

Weichert, Ronald

**Working Paper — Digitized Version**

## Der big bang in London und seine Konsequenzen für den deutschen Wertpapierhandel

Kieler Diskussionsbeiträge, No. 133

**Provided in Cooperation with:**

Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

*Suggested Citation:* Weichert, Ronald (1987) : Der big bang in London und seine Konsequenzen für den deutschen Wertpapierhandel, Kieler Diskussionsbeiträge, No. 133, ISBN 3925357483, Institut für Weltwirtschaft (IfW), Kiel

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/47992>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# Der Big Bang in London und seine Konsequenzen für den deutschen Wertpapierhandel

von Ronald Weichert

Ag 1810/87 *Wirtschaftswissenschaften Kiel*

## AUS DEM INHALT

- An der Londoner Wertpapierbörse wurden am 27. Oktober 1986 eine Reihe von Wettbewerbsbeschränkungen aufgehoben. Dies wird als "Big Bang" bezeichnet. Seither dürfen die Wertpapierhändler gleichzeitig als Vermittler für Anleger wie auch als Händler auf eigene Rechnung tätig werden. Die Provisionen für die Dienstleistungen wurden freigegeben. Darüber hinaus öffnete man in- und ausländischen Banken den Zugang zum Börsenhandel.
- Das Ergebnis des Big Bang ist zunächst, daß sich die beim Kauf und Verkauf von Wertpapieren anfallenden Kosten für die Anleger deutlich vermindert haben, weil die Broker-Gebühren fielen und weil der gestiegene Wettbewerb auch die Spanne zwischen Kauf- und Verkaufskursen senkte. Dies führte zu einer Belebung des Umsatzes, durch den die Liquidität der Wertpapiere gestiegen ist.
- Die Londoner Börse schuf die Möglichkeit, Wertpapiere auch außerhalb des Börsensaals per Telefon zu handeln, indem ein elektronisches Kursinformationsnetz installiert wurde, bei dem die Händler Preise auch von ihren Geschäftsräumen außerhalb der Börse eingeben und abrufen können. Der Börsensaal ist seither verwaist. Dies belegt, daß bei den heutigen Kommunikationswegen das physische Zusammentreffen der Marktteilnehmer an einem Ort nicht mehr die effizienteste Form des Handels ist.
- Um eine Abwanderung des Wertpapierhandels aus der Bundesrepublik Deutschland nach London zu verhindern, müssen restriktiv wirkende Vorschriften abgebaut werden. Dazu gehören der Genehmigungsvorbehalt für die Emission von Anleihen durch Inländer ebenso wie die Börsenumsatzsteuer und Bestimmungen, die den Ausbau eines Termin- und Optionsmarktes für Wertpapiere erschweren.
- Die Leistungsfähigkeit und Transparenz des deutschen Wertpapierhandels würde gesteigert werden, wenn die Börsen ein gemeinsames Kursinformationssystem entwickelten, das einen überregionalen Handel auch außerhalb des Börsensaals in der Form erlaubte, wie er im Londoner Börsensystem bereits verwirklicht ist. Dadurch ließen sich die Kosten des Wertpapierhandels senken, was nicht nur den Anlegern, sondern auch den Unternehmen in Form höherer Emissionskurse zugute käme.
- Das Beispiel der britischen Börse zeigt, daß beim Einsatz eines computergestützten Kursinformationssystems die Markttransparenz sehr hoch ist. Deshalb wird sich die Aufgabenstellung für die Kursmakler ändern, die heute den Preis, bei dem Angebot und Nachfrage sich entsprechen, amtlich feststellen. Sie können die Liquidität der Aktien erhöhen, wenn sie im Wettbewerb untereinander und mit Banken ständig Kurse stellen, zu denen sie selber als Käufer und Verkäufer bereitstehen.

## INHALTSVERZEICHNIS

I. Der Big Bang .....	3
II. Der Hintergrund .....	4
III. Die Reformmaßnahmen im Wertpapierhandel .....	11
1. Die Freigabe der Makler-Provisionen .....	11
2. Die Aufhebung der Funktionentrennung zwischen Maklern und Händlern .....	13
3. Die Öffnung des Marktes für staatliche Wertpapiere .....	15
4. Die Börsenmitgliedschaft .....	17
IV. Der Trend zum parkettlosen Handel .....	18
V. Die Kapitalmarktaufsicht .....	20
VI. Die Auswirkungen des Big Bang auf die britische Wirtschaft .....	23
VII. Konsequenzen des Big Bang für den deutschen Kapitalmarkt .....	24
1. Die Notwendigkeit einer Reform .....	24
2. Die Aufhebung von Vorschriften .....	25
3. Der Einsatz neuer Techniken im Wertpapierhandel .....	27
4. Die Organisation des Wertpapierhandels .....	29
5. Eine Neuordnung der Aufsicht über den Wertpapierhandel .....	31
VIII. Ausblick .....	33
Literaturverzeichnis .....	35

**Cip-Kurztitelaufnahme der Deutschen Bibliothek**

**Weichert, Ronald:**

**Der big bang in London und seine Konsequenzen  
für den deutschen Wertpapierhandel / von Ronald**

Weichert. Inst. für Weltwirtschaft Kiel. -

Kiel: Inst. für Weltwirtschaft, 1987.

(Kieler Diskussionsbeiträge; 133)

ISBN 3-925357-48-3

NE: GT



Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel

Postfach 43 09, D-2300 Kiel 1

Alle Rechte vorbehalten

Ohne ausdrückliche Genehmigung ist es auch nicht

gestattet, den Band oder Teile daraus

auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) zu vervielfältigen

Printed in Germany

ISSN 0455 - 0420

## I. Der Big Bang

Am 27. Oktober 1986 wurden im britischen Wertpapierhandel eine Reihe von Wettbewerbsbeschränkungen aufgehoben - nach verbreiteter Vorstellung mit einem "Big Bang", einem großen Knall. Im einzelnen handelte es sich um folgende drei Maßnahmen:

- Die Provisionen der Broker, die für die Anleger Wertpapiere kaufen und verkaufen, werden nicht länger vorgeschrieben, sondern können frei ausgehandelt werden.
- Die Funktionentrennung zwischen den Brokern (Maklern) und den Jobbern (Händlern), die im Börsensaal Wertpapiere von den Brokern kaufen und verkaufen und dadurch Märkte schaffen, ist aufgehoben worden. Jetzt dürfen beide Funktionen von einer Person, dem sogenannten "Market-Maker", gleichzeitig wahrgenommen werden.
- Der Markt für britische Staatspapiere ist für eine größere Anzahl von Händlern geöffnet worden.

Parallel zu diesen Maßnahmen wurde der Wertpapierhandel an der Londoner Börse weitgehend auf die elektronische Datenverarbeitung umgestellt, so daß die Broker nicht mehr auf dem Börsenparkett präsent zu sein brauchen, wenn sie Aufträge ihrer Kunden abwickeln wollen. Vorausgegangen war dem Big Bang ein "Little Bang": Seit März 1986 ist es in- und ausländischen Unternehmen gestattet, mehrheitliche Beteiligungen an solchen Broker- und Jobber-Firmen zu erwerben, die Mitglied der Börse in London sind; dadurch wurden schon damals Marktzutrittschranken verringert.

Ziel der Reform ist es, überkommene Wettbewerbsbeschränkungen im britischen Wertpapierhandel zu beseitigen und für Inländer die Freiheiten zu schaffen, die Ausländern am Finanzplatz London stets zugestanden wurden und die der Grund dafür sind, daß London der Rang eines Weltfinanzzentrums zukommt (Tabelle 1). Mit den ergriffenen Maßnahmen hofft man, diese Stellung als internationales Dienstleistungszentrum zu festigen und auszubauen, was nicht zuletzt auch die Finanzierungsbedingungen für die britischen Unternehmen verbessern würde.

Tabelle 1 - Internationale Finanzzentren: Forderungen von Banken gegenüber dem Ausland

Staat	Forderungen Ende Juni 1986	
	Mrd. US \$	vH
Vereinigte Staaten	464,1	17,2
Großbritannien	390,5	14,4
Schweiz	233,6	8,6
Belgien, Luxemburg	125,2	4,6
Japan	115,4	4,3
Bahamas	104,7	3,9
Bundesrepublik Deutschland	99,3	3,7
Hong Kong	94,2	3,5
Frankreich	90,5	3,3
Cayman Islands	90,4	3,3
Übrige Welt	897,3	33,2
Insgesamt	2705,2	100,0

Quelle: Bank for International Settlements, OECD [1987].

