

# **Der Strukturwandel im Börsenwesen: Wettbewerbstheoretische Überlegungen und Trends im Ausland als Leitbilder für den Finanzplatz Deutschland<sup>1</sup>**

Von Hartmut Schmidt, Olaf Oesterhelweg  
und Kai Treske, Hamburg<sup>2</sup>

## **I. Einleitung**

Der ZEUS-Bericht<sup>3</sup> enthält das strategische Programm, das der Aufsichtsrat der Deutsche Börse AG (DBAG) am 24. Mai 1995 im Grundsatz genehmigt hat und mit dem sich die Gruppe Deutsche Börse zur führenden Börsenorganisation in der europäischen Zeitzone entwickeln will. Hauptkunden der DBAG sollen in erster Linie die Kreditinstitute bleiben, denen Dienstleistungen in den drei Geschäftsfeldern Operation-Based Services, Benchmark Products und Domestic Products angeboten werden sollen.

Die DBAG sieht sich von Trends und Wettbewerbern bedroht, denen begegnet werden muß. Internationalisierung, Wertpapierdienstleistungsrichtlinie und Europäische Währungsunion lassen die Grenzen zwischen den nationalen Kapitalmärkten verschwinden und gefährden den Marktanteil der DBAG. Um dem entgegenzuwirken und um ihre gute Position auszubauen, will die DBAG auf diese Entwicklungen und auf Bedürfnisänderungen der Kundschaft schneller mit besseren und kostengünstigeren Dienstleistungen reagieren als die Konkurrenz.

---

<sup>1</sup> Diese Untersuchung wurde von der Wissenschaftsförderung der Sparkassenorganisation e.V. unterstützt. Die Autoren danken *Robert Greber*, San Franzisko, *Edward Story*, Redondo Beach, und *Jim Shapiro*, *Chris Keith*, *Andy Klein* sowie *Walter Buist*, alle New York.

<sup>2</sup> Institut für Geld- und Kapitalverkehr der Universität Hamburg, *Hartmut Schmidt* ist geschäftsführender Direktor, *Olaf Oesterhelweg* und *Kai Treske* sind wissenschaftliche Mitarbeiter.

<sup>3</sup> Gruppe Deutsche Börse und McKinsey & Company, Inc., Entwicklung einer Unternehmensstrategie – Abschlußbericht Projekt ZEUS, Frankfurt, Mai 1995 (im folgenden zitiert: ZEUS-Bericht).

Diese Vorwärtsstrategie zielt auf international tätige Kreditinstitute ab, die, so der ZEUS-Bericht, auf einen direkten dezentralen und damit elektronischen Marktzugang angewiesen seien und die offensichtlich als die strukturentscheidende Kundengruppe angesehen werden. Konsequent werden vollelektronische Handelsplattformen gefordert, wobei für den Terminmarkt an die DTB-Plattform und für den Kassamarkt an ein System gedacht ist, das den Blockmarkt nicht umfassen soll.

Im Kern geht es hier darum, zu analysieren und zu beurteilen, wie sich die Pläne der DBAG auf den Wettbewerb auswirken. Konkret heißt das: Welche Konsequenzen ergeben sich für die Position des Finanzplatzes Deutschland im internationalen Markt der Börsen? Ohne Referenzpunkt lässt sich diese umfassende und differenzierte Frage nach den Auswirkungen auf den Wettbewerb nicht beantworten. Es muß klar sein, wohin der Wettbewerb und absehbare Entwicklungen die Börsen und das Effektengeschäft treiben werden. Nur wenn wenigstens die Richtung geklärt ist, lässt sich der geplante Strukturwandel im Börsenwesen beurteilen. Natürlich könnte man auch den gegenwärtigen Zustand als Referenzpunkt wählen. Das liegt zwar nahe, aber es liefert leicht auf ein Festhalten an der Vergangenheit hinaus, nicht auf eine Orientierung an dem, was morgen wichtig sein wird.

Einen zukunftsorientierten Referenzpunkt zu gewinnen, ist naturgemäß schwierig. Zwei Wege bieten sich dazu an: grundlegende evolutions- und wettbewerbstheoretische Überlegungen und eine Extrapolation im Ausland beobachtbarer Trends.

## **II. Entwicklungslinien aus theoretischer Sicht**

Wer Entwicklungen über lange Zeiträume analysiert, kann in allen Bereichen der Wirtschaft ein typisches Evolutionsmuster feststellen. Im beliebig zu wählenden Ausgangszustand entsprechen die Anbieter den Bedürfnissen der Nachfrager in einer gewissen Weise, die zunächst alle voll zufriedenstellen mag. Auf diesem Bedürfnisbefriedigungsniveau bilden sich dann, aus welchen Gründen auch immer, bei besonders anspruchsvollen Nachfragern neue Bedürfnisse heraus. Anbieter bemerken das. Und wenn Umfang der Nachfrage und Stand der Technik ein darauf zugeschnittenes Produkt als wirtschaftliche Antwort erlauben, kommt es zum Fortschritt, zur Innovation. Ein neues Niveau der Bedürfnisbefriedigung ist erreicht. Auf dieser höheren Stufe werden anspruchsvolle Kunden im Laufe der Zeit wiederum ihre Anforderungen an das

Güterangebot verfeinern, bis es zu einem neuen Innovationsschub kommt. Gerade im Finanzbereich hat sich dieser Innovations- und Evolutionsprozeß deutlich beschleunigt. Dazu haben fünfzig Jahre Frieden sehr viel beigetragen, aber auch die Vermögen, die in dieser Zeit zunehmender wirtschaftlicher Freiheit in vielen Ländern erworben werden konnten. Dieser Prozeß wird anhalten. Ein Ende von Frieden und wirtschaftlicher Freiheit ist nicht abzusehen. Vielmehr besteht berechtigte Hoffnung, daß sich beide in mehr Ländern als je zuvor verankern lassen.

So gesehen sind die Aussagen ungemein plausibel, die Porter als Ergebnis weitreichender empirischer Untersuchungen zur Wettbewerbsfähigkeit von Nationen trifft.<sup>4</sup> Er hat sich intensiv mit der Frage beschäftigt, wie ein Land einen internationalen Wettbewerbsvorteil erlangen kann. Konkret untersucht hat er „nationale“ Branchen, deren Produkte weltweit berühmt und erfolgreich sind, z.B. italienische Schuhe, amerikanische Filme, deutsche Autos und südkoreanische Klammer. Er fand heraus, daß in allen Fällen vier Faktoren für den Erfolg entscheidend sind.

Der erste Erfolgsfaktor sind anspruchsvolle Kunden. Nur durch Kunden, die mit einem Standardprodukt nicht zufrieden sind und eigene, wegweisende Vorstellungen von dem Produkt entwickeln, werden Anbieter richtig gefordert. Der zweite Faktor sind hochspezialisierte Mitarbeiter. Sie müssen gut genug ausgebildet sein, um zunächst die gesteigerten Anforderungen in einem produktgerechten theoretischen Zusammenhang als Evolution zu erkennen und um dann den entsprechenden Fortschritt durch Produktvarianten oder neue Produkte herbeizuführen und am Markt durchzusetzen. Drittens beruht der internationale Erfolg einer Branche darauf, daß sie sich auf international wettbewerbsfähige Zulieferer stützen kann. Vom internationalen Wettbewerbsdruck abgeschirmte Zulieferer werden früher oder später dem Weltstandard nicht mehr entsprechen. Sie werden zu einer Belastung. Die Struktur der Branche ist die vierte und nach Porter wichtigste Erfolgsdeterminante: Es muß auch im Inland mehrere Wettbewerber geben, möglichst in derselben Region oder Stadt. Nichts ist schädlicher als die Vorstellung, man müsse die Kräfte in einem nationalen Monopol bündeln, um so die Vorteile der Kostendegression auszuschöpfen. Scharfe Konkurrenz im Inland<sup>5</sup> legt Schwächen am schnellsten bloß,

<sup>4</sup> Michael E. Porter, *The Competitive Advantage of Nations*, New York 1990.

<sup>5</sup> Vgl. zur Bedeutung einer agonistischen Beziehung zwischen Anbietern auch Klaus Herdzina, *Wettbewerbspolitik*, 3. Aufl., Stuttgart 1991, S. 9f.

stählt die Anbieter für den internationalen Wettbewerb und zwingt sie, auch Märkte im Ausland zu erschließen.

Früher war es für Makroökonomien und Bankbetriebswirte vielleicht gleichermaßen vertretbar, die Börse einfach als nahezu vollkommenen Markt zu verstehen, der es durch mustergültige Interaktion von Angebot und Nachfrage erlaubte, markträumende Preise für Effekten zu ermitteln. Das Vertrauen in diesen Preisfindungsmechanismus, das legte diese Sichtweise nahe, schien man dadurch stärken zu können, daß man den gesamten Handel in einem Wert an einer Börse konzentrierte.<sup>6</sup> Genau genommen griff man aber schon immer zu kurz, wenn man Kaufverträge über Effekten zum markträumenden Kurs als das Ergebnis des Handels an der Börse betrachtete. Denn wer kauft oder verkauft, nimmt auch Handelsdienstleistungen in Anspruch. Die Kaufverträge kommen nicht von allein zustande.

Damit es überhaupt mit der börsentypischen Geschwindigkeit und Effizienz zu einem Kaufvertrag kommen kann, ist eine ausgefeilte Organisation des Handels erforderlich. Dieser organisatorische Rahmen muß dann noch bei jeder Transaktion durch Menschen oder Computer, also durch Handelsdienstleistungen ausgefüllt werden. Dabei hängt die Servicequalität vom organisatorischen Rahmen ab. Von den Handelsdienstleistungen werden manche separat durch Provisionen oder Börsengebühren abgegolten. Andere schlagen sich selbst bei „Bruttoabrechnung“ im abgerechneten Kurs nieder.<sup>7</sup> Das Servicebündel<sup>8</sup> ist in seiner Gesamt-

---

<sup>6</sup> Diese Sichtweise findet sich selbst noch in Art. 14 Abs. 3 der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie. Kritisch hierzu *Benn Steil*, Equity Trading IV: The ISD and the Regulation of European Market Structure, in: *Benn Steil et al.*, The European Equity Markets, London und Kopenhagen 1996, S. 116 - 118. Er sieht in Konzentrierungsargumenten eine Bemängelung der natürlichen Tendenz der Mitglieder einer großen Börse, ihre Gewinne zu maximieren und gesetzlich schützen zu lassen. Der Gesetzgeber solle hierauf antworten, indem er den Schutz nationaler Monopolbörsen beseitigt. Es komme auf die Integration der Märkte, nicht auf Konzentration an. Eine Umfrage unter institutionellen Anlegern habe gezeigt, daß diese wichtigen Konsumenten von Börsendienstleistungen den Wettbewerb zwischen den Börsen von Paris und London überwiegend begrüßen, nur 4 Prozent der Befragten sehen ihn als nachteilig an.

<sup>7</sup> Strenggenommen gibt es insofern gar keine Bruttoabrechnung, und jeder abgerechnete Kurs ist in diesem Sinne ein Nettopreis. Der Kurs spiegelt also stets den Preis für das Wertpapier und den Preis für eine Dienstleistung wider (Zwei-Güter-Hypothese; vgl. hierzu *Hartmut Schmidt und Stefan Prigge*, Börsenkursbildung, in: *Wolfgang Gerke und Manfred Steiner (Hrsg.)*, Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, Stuttgart 1995, Sp. 311 - 321). Der Kurs liegt deshalb beim Kauf über dem Preis für das Papier und beim Verkauf darunter. Im fortlaufenden Handel zu Einzelkursen wird das ohne weiteres deutlich.

qualität sehr von den organisatorischen Vorgaben der Börse geprägt.<sup>9</sup> Zu Recht wurde deshalb lange von einer Standardqualität und einer Standardhandelsdienstleistung ausgegangen, sofern man diesen Aspekt überhaupt beachtete. Das Ergebnis des Börsengeschäfts war aus dieser Sicht ein Kaufvertrag und eine Standarddienstleistung.

Zu einem adäquaten Verständnis der Entwicklungslinien im Börsenwesen kann man aber so nicht mehr vordringen. Anleger sind genauso wenig wie Autofahrer oder Hotelgäste mit einer Standardausführung des nachgefragten Produkts zufriedenzustellen. Auch im Börsenwesen geht es um differenzierte kundengruppenspezifische Leistungsbündel.<sup>10</sup> Eine sich schneller drehende Spirale der Bedürfnisverfeinerung und eine entsprechende Angebotsdifferenzierung sind für das Börsenwesen wie für den gesamten Finanzbereich typisch geworden. Die Börsen müssen ihre bisherigen Segmente anpassen und neue eröffnen, wenn sie ihr Geschäft nicht an den außerbörslichen Markt oder an andere Börsen verlieren wollen. Dabei sind heute vor allem die Anforderungen der institutionellen Anleger zu berücksichtigen, die das passende Marktumfeld für ihre Handelsstrategien suchen und ihre Performance durch Einsparungen bei

---

<sup>8</sup> Die Tatsache, daß ein Servicebündel vorliegt, ist allerdings nicht immer ohne weiteres zu erkennen. Am leichtesten lassen sich Komponenten des Bündels vielleicht in Märkten beschreiben, in denen ausschließlich Marketmaker Kurse stellen oder wenigstens im Markt dominieren (z.B. NASDAQ, SEAQ, IBIS). Da die Marketmaker jederzeit bereit sind, zu den gestellten Kursen zu handeln, ermöglichen sie es dem Anleger, sofort abzuschließen (Sofortigkeitsservice). Ein Marketmaker bietet außerdem einen Preisfindungsservice. Die Preise oder Kurse, die er stellt, haben die Vermutung für sich, marktgerecht zu sein, weil er einem ökonomischen Regelungsmechanismus unterliegt, der zwangsläufig zu marktgerechten Kursen führt (Marketmakerprinzip als Kursermittlungsprinzip). Der Sofortigkeitsservice schließt den Preisfindungsservice notwendigerweise ein, unter Umständen noch weitere Leistungen, auf die hier nicht eingegangen werden soll (z.B. Verfügbarkeit einer Gegenpartei unzweifelhafter oder zumindest akzeptabler Bonität). Dieses Servicebündel wird selbst bei „Bruttoabrechnung“ schon über den abgerechneten Kurs vergütet. Mit der Provision werden weitere, leichter erkennbare Handelsdienstleistungen bezahlt.

<sup>9</sup> An einer reinen Marketmakerbörsen sind der Preisfindungsservice und der Sofortigkeitsservice untrennbar miteinander verknüpft. Alle Anleger müssen deshalb den Sofortigkeitsservice abnehmen und bezahlen. Dagegen wird z.B. beim Handel zu Gesamtkursen der Preisfindungsservice ohne Sofortigkeitsservice angeboten.

<sup>10</sup> *Hartmut Schmidt*, Vorteile und Nachteile eines integrierten Zirkulationsmarktes für Wertpapiere gegenüber einem gespaltenen Effektenmarkt, Brüssel und Luxemburg 1977, S. 4f., 281 – 293. Man könnte auch von anlegergruppen- und titelspezifischen Leistungsbündeln sprechen. Es sind aber wiederum die Anleger, die z.B. bei umsatzschwachen Titeln eine besondere Handelsdienstleistung erwarten.

den Transaktionskosten verbessern wollen. Ein Blick auf die Entwicklung im Ausland lässt das sehr deutlich werden.

### **III. Überblick über die Änderung der Börsenstrukturen im Ausland**

#### *1. England*

Als die in Europa und der Welt führenden Effektenmärkte gelten unbestritten die in England und den USA. Sie stehen hier deshalb im Vordergrund. Die Londoner Börse und ihr Single-Capacity-Prinzip galten über Generationen hinweg als vorbildlich. Dieses Prinzip wurde 1973 bei der Fusion aller britischen Börsen landesweit durchgesetzt. Kundenaufträge hatte der Broker durch ein Geschäft mit dem Marketmaker, dem Jobber, auszuführen, der den niedrigsten Briefkurs oder den höchsten Geldkurs stellte. Um Interessenkonflikte auszuschließen, durfte der Jobber nur mit Börsenmitgliedern handeln und keine eigene Anlegerkundschaft haben. Dieses Verbot fiel 1986 beim Big Bang. Das Marketmaking wurde in das Kundengeschäft integriert und die scharfe Trennung von Brokerfirmen und Jobberfirmen aufgehoben. Am Handelsverfahren änderte sich dadurch wenig, denn man hielt an der Ausführung über konkurrierende Marketmaker fest. Und schon lange vor 1986 konnte man mit dem Marketmaker per Telefon statt im Börsensaal abschließen. Zum Big Bang gehörte allerdings auch, daß die Marketmaker ihre Geld- und Briefkurse über die SEAQ-Bildschirme zu verbreiten haben. Damit erübrigte es sich, im Börsensaal hin- und herzulaufen, um Kurse zu erfragen, und der Abschluß per Telefon setzte sich im Herbst 1986 schlagartig durch.

