial Centers, in: Foreign Affairs, Vol. 78, 1999, Nr. 1, S. 75 ff.

<sup>24</sup> Vgl.: OECD: Securities Markets in OECD Countries – Organisation and Regulation, Paris 1995, S. 9 ff.; M. Onado, a.a.O., S. 233 ff.; Benn Steil: The Development of Equity Trading and the Regulation of EU Market Structure, in: Tokyo Club Papers, Nr. 10, 1997, S. 156 ff.