In diesem Beitrag soll zunächst dargestellt werden, welche Bedeutung die verschiedenen ergriffenen Maßnahmen für den britischen und den internationalen Kapitalmarkt haben. Daran anschließend wird der Frage nachgegangen, welche Schlußfolgerungen aus dem britischen Big Bang für den Kapitalmarkt in der Bundesrepublik Deutschland gezogen werden müssen, wenn der Wertpapierhandel und die damit befaßten Dienstleistungsunternehmen nicht nach London abwandern sollen.

## II. Der Hintergrund

Den Kern der Deregulierung der Londoner Wertpapierbörse bildet die Beseitigung der Funktionentrennung zwischen Brokern und Jobbern. Diese Trennung reicht ins vergangene Jahrhundert zurück und war endgültig im Jahr 1908 von der Börse für

ihre Mitglieder verbindlich vorgeschrieben worden. Ein Wertpapierhändler mußte sich seitdem entscheiden, ob er als Jobber im eigenen Namen und auf eigene Rechnung Wertpapiere kaufen und verkaufen wollte, wobei er in der Wahl seiner Vertragspartner auf andere Börsenmitglieder beschränkt war, oder ob er als Broker Kauf- und Verkaufsaufträge von Anlegern entgegennehmen wollte, um diese Aufträge an der Börse bei dem Jobber, der den günstigsten Preis für das jeweilige Wertpapier stellte, zu plazieren. Als Broker durfte er jedoch keine eigenen Wertpapiergeschäfte mit dem jeweiligen Auftraggeber abschließen, sondern mußte sich auf seine Rolle als Makler beschränken. Ziel der Funktionentrennung war es, Interessenkonflikte bei den Wertpapierhändlern zu verhindern und dadurch die bestmögliche Orderausführung für den Anleger zu erreichen. Solange ein Broker nicht selber Wertpapiere verkaufen durfte, stand nicht zu befürchten, daß er zu Konditionen, die für den Anleger ungünstig waren, diesem Wertpapiere aus seinem eigenen Bestand verkaufen würde, anstatt nach dem Jobber mit einem niedrigeren Preis zu suchen. Die strikte Funktionentrennung sollte dem Schutz des Anlegers dienen, dem man nicht zutraute, daß er sich selber einen Marktüberblick über die Qualität der Händler verschaffen könnte. Um den Brokern eine eigenständige Existenz zu sichern und um zu verhindern, daß einzelne Jobber das Verbot des direkten Handels mit Anlegern umgehen, indem sie einen ihnen gewogenen Broker nur pro forma einschalten, führte die Börse 1909 verbindliche Provisionen für die Broker ein, die nicht unterschritten werden durften. Die Provisionsätze wurden mehrfach geändert. Sie betragen vor ihrer Freigabe im Oktober 1986 für Aufträge bis zu 7000 £ 1,65 vH (1). Für größere Aufträge verminderte sich der Provisionsatz.

Eine Konsequenz der hohen Transaktionskosten an der Londoner Börse war ein ausgesprochen geringer Umsatz in den notierten Aktien. Obwohl der Marktwert der börsennotierten Aktien inländischer Gesellschaften in Großbritannien 1985 fast doppelt so hoch war wie in der Bundesrepublik Deutschland, war der Aktienumsatz an der Londoner Börse um 23 vH geringer [Stock Exchange, b, S. 232]. Darüber hinaus hatte die administrative Festsetzung der Maklerprovisionen dazu geführt, daß sich der Wettbewerb auf andere Parameter verlagerte, insbesondere auf die Qualität der Anlageberatung. Die Maklerfirmen beschäftigten Finanzanalysten, die Unternehmen bewerteten und Kapitalmarktentwicklungen beobachteten. Die auf die-

---

(1) In der Bundesrepublik Deutschland berechnen Banken für dieselbe Dienstleistung eine Provision von 1 vH.

ser Grundlage gewonnenen Anlageempfehlungen wurden den Investoren kostenlos zur Verfügung gestellt. Über die Wettbewerbsfähigkeit eines Brokers entschied nicht der Preis seiner Dienstleistung als Vermittler, sondern die Qualität der Kursprognosen. Es war für den Anleger nicht möglich, nur die reine Maklerdienstleistung in Anspruch zu nehmen und auf den teuren zusätzlichen Service der Anlageberatung zu verzichten. Da es andererseits dem besonders informationshungrigen Anleger freistand, sich zusätzliche Kapitalmarktanalysen zu besorgen, führte die Festsetzung einer verbindlichen Broker-Provision tendenziell zu einem Überangebot an Finanzanalysen. Daneben entstanden durch das Trennsystem unnötig hohe Transaktionskosten in Höhe der Handelsspanne des Jobbers in Fällen, in denen einem Broker zwei zueinander passende Aufträge vorlagen.

Als zunehmendes Problem für die Wertpapierhändler an der Londoner Börse erwies sich der Wandel in der Struktur der Anleger. Im Jahre 1986 stammten zwar zwei Drittel aller Börsenaufträge von privaten Anlegern, aber dem Wert nach beliefen sie sich auf nur 19 vH des Umsatzes gegenüber noch rund 40 vH im Jahr 1977. 81 vH des Umsatzwertes wurde 1986 von institutionellen Anlegern wie Investmentfonds und Pensionskassen getätigt [Stock Exchange, d, Herbst 1986, S. 20]. Dies hatte zunächst zur Konsequenz, daß die durchschnittliche Größe der einzelnen Kauf- und Verkaufsaufträge stieg; denn Großanleger kaufen in größeren Einheiten als Privatanleger. Dadurch erhöhte sich der Kapitalbedarf für die Jobber, weil sie in der Lage sein müssen, Wertpapiere in größeren Einheiten zu kaufen und für Verkäufe vorrätig zu halten. Für die Broker stieg der Eigenkapitalbedarf insofern, als sie den Jobbern gegenüber für die Bezahlung der gekauften Wertpapiere haften. Außerdem stehen institutionelle Anleger in dem Ruf, daß sie sich in ihren Anlageentscheidungen gleichförmiger verhalten als Kleinanleger [Committee to Review the Functioning of Financial Institutions, 1979, S. 37 f.], weil sie sich in ihrer Bewertung der Ertragsaussichten durch rege Kontakte und gegenseitige Beobachtung wechselseitig beeinflussen. Die Folge ist, daß für solche Transaktionen ein Marktpartner schwer zu finden ist und sich die Liquidität des Marktes verringert hat. Dies führt unweigerlich zu stärkeren täglichen Kursschwankungen; denn erst bei deutlichen Kursänderungen werden neue Kauf- und Verkaufsentscheidungen getroffen. Stärkere Kursschwankungen verursachen ein höheres Verlustrisiko für einen Jobber, dem dieser mit einer höheren Eigenkapitalbasis begegnen muß. Eine aus den beiden genannten Gründen erforderliche Kapitalaufstockung erwies sich für die Londoner Börsenmitglieder jedoch als äußerst schwierig. Ihre Einkünfte waren in der zweiten Hälfte der siebziger Jahre aufgrund eines niedrigen

Aktienkursniveaus und geringer Handelsaktivitäten der Investoren gering, so daß eine nennenswerte Gewinnthesaurierung nicht möglich war.

Es kam zu einem drastischen Rückgang der Anzahl der selbständigen Jobberfirmen von 100 Firmen im Jahre 1970 auf 12 Firmen zu Beginn des Jahres 1986 durch Fusionen und durch das Ausscheiden von Händlern. Insgesamt hatte die britische Wertpapierbörse Anfang der achtziger Jahre 4100 persönliche Mitglieder, von denen 3600 Broker und 500 Jobber waren [Valentine, 1983, S. 6]. Die Mitglieder mußten sich zu Personen- oder Kapitalgesellschaften zusammenschließen, nur dann durften sie im Börsensaal Geschäfte abwickeln. Um ein Höchstmaß an Anlegerschutz zu erreichen, hafteten die Vorstände der Mitgliedsfirmen grundsätzlich unabhängig von der Rechtsform mit ihrem gesamten Vermögen. Die Unabhängigkeit der Wertpapierhändler sollte dadurch sichergestellt werden, daß ein Außenstehender nicht mehr als 10 vH der Anteile einer Mitgliedsfirma erwerben durfte. Um es den Mitgliedern zu erleichtern, ihr Grundkapital an die gestiegenen Anforderungen anzupassen, erhöhte die Börse diesen Prozentsatz 1982 auf 29,9 vH und hoffte, dadurch einen Kompromiß zwischen dem Kapitalbedarf und dem Streben nach Unabhängigkeit gefunden zu haben. Die Regelung der Börsenmitgliedschaft machte es fast unmöglich, das Kapital durch die Hereinnahme zusätzlicher Gesellschafter von außerhalb der Börse zu erhöhen.