Die ständige Bildschirmverfügbarkeit von Londoner Geld- und Briefkursen erleichterte die Suche nach der Gegenpartei sehr. Viele Marktteilnehmer wandten sich von den nicht so einfach und schnell zugänglichen Heimatbörsen auf dem Kontinent ab und handelten deren Aktien über SEAQ International, das Segment von SEAQ für Auslandsaktien. London gewann so in wenigen Jahren, in denen institutionelle Anleger ihre Portefeuilles zunehmend international diversifizierten, große Umsatzanteile. Für schwedische und niederländische Aktien sollen sie größer gewesen sein als die Umsatzanteile der Heimatmärkte.<sup>11</sup> Viel zu diesem Erfolg beigetragen haben auch die engen Spannen der neu for-

<sup>11</sup> Zu den Umsatzanteilen im einzelnen und zur Problematik der Umsatzerfassung siehe *Marco Pagano* und *Benn Steil*, *Equity Trading I: The Evolution of European Trading Systems*, in: *Benn Steil et al.*, *The European Equity Markets*, London und Kopenhagen 1996, S. 6, 10 bzw. 52f.

mierten Marketmaker-Häuser in London, die, wie sich zeigte, nicht durchzuhalten waren.

Das setzte die Heimatbörsen unter Druck. Börsen wie Paris, Brüssel und Mailand, die bis dahin an der Marktorganisation festhielten, die Napoleon für die Bourse publique verordnet hatte, bekamen eine neue Struktur. Die meisten übernahmen von Toronto das CATS-System und konnten damit in der Bildschirmverfügbarkeit ihrer Geld- und Briefkurse gleichziehen.<sup>12</sup> In Deutschland wurde das Ende 1989 mit IBIS und MATIS erreicht.<sup>13</sup> Es gelang den meisten Börsen auf dem Kontinent, Geschäft zurückzugewinnen. Diese Erfahrung dürfte insofern prägend gewesen sein, als sie viele Verantwortliche im Börsenwesen davon überzeugt hat, im Börsenwettbewerb seien Transparenz und Elektronik entscheidend.

Zweifellos haben die Bildschirmverfügbarkeit von Geld- und Briefkursen und der schnelle Zugriff darauf die Ausführung vieler Aufträge vereinfacht und beschleunigt. Sie haben insofern eine Effizienzsteigerung gebracht und auf ein höheres Bedürfnisbefriedigungsniveau geführt. Wie man der Effektenkundschaft auf dem jetzt erreichten Niveau entgegenkommen kann, das ist die Frage, die sich heute stellt. Eine Antwort enthält der Vorschlag „New Electronic Trading Services“, den die Londoner Börse im Mai 1996 veröffentlicht hat. Knapp zehn Jahre nach dem Big Bang soll, zumindest für die Aktien im FT-SE 100, also für die 100 umsatzstärksten britischen Aktien, ein neues Handelsverfahren eingeführt werden.<sup>14</sup> Für andere Aktien soll es beim alten bleiben.

Das vorgeschlagene elektronische Verfahren entspricht im Kern dem Handelssystem, das für lebhaft gehandelte Werte international sehr verbreitet ist: Eröffnung des Handels mit einem Gesamtkurs, dem sich ein fortlaufender Handel zu Einzelkursen anschließt (von 8 - 16.30 Uhr). Für London ist dieser Schritt dramatisch, weil er eine Abkehr von der Mar-

<sup>12</sup> *Marco Pagano und Benn Steil, Equity Trading I: The Evolution of European Trading Systems*, in: Benn Steil et al., *The European Equity Markets*, London und Kopenhagen 1996, S. 7 - 10, 12 - 16; *Alexandros Benos und Michel Crouhy, Changes in the Structure and Dynamics of the European Securities Markets*, in: *Financial Analysts Journal*, May - June 1996, S. 40.

<sup>13</sup> *Ulrich Gottschalk, IBIS – Inter-Banken-Informations-System*, in: *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 3. Jg. (1991), S. 23 - 27; *Claus-Jürgen Diederich und Gerhard Commichau, MATIS – Makler-Tele-Informations-System*, in: *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 2. Jg. (1990), S. 114 - 117; *Hartmut Schmidt und Peter Iversen, Automating German Equity Trading: Bid-Ask Spreads on Competing Systems*, in: *Journal of Financial Services Research*, Vol. 6 (1992), S. 373 - 397.

<sup>14</sup> Wenn eine Aktie im FT-SE 100 durch eine andere ersetzt wird, soll sie weiterhin im neuen System gehandelt werden, *London Stock Exchange, New Electronic Trading Services*, London 1996, S. 15.

ketmakerbörse bedeutet. Bisher ist es ein Privileg der Marketmaker, sich durch das Stellen von Kursen als Gegenpartei anzubieten. Als Konkurrenten waren sie unter sich. Jetzt soll mehr Konkurrenz zugelassen werden, Konkurrenz aus dem Publikum. Im elektronischen Orderbuch des neuen Systems werden neben den Geld- und Briefkursen der Marketmaker die Limite von Aufträgen der Anleger stehen. Alle Aufträge und anderen Gebote im Buch sollen für Mitgliedsfirmen und, über Informationsdienste, für Anleger sichtbar sein. Gebote und Abschlüsse sind anonym. Nur den an einem Abschluß Beteiligten wird die Gegenpartei bekannt.<sup>15</sup>

Die Börse verspricht sich von dem Mehr an Konkurrenz zwischen den potentiellen Gegenparteien deutlich niedrigere Marktspannen und schon deshalb eine Umsatzbelebung. Positive Auswirkungen auf den Umsatz werden auch deshalb erwartet, weil Handelsstrategien, die Kassa- und Terminmärkte involvieren, wegen der Kurs- und Mengensicherheit im elektronischen Handel leichter umzusetzen sind und weil der elektronische Handel Rationalisierungseffekte erwarten läßt.

Vor allem soll das neue System aber institutionellen Anlegern entgegenkommen. Nach den Beobachtungen der Börse legen institutionelle Anleger in den USA und jetzt auch in Europa nicht mehr so viel Wert auf die sofortige Ausführung ihrer Aufträge, wenn sie durch Warten Transaktionskosten einsparen können. Die bisherige Marketmakerbörse ist aber gerade auf den sofortigen Abschluß zugeschnitten, und die Anleger müssen den Preis für diesen Service zahlen, ob sie ihn haben wollen oder nicht.<sup>16</sup> Im neuen System soll – und das wäre der revolutionäre Schritt der Reform – der Anleger die Wahl haben, ob er durch Annahme eines Gebots Sofortigkeit nachfragt oder selbst ein Gebot ins Orderbuch stellt.

Die prinzipielle Notwendigkeit dieses Schritts bei einem hohen Anteil wartewilliger Anleger ist schon früher herausgearbeitet worden.<sup>17</sup> Als erster wettbewerblicher Vorstoß in diese Richtung ist die von institutionellen Anlegern 1972 gegründete und 1974 in Betrieb genommene Auto-

<sup>15</sup> *London Stock Exchange*, New Electronic Trading Services, London 1996, S. 8, 23. Wenn einem Anleger die Gebote im Buch unzureichend erscheinen, soll er (wie heute an der DTB) die registrierten Marketmaker oder Betreuer (Registered Principal Traders) auffordern können, Kurse zu stellen (ebda., S. 7).

<sup>16</sup> *London Stock Exchange*, New Electronic Trading Services, London 1996, S. 26f. (mit Verweis auf *Benn Steil* et al., The European Equity Markets, London und Kopenhagen 1996).

<sup>17</sup> *Hartmut Schmidt*, Vorteile und Nachteile eines integrierten Zirkulationsmarktes für Wertpapiere gegenüber einem gespaltenen Effektenmarkt, Brüssel und Luxemburg 1977, S. 301 – 305.

mated Real-Time Investment Exchange Limited (Ariel) anzusehen.<sup>18</sup> Leitende Mitarbeiter der Londoner Börse bemühten sich in jüngerer Zeit, die Börse zu diesem Schritt zu bewegen. Als sie scheiterten, schieden sie aus dem Dienst der Börse aus und gründeten Tradepoint.<sup>19</sup> Auch wenn Tradepoint zunächst nur wenig Umsatz auf sich ziehen konnte und bisher deutlich unter dem Marktanteil blieb, den Ariel seinerzeit erreichte, ist die Londoner Börse dem neuen Vorstoß jetzt gefolgt. Entscheidend dürfte die Einsicht sein, daß der Anteil wartewilliger, geduldiger Anleger über die kritische Schwelle hinaus gewachsen ist. Man sollte aber auch bedenken: Die Börse kann dem wettbewerblichen Vorstoß von Tradepoint nur entgegentreten, indem sie die Servicequalität variiert. Auf den Vorstoß von Ariel antwortete die Londoner Börse 1973 damit, daß sie die Provisionen für Großaufträge zurücknahm. 1986 wurde das Provisionskartell aufgehoben, und die Provisionen ergeben sich im Wettbewerb. Das einzige absatzpolitische Instrument der Börse ist heute die Produkt- und Servicequalität.

Das neue elektronische Handelssystem dürfte nur für einen kleinen Teil der Umsätze institutioneller Anleger geeignet sein. Viele institutionelle Transaktionen sind zu groß und würden hier zu stark auf den Kurs durchschlagen. Die Londoner Börse will daher keineswegs alles Geschäft in das EHS zwingen. Bei der schwierigen Frage, ob die Freiheit, außerhalb dieses Systems zu handeln, für die Börsenmitglieder beschränkt werden soll, hat sie sich von dem Anspruch leiten lassen, das EHS sei der Markt, in dem sich der Gleichgewichtskurs bildet.<sup>20</sup> Daraus folgt: Wer durch seine limitierten Aufträge zum Kursfindungsprozeß beiträgt,

---

<sup>18</sup> *Hartmut Schmidt*, Vorteile und Nachteile eines integrierten Zirkulationsmarktes für Wertpapiere gegenüber einem gespaltenen Effektenmarkt, Brüssel und Luxemburg 1977, S. 291, 66 - 70. Ariel sollte aber auch das Londoner Provisionskartell unterlaufen (ebda., S. 69, 289).

<sup>19</sup> *Marco Pagano* und *Benn Steil*, *Equity Trading I: The Evolution of European Trading Systems*, in: *Benn Steil et al., The European Equity Markets*, London und Kopenhagen 1996, S. 11.

<sup>20</sup> Dieser Anspruch setzt den Markt, in dem sich der Preisfindungsprozeß vollzieht, mit einem bestimmten Teilmarkt gleich, obwohl es viele Teilmärkte oder Marktplätze gibt. Zu dieser Unterscheidung siehe *Robert A. Schwartz*, *Equity Trading II: Integration, Fragmentation, and the Quality of Markets*, in: *Benn Steil et al., The European Equity Markets*, London und Kopenhagen 1996, S. 59. Schon *Kenneth D. Garbade* und *William L. Silber*, *Technology, Communication, and the Performance of Financial Markets: 1840 - 1975*, in: *Journal of Finance*, Vol. 33 (1978), S. 819 - 832, haben herausgearbeitet, daß sich Marktplätze durch Kommunikation zu einem Markt integrieren und daß Maßnahmen zur Integration eines dezentralen Finanzmarktes beim heutigen Stand der Technik nur noch minimalen Nutzen stiften.

der verdient Schutz. Nur innerhalb der Marktpspanne des EHS darf also jederzeit am EHS vorbei gehandelt werden. Bei Geschäften zu Kursen außerhalb der Spanne muß aber der Kurs- und Zeitvorrang der Gebote im Buch geschützt werden. Diese Geschäfte sind grundsätzlich im EHS auszuführen.<sup>21</sup> Von diesem Prinzip ausgenommen sind nur Blockgeschäfte, definiert als Transaktionen, deren Umfang 15 % des durchschnittlichen Tagesumsatzes in der Aktie überschreitet.<sup>22</sup> Die Umsätze von Blockgeschäften müssen die Börsenmitglieder nicht sofort melden. Sie können sich eine Stunde Zeit lassen.<sup>23</sup> Wenn sie bis zur Meldung die Position aus dem Blockgeschäft abbauen, müssen sie 10 % der Position<sup>24</sup> über das EHS auflösen, wenn die außerhalb des Systems erzielten Kurse nicht in der EHS-Spanne liegen.<sup>25</sup>

Man könnte sich natürlich, wie das an der New York Stock Exchange seit 1972 üblich ist, eine Beteiligung der Gebote im Orderbuch bereits beim Blockgeschäft selbst vorstellen, nicht erst in der Zeit zwischen der Transaktion und ihrer verzögerten Bekanntgabe. Die von der Londoner Börse vorgeschlagene Regelung hat aber den Vorzug, daß sie die für ein Blockgeschäft erforderliche Diskretion besser wahren hilft und den Geboten im Orderbuch immerhin einen gewissen Schutz zukommen läßt.

Die so umrissene Freiheit, außerhalb des EHS zu handeln, läßt Raum für ein Blocksegment in der Form, in der es heute sehr zur Stärke des Londoner Platzes beiträgt. Es ist seinem Anspruch nach börslich. Aber in ihrem Vorschlag läßt die Börse das Handelsverfahren ungeregelt und ihren Mitgliedern genug Spielraum, um in der bisher üblichen Weise auf die Wünsche der Kunden einzugehen. Neben der neuen Möglichkeit, selbst große Gebote in das EHS einstellen zu lassen, bleiben den institutionellen Kunden die bisherigen Geschäftsformen. Sie können den Marketmaker um Ausführung sofort gegen die eigene Position bitten. Oder sie geben ihm die Zeit, eine andere Gegenpartei zu suchen, damit das Blockgeschäft als Cross zu einem Kurs näher am Markt zustande kommen kann. Interesse findet auch eine Zwischenform, bei der sich der

<sup>21</sup> London Stock Exchange, New Electronic Trading Services, London 1996, S. 9f.

<sup>22</sup> Technisch ausgedrückt, das Sechsfache der Normal Market Size (NMS). London Stock Exchange, New Electronic Trading Services, London 1996, S. 10.

<sup>23</sup> Fünf Tage bei großen Blöcken (mehr als das 75fache der NMS). Marco Pagano und Benn Steil, Equity Trading I: The Evolution of European Trading Systems, in: Benn Steil et al., The European Equity Markets, London und Kopenhagen 1996, S. 35.

<sup>24</sup> Mindestens das Einfache der NMS.

<sup>25</sup> Weitere Details in London Stock Exchange, New Electronic Trading Services, London 1996, S. 10f.

institutionelle Verkäufer einen Mindestkurs, der Käufer einen Höchst-  
kurs vom Marketmaker zusichern lässt (protected trade). Bei einer Aus-  
führung zu günstigeren Kursen werden die Kursdifferenzen zwischen  
dem Marketmaker und dem Kunden geteilt. Für Kunden und Marketma-  
ker hat der Blockhandel außerhalb des geplanten EHS den Vorteil, ihre  
Handelsabsichten oder ihre Handelsbereitschaft nicht für alle anderen  
Marktteilnehmer sichtbar offenlegen zu müssen. Bei Blockgeschäften  
werden vorzugsweise bekannte und präferierte Kunden und Handels-  
partner direkt angesprochen. Das erlaubt das geplante EHS nicht. Des-  
halb könnte das Blocksegment weitgehend ein Telefonmarkt bleiben.

## 2. Vereinigte Staaten

Was der Big Bang und die Folgejahre England brachten, ist im Börsen-  
wesen der Vereinigten Staaten schon seit Jahren verwirklicht. Das Mar-  
ketmaking ist in den USA traditionsgemäß in das Kundengeschäft inte-  
griert, und die ständige Bildschirmverfügbarkeit von Geld- und Brief-  
kursen wurde 1971 mit den National Association of Securities Dealers  
Automated Quotations (NASDAQ) für zunächst 2.400 weniger lebhaft  
gehandelte Aktien gewährleistet. Im Handel der umsatzstärksten Aktien  
an der New York Stock Exchange (NYSE) und an den Regionalbörsen  
stehen Gebote für Rechnung von Börsenmitgliedern und Limitaufträge  
von Anlegern seit eh und je im Wettbewerb, so wie das in England  
zukünftig für die Werte des FT-SE 100 vorgesehen ist.<sup>26</sup> Das Blockge-  
schäft und der fortlaufende Handel sind schon seit 1972 verbunden,  
enger und strenger als das in England geplant ist. Wenn z. B. ein Block  
zu einem Kurs unter dem Geldkurs an der NYSE gehandelt werden soll,  
muß der Verkäufer des Blocks grundsätzlich die Gebote zum Geldkurs  
und die niedriger limitierten Kaufgebote bis zum Kurs des Blockge-  
schäfts abdecken, alle zum einheitlichen Kurs für die gesamte Transak-  
tion.<sup>27</sup> Das Provisionkartell von 1792 wurde 1975 von der Börsenaufsicht  
des Bundes, der Securities and Exchange Commission, beendet.

---

<sup>26</sup> An der NYSE ist der Kunde als Konkurrent der Mitglieder nicht lediglich  
geduldet, die Börsenordnung gibt ihm sogar einen Vorrang. Denn bei gleichem  
Limit kommt der Kunde immer vor dem Specialist zum Zuge.

