



Rolf Drees / Karl-Heinz Moll

Europäische Börsen: Chancen für innereuropäische Lösungen nicht verspielen

Unternehmensgröße allein ist selten ein Selbstzweck. Für Wertpapierbörsen gilt allerdings das Gegenteil. Denn das Ziel einer Börse ist es, die Orders möglichst vieler Marktteilnehmer an einer Stelle zu bündeln. Mehr Marktteilnehmer erhöhen die Liquidität, mehr Liquidität bietet zusätzliche Transaktionsmöglichkeiten, mehr Transaktionsmöglichkeiten bringen engere Spannen von Geld- und Briefkursen, und engere Spannen ziehen wiederum das Interesse weiterer Marktteilnehmer an.

Das Ergebnis dieser Wechselwirkung führte bekanntlich zur Konzentration des innerdeutschen Handels am Börsenplatz Frankfurt. Und auch auf europäischer Ebene ist im Sinne der Anleger eine stärkere Bündelung der Umsätze in einer Börse sinnvoll. Dies gilt umso mehr, als Skalenerträge nicht nur durch die Bündelung der Liquidität, sondern zugleich durch die effiziente Nutzung der IT-Infrastruktur – beispielsweise der Terminbörse Eurex, möglich werden.

Gesamtwirtschaftlicher Nutzen

Ein effizienter Börsenhandel ist nicht nur für die am Markt agierenden Finanzinstitute und deren Kunden attraktiv. Eine umschlagkräftige Börse ist auch gesamtwirtschaftlich von Nutzen. Eine hohe Mobilität des Faktors Kapital beflügelt die wirtschaftliche Entwicklung. Die Empirie belegt einen signifikanten Zusammenhang zwischen der Umschlagshäufigkeit des Faktors Kapital und der langfristigen wirtschaftlichen Dynamik des von der Börse abgedeckten Wirtschaftsraums. Vor diesem Hin-

tergrund startete die Deutsche Börse bereits im Mai 2000 unter dem Label IX (International Exchange) den Versuch eines Zusammenschlusses mit der London Stock Exchange.

Karl-Heinz Moll, Vorstandsmitglied, und Rolf Drees, Leiter Research, beide WGZ Bank AG Westdeutsche Genossenschafts-Zentralbank, Düsseldorf

Überraschend schnell hat die Führung der europäischen Mehrländerbörse Euronext das Übernahmeangebot der US-amerikanischen Nyse angenommen. Dass die Zustimmung für einen solchen Zusammenschluss dabei allerdings nicht überall gegeben ist und eine innereuropäische Lösung nicht vorschnell vom Tisch sein sollte, haben die Reaktionen sowohl verschiedener Euronext-Aktionäre, aber auch der Politik schon gezeigt. Die Redaktion hat in diesem Zusammenhang die WGZ Bank als eines der beiden genossenschaftlichen Zentralinstitute um eine Stellungnahme gebeten. Ihre Ansicht, dass im Rahmen der notwendigen Börsenkonsolidierung eine innereuropäische Lösung zu bevorzugen ist, stützen die Autoren mit mehreren Aspekten: Vom generellen gesamtwirtschaftlichen Nutzen eines solchen Ansatzes über die im US-Vergleich höhere Börsenkapitalisierung, besserer Effizienzreserven bis hin zu einer nicht anzustrebenden Ausweitung der US-amerikanischen Regulierungen auf den europäischen Markt reicht dabei ihre Argumentationskette. Das Modell der Deutschen Börse verteidigen sie nicht nur, sondern halten es für andere Handelsplatzbetreiber attraktiv. (Red.)

Nach dem zweiten Anlauf der Deutschen Börse mit dem Übernahmever such der LSE im Jahr 2004 unternahm die Deutsche Börse zuletzt einen weiteren Versuch, in die Konsolidierung der europäischen Börsenlandschaft mit einem wegweisenden Zusammenschluss einzugreifen.

Vorteile eines europäischen Ansatzes

In der Konsolidierung der weltweiten Börsenlandschaft ist aus Sicht der in Deutschland verwurzelten genossenschaftlichen Bankengruppe eine europäische Lösung klar zu bevorzugen. Die Präferenz eines innereuropäischen Ansatzes beruht auf einem ganzen Bündel guter Gründe.

– Die Börsenkapitalisierung: Ein offensichtliches Argument für eine europäische Lösung ist die hohe **Börsenkapitalisierung** der Deutschen Börse, der Euronext und der London Stock Exchange, deren Wert zusammen aktuell fast 25 Milliarden Euro beträgt. Dagegen werden Nyse und die Nasdaq zusammen mit weniger als der Hälfte bewertet. Zudem sind die amerikanischen Aktienbörsen wesentlich teurer. Das Kursgewinnverhältnis der US-Börsen beträgt das rund Zwei- bis Dreifache verglichen mit der europäischen Konkurrenz. Die Finanzierung der Übernahme der europäischen Börsen durch ihre amerikanischen Wettbewerber würde also mit sehr hoch bewerteten Aktien erfolgen. Angesichts der Börsenwerte wäre vielmehr eine umgekehrte Vorgehensweise vorstellbar.