Außerhalb der Wertpapierbörse hatte sich in London bereits seit Anfang der sechziger Jahre ein an Bedeutung kontinuierlich wachsender Wertpapiermarkt zwischen ausländischen Banken entwickelt. Dieser Markt war international ausgerichtet und zunächst streng vom britischen Markt abgeschottet. Er war entstanden, nachdem die Kennedy-Administration in den Vereinigten Staaten zur Bekämpfung eines Zahlungsbilanz-Defizits eine Zinsausgleichssteuer auf Wertpapiere ausländischer Emittenten eingeführt hatte. Daraufhin verlagerten viele Banken ihre Aktivitäten von New York nach London [Dennig, 1985, S. 216]. Dort gab es nicht nur eine noch aus der Zeit des britischen Empire stammende Infrastruktur an international ausgerichteten Finanzinstituten. Wichtiger war, daß es für Ausländer keinerlei Kapitalverkehrsbeschränkungen gab, daß Bankguthaben von Ausländern praktisch frei von Mindestreserveverpflichtungen waren und daß es keine Bankaufsicht gab, die Geschäftsbeziehungen zwischen Banken regulierte. Die erste Euro-Dollar-Anleihe wurde 1963 in London geschaffen und von einem Konsortium internationaler Banken plaziert. Inzwischen wuchs der Euro-Kapitalmarkt in London auf ein Volumen von

über 5000 Mrd. DM [Bank for International Settlements, OECD, 1987]. Der Euro-  
markt ist damit etwa fünfmal so groß wie die Londoner Börse.

Nach der Aufhebung von Kapitalverkehrsbeschränkungen für Inländer im Jahre  
1979 und ihrer wachsenden internationalen Ausrichtung umgingen insbesondere die  
institutionellen Anleger und die größeren Unternehmen die Londoner Börse in zu-  
nehmendem Maße, indem sie Transaktionen mit den ausländischen nicht-reglemen-  
tierten Banken in London abwickelten. Diese Banken offerierten einen spesengün-  
stigeren Erwerb ausländischer Wertpapiere wie auch die internationale Plazierung  
niedrig verzinsten Industrie-Anleihen. Die Trennung des detailliert regulierten  
Kapitalmarktes für Inländer von einem unregulierten Kapitalmarkt für Ausländer  
war nicht aufrechtzuerhalten, nachdem es Inländern erlaubt worden war, auf den  
Markt für Ausländer auszuweichen. Um eine massive Abwanderung von Anlegern zu  
verhindern, erlaubte die Börse es deshalb seit 1980 Mitgliedsfirmen, die stark im  
Handel mit ausländischen börsennotierten Wertpapieren engagiert waren, sowohl als  
Broker wie auch als Jobber Geschäfte abzuschließen [Thomas, 1986, S. 89]. Damit  
war ein erster Einbruch in das System der Funktionentrennung erfolgt.

Vor diesem ökonomischen Hintergrund sah sich die britische Wertpapierbörse zu-  
sätzlich einem wachsenden politischen Druck ausgesetzt, der schließlich auch den  
Anstoß zum Big Bang gab. Im Februar 1979 kündigte das britische Kartellamt  
(Office of Fair Trade) an, daß es einen Prozeß gegen die Londoner Börse anstren-  
gen würde, falls die eingeleiteten Ermittlungen zu dem Ergebnis führten, daß das  
Provisionen-Kartell der Makler gegen den Restrictive Trade Practises Act von 1976  
verstieße. Für die Börse bedeutete dies, daß sie sich darauf vorbereiten mußte,  
ihre wettbewerbsbeschränkenden Regulierungen öffentlich rechtfertigen zu müssen.  
Doch zu einem Gerichtsprozeß kam es nicht. Nachdem zwei Mitgliedsfirmen der Bör-  
se zusammengebrochen waren, sah sich die Regierung im Juli 1981 veranlaßt, eine  
Kommission unter Leitung von Gower einzusetzen [Gower, 1984], die den Anleger-  
schutz in Großbritannien überprüfen sollte. Nach einem Zwischenbericht stand zu  
erwarten, daß die Kommission eine Beschneidung der Selbstverwaltungsrechte der  
Börse und den Aufbau einer staatlichen Aufsichtsbehörde für den Kapitalmarkt  
nach dem Vorbild der amerikanischen Securities and Exchange Commission vorschla-  
gen würde. Eine solche neue Behörde entsprach weder den Wünschen der Börse  
noch den Wünschen der konservativen Regierung unter Margret Thatcher, die den  
Wettbewerb stärken und den Einfluß des Staates auf die Wirtschaft zurückdrängen  
wollte.

Es kam deshalb im Juli 1983 zu einer weitreichenden Übereinkunft zwischen Regierung und Börsenvorstand. Die Regierung sollte einen Gesetzentwurf im Parlament einbringen, durch den die Börse zu einem Ausnahmbereich des Kartellgesetzes erklärt werden würde. Dadurch würde der Prozeß hinfällig und die Börse könnte unabhängig von einem sich über Jahre hinziehenden Gerichtsverfahren notwendig erscheinende Reformen rasch realisieren. Im Gegenzug ging die Börse eine Reihe von Verpflichtungen ein:

- Die Broker-Provisionen sollten spätestens Ende 1986 freigegeben werden.
- Im Vorstand von Mitgliedsfirmen sollten auch Personen, die nicht Mitglied der Börse sind, als "non-executive director" sitzen dürfen.
- In den Börsenvorstand sollten Nicht-Mitglieder, die von der Bank of England nominiert werden würden, aufgenommen werden. Dieser erweiterte Vorstand sollte eine Vorschrift ausarbeiten, durch welche die Börsenmitgliedschaft neu geregelt und der Zugang zur Börse für Wertpapierhändler erleichtert werden sollte.
- Die Einhaltung dieser Übereinkunft der Börse mit der Regierung sollte von der Bank of England (und nicht etwa vom Office of Fair Trade, das sich seit 1979 um eine Öffnung der Börse für mehr Wettbewerb bemüht hatte) überwacht werden.

Damit zeichnete sich eine weitreichende Veränderung im britischen Wertpapierhandel ab. Es stand außer Frage, daß die vorgeschriebenen Mindest-Provisionssätze der Broker bei einer Freigabe deutlich sinken würden. Dafür sprach sowohl, daß die Provisionen insbesondere im Anleihen-Geschäft mit Großanlegern außerhalb des Schutzraumes der Börse und im Ausland bedeutend niedriger waren, wie auch das bisherige Verhalten der Broker, die bemüht waren, durch kostenlose Zusatzleistungen die Gebührenvorschriften zu umgehen, um so Marktanteile zu gewinnen. Eine Verminderung der Broker-Gebühren würde einen Anstieg der Wertpapierumsätze nach sich ziehen, da der Handel sich verbilligen würde. Dies käme der Markttiefe der Aktien zugute, d.h. die Kurse würden sich auf der Basis eines breiteren Fundaments von Angebot und Nachfrage bilden, wodurch zufällige Kursausschläge seltener werden. Fraglich war allerdings, ob die Senkung der Broker-Gebühren ausreichen würde, um trotz der Konkurrenz ausländischer Wertpapierhändler jegliche Abwanderung des Wertpapierhandels von der Londoner Börse zu verhindern. Dies war wichtig, weil die Anzahl der selbständigen Jobberfirmen eine kritische Grenze erreicht hatte, bei deren Unterschreiten der Wettbewerb bei der Festsetzung von

Kauf- und Verkaufskursen für Wertpapiere zum Erliegen käme. Die Broker würden bei sinkenden Provisionen aus ihrer Vermittlertätigkeit überall dort, wo es ihnen möglich war, d.h. zunächst bei ausländischen Aktien, verstärkt versuchen, selbst die Handelsspanne zu verdienen und den Jobber zu umgehen. Deshalb war zu erwarten, daß sich zusätzliche Wertpapierhändler, die ständig Preise für bestimmte Aktien und Anleihen nennen und als Käufer und Verkäufer zur Verfügung stehen, nur finden würden, wenn man ihnen auch die Möglichkeit der Brokertätigkeit eröffnen würde. Insofern war eine Abkehr von der vorgeschriebenen Funktionentrennung unvermeidbar, auch wenn dies nicht in den Vereinbarungen zwischen Regierung und Börse enthalten war. Die Alternative wäre eine Umstellung des Börsenhandels auf das Auktionator-Prinzip, wie es etwa an den deutschen Börsen praktiziert wird.