<sup>27</sup> SEC Division of Market Regulation, Market 2000, An Examination of Current  
Equity Market Developments, Washington 1994, S. II 7 und 9 (im folgenden  
zitiert: SEC, Market 2000 Study). Eingeschränkt gilt das auch für Gebote im ITS,  
die durch das Blockgeschäft berührt werden, ebda., S. A II 7. Zur ursprünglichen  
Regelung siehe *Hartmut Schmidt*, Vorteile und Nachteile eines integrierten Zirku-  
lationsmarktes für Wertpapiere gegenüber einem gespaltenen Effektenmarkt, S. 219 -  
222. Vgl. auch *Securities Exchange Act Release* Nr. 31343 vom 21. Oktober 1992.

So gesehen zeichneten sich die Aktienmärkte in den Vereinigten Staaten bereits Mitte der siebziger Jahre durch eine beneidenswerte Ausgangslage für weitere Entwicklungen aus. Das Jahr 1975 brachte mit dem Securities Reform Act auch ein bundesgesetzliches Programm für eine wettbewerbsbestimmte Ordnung des Effektenmarktes. Schon die beiden großen Untersuchungen der Securities and Exchange Commission, die Special Study von 1963 und die Institutional Investor Study 1971 hatten deutlich gemacht, daß wettbewerbliche Vorstöße, z.B. im Blockhandel, gerade nicht von den New Yorker Börsen, sondern von anderen börslichen und außerbörslichen Märkten ausgingen. Das wurde auch durch die Gründung der Chicago Board Options Exchange 1973 deutlich, deren Standardisierungskonzept für den Handel von Aktienoptionen sich innerhalb von knapp zwei Jahrzehnten weltweit durchgesetzt hat, ähnlich wie der in den siebziger Jahren in Chicago aufgenommene Handel in Financial Futures. Die SEC ging, bei derartigem Anschauungsmaterial wenig erstaunlich, deshalb immer davon aus, daß Wettbewerb zwischen verschiedenen Börsen und zwischen den Börsen und anderen Marktorganisationen ein hohes und schützenswertes Gut darstellt.

Wie in anderen Bereichen der Wirtschaft können die Wettbewerber über den Preis oder die Qualität des Produkts, hier der Handelsdienstleistung, konkurrieren. Preiswettbewerb im Börsenwesen kommt – bei gegebenem Gleichgewichtskurs des Papiers – in unterschiedlich hohen Geldkursen und Kauflimits zum Ausdruck oder in unterschiedlichen Geboten auf der Briefseite. Wie nah Geld- und Briefkurse beieinanderliegen können, hängt von der Effizienz der Marktorganisation der einzelnen Börsen ab und von den Kursen, die Anleger und andere Marktteilnehmer auf dieser Grundlage stellen. Um den Preiswettbewerb zu unterstützen und um auch die Anleger zu ermutigen, sich daran mit Limitaufträgen zu beteiligen, hat die SEC bis auf den heutigen Tag Schritt für Schritt das Ziel verfolgt, daß die höchsten Geldkurse und die niedrigsten Briefkurse in einem Wertpapier an allen Teilmärkten verfügbar sein müssen. Das günstigste Gebot soll, gleichgültig an welcher Börse es abgegeben wurde, vor allen anderen zum Zuge kommen. Um das zu gewährleisten, wurden das Consolidated Quotation System (CQS) und das Intermarket Trading System (ITS) geschaffen, auf die noch zurückzukommen sein wird.<sup>28</sup>

---

<sup>28</sup> Dem CQS entspricht das Consolidated Tape, über das fortlaufend die Kurse und die zugehörigen Einzelumsätze veröffentlicht werden. Sein Ursprung geht bekanntlich auf das Jahr 1867 zurück. *Gilbert W. Cooke, The Stock Markets, Revised Edition, Cambridge 1969*, S. 102.

Beim Qualitätswettbewerb hat sich die SEC von dem Grundsatz leiten lassen, daß die Börsen ihre Handelsdienstleistungen immer wieder den Anforderungen der Marktteilnehmer anpassen müssen. Aufträge müssen an verschiedene Börsen gelangen können: „Forcing all order flow into a single system would enable the operators of the system to ignore the users“.<sup>29</sup> Gerade institutionelle Anleger stellen sehr konkrete, aber wegen unterschiedlicher Anlage- und Handelsstrategien keineswegs einheitliche Anforderungen. Weil es einer einzigen Börse kaum möglich ist, all diesen Anforderungen und Geschmacksrichtungen gleichzeitig zu entsprechen, haben sich in den USA neben NYSE, American Stock Exchange und NASDAQ andere Börsen behauptet. Außerdem haben sich mit dem Segen der SEC neue Anbieter spezieller Handelsdienstleistungen etabliert. Den Ausführungsplatz für ihre Transaktionen können die Marktteilnehmer heute situations- und strategiegerecht aus einem „menu of markets“ auswählen.<sup>30</sup> Auch hierauf wird zurückzukommen sein, und es ergibt sich schon aus der allgemeinen Evolutionsdynamik, daß sich die Bedürfnisverfeinerung und der entsprechende Prozeß der Angebotsdifferenzierung fortsetzen werden.

#### a) Entwicklungen im Preiswettbewerb

Die größeren amerikanischen Gesellschaften sind meist nur an einer New Yorker Börse (NYSE und American Stock Exchange) oder von der NASD für NASDAQ zugelassen. Aber gerade die Aktien der größten, an der NYSE zugelassenen Gesellschaften werden auch an den Regionalbörsen<sup>31</sup> am Pazifik, in Chicago, Cincinnati, Philadelphia sowie in Boston und drittens (deshalb „Third Market“) über außerbörsliche Marketmaker gehandelt.

Um den Preiswettbewerb<sup>32</sup> für Handelsdienstleistungen in diesen Aktien landesweit sicherzustellen, mußte die SEC zunächst dafür sorgen, daß die NYSE den Zwang für ihre Mitglieder lockerte, an der eigenen Börse zu handeln, und die Ausführung von Kundenaufträgen an anderen

<sup>29</sup> SEC, Market 2000 Study, S. III 5.

<sup>30</sup> SEC, Market 2000 Study, S. II 6, III 1 - 14 und A IV 1 - 13.

<sup>31</sup> 97 % ihres Umsatzes im Kassamarkt erzielten die Regionalbörsen 1992 in Aktien, die an den New Yorker Börsen zugelassen waren. SEC, Market 2000 Study, S. II 8.

<sup>32</sup> Preiswettbewerb wird hier als Wettbewerb beim Preis solcher Dienstleistungen verstanden, die üblicherweise über den Kurs entgolten werden. In erster Linie ist also Wettbewerb beim Preis des Sofortigkeitsservice und des Kursfindungsservice gemeint. Nicht betrachtet wird dagegen der Provisionswettbewerb. Vgl. Fußnote 8 und Fußnote 7.

Plätzen Schritt für Schritt freigab.<sup>33</sup> Ähnliches galt für andere Börsen. Zweitens mußte bekanntwerden, an welchem Ausführungsplatz jeweils welche Abschlußmöglichkeiten bestehen. Die allgemeine Bildschirmverfügbarkeit der besten Gebote der verschiedenen Plätze erreichte die SEC, indem sie die Börsen und andere Self-Regulatory Organizations 1978 dazu verpflichtete, die besten Geld- und Briefkurse ihrer Märkte den kommerziellen Informationsdiensten zur Verfügung zu stellen.<sup>34</sup> Das führte zum Consolidated Quotation System. Auch das ITS, auf das gleich näher eingegangen wird, dient dazu, Geld- und Briefkurse an allen Plätzen verfügbar zu machen.<sup>35</sup> Auf dem Parkett der NYSE wirkt sich das heute so aus, daß an den einzelnen Handelspavillons, den „posts“, die besten Geld- und Briefkurse aus dem CQS für alle Händler gut sichtbar angezeigt werden, jeweils mit einem kennzeichnenden Buchstaben für den Börsenplatz oder den außerbörslichen Markt, an dem dieses Gebot vorliegt.

Drittens wollte die SEC gewährleisten, daß das jeweils günstigste Gebot auch zum Zuge kommt. Bis zu einem gewissen Grade sorgt dafür das Eigeninteresse der Marktteilnehmer, zumal CQS ihnen die Kosten der Suche nach dem günstigsten Gegengebot weitgehend erspart. Es bestehen aber nicht immer gleich gut eingespielte Handelsverbindungen zu jedem Platz. Dann wird vielleicht das zweit- oder drittgünstigste Gebot angenommen, während das günstigste stehenbleibt. Um Gebote, die sich aus Limitaufträgen der Effektenkundschaft ergeben, so weit wie möglich vor Nichtbedienung zu schützen<sup>36</sup> und um jedem Börsenmitglied

<sup>33</sup> Aktien, die bis zum 26. April 1979 zugelassen wurden, müssen aber von Mitgliedern der NYSE an einer Börse gehandelt werden. Sofern sie sich für eigene Rechnung in den Handel einschalten wollen, die Bedingungen hierfür aber an der NYSE ungünstig sind, führt das den Regionalbörsen Umsätze zu, insbesondere bei kleineren Aufträgen und bei Blockgeschäften. Vgl. hierzu NYSE Rule 390 und SEC Rules 19c-1 und 19c-3. In Aktien, die nach dem 26. April 1979 erstmals an einer Börse zugelassen wurden, dürfen NYSE-Mitglieder dagegen auch im Third Market Marketmaker sein. Die SEC zielt mit dieser Konsequenz von Rule 19c-3 darauf ab, die finanziellen Anreize zu schützen, die das integrierte Marketmaking beinhaltet und die sehr dazu beitragen, daß sich Wertpapierhäuser um Erstemissionen von jungen Unternehmen mit Wachstumspotential bemühen. Vgl. SEC, Market 2000 Study, S. I 8, sowie *Herbert Giersch* und *Hartmut Schmidt*, Offene Märkte für Beteiligungskapital: USA – Großbritannien – Bundesrepublik Deutschland, Stuttgart 1986.

<sup>34</sup> SEC, Market 2000 Study, S. I 6 und I 7.

<sup>35</sup> SEC, Market 2000 Study, S. A II 11.

<sup>36</sup> Zuvor wurde längere Zeit der Plan verfolgt, ein Central Limit Order Book (CLOB) zu schaffen, um den Preislimitvorrang von Aufträgen zuverlässig zu schützen und um auch den Zeitvorrang zu sichern. Dieser Plan wurde aber nicht verwirklicht, weil das CLOB den Qualitätswettbewerb und die Bereitschaft zum Marketmaking eingeschränkt hätte. Vgl. hierzu SEC, Market 2000 Study, S. I 7.

den Zugang zu anderen Plätzen zu erleichtern, wurde das Intermarket Trading System (ITS) geschaffen. Da die Börsen selbst sich über ein solches System nicht verständigen konnten, sah sich die SEC gezwungen, es durchzusetzen. In beschränktem Umfang stand das ITS bereits 1978 als Handelsverbund von sechs Börsen zur Verfügung. 1981 wurde die Cincinnati Stock Exchange angeschlossen, 1982 die außerbörslichen Marketmaker der NASD und 1991 die CBOE.<sup>37</sup>

Was leistet das ITS? Um auf ein Gebot an einem Platz A zuzugreifen, kann ein Börsenmitglied<sup>38</sup> über den Specialist an Platz B ein auf ein oder zwei Minuten befristetes „commitment to trade“ an den Specialist oder Marketmaker von Platz A senden. Die meisten dieser Commitments führen freilich nicht zu einem Abschluß, weil sie zu spät kommen. Die geringe Trefferquote ermutigt nicht unbedingt dazu, Commitments abzugeben. Deshalb kann es gelegentlich dazu kommen, daß z.B. Verkäufe über dem niedrigsten Briefkurs im ITS erfolgen. Es wurde dann am günstigsten Gebot vorbei gehandelt (trade through). Wer dieses günstigste Gebot für einen Kunden eingegeben hat, ist nach den ITS-Vorschriften berechtigt, die Annahme dieses Gebots zu erzwingen. Verpflichtet ist die Partei, welche die Trade-through-Transaktion auslöste. Das ITS dient auch der Abstimmung der Eröffnungskurse.<sup>39</sup>

Das ITS ist immer wieder kritisiert worden, weil es keinen Zeitvorrang vorsieht und Preisvorrang limitierter Aufträge nicht zuverlässig sichert. Es hat sich aber, vielleicht gerade wegen des fehlenden Zeitvorrangs, für die Regionalbörsen und den Third Market als wichtig erwiesen, um ihre Position gegenüber der NYSE zu stärken. Betrachtet man die Transaktionen in Aktien der NYSE an den Börsen und am Third Market, dann entfallen 71 % der Transaktionen auf die NYSE, 20 % auf die Regionalbörsen und 9 % auf den Third Market.<sup>40</sup> Die Transaktionen an der NYSE sind im Durchschnitt größer. Regionalbörsen und Third Market haben sich im wesentlichen darauf ausgerichtet, die Aufträge der Privatkundschaft an sich zu ziehen; weil ITS sie laufend über die jeweils besten Gebote informiert, kann jeder Specialist bzw. Marketmaker dadurch, daß er selbst mit dem besten Geld- oder Briefkurs im System gleichzieht, bei ihm auflaufende Aufträge ausführen.

Dieses „quote matching“ und der fehlende Zeitvorrang sind für den Regionalbörsen-Specialist und den Marketmaker die Grundlage eines

<sup>37</sup> SEC, Market 2000 Study, S. A II 2 - 4.

<sup>38</sup> Im Third Market ein Marketmaker.

<sup>39</sup> SEC, Market 2000 Study, S. A II 5 - 7.

<sup>40</sup> SEC, Market 2000 Study, Exhibit 11 (Erhebung für das erste Halbjahr 1993).

nennenswerten Umsatzes für eigene Rechnung. Positionen, die sich dabei ergeben, können über das ITS, das einen kostengünstigen Zugang zu den anderen Märkten bietet, abgebaut werden. Weil die Privatkundschaft gewöhnlich nicht über Insiderinformationen oder vergleichbare Informationsvorteile verfügt, fallen kaum Informationsrisikosten an. Es erstaunt daher nicht, daß manche Marketmaker im Third Market einen oder zwei Cents pro Aktie an die Broker zahlen, die Aufträge über sie abwickeln (payment for order flow).

An den Regionalbörsen sind vielfach Tochtergesellschaften größerer Brokerhäuser Mitglied geworden mit dem Ziel, in umsatztarken Werten die Specialist-Funktion zu übernehmen.<sup>41</sup> Die Muttergesellschaften leiten einen erheblichen Teil ihrer Aufträge über diese Specialists. Eine Regionalbörse, die über derartige Arrangements ihren Umsatzanteil halten oder steigern will, muß ihren Markt so organisieren, daß die Specialists weniger Betriebskosten als anderswo haben und die Brokerfirmen schneller und möglichst auch sonst besser bedienen können. Insofern ist der Preiswettbewerb der Regionalbörsen<sup>42</sup> hinter den Qualitätswettbewerb zurückgetreten,<sup>43</sup> und die Regionalbörsen richten ihre Wettbewerbsbemühungen weniger auf die Anleger als auf die Brokerfirmen.<sup>44</sup>

Die SEC hat ihre Bemühungen, dem Anleger preisgünstige Abschlußmöglichkeiten zu verschaffen, wieder verstärkt. Auslöser waren Untersuchungen der Wissenschaftler Christie und Schultz, in denen für NASDAQ das Fehlen von Marketmakerangeboten zu „odd eighths“, zu Kursen mit ungeraden Achtelabstufungen, herausgearbeitet und als Symptom der gemeinschaftlichen und erfolgreichen Absicht interpretiert wurde, die Geld-Brief-Spannen in NASDAQ weit zu halten, mindestens

---

<sup>41</sup> SEC, Market 2000 Study, Exhibit 29.

<sup>42</sup> Siehe hierzu *Charles M. C. Lee*, Market Integration and Price Execution for NYSE-Listed Securities, in: *Journal of Finance*, Vol. 48 (1993), S. 1009 - 1038; *Katharine D. Ross, James E. Shapiro* und *Katherine A. Smith*, Price Improvement of SuperDot Market Orders on the NYSE, NYSE Working Paper 1996 - 02. An der NYSE ist die Wahrscheinlichkeit für die Anleger größer als an den Regionalbörsen und den sonstigen Teilmärkten, daß Bestens-Verkaufsaufträge über dem Geldkurs des CQS und Billigst-Kaufaufträge unter dem Briefkurs des CQS ausgeführt werden.

<sup>43</sup> SEC, Market 2000 Study, S. II 10.