– Das regulatorische Umfeld: Die europäische Börsenlandschaft ist nicht nur wegen

der hohen Zahl der traditionell national ausgerichteten Börsenbetreiber, sondern insbesondere durch verschiedene legislative Rahmenbedingungen zersplittert und weist noch erhebliche **Effizienzreserven** auf. Ein europäisch zentrierter Börsenbetreiber könnte eine europaweite Angleichung des Rechtsrahmens als Katalysator vorantreiben und nicht nur im Sinne der eigenen Aktionäre, sondern auch im Interesse der Teilnehmer am Börsenhandel und der europäischen Volkswirtschaft wirkungsvoll nutzen.

– Den heimischen Rechtsrahmen weiterentwickeln: Der CEO der Euronext betonte, dass auf der geplanten europäischen Handelsplattform auch Produkte der Nyse vertrieben werden sollen. Da global aufgestellte Unternehmen dazu tendieren, sich einen einheitlichen Marktauftritt zu geben, hätte ein solcher Marktauftritt auch erhebliche **regulatorische Auswirkungen**. Die Nyse kann dann gemeinsam mit den US-Aufsichtsbehörden ihren Rechtsrahmen de facto auf die europäischen Börsen ausdehnen. Der erweiterte Geltungsbereich des US-amerikanischen Regelwerks würde die global agierenden US-Finanzdienstleister bei der Entwicklung innovativer Finanzprodukte zulasten ihrer europäischen Wettbewerber begünstigen. Eine Börse ist eben mehr als nur eine Firma wie viele andere, sondern setzt zentrale Standards für die gesamte Finanzindustrie.

Modell der Deutschen Börse für andere attraktiv

Die Deutsche Börse hat aufgrund ihrer Profitabilität im Konzert der weltweiten Börsen einen Zusammenschluss am wenigsten nötig. Mehr noch, aufgrund ihres Erfolges sollte das Geschäftsmodell des deutschen Handelsplatzbetreibers für andere Börsen attraktiv sein. Gemeinsam mit der SWX Swiss Exchange besitzt die Deutsche Börse die Eurex, die wichtigste Börse im weltweit boomenden Terminmarktgeschäft. Das Geschäft entwickelt sich sehr dynamisch und markierte kürzlich mit einem Monatsvolumen von 170 Millionen Kontrakten einen neuen Rekord.

Darüber hinaus ist das Wachstumspotenzial des deutschen Aktienmarktes höher als das Potenzial der weiter entwickelten US-amerikanischen Aktienmärkte. Allerdings wird sich auch die Deutsche Börse wegen der sich weiter verschärfenden Wettbe-

werbssituation einer weiteren Konsolidierung der Börsenlandschaft nicht entziehen können. Das Unternehmen sollte deshalb die Tür für einen Zusammenschluss mit Euronext offen halten; aber zugleich weitere Kooperationen insbesondere mit osteuropäischen oder asiatischen Börsenbetreibern suchen und konsequent vorantreiben.

Nicht nur die deutsche Seite muss sich bewegen

Es wäre bedauerlich, würde die französisch dominierte Euronext sich aufgrund persönlicher Präferenzen des Führungspersonals den Angeboten der Deutschen Börse verschließen. Denn die von Jean-Francois Théodore taxierten Synergien aus einem Zusammenschluss von Euronext und Nyse erscheinen mit 300 Millionen Euro als überaus optimistisch kalkuliert. Dagegen wurden die Synergien aus einem Zusammenschluss mit der Deutschen Börse auf 150 Millionen Euro eher übervorsichtig angesetzt.

Eine Stärkung der europäischen Unternehmen und auch der europäischen Integration setzt voraus, dass nicht immer das gleiche Land die Zentrale beherbergen und Vertreter eines Landes die Schlüsselpositionen einnehmen können. Wenn beim Zusammenschluss der europäischen Pharmaindustrie die deutsche Seite den Franzosen den Vortritt ließ, sollte dies im Falle der Börsenkonsolidierung auch einmal umgekehrt möglich sein.

Bedauerlich ist zudem, dass in der innereuropäischen Diskussion oftmals eine schiefe Schlachtordnung diagnostiziert werden muss. Während Regierungsvertreter in Paris oftmals für die französischen Unternehmen Partei ergreifen, pflegte die deutsche Politik lange Zeit eine vornehme Zurückhaltung. Im Falle der Deutschen Börse mögen auch Vorbehalte eine Rolle spielen, dass Frankfurt nach dem Sitz der EZB keine weitere europäische Schlüsselinstitution erhalten solle. Ein solches Kalkül entspringt europäischen Kirchturmdenken und nicht der gebotenen nüchternen betriebswirtschaftlichen Kalkulation.

Wirtschaft und Politik sind gefordert

Angesichts einer deutschen Staatsquote von beinahe 50 Prozent ist zwar grundsätzlich eine zu hohe Politikaffinität im Wirtschaftsleben zu beklagen. Allerdings

sollte sich die heimische Politik nicht gerade dann ausklinken, wenn die Politiker anderer Staaten zulasten der deutschen und auch der gesamteuropäischen Interessen agieren. Insofern stimmen die Äußerungen des französischen Staatspräsidenten wieder hoffnungsvoller, der für eine europäische Lösung plädierte. Nicht nur Vertreter der deutschen Politik, auch die heimische Wirtschaft sollte sich stärker für eine einheitliche europäische Börse engagieren. Denn der Rechtsrahmen der Börse präjudiziert zahlreiche Weichenstellungen für die Wettbewerbsfähigkeit der gesamten Finanzindustrie. Die eigenen Interessen sollten ebenso offensiv artikuliert und konstruktiv vertreten werden. ■■■■■