Jegliche Öffnung der Börsenmitgliedsfirmen, wie sie vom Börsenvorstand bereits 1982 eingeleitet worden war, würde, wie die ersten Erfahrungen gezeigt hatten, von in- und ausländischen Banken dazu genutzt werden, durch einen Aufkauf von Geschäftsanteilen der Mitgliedsfirmen im Wertpapierhandel Fuß zu fassen. Damit würde die traditionelle Trennungslinie zwischen verschiedenen Finanzdienstleistungen schwinden. Das Interesse der Banken am Wertpapiergeschäft war nicht zuletzt deshalb groß, weil sie statt als Kreditgeber an Unternehmen oder Staaten lediglich als Vermittler von Wertpapieren zwischen Schuldner und Anleger auftreten und so ihre Risiken begrenzen könnten. Es gab also eine Tendenz, daß Banken in Großbritannien den Einfluß auf den Wertpapierhandel gewinnen würden, den sie in vielen anderen Ländern bereits besaßen.

Die vorgesehene Öffnung der Wertpapierbörse für neue Händler und die zu erwartende Belebung des Wettbewerbs würde schließlich eine Reform der Anlegerschutzvorschriften erfordern. Denn bei einer raschen Änderung der Händlerstruktur dürften traditionelle Verhaltenskodices und "gentlemen-agreements" ihr Fundament verlieren, so daß diejenigen Regulierungen, die als unabdingbar für die Vertrauenswürdigkeit des Marktes angesehen werden, schriftlich fixiert und gegen etwaige Verstöße klare Sanktionen verhängt werden müßten. Damit blieb freilich zunächst offen, wie detailliert und umfassend der Rahmen für den Wettbewerb der Wertpapierhändler abgesteckt werden sollte.

### III. Die Reformmaßnahmen im Wertpapierhandel

#### 1. Die Freigabe der Makler-Provisionen

Zwei Monate vor dem mit der Regierung vereinbarten Termin Ende 1986 gab die Londoner Börse die Provisionen frei. Seit dem 27. Oktober 1986 dürfen die britischen Broker die Gebühren für ihre Dienstleistungen der Anlageberatung und der Vermittlung von Wertpapierkäufen frei mit dem Auftraggeber vereinbaren. Großbritannien folgte mit einer Verzögerung von 11 Jahren der New York Stock Exchange, wo eine vergleichbare Freigabe der Provisionen zum 1. Mai 1975 erfolgt war (1). In den Vereinigten Staaten war es für Großanleger gegenüber der Zeit vor der Regulierung zu einer Verminderung der Provisionen auf 0,15-0,30 vH gekommen, während sich die Provisionen für private Anleger mit Kleinaufträgen erhöhten und bei Investment-Banken, die auch eine Anlageberatung bieten, heute bei etwa 2,5 vH liegen. Es gibt allerdings auch sogenannte "Discount-Broker", die sich auf die Ausführung von erteilten Aufträgen beschränken und dafür eine Provision in Höhe von 1 vH des Kurswertes fordern [The Economist, 16.08.86, S. 58]. In Großbritannien betrug der Provisionssatz vor der Freigabe 1,65 vH des Kurswertes und war für Großaufträge nach unten gestaffelt. Unmittelbar nach der Freigabe sind die Provisionen, wie es zu erwarten gewesen war, deutlich gesunken und erreichen bei Großaufträgen ein durchschnittliches Niveau von 0,2 vH, sofern die Wertpapierhändler nicht selber als Jobber auftreten und Nettopreise nennen. Anders als nach den Erfahrungen in den Vereinigten Staaten befürchtet, blieb der Satz für kleine Aufträge aber weitgehend unverändert bei 1,65 vH. Es traten sogar einige Broker mit niedrigeren Sätzen von 1,00-1,25 vH auf, so daß sich die Transaktionskosten für alle Anleger tendenziell gesenkt haben.

Die Folge der verminderten Handelskosten ist eine deutliche Belebung des Aktienhandels an der Londoner Börse. Die Anzahl der monatlichen Abschlüsse lag zwischen November 1986 und März 1987 um 85 vH überdem Durchschnitt der vorange-

---

(1) In der Bundesrepublik Deutschland können die Wertpapierabteilungen der Banken, die hier die Funktionen des Brokers erfüllen, ihre Gebühren bereits seit längerer Zeit im Wettbewerb festsetzen. Die Bank-Provision für Aktienkäufe und -verkäufe beträgt für private Kleinanleger bei allen Banken 1 vH des Kurswertes. Anleger mit größerem Vermögen können bessere Konditionen aushandeln.

Tabelle 2 - Wertpapierumsatz und die Transaktionskosten vor und nach dem Big Bang an der Londoner Börse

	1985	Januar- Oktober 1986	November 1986-März 1987
Anzahl der monatlichen Abschlüsse in Aktien (1000)	464,00	585,50	1084,10
in Anleihen (1000)	95,10	97,70	136,60
Einkommen der Aktienhändler in vH des Umsatzes	0,66	0,59	0,24

Quelle: Stock Exchange [c, März 1987]; The Economist [24.01.87, S. 69].

gangenen zehn Monate des Jahres, als die Provisionen noch reglementiert waren (Tabelle 2). Damit hat sich die früher geringe Liquidität des Aktienmarktes beträchtlich erhöht, und es ist zu erwarten, daß die Relation Umsatz zum Wert der börsennotierten Aktien ein Niveau erreichen wird, wie es etwa in der Bundesrepublik Deutschland herrscht, wo im Jahre 1986 die inländischen Aktien im Durchschnitt 0,6mal den Besitzer wechselten.

In den Vereinigten Staaten führte der durch die Freigabe der Provisionen geschaffene Preiswettbewerb dazu, daß viele Broker ihre Stäbe von Wertpapieranalysen verkleinerten und den Umfang ihrer kostenlosen Anlageberatung und Depotverwaltung für institutionelle Anleger verminderten. Doch dies führte nicht dazu, daß Unternehmen nicht mehr analysiert und bewertet wurden, wodurch die Informationseffizienz der Aktienpreise gesunken wäre. Die Kapitalmarktanalyse wurde lediglich auf das Maß reduziert, für das Anleger zu zahlen bereit waren. Ein Teil der Portefeuille-Verwalter wanderte von den Brokern direkt zu denjenigen institutionellen Anlegern wie Versicherungen ab, für die sie bereits vorher indirekt gearbeitet hatten, andere verkauften selbständig Anlageberatung in Form von Börsenbriefen und einer Depotverwaltung. Es kam also zu einer Trennung von Dienstleistungen, die vor der Freigabe im Verbund gekauft werden mußten. Eine ähnliche Entwicklung, durch welche die Entscheidungsfreiheit der Anleger erhöht wird, zeichnet sich auch in Großbritannien ab.

## 2. Die Aufhebung der Funktionentrennung zwischen Maklern und Händlern

In Großbritannien erfolgt der Aktienhandel in der Weise, daß die Wertpapierhändler für Aktien jeweils einen Kauf- und einen Verkaufspreis nennen (1). Zu diesen Preisen sind sie - bis zu gewissen mengenmäßigen Höchstgrenzen - bereit, Aktien an Broker zu verkaufen bzw. von diesen zu kaufen. Die Broker kamen bis zum Oktober 1986 mit den Aufträgen der Anleger in den Börsensaal, suchten nach demjenigen Jobber, der den günstigsten Preis bot und schlossen mit ihm ab. Die Jobber bezogen ihr Einkommen aus der Spanne zwischen dem Kauf- und dem Verkaufspreis. Die Anzahl der Jobber, die mit einer bestimmten Aktie handeln, hängt von der Bedeutung der Gesellschaft ab. Für die Aktien der großen Gesellschaften nennen fast alle Jobber Preise, während es für kleine Gesellschaften bisweilen nur einen Jobber gibt. Die Handelsspanne lag vor dem Big Bang für Aktien großer Gesellschaften bei 0,6 vH. Für Aktien mit geringerem Umsatz war sie teilweise deutlich höher.