<sup>44</sup> Das gilt auch für die beiden anderen Bereiche, in denen sich die Regionalbörsen gegenüber der NYSE zu empfehlen versuchen; Blockgeschäfte und Kompensationen (crosses). In beiden Fällen ist es an den Regionalbörsen viel weniger wahrscheinlich, daß vorliegende Limitorders oder Gebote eines Specialist die vorbereitete Transaktion komplizieren.

bei 1/4 Dollar.<sup>45</sup> Diese Interpretation, vielfach angezweifelt, wurde in späteren aufsichts- und strafrechtlichen Untersuchungen erhärtet.<sup>46</sup> Sie steht auch im Einklang damit, daß die NASDAQ-Umsätze, obwohl sie weniger als ein Drittel der Börsenumsätze ausmachen, immer relativ mehr zu den Handelerträgen der Brokerfirmen beigetragen haben.<sup>47</sup> Um in NASDAQ zu mehr Preiswettbewerb zu kommen, sollen auf dem Bildschirm neben den Geboten der Marketmaker auch die Gebote konkurrierender potentieller Gegenparteien Eingang finden. In erster Linie wird hier an limitierte Aufträge der Kundschaft gedacht, die bisher in NASDAQ ein Schattendasein führen und nur ausnahmsweise innerhalb der Spanne zum Zuge kommen. Es sollen aber auch alle Gebote der NASDAQ-Marketmaker in Systemen wie Instinet oder SelectNet, die bisher in NASDAQ-Werten häufig günstigere Geld- oder Briefkurse als NASDAQ aufwiesen,<sup>48</sup> in NASDAQ eingespeist werden.<sup>49</sup> Instinet ist aufgrund der marktnäheren Gebote und des direkten Zugangs, den es institutionellen Anlegern bietet, ein bedeutender Nebenmarkt geworden, der einen Anteil von mehr als 20 % an den Umsätzen in NASDAQ-Werten an sich gezogen hat.<sup>50</sup>

Mehr Preiswettbewerb beim Handel mit börsennotierten Werten ist dagegen nicht so leicht anzufachen. Anders als in NASDAQ haben die Limitorders der Anleger neben den Specialists an den Börsen und den anderen Marketmakern immer schon eine wesentliche Rolle gespielt. Aber nicht alle Limitorders werden schnell genug von CQS und ITS erfaßt, vielleicht, so wird manchmal behauptet, werden sie sogar ver-

<sup>45</sup> *William J. Christie und Paul H. Schultz, Why Do Nasdaq Market Makers Avoid Odd-Eighth Quotes?*, in: *Journal of Finance*, Vol. 49 (1994), S. 1813 - 1840, sowie *William J. Christie, Jeffrey H. Harris und Paul H. Schultz, Why Did Nasdaq Market Makers Stop Avoiding Odd-Eighth Quotes?*, in: *Journal of Finance*, Vol. 49 (1994), S. 1841 - 1860.

<sup>46</sup> SEC, Report Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934 Regarding the NASD and the NASDAQ Market, Washington 1996, S. 16 - 25. Im folgenden zitiert: SEC, 21(a) Report.

<sup>47</sup> *Hans R. Stoll, Equity Trading Costs In-the-Large*, in: *Journal of Portfolio Management*, Vol. 19 (1993), S. 44.

<sup>48</sup> Hierzu sehr kritisch mit Bezug auf Deutschland *Harold S. Bradley, Market 2000: The Users' Perspective*, in: Robert A. Schwartz, Hrsg., *Global Equity Markets*, Chicago 1995, S. 245f. Vgl. SEC, *Market 2000 Study*, S. IV 7f.

<sup>49</sup> SEC, 21(a) Report, S. 22 - 24, 55f.; SEC Release No. 34 - 37619A vom 6. September 1996. Die Release verlangt aber nicht, daß im öffentlichen Markt mehr als die Mindestgebotsmenge gezeigt wird, auch wenn das Gebot im „*Electronic Communications Network*“ für eine größere Stückzahl gut ist (S. 109).

<sup>50</sup> Obwohl Instinet ein klar abgegrenztes elektronisches Handelssystem ist, werden seine Umsätze als NASDAQ-Umsätze gezählt und nicht getrennt ausgewiesen.

steckt.<sup>51</sup> Das ist aus gesamtwirtschaftlicher Sicht immer dann sehr ärgerlich, wenn ein solches Limit die Spanne im ITS verengen würde, ein Kauflimit z.B. höher wäre als der beste ITS-Geldkurs. Die SEC hat deshalb neue Order Execution Obligations<sup>52</sup> erlassen, um die engstmöglichen Spannen durch prompte Verbreitung kritischer Limits zu gewährleisten. Da solche Gebote, wenn sie denn auf den Bildschirmen erscheinen, meist sehr schnell zum Zuge kommen, erhöht das auch den Anreiz, solche Aufträge zu erteilen und damit zum Preiswettbewerb und zur Liquidität beizutragen. Die SEC geht aber nicht so weit zu verlangen, daß bei allen limitierten Aufträgen Limit und Stückzahl transparent gemacht werden müssen. Der Auftraggeber behält das Recht, von seinem Broker und dem Specialist zu verlangen, seinen Auftrag vertraulich zu behandeln.<sup>53</sup>

Gegenwärtig wird in den USA viel darüber gesprochen, welche Konsequenzen diese Entwicklungen haben werden. Zunächst müssen Systeme mit exklusivem Zugang wie Instinet und SelectNet befürchten, an Boden zu verlieren, weil ihre Geld- und Briefkurse, soweit sie von Marketmakern stammen,<sup>54</sup> über allgemein zugängliche Systeme, insbesondere über NASDAQ verfügbar werden. Damit fällt für die Marktteilnehmer ein wichtiger Grund weg, sich um den Zugang zu exklusiven Systemen zu bemühen. Das müßte die Position von NASDAQ stärken, wenn es sich zügig an die neuen Anforderungen anpaßt. Ähnliche Überlegungen lassen sich für die NYSE anstellen. Da Limitorders primär an der NYSE auflaufen, ist sie ohnehin in einer starken Position.

Wenn die Spannen, wie von der SEC angestrebt, deutlich enger werden sollten, rechnet man mit weitergehenden Folgen. Das Marketmaking in NASDAQ könnte so sehr an Attraktivität verlieren, daß viele Häuser die Zahl ihrer Marketmakerpositionen reduzieren oder das Marketmaking völlig einstellen.<sup>55</sup> Die traditionell große Bedeutung des integrierten

<sup>51</sup> Die Börsen haben unterschiedliche Regelungen getroffen. An der NYSE sind über SuperDOT hereinkommende Limitorders, sofern ihr Limit marktnah genug ist, unverzüglich in der Spanne des Specialist und in den zum Geld- bzw. Briefkurs bekanntgegebenen Stückzahlen zu berücksichtigen. SEC Release No. 34-37619A vom 6. September 1996, S. 19.

<sup>52</sup> SEC Release Nr. 34 - 37619A vom 6. September 1996, S. 76 - 86.

<sup>53</sup> SEC, Market 2000 Study, S. III 14, IV 8 und 12. Rule 11Ac1 - 4(c). Die SEC läßt auch zu, daß Aufträge interessewährend erteilt werden. Ebda, S. IV 8.

<sup>54</sup> Bei Instinet sollen Marketmaker an 85 % der Transaktionen beteiligt sein.

<sup>55</sup> Das gilt aber nur für das Geschäft, das unter die Aufsicht der SEC fällt. Relativ um so attraktiver könnte das Marketmaking im Ausland werden. Betrachtet man das Engagement amerikanischer Häuser für EASDAQ unter diesem

Marketmaking für die Finanzierung kleinerer Unternehmen über den Effektenmarkt würde geschwächt. Das könnte Raum für einen neuen Markt für kleine Unternehmen schaffen, worauf noch einzugehen sein wird. Engere Spannen in börsennotierten Titeln könnten das Interesse von Brokerfirmen, über Töchter an den Regionalbörsen vertreten zu sein, erheblich mindern. Die Regionalbörsen gerieten unter Druck. Aber auch ganz allgemein würde sich der Zwang, im Effektenhandel noch effizientere Verfahren zum Einsatz zu bringen, weiter verstärken. Das läßt sofort die Frage auftreten, ob nicht der Einsatz elektronischer Datenverarbeitung stärker voranzutreiben ist. Diese Frage berührt unmittelbar den Qualitätswettbewerb.

### b) Entwicklungen im Qualitätswettbewerb

Im Qualitätswettbewerb<sup>56</sup> müßte es den Marktorganisatoren darauf ankommen, sich auf die Anforderungen bestimmter Marktteilnehmergruppen einzustellen. Die meisten privaten Anleger möchten sich einfach darauf verlassen können, daß ihre Aufträge kostengünstig und marktgerecht ausgeführt werden. Positive und normative Theorien lassen dieses Vertrauen auch begründet erscheinen. Nach der Efficient Market Theory spiegeln die Kurse, wenn nicht alle, so doch in hohem Grade die relevanten Informationen wider. Und im Kern postuliert die Mikrostrukturtheorie, daß die ausgefeilten börslichen Handelsverfahren Kurse besonders guter Qualität hervorbringen. Schon über den Börsenkurs werde deshalb ein hoher Grad an Anlegerschutz gewährleistet.

Institutionelle Anleger stellen darüber hinaus ein breites Spektrum unterschiedlicher Anforderungen. Sie ergeben sich teils aus einem besonderen Schutzbedürfnis wegen des Umfangs der einzelnen Transaktion, teils aus Anlage- und Implementierungsstrategien. Eine Institution, die eine Stock-Picking-Strategie verfolgt und für ihr gutes Research bekannt ist, wird allergrößten Wert auf Anonymität und auf ein System legen, das den Marktzugang ermöglicht, ohne daß ein Börsenmitglied eingeschaltet

---

Aspekt, wird man hierin einen Fall von „regulatory arbitrage“ sehen und ein besonders starkes Engagement erwarten.

<sup>56</sup> Im Qualitätswettbewerb werden Art und Umfang der Handelsdienstleistungen variiert, die mit einer Transaktion verbunden sind. Er hat daher auch Auswirkungen auf den Preis dieser Dienstleistungen. Mit qualitätsbedingten Preisunterschieden ist deshalb zu rechnen, und sie werden in diesem Abschnitt auch angesprochen. Sie sind aber nicht Ausdruck des Preiswettbewerbs. Im konkreten Fall ist es allerdings schwierig, die Einflüsse von Qualitäts- und Preiswettbewerb abzugrenzen.

werden muß. Einem Indexfonds kommt es dagegen gerade darauf an, daß potentielle Gegenparteien ihn als Geschäftspartner erkennen und nicht aus unbegründeter Furcht vor Informationsrisiken ungünstige Kurse stellen. Manche institutionelle Anleger wollen möglichst das Orderbuch sehen und schnell und mit Präzision auf einzelne Gebote zugreifen können, während andere es zu ihrer Strategie gemacht haben, eigene Limits in die jeweilige Spanne oder an deren Rand zu stellen. Daneben sind im Qualitätswettbewerb Anforderungen der Wertpapierhäuser und der Emittenten zu berücksichtigen.

Institutionelle Anleger haben in den USA eine dominierende Position erlangt. Ihr Anteil an den amerikanischen Aktien im Umlauf hat sich von 6,1 % im Jahre 1950 über 27,3 % (1970) auf 44 % (1995) erhöht.<sup>57</sup> Wegen ihrer unterschiedlichen Anforderungen an den Markt ist es aber nicht leicht, allen Institutionen gerecht zu werden. Manche Marktorganisationen versuchen, sich möglichst genau auf bestimmte Wünsche einzustellen.<sup>58</sup> Institutionelle Crossingsysteme zielen darauf ab, für größere Volumina einen anonymen Marktausgleich innerhalb der Spanne zu gewährleisten.<sup>59</sup> Die Arizona Stock Exchange als institutioneller Callmarkt bietet mehr Transparenz, wendet sich aber mit ihrem elektronischen nachbörslichen Handel nur zu Gesamtkursen im Grunde genommen ebenfalls an die Klientel, die geduldig genug ist, etwas zu warten und auf die kostensenkende Chance des Ausgleichs innerhalb der Spanne zu setzen. In börsennotierten Aktien sind diese Systeme sehr speziellen Zuschnitts bislang nicht über den Status von Nischenmärkten

---

<sup>57</sup> NYSE Fact Book 1995, New York 1996, S. 57.

<sup>58</sup> Rüdiger von Rosen, Private Handelssysteme – Eine Herausforderung für die Börsen, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 1994, Nr. 24, S. 1213 – 1217.

<sup>59</sup> Abschlüsse im Crossingsystem zur jeweiligen Spannenmitte werden nicht nur positiv gesehen. Die Kritik entzündet sich an Überlegungen und Erfahrungen, die zu der These führen: Der Vorteil für den Teilnehmer am Crossing hängt vom Saldo der zur Spannenmitte vorliegenden Kauf- und Verkaufsaufträge ab. Das sei aus der Sicht eines Käufers verdeutlicht. Bei einem Nachfrageüberhang bedient zu werden ist für den Käufer von Vorteil, der Überhang lässt einen Kursanstieg erwarten. Entsprechend ist ein Kauf bei Angebotsüberhang von Nachteil. Bei Nachfrageüberhang wird auf der Kaufseite rationiert. Die Wahrscheinlichkeit für einen Käufer, zum Zug zu kommen, ist also bei Nachfrageüberhang kleiner als bei Angebotsüberhang. Kommen beide Überhänge gleich häufig vor, werden die Nachteilserwartungen nicht durch die Vorteilserwartungen kompensiert. Das institutionelle Crossing ist nur sinnvoll, wenn Alternativen dazu noch größere Nettonachteile erwarten lassen.

Ähnliche Überlegungen könnten auch gegen die unten erwähnten „accumulating orders“ sprechen. Allerdings lassen sich in EPIC denkbare Nachteile durch eine „repetition exclusion“ teilweise vermeiden. Anders als im Crossingsystem stellt sich der Auftraggeber hier von vornherein darauf ein, Überhänge abzudecken.

hinausgekommen. Sie haben nur einen kleinen, in einigen Fällen aber durchaus existenzsichernden Teil der Umsätze an sich binden können. In NASDAQ-Aktien hat, wie bereits erwähnt, zumindest Instinet einen erheblichen Marktanteil.

Als Antwort auf die Vorstöße außerbörslicher Wettbewerber bietet die NYSE jetzt, allerdings nach der regulären Handelszeit, zwei Crossing Sessions an. Die NYSE ist damit den institutionellen Anlegern einen Schritt entgegengekommen. In erster Linie sieht sie sich aber immer noch als Markt für den individuellen Anleger, was, so wird manchmal behauptet, weniger ökonomisch als politisch zu erklären sei. Als größte Börse, die den 51 Mio. Aktionären der Vereinigten Staaten dient, käme sie schnell in die politische Diskussion in Washington, wenn sie den privaten Anleger zum Kunden zweiter Klasse zurückstufen wollte. Es ist aber zweifellos auch ökonomisch vernünftig, sich auf 51 Mio. Anleger einzustellen. Und ein Marktorganisator, der bei seinem traditionellen Engagement für Anlegerschutz im Informations- und Handelsbereich bleibt, kommt auch manchen institutionellen Anlegern weit genug entgegen. Märkte für private Anleger zeichnen sich dadurch aus, daß – anders als im vollelektronischen professionellen Handel – eine Person im Markt die Verantwortung für die marktgerechte Ausführung der Aufträge übernimmt. Diese Funktion liegt an der NYSE bei den über 400 Specialists, die schon wegen ihrer großen Zahl auf Entscheidungen der Börse erheblichen Einfluß haben.

Die schrittweise Modernisierung des Handelsverfahrens an der NYSE hat, so sieht es die Börse, zu einem Qualitätswettbewerb von Computerhandel und Parketthandel im Börsensaal geführt, der auch den Wünschen institutioneller Anleger weitgehend entspricht. Um nicht technisch von der Pacific Stock Exchange in den Schatten gestellt zu werden, führte die NYSE 1976 das Designated Order Turnaround System ein, über das Brokerfirmen kleinere Aufträge dem Specialist auf elektronischem Wege zuleiteten, der dann meist innerhalb von ein oder zwei Minuten auf demselben Wege die Ausführung bestätigte. Die verbesserte Version des Systems heißt SuperDOT und wird auch für Aufträge genutzt, die über mehrere zehntausend Stück lauten.<sup>60</sup> Der Handelsbild-

<sup>60</sup> Für die Angabe der Zahl der Stücke, über die ein Auftrag lautet, stehen allerdings nur 5 Stellen zur Verfügung, was eine Obergrenze von 99.999 Stück bedingt. In 10 % der Titel ist das auch die Stückzahl, für die Geld- und Briefkurse der NYSE in CQS oder ITS gut sind. Wenn die Obergrenze von 99.999 Stück im Zuge der anstehenden Systemverbesserung entfällt, wird die Anzeige noch größerer Gebote möglich. Auch dieser Schritt soll dazu beitragen, das Upstairs-Geschäft in den umsatzstarken Titeln weiter einzuschränken und den Blockhandel in noch stärkerem Maße als bisher auf das Parkett zurückzubringen.

schirm, der auch das elektronische Orderbuch zeigt, macht den Specialist, ähnlich wie bei BOSS-CUBE, auf eingehende Aufträge aufmerksam. Seinem Mitarbeiter, der den Computer bedient, sagt er dann an, ob der Auftrag zu einem bestimmten Kurs ausgeführt oder die Ausführung garantiert wird (Stop). Der Specialist wickelt den größten Teil der Aufträge auf diesem elektronischen Weg ab.