Seit 27. Oktober 1986 darf eine Brokerfirma in Wertpapieraufträge selbst als Marktgegenseite eintreten und kann in diesem Fall den Gewinn aus der Handelsspanne auch selbst einstreichen. Eine Jobberfirma darf Geschäfte direkt mit Anlegern abschließen. Durch die Möglichkeit, beide Funktionen auszuüben, können die Börsenmitglieder ihre Wettbewerbsfähigkeit gegenüber ausländischen Investmentbanken erhöhen. In den Vereinigten Staaten erzielen die Wertpapierbanken den überwiegenden Teil ihrer Erträge inzwischen nicht aus Provisionseinnahmen, sondern aus Eigengeschäften. Allerdings mochte man in Großbritannien den Gedanken des Anlegerschutzes durch Funktionentrennung nicht vollständig aufgeben. Vielmehr wurden die Börsenmitglieder verpflichtet, die Anlageberatung und den Wertpapierhandel auf eigene Rechnung strikt voneinander zu trennen und eine Verhaltensabstimmung zwischen beiden Bereichen auszuschließen. Es sollen unüberwindliche sog-

---

(1) In der Bundesrepublik erfolgt der Aktienhandel nach dem Auktionsprinzip. Die Banken nehmen von den Anlegern Kauf- und Verkaufsaufträge für Wertpapiere entgegen und bemühen sich, diese im Börsensaal zu realisieren. Zu diesem Zweck unterbreiten sie im Prinzip einem Auktionator, dem sogenannten "Börsenmakler", ihre Order. Er ermittelt auf der Grundlage der festgestellten Nachfrage- und Angebotssituation den Gleichgewichtspreis, zu dem das Umsatzmaximum erzielt wird. Zu dem vom Börsenmakler festgestellten Kurs werden alle Wertpapiertransaktionen abgerechnet. Für die Kursfeststellung berechnet der Makler für alle realisierten Order eine Courtage in Höhe von 0,08 vH des Wertes.

nannte "chinesische Mauern" innerhalb der Wertpapierhäuser errichtet werden. D.h. durch geeignete organisatorische Maßnahmen soll sichergestellt werden, daß die Anlageberater nicht diejenigen Aktien verstärkt anbieten, welche die Bank aufgrund schlechter Ertragsperspektiven aus ihrem eigenen Wertpapierportefeuille verkaufen möchte. Außerdem müssen sich die Broker verpflichten, Aufträge nur dann im Eigenhandel zu erledigen, wenn zum Zeitpunkt der Ausführung bei keinem Händler ein günstigerer Preis zu erzielen war. Um dies überprüfen zu können, muß der Broker dem Kunden mitteilen, ob es sich um ein Eigengeschäft handelt oder um ein Kommissionsgeschäft und um welche Uhrzeit das Geschäft abgeschlossen wurde. Durch die Speicherung aller Preisnotierungen auf Datenverarbeitungsanlagen soll in Zweifelsfällen eine nachträgliche Überprüfung gewährleistet sein. Dieses System findet das Vertrauen der Anleger. In den ersten Monaten nach der Deregulierung zeigte sich, daß insbesondere die großen institutionellen Anleger zur Einsparung von Transaktionskosten dazu übergegangen sind, direkt mit den Market-Makern zu handeln und auf die Einschaltung eines Brokers zu verzichten. Lediglich kleinere Pensionskassen, die keine eigene Marktbeobachtung betreiben, sondern die Anlageberatung der Broker in Anspruch nehmen wollen, bedienen sich weiterhin der Broker zur Abwicklung ihrer Wertpapiergeschäfte. Die Schärfe des entstandenen Wettbewerbs zwischen den Wertpapierhändlern zeigte sich zunächst darin, daß die Einkommen der Börsenmitglieder seit dem Big Bang drastisch gesunken sind. Lag ihre Umsatzrendite 1985 noch bei 0,66 vH, so hat sie sich vor allem durch Ertragseinbrüche im Kommissionsgeschäft mehr als halbiert und liegt jetzt bei 0,24 vH (vgl. Tabelle 2). Die Rendite ist damit stärker gesunken als die Umsätze gestiegen sind.

Da der Rückgang der Provisionseinnahmen zumindest der Tendenz nach absehbar gewesen war, haben viele Börsenmitgliedsfirmen die Aufhebung der Funktionentrennung dazu genutzt, auch als Market-Maker tätig zu werden; denn nach den amerikanischen Erfahrungen war zu hoffen, daß in diesem Bereich gute Verdienstmöglichkeiten bestehen bleiben würden. Durch die Aufhebung der Funktionstrennung ist es deshalb gelungen, die geringe Zahl der Market-Maker je Aktie wieder deutlich zu erhöhen und so für Wettbewerb Sorge zu tragen. Während vor dem Big Bang nur wenige Aktien von mehr als fünf Jobbern gehandelt wurden, werden nach dem Big Bang für diejenigen Aktien, die 90 vH des Börsenumsatzes ausmachen, von mindestens jeweils sechs Händlern ständig Kauf- und Verkaufskurse genannt. Dies gewährleistet niedrige Handelsspannen.

### 3. Die Öffnung des Marktes für staatliche Wertpapiere

Auf Drängen der Bank von England wurde parallel zur Liberalisierung des Aktienhandels der Handel mit festverzinslichen Wertpapieren, insbesondere mit vom Staat ausgegebenen Wertpapieren, reformiert. Bis zum Oktober 1986 wurde der Börsenhandel mit Staatspapieren von zwei Jobbern beherrscht. Bei ihnen landeten auch alle Aufträge für Wertpapierkäufe und -verkäufe, welche die Zentralbank über einen bestimmten Broker im Rahmen der Kurspflege für Staatspapiere und im Rahmen ihrer Geldpolitik erteilte. Dieses System erwies sich zunehmend als unbefriedigend. Erstens war das Verhalten der Zentralbank am Geld- und Kapitalmarkt aufgrund der Beschränkung auf sehr wenige Börsenmitglieder sehr gut beobachtbar und damit kalkulierbar, was manchen Marktteilnehmer dazu verleitete, gegen die Zentralbank zu spekulieren. Dies erschwerte es der Bank, ihre geldpolitischen Ziele zu erreichen. Zweitens hatten die beiden Jobber-Firmen angesichts einer steigenden Anzahl von Großaufträgen institutioneller Anleger und einer mit wachsender Staatsverschuldung zunehmenden Zahl verschiedenartiger Staatstitel Schwierigkeiten, den Markt liquide zu halten. Zwar konnten die Jobber sich kurzfristig über spezielle Geld-Broker refinanzieren, aber die Zentralbank sah sich doch ständig gezwungen, als kurspflegende Instanz am Anleihemarkt zu intervenieren, um zu vermeiden, daß Staatstitel ihren Ruf als jederzeit liquide Anlageform ohne kurzfristige Kursausschläge verlieren. Die zur Kurspflege notwendigen Transaktionen der Bank of England standen jedoch bisweilen im Gegensatz zu ihren Absichten für die Geldmengensteuerung. Drittens verhinderte das bestehende System, daß die Zentralbank direkte Geschäfte mit in- und ausländischen Investmentbanken tätigen konnte, obwohl diese daran interessiert waren und eine breitere internationale Platzierung britischer Staatspapiere zu geringen Kosten gewährleistet hätten.

Zur Beseitigung dieser Unzulänglichkeiten wurde ein völlig neues System des Handels für Staatspapiere geschaffen [Bank of England, 1986], das sich am Vorbild des amerikanischen Anleihemarktes orientiert. Investmentbanken und Wertpapierhändler können sich seit der Aufhebung der Funktionentrennung zwischen Jobbern und Brokern bei der Bank von England um eine Anerkennung als Händler für Staatspapiere (Approved Gilt Dealers) bewerben. Sie müssen sich bereit erklären, jederzeit Kauf- und Verkaufspreise für die Staatstitel zu nennen, zu denen sie in Geschäfte eintreten. Die Zentralbank verlangt, daß sie eine ausreichende Kapitalbasis besitzen, um tatsächlich ihren Aufgaben als Market-Maker nachzukommen. Sie überprüft die Händler laufend. Dafür erhalten die Approved Gilt Dealers das Privi-

leg, daß sie einen direkten Zugang zur Notenbank erhalten. Die Bank of England wickelt ihre Wertpapiertransaktionen im Rahmen der Offenmarktpolitik ausschließlich mit ihnen und ohne die Einschaltung eines Brokers ab, was für beide Seiten Spesen einspart. Um die Liquidität des Anleihemarktes darüber hinaus zu erhöhen und einen raschen Ausgleich zwischen den Anleihehändlern sicherzustellen, wurde die Institution spezieller Makler, sogenannter "Inter Dealer Broker" geschaffen, die ausschließlich Geschäfte zwischen Anleihehändlern vermitteln. Auch diese Broker unterliegen der Aufsicht der Bank von England und müssen bestimmte Mindestkapitalerfordernisse erfüllen.