Besonders für größere Transaktionen wird aber nach wie vor der traditionelle Weg gewählt. Der Parkethändler eines Börsenmitglieds, meist jedoch ein Floor Broker,<sup>61</sup> erhält den Auftrag, geht zum Specialist und läßt sich von ihm die Marktlage erläutern, wobei er Einblick in das Orderbuch nehmen<sup>62</sup> und das Handelsgeschehen auf dem Bildschirm und dem Parkett beobachten kann. Gleichzeitig kann der Floor Broker dem Auftraggeber seine Eindrücke über das Telefon schildern und Vorschläge zum weiteren Vorgehen unterbreiten. Oft genug wird es dann, vielfach innerhalb der Spanne, zu einem Stop mit dem Specialist oder gleich zum Abschluß mit einem anderen Floor Broker in der „crowd“ kommen. Natürlich kann der Floor Broker den Auftrag in das elektronische Buch eingeben lassen oder ihn dem Specialist für das Handskontro, das nicht-offene Buch, übergeben.<sup>63</sup> Dieser traditionelle Parkethandel beschäftigt an der NYSE noch rund 1200 Floor Broker, die Tag für Tag ihre Kund-

---

<sup>61</sup> Floor Broker sind Freimakler in dem Sinne, daß sie auf das Makeln beschränkt sind. Für eigene Rechnung dürfen sie nicht handeln.

<sup>62</sup> Anders als an den deutschen Parkettbörsen ist an der NYSE das elektronische Orderbuch also offen, offen allerdings nur für die, die auf dem Parkett sind und den fraglichen Titel handeln wollen. Die NYSE stellt die Orderbuchtransparenz in den Dienst ihrer Bemühungen, so viel Umsatz an sich zu ziehen, daß sie einen zuverlässigen Preisfindungsprozeß gewährleisten kann. Technisch wäre es unproblematisch, die Mitgliedsfirmen an jedem beliebigen Ort Einblick in das Orderbuch nehmen zu lassen. Die NYSE befürchtet aber, es könnten dann aufgrund dieser Orderbuchtransparenz auch viele größere Aufträge außerbörslich oder an anderen Börsen ausgeführt werden. Außerbörsliche Anbieter hätten es dann leichter, die Anleger – wie heute im Retailgeschäft üblich – davon zu überzeugen, daß sie an der NYSE nicht mit einem günstigeren Kurs rechnen können. Orderbuchtransparenz nur auf dem Parkett veranlaßt dagegen handelsbereite Anleger mit größeren Aufträgen, zunächst einmal die Marktlage an der NYSE prüfen zu lassen. Die Folge dieses ersten Schrittes wird oft genug eine Ausführung des Auftrags an der NYSE sein.

Darüber hinaus dient diese Form der Orderbuchtransparenz dem Anlegerschutz und der Liquidität. De facto werden die Aufträge im Buch vor Marktteilnehmern geschützt, die in den offenen Büchern nach großzügigen Limits und anderen Hinweisen auf gewinnbringende Geschäfte suchen. Ohne diesen Schutz wäre mit weniger limitierten Orders im Buch zu rechnen. Als Preis für diese Vorteile bei Kursfindung, Anlegerschutz und Liquidität lassen sich die Mehrkosten ansehen, die Menschen auf dem Parkett gegenüber einem dezentralen elektronischen Handel verursachen.

schaft davon überzeugen müssen, daß es sich empfiehlt, größere Aufträge nicht auf dem elektronischen Weg in den Markt zu geben.

Die Frage, ob über den Computer oder auf dem Parkett gehandelt wird, versucht auch der Chicago Board of Trade dadurch zu lösen, daß er beide Wege anbietet und den Marktteilnehmern die Wahl läßt. Entgegen ursprünglichen Befürchtungen hat die nachbörsliche elektronische Handelsplattform „Project A“, die besonders in Asien gut aufgenommen worden ist, nicht zu weniger, sondern zu mehr Umsatz auf dem Parkett geführt. Nach einer ersten Mitgliederbefragung bringt Project A insgesamt gesehen zusätzlichen Umsatz.<sup>64</sup> Im elektronischen Handel aufgebaute große Positionen werden häufig auf dem Parkett glattgestellt, wobei der Auftraggeber per Telefon ständig mit dem Pithändler verbunden sein möchte.

Die Floor Broker oder Pithändler werden offenbar geschätzt wegen ihrer Fähigkeit, den potentiell erheblichen und für den Auftraggeber ungünstigen Einfluß größerer Aufträge auf den Kurs in sehr engen Grenzen zu halten, was für viele institutionelle Anleger sehr wichtig ist. Besonders der Erfolg von Sicherungs- und Arbitragestrategien hängt hiervon ab. NYSE und CBOT sind davon überzeugt, ein entsprechend erfolgreiches „price impact management“ könne der institutionellen Kundenschaft in einem vollelektronischen Handel nicht geboten werden. Sie gehen daher vom Fortbestand des Parketthandels aus und richten sich mit Plänen für neue Handelssäle auf eine weitere Zunahme der Umsätze im Parketthandel ein.

Andere Kreise halten aber ein überdurchschnittliches Wachstum voll-elektronischer Auftragsausführungen für möglich und entwickeln entsprechende Systeme. Ausgangspunkt ist der unbestrittene Trend zu niedrigeren Provisionen. Der amerikanische Anleger bevorzugt Anbieter, die keine Provision verlangen und netto abrechnen. Wollen diese Anbieter einen weiteren Schritt auf den Anleger zugehen, dann müssen sie günstige Nettokurse bieten und das augenfällig demonstrieren. Zielgruppe sind die 1,2 Millionen amerikanischer Anleger, die bereits über Internet

<sup>63</sup> Das setzt einen entsprechend gekennzeichneten schriftlichen Auftrag voraus. Wenn solch ein vertraulicher Auftrag ausgeführt wird, müssen – wie bei allen Geschäften – Kurs und Umsatz sofort bekanntgegeben werden. Anders als in London legt man an der NYSE hierauf auch bei Blockgeschäften großen Wert. Defizite in der Kurs- und Umsatzpublizität wirken sich aus ihrer Sicht sehr negativ auf die Bereitschaft der Marktteilnehmer aus, sich im Handel mit Indexfutures zu engagieren. NASDAQ-Marketmaker haben aber gerade größere Umsätze häufig später oder gar nicht gemeldet. SEC, 21(a) Report, S. 33 - 36, 54.

<sup>64</sup> CBOT Project A Member Survey, Memorandum vom 25. Juni 1996.

Aufträge an ihre Discount Broker erteilen. Dieser Zielgruppe soll eine Ausführung ihrer Aufträge innerhalb der Geld-Brief-Spanne des CQS angeboten werden (price improvement). Das neue System wird sich vielleicht nicht allein aus dem Wertpapiergeschäft mit dieser Zielgruppe finanziell tragen. Seine Profitabilität soll sich aber auch in diesem Falle aus zwei Quellen ergeben: Institutionelle Anleger sollen eingebunden und die Internet-Beziehungen zur direkten Ansprache der Kunden bei anderen Geschäften genutzt werden. Diese Möglichkeit zur Direktansprache kann Dritten gegen Entgelt eingeräumt werden. Die Markteinführung des neuen Systems, vermutlich unter der Bezeichnung EPIC (Electronic Price Improvement Center), ist für das Jahr 1997 geplant.

EPIC soll ein elektronisches System für den Effektenhandel sein, aber ein elektronisches System anderer Art. Seine Entwickler glauben, daß bei bisherigen elektronischen Systemen die Vorstellung eine zu große Rolle spielt, den Marktteilnehmern käme es darauf an, auf eine zentrale Datenbasis, das Orderbuch, zuzugreifen oder Daten in dieses Orderbuch einzustellen. Dieser fokussierte zentrale Prozeß entspreche einem Grundmuster der Datenverarbeitung, aber nicht dem Geschehen im Effektenhandel jenseits des Retailgeschäfts. Hier habe man es mit einem nicht zentralen Prozeß zu tun, sondern mit einem auf mehrere andere Marktteilnehmer ausgerichteten Kommunikationsprozeß, in dem Urteile über die Absichten der Gegenseite wichtig sind und gebildet werden.<sup>65</sup> Besonders im institutionellen Geschäft müsse deshalb auf elektronischem Wege zusätzlich eine Möglichkeit des elektronischen Austauschs zwischen zwei oder mehr interessierten Parteien geschaffen werden, die effizienter als die über Telefon oder Fax ist. Sie solle aber gleichwohl Kommunikationspräferenzen berücksichtigen. Dem werde z.B. die Ablage einer Limitorder in einem zentralen Orderbuch und der Zugriff darauf nicht gerecht. Vielmehr müsse denen, die ein aktuelles Interesse am Handel eines bestimmten Titels bekundet haben, die Chance zur Interaktion vermittelt werden.

EPIC versucht, diese Gedanken umzusetzen und das Retailgeschäft und das institutionelle Geschäft zu verknüpfen.<sup>66</sup> Der Retailkunde eines an EPIC angeschlossenen Discount Brokers wird über das Internet Zugriff auf eine Maske haben, die es ihm erlaubt, selbst Aufträge einzugeben. Wenn der Kunde die Bezeichnung der Aktie eingibt, die er kaufen oder verkaufen möchte, erscheinen auf dem Bildschirm auch die aktuel-

<sup>65</sup> Christopher Keith, *The Curious Case of the Missing Process*, o.O. 1995, S. 3f.

<sup>66</sup> Die folgenden Ausführungen stützen sich auf eine Demonstration der aktuellen Version des Systems am 2. Oktober 1996 in New York.

len Geld- und Briefkurse des CQS, daneben aber unverbindlich ein Kurs innerhalb der CQS-Spanne, zu dem er in EPIC kaufen bzw. verkaufen könnte. So auf den möglichen Kursvorteil (price improvement) eines Geschäfts über EPIC deutlich hingewiesen, ist damit zu rechnen, daß der Kunde das Feld „Try EPIC“ anklickt. Der Auftrag wird dann nicht sofort zur Ausführung an eine Börse oder den Dritten Markt weitergeleitet, sondern für 30 oder 60 Sekunden in EPIC verfügbar gehalten. Erst wenn während dieser sehr kurzen Frist eine Ausführung innerhalb der Spanne nicht möglich ist, wird der Auftrag auf dem üblichen Weg weitergeleitet.

Die kurze Frist wird für die Suche einer Gegenpartei im Kreis der EPIC-Teilnehmer genutzt. Je mehr Broker angeschlossen sind, um so wahrscheinlicher wird es, daß ein anderer Kunde einen passenden Auftrag auf der anderen Seite eingibt. Meist wird die andere Seite jedoch ein institutioneller Kunde sein. EPIC wird institutionellen Händlern auf dem Bildschirm eine Reihe von Möglichkeiten einräumen, um auf hereinkommende Aufträge zuzugreifen. Neben den heute üblichen Ordertypen sind verschiedene algorithmische Aufträge vorgesehen, z.B. Kauf in der Mitte der CQS-Spanne (oder Kauf eine Mindestkursabstufung darunter, wenn ein hereinkommender Verkaufsauftrag einen bestimmten Umfang überschreitet).

Der institutionelle Händler kann über den Bildschirm auch beeinflussen, mit welchen Parteien er abschließt. Er kann bestimmte Adressen oder solche Marktteilnehmer ausschließen, die ein bestimmtes Verhalten am Markt zeigen, z.B. innerhalb einer kurzen Zeit wiederholt verkaufen (repetition exclusion).<sup>67</sup> Statt einen einfachen oder algorithmischen Kaufauftrag einzugeben, kann er sein Interesse an einer Aktie in EPIC auch dadurch zum Ausdruck bringen, daß er sich vom System auf eingehende Verkaufsaufträge aufmerksam machen läßt. Er muß dann inner-

---

<sup>67</sup> Man könnte die Frage stellen, was der Verzicht auf Käufe von solchen Adressen bringen soll, wenn vermutlich wenig später doch, wenn auch von einem Dritten gekauft wird. Offenbar wird die Gefahr als sehr hoch eingeschätzt, daß Adressen, die wieder und wieder verkaufen, über bessere Informationen verfügen. Durch ihre Verkäufe gelangen die Informationen in die Kurse, vielleicht auch durch eine kurzfristig zu erwartende Ankündigung. Verzögert EPIC in dieser Situation aufgrund einer oder mehrerer Ausschlußvorgaben automatisch den Kauf, dann hat man zumindest die Chance, erst zu einem niedrigeren oder zu dem niedrigeren Kurs zu kaufen, der die neue Information bereits reflektiert. Dieser Zusammenhang legt den Gedanken nahe, bei EPIC dem Marktteilnehmer die folgende Option einzuräumen: Greift das Ausschlußkriterium „repetition exclusion“, wird der Auftrag nach Wahl entweder gestrichen oder für z.B. 15 Minuten geparkt und erst dann wieder in den Markt gegeben.

halb der 30 oder 60 Sekunden einen Geldkurs innerhalb der CQS-Spanne eingeben, wobei eine Uhr auf dem Schirm die noch verbleibenden Sekunden anzeigt. Wenn der institutionelle Händler nicht auf alle eingehenden Verkaufsaufträge aufmerksam gemacht werden möchte, kann er auch hier Ausschlußkriterien eingeben (z.B. mindestens 1000 Stück, bestimmte Parteien).<sup>68</sup>

In vielen Fällen werden mehrere Parteien an dem Verkaufsauftrag Interesse zeigen. Es kommt die Partei zum Zuge, die während der Frist den höchsten Geldkurs bietet, der situationsgemäß gerade noch unter dem CQS-Briefkurs liegen wird. Findet ein Retailkunde auf diese Weise eine Gegenpartei zu einem Kurs innerhalb der Spanne, könnte das Geschäft zwar im System abgeschlossen werden. Aber aus aufsichtsrechtlichen Gründen wird vermutlich die Weiterleitung und Kompensation an einer Börse erforderlich sein. Dem Retailkunden wird für den Service ein Anteil am erzielten Kursvorteil berechnet, eine Provision darüber hinaus wird vielleicht nicht verlangt werden. Im Grunde genommen führt dieses Verfahren, zumindest im elektronischen Handel, auf eine höhere Stufe des Preiswettbewerbs. Bisher findet er im elektronischen Handel dadurch statt, daß potentielle Gegenparteien konkurrierende Gebote eingeben.

Der IBIS-Handel kennt z.B. nur diese erste Stufe des Preiswettbewerbs. Das EPIC-Verfahren bewirkt nun eine zusätzliche Runde des Wettbewerbs zwischen Geboten, die erst nach dem Eingang eines ausführbaren Auftrags eingegeben werden und mit denen Marktteilnehmer momentan auf das sichtbar werdende aktuelle Geschäftsinteresse reagieren. In BOSS-CUBE oder SuperDOT hat im Grunde genommen der Kursmakler bzw. der Specialist ein Monopol in dieser zweiten Runde. Beim traditionellen Börsenhandel haben auch die Parkethändler vor der Schranke auf dieser zweiten Stufe die Möglichkeit, sich einzuschalten und mit dem Kursmakler bzw. Specialist in Wettbewerb zu treten. So gesehen ist es ohne weiteres nachzuvollziehen, wenn die Entwickler von EPIC dieses Systemmodul als „electronic crowd“ bezeichnen. Sie weisen aber zu Recht darauf hin, daß in EPIC nicht nur eine begrenzte Zahl von Parkethändlern, sondern eine beliebig große Zahl von professionellen

---

<sup>68</sup> Diesen Service bietet EPIC auch in Form einer „Hotlist“ an. Hier legt der Händler eine Liste von Werten fest, in denen er über Abschlußmöglichkeiten innerhalb der Spanne laufend informiert werden möchte. Der Hotlist-Service richtet sich hauptsächlich an Marketmaker in Optionen. Er soll über Hand-held-Geräte verfügbar sein und die Absicherungs- und Arbitragetransaktionen dieser Marketmaker erleichtern.

und institutionellen EPIC-Teilnehmern an dieser zweiten und entscheidenden Runde des Wettbewerbs beteiligt sein kann.<sup>69</sup>

Institutionellen Anlegern soll EPIC auch die Chance bieten, untereinander zu handeln. Auch hierfür sind Ausschlußkriterien und einfache sowie algorithmische Aufträge vorgesehen, die grundsätzlich beliebige inländische und ausländische Titel betreffen können. Ein ziemlich spezieller EPIC-Algorithmus würde z.B. den Auftrag beinhalten, zum Kurs des Geschäfts zwischen zwei Institutionen, bei dem einer Kauforder ein größerer Verkaufsauftrag gegenüberstand, den Überhang auf der Briefseite aufzunehmen (accumulating order). Dieses Vorgehen scheint sehr geeignet, auf besonders unauffällige Weise zu eher etwas niedrigen Kursen Stücke aufnehmen zu können. Wie dieses Beispiel zeigt, werden die Aufträge an das System teilweise so erteilt, daß sie für niemanden sichtbar werden.<sup>70</sup> Genau das soll die Gefahr des Frontrunning und des Trading ahead durch den Auftragsausführenden oder durch die verhindern, die sonst die Limits im Orderbuch sähen.

Damit wird sich aber oft folgende Situation ergeben: Eine Institution möchte kaufen und eine andere denselben Wert verkaufen, sie haben sich auch nicht als Gegenparteien ausgeschlossen, aber ihre Aufträge können wegen eines algorithmisch unterschiedlich fixierten Limits gerade knapp nicht gegeneinander ausführbar sein (near misses). Um in solchen Fällen eine Transaktion dennoch zu ermöglichen, können Institutionen Listen mit den Namen ihrer Broker eingeben. Sie können spezifizieren, bei welchem prozentualen Abstand der beiden Limite EPIC aus den Brokerlisten der beiden Auftraggeber einen von beiden Seiten genannten Broker auf die Situation hinweisen soll. Dieser Broker hätte dann die Aufgabe,

<sup>69</sup> Auf mögliche Vorteile dieser zweiten Stufe im Hinblick auf Volatilität und Manipulierbarkeit der Kurse sei hier nicht eingegangen. Das Unterscheiden einer ersten und einer zweiten Stufe des Preiswettbewerbs erscheint auch in anderen Zusammenhängen. Hierfür zwei Beispiele: Das Argument, der Preisfindungsprozeß auf dem Parkett sei nachträglich nicht rekonstruierbar (z.B. im ZEUS-Bericht S. 47f.), muß im Lichte dieser Unterscheidung als Votum für nur eine Stufe verstanden werden. Das „backing away“, das Zurückziehen eines vor Auftragseingang eingestellten Gebots durch einen Marketmaker oder Specialist, läßt sich als eine Rückkoppelung von erster und zweiter Stufe sehen, die vor allem bei Monopolsituationen auf der zweiten Stufe droht und die verhindert werden muß. EPIC vermeidet eine Rückkoppelung dadurch, daß es auf der zweiten Stufe mit Teilnehmern arbeitet, die nicht schnell genug ihre Gebote auf der ersten Stufe revidieren können oder die auf der ersten Stufe gar nicht beteiligt sind.

<sup>70</sup> Die Eingabe erfolgt durch den institutionellen Kunden selbst. Er kann wählen, ob der Auftrag für andere erkennbar sein soll, wenn ja, für wen, und ob mit seinem Limit oder ohne das Limit.

beide Seiten anzusprechen und einen beiderseits akzeptablen Kurs auszuhandeln, ohne dabei die Identität der Gegenparteien aufzudecken.

EPIC würde es also institutionellen Anlegern erlauben, ihre Aufträge selbst absolut anonym und vertraulich in das System einzugeben. Dadurch könnten Reaktionen anderer Marktteilnehmer auf diese Aufträge ausgeschlossen werden ebenso wie nachteilige Kursreaktionen, mit denen sonst noch vor der Ausführung gerechnet werden müßte. Insofern ist das Ziel von EPIC der maximale Schutz institutioneller Aufträge vor Transaktionsrisiken. Bemerkenswert ist auch, daß ein institutioneller Händler seine Aufträge nicht aus der Hand geben muß, also jederzeit selbst die volle Kontrolle über seine Aufträge hat.

EPIC soll auch eine Emissionsmarktkomponente erhalten. Seine Anbieter sind hierzu durch ihre beiden erfolgreichen Aktienemissionen über das Internet ermutigt worden. Wie oben ausgeführt, wird das integrierte Marketmaking über NASDAQ wegen der neuen Order Execution Obligations möglicherweise an Attraktivität verlieren. NASDAQ konnte bei sehr kleinen Gesellschaften ohnehin nicht alle Erwartungen erfüllen. Emissionen über EPIC würden es erlauben, in einem für den Zeichner oder Käufer durchschaubaren Verfahren auch relativ kleine Kaufwünsche effizient zu bedienen. Kleineren Anlegern würde damit die Chance eröffnet, bei Erstemissionen zum Zuge zu kommen, die sie sonst nicht haben. Das könnte sich als starker Anreiz dafür erweisen, Kunde bei einem Broker zu werden, der den Zugang zu EPIC anbietet. Wenn Erstemissionen über EPIC angeboten werden, dann liegt es auch nahe, diese Aktien anschließend in EPIC zu handeln. Das Verständnis der Anleger und Emittenten dafür scheint vorhanden zu sein, daß man für Erstemissionen mit einem Volumen von wenigen Millionen Dollar keinen liquiden Markt erwarten darf und ein Handel mit Internet-Zugang versucht werden sollte. Für dieses unterste Segment will EPIC daher den Emittenten einen neuen Markt bieten, eher als Vorstufe, nicht als Alternative zu NASDAQ.

#### **IV. Auswirkungen der DBAG-Pläne auf den Wettbewerb**

##### *1. Auswirkungen auf die Position des Finanzplatzes Deutschland*

Die Pläne der DBAG lassen sich hier nur skizzieren, bevor ihre Auswirkungen auf die Position des Finanzplatzes Deutschland untersucht werden. Die DBAG sieht sich von Trends und Wettbewerbern bedroht, denen begegnet werden muß. Wertpapierdienstleistungsrichtlinie, Euro-

päische Währungsunion und die allgemeine Internationalisierung lassen die Grenzen zwischen den nationalen Kapitalmärkten schwinden. Um den eigenen Marktanteil zu halten und auszubauen, will die DBAG auf Bedürfnisänderungen der Kundschaft mit besseren und kostengünstigeren Dienstleistungen reagieren als die Konkurrenz. Primäre Zielgruppe sind international tätige Kreditinstitute, die wichtige Wertpapiermärkte hausintern vernetzen wollen und deshalb elektronische Märkte mit direktem dezentralen Zugang vorziehen.<sup>71</sup>

Der ZEUS-Bericht sieht an der Kassabörse einen elektronischen Handel zu Einzel- und Gesamtkursen vor, der auf einem zentralen Orderbuch beruht und von Betreuern gestützt wird. Beim Handel zu Einzelkursen stößt ein ausführbarer Auftrag auf Gebote im Buch. Das günstigste Limit im Buch bestimmt den Ausführungskurs. Wenn dem Auftrag eine Kursanfrage vorausgeht, kann der Auftraggeber damit rechnen, daß aktuelle Gebote der Betreuer<sup>72</sup> im Buch enthalten sein werden. Neben diesem „vollelektronischen“ Verfahren, das vor allem für Geschäfte normalen und kleineren Umfangs gedacht ist, soll es einen außerbörslichen Blockmarkt in Form eines elektronisch unterstützten bilateralen Such- und Vermittlungsmarktes geben.<sup>73</sup> Über eine institutionelle Verknüpfung des Blockmarktes und des vollelektronischen Marktes hat sich die DBAG unseres Wissens bislang nicht geäußert. Eine Ver-

<sup>71</sup> ZEUS-Bericht, S. 4f., 24 - 39.

<sup>72</sup> Im Zielmodell auch Gebote anderer Marktteilnehmer. Vgl. *Frankfurter Wertpapierbörse*, Zusatzliquidität durch Einführung eines Betreuers für weniger liquide Aktien, 22. April 1996. Die Quote Requests haben über diese Aktualisierungsfunktion hinaus zwei wichtige andere Funktionen. Sie erlauben es, Quotes für eine sehr kurze Zeit zu stellen. Das wiederum erlaubt, wie sich aus der Optionsinterpretation von Quotes ergibt, sehr marktnahe Geld- und Briefkurse. Besonders für die Börse mit dem größten Marktanteil sind sie auch deshalb wichtig, weil ein verbreiteter Gebrauch von Quote Requests an der größten Börse die dort veröffentlichten Geld- und Briefkurse als Grundlage für Geschäfte an Nebenbörsen oder im außerbörslichen Markt weniger verlässlich erscheinen läßt. Ein „free riding“ der Nebenmärkte auf der Basis der Preisfindung am Hauptmarkt wird so erschwert. Hauptbörsen haben, um dieses „free riding“ abzuwehren, schon seit langem den Anspruch erhoben, sie und ihre Mitglieder hätten ein exklusives Nutzungsrecht an den Ergebnissen des börslichen Preisfindungsprozesses, das nicht durch weitgehende hoheitliche Markttransparenzanforderungen ausgehöhlt werden dürfe. Vgl. zu London Hartmut Schmidt, Vorteile und Nachteile eines integrierten Zirkulationsmarktes für Wertpapiere gegenüber einem gespaltenen Effektenmarkt, Brüssel und Luxemburg 1977, S. 54, und zur NYSE SEC, Market 2000 Study, S. III 2f. Ausführlich hierzu Ruben Lee, The Ownership of Price and Quote Information: Law, Regulation, Economics and Business, Oxford 1995, und derselbe, Public Virtues, Private Vices? or Vice Versa? Competition and Regulation of Trading Systems, in: Stock Exchange Quarterly 1993, S. 19 - 23.

<sup>73</sup> ZEUS-Bericht, S. 49.

knüpfung stünde dem angestrebten außerbörslichen Charakter des Blockmarktes entgegen.<sup>74</sup>

Wie werden sich diese Pläne auf die Position des Finanzplatzes Deutschland auswirken? Diese Frage soll, wie oben herausgearbeitet, aus wettbewerbstheoretischer Sicht und vor dem Hintergrund der Entwicklungen im Ausland erörtert werden. Beide Aspekte sind nicht voneinander zu trennen. Eine gute Theorie spiegelt die Realität. So weisen beide, die allgemeinen evolutorisch-wettbewerblichen Überlegungen und die Entwicklungen im Ausland, darauf hin, daß die entscheidenden Triebkräfte auf dem Weg zur internationalen Wettbewerbsfähigkeit anspruchsvolle Kunden und Vorstöße inländischer Konkurrenten sind.

Die Londoner Börse begründet ihre neue Marktstruktur mit den geänderten Präferenzen institutioneller Anleger. Instinets Erfolg beruht auf seinem Angebot an institutionelle Anleger, die nicht sehr wettbewerblichen Kursstellungen in NASDAQ im direkten elektronischen Handel untereinander zu unterlaufen; die Order Execution Obligations der SEC sind im Grunde genommen die zwangsweise Ausweitung des Instinet-Konzepts auf den gesamten Markt der NASDAQ-Werte.<sup>75</sup> Die verschiedenen Crossingsysteme und die Crossing Sessions der NYSE sind Antworten auf Anforderungen institutioneller Anleger. Am weitesten und umfassendsten scheint EPIC speziellen Wünschen einer sehr anspruchsvollen individuellen und institutionellen Anlegerkundschaft entgegenzukommen, was man bei einer „Wall Street product firm“, so die Selbstbeschreibung der Entwickler von EPIC, aus einer Porterschen Sicht auch erwarten darf. Die amerikanischen Regionalbörsen stellen sich dagegen primär auf die Anforderungen anspruchsvoller Brokerfirmen ein.

Was den Inlandswettbewerb anbelangt, so ist es in London die neue Börse Tradepoint, die den Bruch mit dem traditionellen Handelsverfah-

<sup>74</sup> Diese Position mag auch in den Erfahrungen in Frankreich begründet sein, wo zunächst, der Block Rule der NYSE weitgehend entsprechend, eine Verknüpfung vorgeschrieben war. Sie mußte aber, unter dem Wettbewerbsdruck Londons, sehr gelockert werden. Siehe hierzu *Marco Pagano und Benn Steil, Equity Trading I: The Evolution of European Trading Systems*, in: Benn Steil et al., *The European Equity Markets*, London und Kopenhagen 1996, S. 14f., 33 - 38. Vgl. auch SEC, 21(a) Report, S. 33 - 36, 54.

<sup>75</sup> Also, insbesondere auf NASDAQ selbst. Die SEC hat damit den Marktorganisationen de facto ihre bisherige Freiheit genommen, die Grundsatzentscheidung über die Marktstrukturkonzeption selbst zu treffen. *Klaus J. Hopt, Insiderwissen und Interessenkonflikte im europäischen und deutschen Bankrecht*, in: Friedrich Kübler, Hans-Joachim Mertens und Winfried Werner (Hrsg.), *Festschrift für Theodor Heinsius*, Berlin 1991, S. 291, spricht von der Entscheidung über das Börsenhandelssystem. Die SEC läßt nach den Untersuchungsergebnissen im 21(a) Report die Marketmakerbörsen nicht mehr zu, nur noch den Agency Auction Market.

ren für die Werte des FT-SE 100 erzwungen hat.<sup>76</sup> In den USA hat die NYSE mit der Konkurrenz zwischen SuperDOT und Floor den Wettbewerb im eigenen Haus institutionalisiert. Die Mitglieder der NYSE sind auch die maßgeblichen Mitglieder der NASD und lassen NYSE und NASDAQ einen harten Wettbewerb um Emittenten austragen. Die SEC hebt den Wettbewerbsdruck im operativen Bereich hervor, der von den Regionalbörsen ausgeht. Instinet hat sich als wichtige Triebkraft erwiesen. Für die EPIC-Entwickler wird sich die Frage stellen, ob sie mit einer Regionalbörse kooperieren, eine Regionalbörse kaufen oder bei der SEC eine Börsenlizenz beantragen. Die Betonung des Inlandswettbewerbs entsprechend der Gewichtung von Porter darf nicht in dem Sinne mißverstanden werden, der Auslandswettbewerb entfalte keine Triebkraft; denn genau das Gegenteil hat sich im Falle von SEAQ, wie in Abschnitt III.2.a) ausgeführt, in Europa gezeigt. Vielmehr wird damit ausgedrückt: Dem Auslandswettbewerb unterliegen alle Wettbewerber, und wer aus ihnen herausragen will, bedarf in aller Regel der zusätzlichen Herausforderung durch den inländischen Rivalen.

Während die Anforderungen anspruchsvoller Kunden und der Wettbewerb im Inland als Triebkräfte hin zur internationalen Wettbewerbsfähigkeit deutlich hervortreten, läßt sich der Einfluß hoch spezialisierter Mitarbeiter direkt nicht ohne weiteres beobachten.<sup>77</sup> Wenig läßt sich auch zum Einfluß international wettbewerbsfähiger Zulieferer sagen.<sup>78</sup> Will man die Frage beantworten, wie sich die Pläne der DBAG auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Finanzmarktes ausweiten, so muß primär darauf eingegangen werden, wie sehr die Pläne auf die Anforderungen der Kunden der Börse ausgerichtet sind und welchen Einfluß sie auf den Wettbewerb im Inland haben.

---

<sup>76</sup> Hier liegt sogar genau der Fall der persönlichen Rivalität der Wettbewerber in einer Stadt vor, den Porter als wichtig und fruchtbar für die internationale Wettbewerbsfähigkeit herausstellt. Wie oben ausgeführt, handelt es sich bei den Tradepoint-Gründern um ehemals führende Mitarbeiter der Börse, die der Börse durch Tradepoint beweisen wollen, daß sie nicht mehr wie bisher weitermachen kann.

<sup>77</sup> Indirekt kommt er z.B. im Grad der Ausrichtung auf Kundenbedürfnisse zum Ausdruck.

<sup>78</sup> Hier scheint die Vancouver Stock Exchange die früher führende Toronto Stock Exchange abgelöst zu haben. Beide sind kanadische Anbieter, und beide haben, zunächst für den eigenen Gebrauch, je ein elektronisches Handelssystem entwickelt. Beide Systeme sind von einer bemerkenswerten Zahl ausländischer Börsen gekauft oder in Lizenz übernommen worden. Das steht im auffälligen Einklang damit, daß Porter dem Wettbewerb im Inland einen entscheidenden Einfluß auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit zuschreibt. Dieser Einfluß zeigt sich natürlich schon bei Zulieferern, nicht nur auf der Stufe der Endprodukte.

Die DBAG will ein elektronisches Handelssystem erstellen, das international tätigen Kreditinstituten oder, definiert man die Zielgruppe etwas konkreter und weiter, ihren eigenen Aktionären entgegenkommt. Das EHS wird, daran besteht hier kein Zweifel, in den wesentlichen Börsenwerten eine sehr schnelle<sup>79</sup> Ausführung gängiger Kundenaufträge erlauben. Kreditinstitute, die eine Betreuerrolle übernehmen, werden für ihren Eigenhandel insofern ansprechende Rahmenbedingungen vorfinden, auch wenn einige Details noch offen sind. Andere Kreditinstitute werden im Eigenhandel im wesentlichen so arbeiten können, wie sie es von IBIS und der DTB her kennen. Gebote werden sich manuell, aber auch elektronisch gesteuert eingeben und löschen lassen. Kommt es dann zu einem Geschäft, wird das EHS Impulse zur elektronischen Aktualisierung der Positionen übermitteln. Das System wird den wichtigsten Ansprüchen der Kreditinstitute genügen. Es wird zunächst im Kassamarkt die Hauptbörse für deutsche Werte sein und – im Wechselspiel mit dem Terminmarkt – die führende Rolle im Preisfindungsprozeß einnehmen.