Der Handel mit Staatstiteln scheint für hinreichend attraktiv gehalten zu werden, da sich zahlreiche Wertpapierhändler und Investmentbanken um Anerkennung durch die britische Notenbank bemüht haben. Seit dem 27. Oktober 1986 gibt es insgesamt 27 Approved Gilt Dealers. Die eine Hälfte der Händler gehört zu britischen Firmen, die andere Hälfte gehört zu amerikanischen, kanadischen und schweizerischen Investmentbanken. Daneben gibt es sechs Interdealer Broker. Die Vielzahl der Händler, die jederzeit für Geschäfte bereit stehen müssen, garantiert, daß britische Staatspapiere sehr liquide sind, ohne daß die Notenbank selbst am Markt ständig intervenieren muß. Durch einen intensiven Wettbewerb bleiben die Handelsspannen zwischen Kauf- und Verkaufskursen gering. Die Beteiligung ausländischer Wertpapierhändler sichert eine stärkere Plazierung britischer Wertpapiere im Ausland, was tendenziell die Höhe der vom Staat zu zahlenden Zinsen drückt.

Nicht nur angesichts der Tatsache, daß bis Oktober 1986 lediglich zwei Jobberfirmen vom Handel mit Staatspapieren lebten, sondern auch angesichts der Relation zwischen dem Umfang der Staatsschuldtitel und der Anzahl der Händler, die sich in den Vereinigten Staaten herausgebildet hat, gilt der britische Markt für Staatsanleihen mit 27 Händlern und 6 Zwischenhändlern zunächst als überbesetzt. Der tägliche Umsatz mit Investoren belief sich im Dezember 1986 auf 1,6 Mrd. £ [Stock Exchange, c, Dezember 1986], während in New York drei Dutzend Händler von einem täglichen Umsatz am Markt für Staatsanleihen von 26,7 Mrd. US \$ lebten [Thomas, 1986, S. 69].

Bisweilen wird befürchtet, daß in dem gegenwärtig in London zu beobachtenden Wettbewerb um Marktanteile nicht die leistungsfähigsten Händler obsiegen werden, sondern diejenigen mit dem kapitalkräftigsten Partner im Hintergrund. Doch ein Verdrängungswettbewerb, bei dem kurzfristig Verluste in Kauf genommen werden,

lohnt sich nur dort, wo später erfolgreich Marktzutrittsbarrieren errichtet werden können. Dies ist jedoch im Anleihenhandel nicht möglich, solange die Zentralbank bereit ist, jederzeit neue Market-Maker für staatliche Anleihen zu akzeptieren.

#### 4. Die Börsenmitgliedschaft

Noch vor wenigen Jahren beschränkte sich der Wertpapierhandel an der Londoner Börse auf kleine britische Broker- und Jobberfirmen, deren Eigentümer und Geschäftsführer persönlich Mitglieder der Börse waren. Neue Mitglieder wurden nur in sehr beschränkter Zahl aufgenommen. Dadurch sollte sichergestellt werden, daß am Handel nur Personen beteiligt waren, bei denen garantiert war, daß sie eingegangene Verpflichtungen auch einhalten würden. Die Zutrittsbeschränkung diente aber auch dazu, die Mitglieder vor "zu großer" Konkurrenz zu schützen und ihnen die Möglichkeit zu geben, ein angemessenes Einkommen zu erzielen. Die restriktive Zulassungspraxis mußte aufgrund politischen Druckes, vor allem aber aufgrund der Gefahr, daß der Wertpapierhandel sich auf Plätze außerhalb der Börse verlagerte, geändert werden.

Um wettbewerbsfähig zu bleiben, brauchten die Börsenmitglieder die Möglichkeit, ihre Kapitalbasis so zu vergrößern, daß sie ohne Gefahren für die Existenz der Firma Großaufträge institutioneller Anleger wie in- und ausländischer Pensionskassen und Investmentfonds ausführen und die Ausstattung ihrer Büros mit moderner EDV- und Kommunikationstechnik finanzieren konnten. Deshalb beschloß die Börse auf der Grundlage einer vom Vorstand (Council) erarbeiteten Empfehlung vom März 1985 [Stock Exchange, a], daß Mitgliedsfirmen vollständig von anderen Unternehmen aufgekauft werden dürfen, die nicht Mitglied der Börse sind. Nur durch die Möglichkeit, unbeschränkt zusätzliche Gesellschafter aufnehmen zu können, glaubte man, das notwendige finanzielle Fundament zu erhalten. Um es den Börsenmitgliedsfirmen zu ermöglichen, mit einem Eigentümerwechsel eventuell verbundene organisatorische Veränderungen einfacher zu bewältigen, trat die Regelung über die Änderung der Mitgliedschaft bereits ein halbes Jahr vor dem Big Bang am 1. März 1986 in Kraft.

Mit diesem Beschluß wurde faktisch der eherne Grundsatz der individuellen Mitgliedschaft zugunsten einer institutionellen Mitgliedschaft aufgegeben. Denn nach

der Aufhebung der Funktionentrennung und der Beschränkung des Eigentümerkreises für Börsenfirmen kam es nicht nur zu einer Welle von Fusionen zwischen Jobbern und Brokern, sondern auch zu massiven Aufkäufen von Wertpapierhändlern durch in- und vor allem ausländische Banken, so daß fast alle Börsenmitgliedsfirmen ihre Selbständigkeit verloren. Die Deregulierung der Börsenmitgliedschaftsvorschriften bedeutet, daß den Banken der Zugang zum Wertpapierhandel geöffnet wurde, der ihnen über Jahrzehnte verwehrt worden war. Der Vorteil der Marktöffnung ist darin zu sehen, daß die von Banken und Wertpapierhändlern gewonnenen Informationen über Unternehmen und Kontakte zu Anlegern bei einer Fusion effizienter genutzt werden können. Wenn eine Merchant Bank einem Unternehmen Kredite gewährt hat und diese kontrolliert, so dürfte eine Unternehmensbewertung mit dem Ziel einer Aktienemission oder Anlageberatung für die Bank aufgrund der bereits erfolgten Kreditwürdigkeitsprüfung mit geringerem Aufwand möglich sein, als wenn ein Aktienbroker zur Beratung seiner Klienten eine völlig neue Unternehmensanalyse vornehmen muß. Lediglich mögliche Interessengegensätze zwischen einem Broker, der an der Emission von Wertpapieren interessiert ist, weil er an Kreditzinsen nichts verdient, und einer Bank, für die eine Kreditbeziehung lukrativer sein kann als eine Wertpapieremission, sprechen für selbständige Broker. Dies ist aber kein Argument dafür, Banken eine Teilnahme am Wertpapierhandel zu verbieten.

#### IV. Der Trend zum parkettlosen Handel

Parallel zur Deregulierung der Londoner Börse wurde am 27. Oktober 1986 ein neues elektronisches Handelssystem, das Stock Exchange Automated Quotation System (SEAQ-System), eingeführt. Es handelt sich dabei um einen Computer, in den alle Market-Maker ihre Kauf- und Verkaufspreise für die Aktien und Anleihen, in denen sie handeln, eingeben. Diese Preisinformationen können über Terminals, die innerhalb des Börsensaales, vor allem aber außerhalb der Börse bei den Brokern aufgestellt sind, abgerufen werden. Der Broker kann sich also von seinem Schreibtisch aus einen sofortigen Überblick über den Kurs für eine Aktie verschaffen und per Telefon mit dem Market-Maker, der den günstigsten Kurs nennt, einen Kaufvertrag abschließen. Der Broker braucht nicht mehr im Börsensaal anwesend zu sein und von Market-Maker zu Market-Maker zu laufen, um den besten

Preis für seinen Kundenauftrag zu ermitteln. Ein Vergleich mit dem amerikanischen NASDAQ-System (National Association of Securities Dealers' Automated Quotation System) bietet sich an: Es besteht nur aus einem Zentralrechner in Trumbull, Connecticut, mit einer Vielzahl angeschlossener Terminals in der gesamten Welt und kommt ohne einen Börsensaal aus.