Den Anlegern wird ein überschaubares und bis ins letzte Detail geordnetes Verfahren zur Ausführung ihrer Aufträge geboten werden, das vielen Ansprüchen genügt. Anleger mit Erfahrungen auf Auslandsmärkten oder eigenständig entwickelten höheren Ansprüchen dürften jedoch im Spektrum der Handelsdienstleistungen der DBAG weiße Flecken entdecken. Individuelle Anleger werden vor allem im fortlaufenden Handel vermissen, daß es keine Chance der Kursverbesserung gibt. Der Price-Improvement-Service einer Börse oder eines Handelssystems beruht darauf, daß der Anleger durch eine zweite Stufe des innerbörslichen Preiswettbewerbs geschützt wird. Die erste Stufe manifestiert sich in den Geboten, die bis zum Eingang eines ausführbaren Auftrags vorliegen<sup>80</sup> und die vor allem in der Geld-Brief-Spanne sichtbar gemacht werden. Für die zweite Stufe relevant sind die Gebote, die als Antwort auf den Eingang des Auftrags am Markt gestellt werden und die oft genug zu Ausführungen innerhalb der Geld-Brief-Spanne führen.<sup>81</sup> EPIC läßt erwarten, daß auch elektronische Handelssysteme in Zukunft einen ständig verfügbaren<sup>82</sup> Price-Improvement-Service beinhalten.

---

<sup>79</sup> Die operativen Kosten des Systems und die daraus resultierende Belastung der einzelnen Transaktionen mit „Börsengebühren“ lassen sich heute, zumindest für Außenstehende, im internationalen Vergleich noch nicht beurteilen.

<sup>80</sup> Um Mißverständnisse zu vermeiden, sei ausdrücklich angemerkt: Auch die durch Quote Request veranlaßten Gebote liegen vor Eingang des Auftrags vor und gehören zur ersten Stufe. Schon sie werden häufig zu einer Verengung der Geld-Brief-Spanne führen.

<sup>81</sup> Vgl. hierzu Abschnitt III.2.b).

Anspruchsvollere Anleger und Kreditinstitute werden auch bedingte und algorithmische Aufträge vermissen, wie sie in SuperCAC,<sup>83</sup> Trade-point<sup>84</sup> und EPIC<sup>85</sup> vorgesehen sind. Wer im EHS der DBAG mit einem Auftrag präsent sein will, muß sein Gebot offen im Orderbuch zeigen und sich damit der Gefahr der Gegendisposition und des Trading ahead<sup>86</sup> aussetzen. Im Grunde verlangt ein System ohne bedingte und algorithmische Aufträge vom Marktteilnehmer ein sehr personalintensives ständiges Mitvollziehen des Handelsgeschehens, um seine Hand nicht zu zeigen, um aber dennoch in der gewünschten Situation eingreifen zu können. Soweit diese Situation programmierbar ist, bringen bedingte und algorithmische Aufträge deutliche Entlastungseffekte. Wie z.B. die Repetition Exclusion in EPIC zeigt, lassen sich so auch Situationen beherrschen, die ein anonymes „offenes“ Orderbuch auch bei sorgfältigster Beobachtung nicht sichtbar werden läßt. Das EHS der DBAG wird zwar Stoporders vorsehen, innovativ wird es aber im Bereich der bedingten und algorithmischen Aufträge nicht sein.

Anspruchsvollere institutionelle Anleger haben natürlich die Möglichkeit, sich vertrauensvoll an ihr Kreditinstitut zu wenden und ihm die erforderliche genaue Marktbeobachtung und Auftragsausführung zu übertragen. Sie werden auch wie bisher auf die Bereitschaft zu außerbörslichen Geschäften im bilateralen Such- und Vermittlungsmarkt stoßen und dabei, typisch für Blockgeschäfte, auf eingefahrene Geschäftsbeziehungen zu bewährten Partnern zurückgreifen können. Die für die Geschäftsanbahnung heute noch erforderliche Zeit läßt sich durch ein elektronisches System drastisch reduzieren, das auf die ent-

---

<sup>82</sup> Crossingsysteme und Handel zu Gesamtkursen lassen sich als Angebote von Price-Improvement-Service interpretieren, die nur zu bestimmten Zeitpunkten verfügbar sind.

<sup>83</sup> Siehe hierzu SBF – Paris Bourse, The French Equity Market User Guide, Paris, Februar 1995, und Direction de la Bourse, Règles de Gestion du Système SuperCAC, Paris, 28. August 1995.

<sup>84</sup> Siehe hierzu Tradepoint, Workstation User Guide, London 1995.

<sup>85</sup> Abschnitt III.2.b), S. 392 - 396.

<sup>86</sup> Während beim Mitlaufen oder Frontrunning dem Anleger dadurch ein Schaden entsteht, daß andere – vor der Ausführung seiner *ausführbaren* Aufträge – ihm ganz bewußt auf der gleichen Marktseite mit eigenen Geschäften zuvorkommen, beruht das Trading ahead gerade auf *nicht ausführbaren* Aufträgen. Sie haben ein marktnahes Limit. Händler, die z.B. das marktnahe Kauflimit und die nachgefragte Menge im Buch sehen, überbieten es ganz knapp und verhindern, daß der Auftraggeber an der von ihm erwarteten Aufwärtsbewegung partizipieren kann. Tritt wider Erwarten ein Kursrückgang ein, nutzt der Händler den Kaufauftrag, um sich glattzustellen, weshalb in der älteren deutschen Literatur hierfür die Bezeichnung „Spiel mit Regenschirm“ gebraucht wurde. Wo Trading ahead aufhört und Price Improvement beginnt, ist seit langem umstritten.

sprechende Eingabe hin von sich aus bilaterale Kontakte zu gegenseitig akzeptablen Parteien herstellt, die ein Handelsinteresse auf der Gegenseite offen oder verdeckt signalisiert haben, und sie einlädt, ihr Interesse in einer multilateralen Ad-hoc-Auktion zu konkretisieren. Ein derartiges Verfahren, für EPIC bereits programmiert, informiert über das Geschäftsinteresse nur diejenigen, die auf der Gegenseite ohnehin Bereitschaft zum Engagement gezeigt haben. Es läßt einen höheren Grad an Effektivität und Effizienz als der außerbörsliche Telefonhandel erwarten, den es nachbilden und ersetzen will. Besonders deutlich wird das, wenn man bedenkt, daß so Dutzende oder auch Hunderte von potentiellen Gegenparteien sofort angesprochen werden könnten, was im Telefonhandel nur eine stattliche Zahl von Händlern leisten kann.

Das EHS der DBAG wird nach dem bekannten Planungsstand derart fortgeschrittenen Anforderungen nicht entsprechen. Das ist zunächst einmal kein Wettbewerbsnachteil, wenn man bedenkt, daß es insofern dem französischen SuperCAC und dem in London geplanten EHS für die Werte des FT-SE 100 weitgehend entspricht. Das EHS der DBAG bringt aber auch keinen klaren Wettbewerbsvorteil. Es ist nicht in einem höheren Grade durch die anspruchsvolle Effektenkundschaft geprägt, der es leicht macht, solche Kunden für den Finanzplatz Deutschland zu gewinnen.

Ein Angebot hochentwickelter Handelsdienstleistungen durch die DBAG wäre eine ausgezeichnete Grundlage für ein Marketing, das deutsche institutionelle und individuelle Anleger anspruchsvoller werden läßt. Dem Finanzplatz Deutschland zu wünschen wären Anforderungen von Inlandskunden, wie sie die institutionellen Anleger in den USA stellen. Um in diese Richtung voranzukommen, wäre, wie in den USA, ein vielfältiger Wettbewerb der Marktorganisatoren im Inland wichtig. Unabhängige Börsen im Inland gehören aber gerade nicht zur Strategie der DBAG, auch nicht die Konkurrenz im eigenen Haus durch das Frankfurter Parkett. Wie das Marketing der LIFFE zeigt, können auch ausländische Wettbewerber in diesem Prozeß zur Qualifizierung der Kundschaft eine bemerkenswerte Rolle spielen. Die Wirkung wäre aber bei Rivalität zweier inländischer Marktorganisatoren stärker, ihre Kampagnen erreichten schon wegen ihres Presseechos einen größeren Teil der Inlandskundschaft und kämen unmittelbar dem eigenen Finanzplatz zugute. Durch den Auslandswettbewerb werden alle europäischen Börsen gefordert. Wer aus ihnen herausragen möchte, bedarf der besonderen Herausforderung durch inländische Rivalen in sämtlichen Bereichen des Preis- und Qualitätswettbewerbs.

Der Versuch, die Pläne der DBAG von einem zukunftsorientierten Referenzpunkt aus in ihren Auswirkungen auf die Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland zu beurteilen, führt zu dem Zwischenergebnis: Eine Umsetzung der Pläne der DBAG wird für sich genommen kaum sicherstellen, daß sich die Position des Finanzplatzes Deutschland nachhaltig verbessert und in Zukunft durch zügige Anpassungen von Handelsdienstleistungen und Handelsinfrastruktur gehalten werden wird.

## *2. Auswirkungen auf die Position der regionalen Finanzplätze*

Deutschland, besonders die Bonner Republik, zeichnet sich durch eine regionale Ausgewogenheit der Lebensverhältnisse aus, die in vielen anderen Staaten in diesem Maße nicht erreicht wird. Hierzu beigetragen hat die im Grundgesetz verankerte föderale Struktur, die den Bundesländern viele staatliche Kompetenzen, rechtlich gesehen sogar die primäre staatliche Zuständigkeit beließ. Sieben der acht deutschen Börsenträger und ihre Börsen befinden sich in Landeshauptstädten. Mindestens diese sieben Plätze lassen sich als regionale Finanzplätze bezeichnen. Ausgewogenen Lebensverhältnissen kommt man näher, wenn wirtschaftliche Kompetenz und Aktivität in großer Vielfalt auf die Länder und ihre Untergliederungen verteilt sind. Monostrukturen und Konzentrationen laufen ihnen zuwider.

Die Handelsdienstleistungen der Börsen wenden sich in letzter Konsequenz an Anleger und Emittenten. Gerade das beachtliche Maß an Ausgewogenheit der Lebensverhältnisse bringt es mit sich, daß sie auch in der Region, in Orten wie Reutlingen oder Lübeck, nachgefragt werden. Es ist heute dort weder ungewöhnlich noch unerwünscht, Angebote von Finanzdienstleistungen in Frankfurt, Luxemburg, New York oder Chicago zu nutzen. Aber die grundsätzliche wirtschaftspolitische Präferenz für eine vielfältige wirtschaftliche Struktur läßt es gleichermaßen wünschenswert erscheinen, der Nachfrage in der Region auch mit Angebot aus der Region zu begegnen. Das amerikanische Beispiel zeigt, daß hierfür im Börsenwesen zwei Wege geeignet sind: die Regionalbörse und das integrierte Marketmaking an beliebigen Standorten.<sup>87</sup>

In den USA werden die beiden Wege nicht als Alternativen gesehen. Sie werden gleichzeitig genutzt, was dem Prinzip der Vielfalt und dem Postulat der Ausgewogenheit der Lebensverhältnisse entspricht. Sie

---

<sup>87</sup> Die 472 Marketmakerfirmen befanden sich Ende 1992 in 39 Gliedstaaten der USA. NASDAQ Fact Book, Washington 1993, S. 18.

sichern ein gewisses Know-how in der Region. Wie das Know-how in vielen anderen Bereichen mag es für sich gesehen nicht kritisch für die wirtschaftliche Leistungskraft einer Region sein, wohl aber in der Summe und in der Wechselwirkung mit dem scheinbar ebenfalls unkritischen Know-how anderer Sektoren. Eine regionale Kompetenz, Emittenten und Anleger, auch dann, wenn sie anspruchsvoll sind, bis hin zur Börsenzulassung bzw. zur Begleitung im Börsenhandel zu bedienen und den Unternehmen der Region auch internationale Anleger zuzuführen, sollte deshalb grundsätzlich nicht ohne weiteres aufgegeben, sondern an den regionalen deutschen Plätzen genauso wie in den Hauptstädten unserer kleineren Nachbarländer gepflegt werden. Das trägt natürlich auch zum Wettbewerb im Inland und damit zur internationalen Wettbewerbsfähigkeit bei. Sparkassen sehen die Vorteile dieser regionalen Kompetenz, wie eine Umfrage ergab, teils in der Effizienz der Auftragsausführung, in marktnäheren Kursen für institutionelle Kunden und teils im Beitrag zur Imagestimmigkeit bei eigenen und fremden Emissionen.

Auf die deutschen Börsen an den regionalen Finanzplätzen entfiel Mitte der achtziger Jahre noch die Hälfte der deutschen Börsenumsätze, Frankfurt setzte die andere Hälfte um. Im Handel mit Aktien und Optionsscheinen lag Frankfurts Anteil bei 45 %. 1987, als die neue Definition des Börsenumsatzes eingeführt wurde, sprang Frankfurts Gesamtanteil erstmals über 60 %, im Aktienbereich erstmal über 50 %. 1994 betragen die Anteile jeweils 74 %, wobei noch zu berücksichtigen ist, daß heute ein großer Anteil der Umsätze der kleineren Börsen IBIS-Umsätze sind. 1987 wurde in Frankfurt auch das Ziel in die Diskussion gebracht, die Kursmakler und mindestens einige der kleineren Börsen abzuschaffen.<sup>88</sup> Dieses Ziel wurde immer wieder bekräftigt<sup>89</sup> direkt oder indirekt dadurch, daß man in Frankfurt Pläne verfolgte, um den Handel von Standardwerten an den kleineren Börsen zum Erliegen zu bringen, weil der „Segen in der Konzentration“ liege.<sup>90</sup> Auch der Kooperationskonflikt

<sup>88</sup> *Breuer*: Bonn fehlt Gespür für den Kapitalmarkt, Finanzplatz Bundesrepublik benötigt Kombination von amtlicher Kursermittlung und Market-Maker-System, in: *Börsen-Zeitung* Nr. 197 vom 15. Oktober 1987, S. 3.

<sup>89</sup> *Rolf-E. Breuer*, Die Deutsche Terminbörse als Vorreiter einer Börsenlandschaft der 90er Jahre?, in: *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 2. Jg. (1990), S. 103 f.; *Wolfgang Gerke*, Mitarbeiter und Chefhändler Frankfurter Banken, Gutachten zur Fortentwicklung des deutschen Börsenwesens durch Einführung eines elektronischen Handelssystems, Mannheim 1991; *McKinsey & Company, Inc.*, Konzeption des elektronischen Handelssystems (EHS), Frankfurt 1992.

<sup>90</sup> *Rolf-E. Breuer*, Die Deutsche Terminbörse als Vorreiter einer Börsenlandschaft der 90er Jahre?, in: *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 2. Jg. (1990), S. 104.

des Jahres 1996 macht dieses Ziel wieder deutlich. Der ZEUS-Bericht hält diese Linie konsequent ein. Regionalbörsen kommen darin nicht mehr vor.

Diese Einflüsse haben mit der Verlagerung der Auftragsausführung nach Frankfurt und der Auflösung der Händlerteams an den regionalen Finanzplätzen die weitgehende Konzentration auf Frankfurt gebracht. Sie haben die kleineren Börsen aber darüber hinaus sehr getroffen, weil sie es zu einem großen Wagnis werden ließen, sich in Deutschland beruflich an einer Regionalbörse zu engagieren. Niemand sucht den Platz für seine berufliche Zukunft bei einer Institution oder Firma, die ständig in Frage gestellt wird. Selbst wer dennoch dazu bereit wäre, stößt auf Schwierigkeiten. Zum Börsenhändler oder Kursmakler wird de facto nicht mehr ausgebildet. Die kleineren Börsen leben vom Einsatz älterer Händler und Makler. Aber auch ihre Reihen haben sich gelichtet. Viele bedrückte eine wettbewerbliche Tätigkeit unter sich verengenden Perspektiven. Sie sind deshalb in Bereiche abgewandert, in denen sie eher mit Anerkennung für ihre Motivation und ihren Einsatz rechnen können. Wer geblieben ist, stellt sich immer wieder die Frage, wie lange es noch vertretbar ist, an der eigenen Reputation zu arbeiten.