Das elektronische Kursinformationssystem SEAQ sorgte in der ersten Woche seines Einsatzes für negative Schlagzeilen, weil das Computersystem wegen Überlastung ständig zusammenbrach. Diese Probleme konnten jedoch inzwischen soweit vermindert werden, daß das System von Wertpapierhändlern akzeptiert wird und ihr Vertrauen gewonnen hat, was dadurch belegt wird, daß 95 vH der Geschäfte aus dem Börsensaal verlagert worden sind und auf der Grundlage der durch den Computer übermittelten Informationen per Telefon abgeschlossen werden. Der Börsensaal, der nach wie vor zur Verfügung steht, wird so wenig benutzt, daß der Börsenvorstand Anfang März 1987 beschloß, ihn im Laufe des Jahres 1988 zu schließen.

Der Vorteil des Handels ohne ein physisches Zusammentreffen der Händler an einem Ort beruht darauf, daß der Händler in seinem Büro Zugang zu eigenen Hintergrundinformationen über die betreffenden Wertpapiere hat und daß er sich mittels Telefon, Telex oder Rundfunk Informationen über Entwicklungen auf anderen Märkten ohne zeitliche Verzögerung beschaffen kann. Er ist damit besser informiert als im Börsensaal, wo er lediglich unmittelbaren Zugang zu den Kursen der gehandelten Wertpapiere hat, wo aber die Beschaffung von Informationen über Ereignisse außerhalb des Börsensaals schwieriger ist. Im Gegensatz zu früheren Zeiten, als die Informationsübermittlung von Ort zu Ort bedeutend langsamer war, ist der Börsensaal heute nicht mehr der Platz, der dem Wertpapierhändler die umfassendsten und aktuellsten Informationen liefert. Die Händler verringern also ihre Kosten, wenn sie auf eine Präsenz im Börsensaal verzichten, ohne daß ihnen Informationen entgehen. Dies bedeutet nicht, daß es keine Vorteile des persönlichen Zusammentreffens mehr gibt. Daß die Händler sich trotz der hohen Mieten im Zentrum Londons und nicht verstreut in den Randgebieten angesiedelt haben, spricht dafür, daß häufigen persönlichen Kontakten nach wie vor ein hoher Wert zur Erkundung der Stimmungslage am Markt beigemessen wird.

Bei den Informationen, welche die Wertpapierhändler mittels ihrer Terminals über Preise und Umsätze von Aktien erhalten können, ist zwischen vier Klassen von Aktien zu unterscheiden:

- Alpha-Aktien: Hierbei handelt es sich um die etwa 60 umsatzstärksten Aktien. Die Market-Maker für diese Aktien, etwa 10 bis 15 pro Aktie, sind verpflichtet, zu den von ihnen genannten Preisen Geschäfte bis zu einer gewissen Größenordnung, meist 25000 Aktien, abzuschließen. Preis und Umsatzvolumen müssen unmittelbar nach dem Abschluß des jeweiligen Kontraktes veröffentlicht werden.
- Beta-Aktien: Dies sind die etwa 500 Aktien mit großem Umsatz. Für die von den Market-Makern genannten Preise verpflichten sich diese, Käufe und Verkäufe abzuschließen. Beta-Aktien sollen mindestens vier Market-Maker haben.
- Gamma-Aktien: Dies sind Aktien mit geringeren Umsätzen, die zumindest von zwei Market-Makern gehandelt werden. Viele Aktien des britischen "Unlisted Securities Market" und des Dritten Marktes, zweier Aktienmärkte mit verminderter Zulassungsvoraussetzungen, gehören in diese Kategorie.
- Delta-Aktien: Dies sind wenig gehandelte Aktien, die nicht im elektronischen Notierungssystem erfaßt werden. Die Aktienhändler geben die Kurse für diese Werte außerhalb des SEAQ-Systems bekannt und führen Käufer und Verkäufer zusammen.

Die Klassenbildung, bei der eine Beziehung zwischen dem Umsatz in einem Wert und der Aktualität und dem Umfang der verfügbaren Kurs- und Umsatzinformationen hergestellt wurde, dient dazu, die Kosten der Informationseingabe mit den Vorteilen der mehr oder minder häufigen Informationsabfrage zum Ausgleich zu bringen. Die Klassenbildung hat den Effekt, daß die Grenzlinie zwischen verschiedenen Märkten neu gezogen werden muß. Bisher unterscheidet man zwischen dem Hauptmarkt und den Nebenmärkten (Unlisted Securities Market und Dritter Markt). Doch die künftig bedeutendere Trennungslinie wird zwischen denjenigen Aktien, die im SEAQ-System notiert sind und den Delta-Aktien, bei denen dies nicht der Fall ist, verlaufen.

## V. Die Kapitalmarktaufsicht

Während die Börsenmitglieder mit der Gefahr konfrontiert wurden, daß ihre Kunden zunehmend auf den außerbörslichen Wertpapierhandel auswichen und damit das Handelsvolumen der Börse sich zu vermindern drohte, mußte auf politischer Ebene

das Konzept der Aufsicht über den gesamten Kapitalmarkt überdacht werden. Die Londoner Börse hatte weitreichende Selbstverwaltungsrechte. Doch in welchem Umfang sollte der Wertpapierhandel außerhalb dieses Aufsichtssystems überwacht werden, und sollte diese Aufsicht vom Staat selber oder von einem anderen Gremium ausgeübt werden? Um eine gewisse nicht-staatliche Aufsicht für den gesamten Wertpapiermarkt zu schaffen, wurde 1978 der "Council for the Securities Industry" von allen Marktteilnehmern (Banken, Versicherungen, Investmentfonds, Börse, Industrieverband) gegründet, der jedoch kaum Kompetenzen hatte. Um zu verhindern, daß außerhalb der Londoner Börse von einem einzelnen Wertpapierhändler oder gar von Seiten des Staates ein zweiter Aktienmarkt für kleine und mittlere Unternehmen geschaffen wurde - dies war im sogenannten Wilson-Report [Committee to Review the Functioning of Financial Institutions, 1979] vorgeschlagen worden -, entschloß sich die Börse selbst, den Unlisted Securities Market als zusätzliches Marktsegment mit verminderten Zugangsanforderungen zu errichten.

Doch diese beiden Maßnahmen stellten noch kein schlüssiges Konzept für eine Kapitalmarktaufsicht dar. Ein solches wird seit der Diskussion um den Gower-Report [Gower, 1984] entwickelt und parallel zum Big Bang schrittweise in Gesetze gegossen. Der zentrale Gedanke ist, daß es ein zweistufiges Aufsichtssystem geben und der gesamte Kapitalmarkt einschließlich des zwischen Ausländern abgewickelten Handels von der Aufsicht erfaßt werden soll. Dabei hat man sich - anders als in den Vereinigten Staaten, wo es eine mächtige staatliche Aufsichtsbehörde gibt - dafür entschieden, der Selbstverwaltung den Vorrang zu geben. Es wird ein System geschaffen, in dem Selbstverwaltungskörperschaften (Self Regulatory Organisations) die Aufsicht über jeweils Teile des Kapitalmarktes ausüben. Diese Körperschaften werden aber ihrerseits von einer staatlichen Aufsichtsbehörde, dem "Securities and Investment Board", überwacht. Jeder, der am Kapitalmarkt, der auch den Versicherungsmarkt umfaßt, tätig ist, sei es als Wertpapierhändler, Versicherungsunternehmer oder Investmentfonds, muß zwangsweise Mitglied einer Selbstverwaltungskörperschaft sein. Es soll mehrere solcher Körperschaften geben. Eine von ihnen ist "The Securities Association" (TSA), in der rund 700 Wertpapierhändler zusammengeschlossen sind: 400 Mitgliedsfirmen der Londoner Börse, 100 Händler, die am Eurokapitalmarkt in London tätig sind, 50 bis 60 Mitgliedsfirmen der "London International Financial Futures Exchange" (LIFFE) sowie 25 bis 30 Wertpapierabteilungen von Banken und anderen Institutionen [Financial Times vom 27.02.87].