Beim Sachkapital ist es nicht anders als beim Humankapital. Auch hier wird kaum noch investiert, obwohl die Finanzlage der kleineren Börsen das durchaus zulassen würde. Einem provinziellen Mangel an Mut und Weitsicht ist das nicht zuzuschreiben. Die entscheidende Erfahrung dürfte der wettbewerbliche Vorstoß der Bremer Börse gewesen sein, das elektronische Handelssystem MIDAS einzuführen. Die dominierenden Banken in Frankfurt haben diesen Vorstoß blockiert und damit klar gestellt, daß sie keinen Qualitätswettbewerb und keine eigenständige Weiterentwicklung der kleineren deutschen Börsen wünschen.<sup>91</sup>

Einen Standort wie Bremen hätte die Implementierung des innovativen elektronischen Handelssystems aufgewertet. Der Finanzplatz Deutschland hätte dadurch zusätzliche Erfahrungen mit dem elektronischen Handel gewonnen, die für weitere Schritte nützlich gewesen wären. Aber der Spielraum für Initiativen und Experimente, die den Wettbewerb zum Entdeckungsverfahren werden lassen, wurde nicht gewährt. Gestützt

<sup>91</sup> Vgl. hierzu o. V., Systemwettbewerb, in: FAZ, Nr. 248 vom 25. Oktober 1991, S. 15, und o. V., Bremen sagt Midas-Gespräch ab, in: Börsen-Zeitung, Nr. 210 vom 1. November 1991. Etwa zur gleichen Zeit wurden die Pläne aufgegeben, MATIS zu einem elektronischen Handelssystem auszubauen und als Börse genehmigen zu lassen. Hier war der Grund die Schwierigkeit, die staatliche Genehmigung für diese Börse zu erlangen.

wurde dagegen die verbreitete Fehlvorstellung, die Marktstruktur und Usancen an allen deutschen Börsen müßten gleich sein und wer aus der Reihe tanze, der schade dem Finanzplatz. Acht Börsen mit gleicher Struktur und gleichen Usancen sind zwar besser als eine Monopolbörse, weil ohne sie der Preiswettbewerb eingeschränkt wäre. Aber es gibt nun einmal Anleger und Börsenmitglieder mit unterschiedlichen Marktqualitätsanforderungen. Es wäre deshalb nur konsequent, wenn die acht Börsen sich auf bestimmte Zielgruppen einstellen und sich gegenseitig im Qualitätswettbewerb herausfordern würden.<sup>92</sup>

Wenn man bedenkt, daß die Umsätze der Börsen in den Hauptstädten der anderen europäischen Länder oft nicht größer sind als die der kleineren deutschen Börsen, dann muß die Entwicklung in den letzten zehn Jahren erst recht überraschen. Die Lähmung der Börsen in den deutschen Landeshauptstädten erscheint dann völlig unverständlich, gewissermaßen als ein Verzicht auf die Weiterentwicklung der Region. Man muß aber berücksichtigen: Die dominierenden Frankfurter Banken haben auch in den Gremien der kleineren Börsen erhebliches Gewicht, und die meisten der anderen Börsenmitglieder sind wenig geneigt, ihre Geschäftsbeziehungen zu den dominierenden Banken durch Kontroversen über die Weiterentwicklung der örtlichen Börse zu belasten. So haben sich die kleineren Börsen Schritt für Schritt in mehr Abhängigkeit von Frankfurt begeben: durch die Satzung für die neue Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen, durch die Zusammenlegung von der Betriebsgesellschaft Datenverarbeitung für Wertpapiergeschäfte mbH (BDW) in Düsseldorf und der BDZ Börsen-Daten-Zentrale GmbH in Frankfurt, durch die Fusion der Kassenvereine und schließlich durch den Kooperationsvertrag. Demotiviert wagen sie kaum noch einen Blick auf die Möglichkeiten des Marktes. Durch die langjährigen Konzentrationsbemühungen Frankfurts gegen sie könnte schon jetzt der Stellenwert der kleineren Börsen für die Mitgliedsinstitute vor Ort so weit heruntergefahren worden sein, daß sich auch die Schließung der Börse in der einen oder anderen Form in den Börsengremien letztlich einvernehmlich regeln läßt. Damit ergäbe sich die Situation, von der im ZEUS-Bericht ausgegangen wird. Für die regionalen Finanzplätze bedeutete das einen Verlust an wirtschaftlicher Vielfalt, für die regionalen Kreditinstitute den Verlust eines Instruments, mit dem sie ihre Position im Wettbewerb akzentuieren konnten.

---

<sup>92</sup> Vgl. *Benn Steil*, Equity Trading IV: The ISD and the Regulation of European Market Structure, in: *Benn Steil et al.*, The European Equity Markets, London und Kopenhagen 1996, S. 117f.

Sollte wider Erwarten die eine oder andere Börse dennoch den Willen und die Kraft zur Selbstbehauptung aufbringen, so kann der bisherige Weg der Anpassung an Frankfurt nicht weiter beschritten werden. Zwar wird jede Börse zunächst von der DBAG und vom Zugang zu deren Basissystemen abhängig sein. Börsen- und Kartellaufsicht sollten es als ihre Aufgabe erkennen, diesen Zugang zu gewährleisten, ohne daß die hierfür von Frankfurt in Rechnung gestellten Kosten wegen ihrer Höhe oder der Art ihrer Umlage wettbewerbsbeschränkend wirken. So könnten diese kleineren Börsen weiterhin die wichtige Rolle wahrnehmen, die Transaktionskosten für die Anleger unter Wettbewerbsdruck zu halten, was die Kapitalkosten der Unternehmen tendenziell senkt, also letztlich den Emittenten zugute kommt.<sup>93</sup> Sie könnten so weiterhin den Kreditinstituten einen kostengünstigeren Börsenzugang als die Frankfurter Wertpapierbörsen anbieten. Mittelfristig müßten diese Börsen aber darüber hinaus im Qualitätswettbewerb eine Rolle, eine Nische suchen: Durch effizientere Handels- oder Abwicklungssysteme wie die amerikanischen Regionalbörsen, durch eine Unterstützung kleiner Institute bei der Aufgabe, einen kostengünstigen elektronischen Marktzugang für individuelle oder institutionelle Anleger zu schaffen, und durch eine klare Positionierung der Handelsdienstleistungen der Börse im Markt.<sup>94</sup>

Wichtig wäre es für diese deutschen Börsen auch, als Exponenten für ihre Region stärker sichtbar zu werden. Für Kreditinstitute und Emittenten der Region wäre es dann erst recht sinnvoll, ihre regionale Identität über eine Verbindung mit der Börse zu betonen. Gemeinsam mit der Börse müßten sie versuchen, das Potential der Region im Emissions- und Kommissionsgeschäft zu entfalten.<sup>95</sup> Das würde der Finanzierung regio-

---

<sup>93</sup> Hartmut Schmidt, Olaf Oesterhelweg und Kai Treske, Deutsche Börsen im Leistungsvergleich – IBIS und BOSS-CUBE, in: Kredit und Kapital, 29. Jg. (1996), S. 90 - 122.

<sup>94</sup> Besteht an einer Börse z. B. die Möglichkeit, Aufträge über weniger als eine Schlußeinheit im fortlaufenden Handel zu Einzelkursen auszuführen, so wird das häufig selbst an dieser Börse als Abweichung von einer an sich wünschenswerten Einheitlichkeit bedauert, die für die Kunden unverständlich sei, Verwirrung stiftet und zu Kundenbeschwerden führe. Es wäre aber auch möglich, nach außen herauszustellen, daß an dieser Börse mehr für den Anleger getan wird als anderswo: Jeder Anleger habe hier die Chance, mit seinem Limit zum Zuge zu kommen, wenn die Marktlage es erlaube, nicht nur in der Minute, in der zum Kassakurs gehandelt werde, sondern den ganzen Handelstag, 415 Minuten lang.

<sup>95</sup> Ein Vergleich der größeren deutschen regionalen Finanzplätze mit denen in den kleineren Nachbarländern legt die These nahe, daß die Verankerung in einer relativ homogenen Ethnie die regionale Kooperation und den Wettbewerb mit anderen Plätzen fördert. Zur Bedeutung soziologischer Faktoren für den Wettbewerb vgl. Klaus Herdzina, Wettbewerbspolitik, 3. Aufl., Stuttgart 1991, S. 54.

naler Unternehmen und der Wirtschaftskraft der Region zugute kommen. Die Europäische Währungsunion würde es den grenznahen Börsen erleichtern, in dieser Regionalrolle auch Anerkennung in bestimmten Gebieten jenseits der sich vermutlich mehr und mehr verwischenden deutschen Grenze zu gewinnen.

Ob diese Rolle im Qualitätswettbewerb auf bestimmte Anlegergruppen oder bestimmte alte oder neue Börsenmitglieder zugeschnitten werden kann, wird sehr von den Kreditinstituten abhängen, die den Prozeß der Selbstbehauptung und Neupositionierung der Börse unterstützen. Es kann von keinem Kreditinstitut erwartet werden, über ein attraktives Dienstleistungsangebot der Börse die Wettbewerbschancen von Konkurrenzinstituten zu verbessern. Die Mitgliederkonstellation wird auch entscheidend dafür sein, für welche Kooperationen die verbleibenden Börsen offen sind. Im Euro-Währungsgebiet könnten Börsen wegen ihrer Lizenz und wegen ihres intakten Beziehungsnetzes zu potentiellen regionalen Marktteilnehmern als Kooperationspartner eine erhebliche Bedeutung gewinnen.

Kommt es, und das ist das wahrscheinlichste Szenario, noch vor der Vollendung der Europäischen Währungsunion im Jahre 2002 de facto zur Schließung aller oder der meisten kleineren deutschen Börsen, so bliebe den regionalen Finanzplätzen nur, sich auf die neue Situation einzustellen. Damit würde das integrierte Marketmaking aus der Region in den Blickpunkt rücken. Für Institute an den regionalen Finanzplätzen ist es auch deshalb wichtig, sich auf Betreuerpositionen im EHS der DBAG und auf Marketmakerpositionen in EASDAQ vorzubereiten.

## V. Ausblick

Wie weit greift ZEUS? Für die internationale Wettbewerbsfähigkeit sind die Ausrichtung an den Anforderungen anspruchsvoller Anleger und der Wettbewerb inländischer Anbieter bis hin zur Rivalität die zentralen Erfolgsfaktoren. Wer die Entwicklungen in Deutschland an diesen Kriterien mißt und sich gleichzeitig den Strukturwandel im englischen und amerikanischen Börsenwesen vor Augen führt, der wird eher nicht damit rechnen, daß die Verwirklichung der Pläne der DBAG den Finanzplatz Deutschland im internationalen Wettbewerb um einen großen Sprung nach vorn führt. Von den Maßnahmen eines einzelnen Anbieters, und sei er auch so bedeutsam wie die DBAG, wird man, wenn man in marktwirtschaftlichen Prozessen denkt, ohnehin so viel nicht erwarten.

Das gilt um so mehr, als die DBAG selbst eher die Kreditinstitute als die Anleger als ihre Zielgruppe ansieht. Die Handelsdienstleistungen, die sie anbietet und anbieten wird, sind demnach Zwischenprodukte. Das öffnet die Augen für die wichtigste Erkenntnis: Entscheidend für die Auswirkungen auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit ist nicht die Umstellung auf das EHS. Entscheidend ist, was die Börsenmitglieder im Wettbewerb untereinander aus der Umstellung machen. Die Detailfragen hierzu können hier weder aufgeworfen noch beantwortet werden. Denn der Übergang zu einem EHS auf einer DTB-ähnlichen Plattform ist ein Schritt in eine Effektenhandelswelt mit vielen neuen Möglichkeiten. Die Rahmenbedingungen für den Wettbewerb im Effektengeschäft verschieben sich und eröffnen Spielräume für innovative Strategien. Wie der Blick auf den Strukturwandel im Börsenwesen der Vereinigten Staaten gezeigt hat, kann man dem anspruchsvollen Anleger über den Bildschirm sehr weit entgegenkommen.

Die Handelsdienstleistungen des geplanten Frankfurter EHS erscheinen aus der Sicht anspruchsvoller Kunden ergänzungsbedürftig. Für die zukünftige Position des Finanzplatzes Deutschland wird es entscheidend sein, wer diese Ergänzungen anbietet. Wenn es in den USA eingeführt ist, könnte EPIC oder ein vergleichbares System ohne weiteres dem Handel deutscher Werte in den Portefeuilles institutioneller amerikanischer und internationaler Anleger dienen. Es könnte über Internet weltweit verfügbar sein und selbst deutsche Anleger als Kunden gewinnen. Das entspräche dem Ziel amerikanischer Marktorganisatoren, ihren Marktanteil im Handel ausländischer Wertpapiere Schritt für Schritt zu erhöhen. Genauso gut ist es aber denkbar oder sogar zu vermuten, daß große deutsche Kreditinstitute kundenspezifische Handelsdienstleistungen vorbereiten, die sie auf der Basis des EHS der DBAG anbieten wollen. Die DBAG würde aus Sicht dieser Häuser eine Handelsinfrastruktur zur Verfügung stellen, auf der hauseigene Systeme mit Dienstleistungen für anspruchsvolle Kunden aufsetzen. Das Citibank Automated Trading System (CATS)<sup>96</sup> läßt sich als erstes institutseigenes Ergänzungssystem sehen. Sollte das Frankfurter EHS der Anstoß zu einem Wettbewerb deutscher Institute und Institutsgruppen im Bereich der Ergänzungssysteme sein, würde es inländische Rivalitäten auslösen und die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland rasch verbessern.

---

<sup>96</sup> Citibank-Handelssystem „CATS“ jetzt auch für Aktien, Citibank-Pressemitteilung vom 5. August 1996.

## **Zusammenfassung**

### **Der Strukturwandel im Börsenwesen: Wettbewerbstheoretische Überlegungen und Trends im Ausland als Leitbilder für den Finanzplatz Deutschland**

Der ZEUS-Bericht enthält das strategische Programm, mit dem sich die Deutsche Börse AG (DBAG) zur führenden Börsenorganisation in der europäischen Zeitzone entwickeln will. In dieser Untersuchung geht es darum, zu analysieren und zu beurteilen, wie sich die Pläne der DBAG auf die Position des Finanzplatzes Deutschland im internationalen Markt der Börsen auswirken. Als Referenzpunkt wird nicht der gegenwärtige Zustand gewählt, sondern die absehbare Entwicklung im Börsenwesen. Um sie zu erkennen, bieten sich zwei Wege an: grundlegende evolutions- und wettbewerbstheoretische Überlegungen und eine Extrapolation im Ausland beobachtbarer Trends. Deswegen wird der Strukturwandel im Börsenwesen Englands und der Vereinigten Staaten perspektivisch beleuchtet.

Wer sich an den international absehbaren Entwicklungen orientiert, der wird eher nicht damit rechnen, daß allein die Verwirklichung der Pläne der DBAG den Finanzplatz Deutschland im internationalen Wettbewerb um einen großen Sprung nach vorn führt. Entscheidend ist, was die Börsenmitglieder im Wettbewerb untereinander aus der Umstellung machen. Sollte das Frankfurter EHS der Anstoß zu einem Wettbewerb deutscher Institute und Institutsgruppen im Bereich der Ergänzungssysteme sein, würde es inländische Rivalitäten auslösen und die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland rasch verbessern.

## **Summary**

### **Structural Change in Stock Markets: Competition-Theory-Based Considerations and Trends Abroad as Guideposts for Germany as a Financial Centre**

The ZEUS report sets out the strategic programme the Deutsche Börse AG (DBAG) seeks to implement in pursuit of its aim to become the leading stock-exchange organisation in the European time-zone. This study focuses on analysing and assessing the effects of DBAG's plans on Germany's position as a financial centre in the international market of stock exchanges. The point of reference is not the present situation, but the foreseeable stock-exchange development. There are two methods for identifying this development: fundamental evolutionary and competition-theory-based considerations and an extrapolation of trends observable abroad. For this reason, the perspectives of the structural change that is currently under way in Britain and the United States have been included in this study.

Those orienting their actions by the internationally foreseeable developments will rather not expect that the mere realisation of the DBAG's plans will effect a giant leap in Germany's advancement as a financial centre in international compe-

tition. Rather more decisive is what competing stock-exchange members will contribute to structural change. Should the Frankfurt EHS represent the beginning of competition among German institutions and groups of institutions in the field of complementing systems, the result would be domestic rivalries and a quick improvement in Germany's international competitiveness.

## Résumé

### **Le changement structurel de la Bourse: Réflexions théoriques sur la concurrence et tendances à l'étranger comme modèle pour la place financière de l'Allemagne**

Le rapport ZEUS contient le programme stratégique avec lequel la DBAG (Deutsche Börse AG) veut se transformer en organisation boursière de tout premier rang en Europe. Cette analyse étudie et évalue l'impact des plans de la DBAG sur la position de la place financière de l'Allemagne dans le marché international des Bourses. Comme point de référence, les auteurs ne choisissent pas la situation actuelle, mais l'évolution prévisible de la Bourse. Pour la reconnaître, deux voies sont proposées: des réflexions fondamentales sur la théorie de l'évolution et de la concurrence et une extrapolation des tendances observées à l'étranger. C'est pourquoi, le changement structurel de la bourse de l'Angleterre et des Etats-Unis est mis en lumière.

Si on s'oriente aux évolutions internationales prévisibles, il ne faut s'attendre à ce que seule la réalisation des plans de la DBAG améliore fortement la position de la place financière de l'Allemagne dans la concurrence internationale. Ce qui est déterminant, c'est la réaction concurrentielle des participants à la Bourse face aux changements. Si le EHS de Francfort déclenche une concurrence des institutions et groupes d'institutions allemands dans le domaine des systèmes complémentaires, il y aurait des rivalités nationales et la compétitivité internationale de la place financière de l'Allemagne s'améliorerait rapidement.