Die staatliche Aufsichtsbehörde, der Securities and Investment Board, die dem Industrie- und Handelsminister untersteht, hat darauf zu achten, daß die Selbstverwaltungskörperschaften hohe und vergleichbare Anforderungen an die Zuverlässigkeit ihrer Mitglieder stellen. Prinzipiell ist es auch möglich, daß einzelne Finanzunternehmen sich direkt der Aufsicht der staatlichen Behörde unterstellen und keiner Selbstverwaltungskörperschaft angehören. Diese Regelung soll verhindern, daß die Selbstverwaltungsorgane unangemessen hohe Zutrittsbarrieren zu ihren Tätigkeitsfeldern errichten, die der Absicherung eines Kartells und nicht dem Anlegerschutz dienen. Die staatliche Aufsichtsbehörde prüft und genehmigt zum Beispiel die Satzungen der Selbstverwaltungsorgane. Die Machtverteilung zwischen der staatlichen Aufsicht und den Selbstverwaltungskörperschaften ist in einer Reihe von Vorschriften geregelt, die leicht zu ändern sind. Insofern hat der potentielle Einfluß des Staates auf den Wertpapiermarkt durch die Schaffung der neuen Behörde nach dem Big Bang zugenommen, selbst wenn gegenwärtig die Selbstverwaltungsgremien weitgehende Freiheiten gegenüber der Aufsichtsbehörde haben.

An der Aufsicht über den Kapitalmarkt sind neben den Selbstverwaltungsorganen und dem Securities and Investment Board weitere Institutionen beteiligt, nämlich

- das Handels- und Industrieministerium, das gewisse Aufsichtsrechte über Versicherungen behält und die Einhaltung gesellschaftsrechtlicher Bestimmungen überwachen soll, darunter auch den Insiderhandel mit Wertpapieren, obwohl dieser Bereich üblicherweise bei den Börsenorganen angesiedelt wird, und
- die Notenbank, die den Anleihenmarkt und Devisenmarkt beobachtet sowie als Bankenaufsicht tätig ist.

In der Zukunft wird sich zeigen müssen, ob die Selbstverwaltungskörperschaften in der Lage sein werden, spektakuläre Betrugsfälle auf ein Minimum zu beschränken. Denn nur dadurch wird es ihnen gelingen, eine Ausdehnung der staatlichen Aufsicht zu verhindern. Als besonders diffizil gilt die Regulierung des Eurobondmarktes. Auf diesem Markt sind fast ausschließlich institutionelle Anleger tätig, die ebenso wie die internationalen Wertpapierhäuser, die als Händler auftreten, als sehr mobil gelten. Eine Beschränkung dieser Marktteilnehmer durch eine Aufsichtsbehörde, die vom Markt als unangemessen angesehen wird, würde hier schneller als in anderen Bereichen zu einer Verlagerung des Geschäfts ins Ausland führen.

## VI. Die Auswirkungen des Big Bang auf die britische Wirtschaft

Die Reform des britischen Kapitalmarktes führte zunächst zu einer Belebung des Wettbewerbs zwischen den Wertpapierhändlern, weil der Handel in englischen Titeln für ausländische Händler geöffnet wurde. Die eingetretene Verminderung der Transaktionskosten (vgl. Tabelle 2) und die dadurch bewirkte Erhöhung der Liquidität des Marktes bedeuten, daß der Markt rascher auf neue Informationen reagiert, daß sich also die Informationseffizienz erhöht. Außerdem ist bei einer stärkeren Integration ausländischer Banken in den englischen Kapitalmarkt zu erwarten, daß diese Banken britische Wertpapiere nicht nur in Großbritannien, sondern auch verstärkt in ihren Heimatländern Investoren zum Kauf anbieten und dadurch tendenziell das Kapitalangebot für britische Unternehmen und den Staat erhöhen. Die Unternehmen können den verstärkten Wettbewerb zwischen Wertpapierhäusern dazu nutzen, für sich günstigere Konditionen bei der Emission von Wertpapieren zu erreichen und so ihre Finanzierungskosten zu senken. Eine Förderung des Kapitalexports durch die Deregulierung konnte hingegen ausgeschlossen werden, weil es den britischen Anlegern bereits vorher möglich war, ungehindert mit in Großbritannien tätigen ausländischen Banken Geschäfte abzuschließen. Lediglich der direkte Zugang zum Londoner Börsenhandel war den ausländischen Händlern verschlossen.

Von seiten der Industrie wurden allerdings auch Befürchtungen geäußert. Bedenken bestehen in der Frage, ob die Banken sich zu sehr auf das Wertpapiergeschäft konzentrieren, um dort Gewinne durch Kommissionen und durch Eigengeschäfte im Wertpapierhandel zu erzielen, und das traditionelle Kreditgeschäft vernachlässigen. Außerdem wird befürchtet, daß die Banken in dem Zwang, Wertpapiere zu emittieren, Unternehmen zu falschen Zeitpunkten in unvorteilhafte Finanzierungsformen drängen würden. Doch solche Gefahren werden vermieden, wenn der Zugang zum Finanzmarkt für neue Emissionshäuser, Finanzberater und Banken offen bleibt. Denn wenn es eine Vielzahl von verschiedenartigen Institutionen gibt, hat ein Unternehmen die Wahl, ob es seinen Kapitalbedarf mit Hilfe eines großen Finanzkonglomerats, das im Wertpapier- und Kreditgeschäft tätig ist, oder mit Hilfe eines kleinen Spezialisten deckt, der sich auf einen der beiden Bereiche beschränkt. Das Verhalten der deutschen Universalbanken, die seit jeher beide Geschäftszweige anbieten können, spricht dafür, daß für die Banken das Kreditgeschäft in der Regel ertragreicher ist als das Wertpapiergeschäft. Das heißt, daß es in Großbritannien nicht zu einem Austrocknen des Kreditmarktes kommen wird.

## VII. Konsequenzen des Big Bang für den deutschen Kapitalmarkt

### 1. Die Notwendigkeit einer Reform

Aus der Neuordnung des britischen Kapitalmarktes ergeben sich für die Bundesrepublik Deutschland zwei Fragen:

- Wie kann verhindert werden, daß der deutsche Wertpapierhandel nach London abwandert?
- Welche Lehren lassen sich aus dem Big Bang für eine Verbesserung der Funktionsfähigkeit des deutschen Kapitalmarktes ziehen?

Eine Verlagerung von Teilen des deutschen Wertpapierhandels nach London hätte zunächst Auswirkungen auf die Arbeitsplatzsituation in den Börsenstädten, insbesondere in Frankfurt; denn Banken sind ein bedeutender Arbeitgeber. Von größerer gesamtwirtschaftlicher Bedeutung ist jedoch, daß sich die Finanzierungsbedingungen im Inland insbesondere für kleinere und mittlere Unternehmen verschlechtern würden, weil sie längst nicht in dem Maße Zugang zum internationalen Kapitalmarkt finden wie Großunternehmen. Sie wären die Leidtragenden, wenn Banken Teile ihrer Wertpapierabteilungen ins Ausland verlagern würden, um von dort aus das Konsortial- und Handelsgeschäft zu betreiben, anstatt inländische Unternehmen an die Börsen zu führen und einen Markt für deren Aktien zu schaffen, der aufgrund der Informationskosten für Anleger nur in der Bundesrepublik liegen kann. Nur wenn eine Vielzahl von Banken mit ausgebauten Wertpapierabteilungen im Inland vorhanden ist, besteht für mittlere Unternehmen die Chance, daß ein ausreichender Wettbewerb im Emissionsgeschäft entsteht, der diesen Unternehmen zugute kommt. Wenn darüber hinaus Ausländer die Erfahrung machen, daß deutsche Wertpapiere besonders schnell und zu niedrigeren Transaktionskosten als in London in der Bundesrepublik gehandelt werden können, so ist für sie eine Präsenz an den deutschen Börsen interessant. Nur hier eröffnet sich ihnen der Blick für im Ausland bislang unbekannt deutsche Wertpapiere.

Im internationalen Wettbewerb der Finanzzentren hat die Bundesrepublik keine schlechte Ausgangssituation. Sie verfügt über eine hohe inländische Ersparnisbildung, über eine stabile Währung, über Freizügigkeit im internationalen Geld- und Kapitalverkehr, über ein leistungsfähiges Universalbankensystem und über

politische Stabilität. Nachdem ausländischen Banken erlaubt wurde, die Konsortialführerschaft für D-Mark-Anleihen zu übernehmen, kamen bereits mehrere amerikanische, japanische und Schweizer Banken in die Bundesrepublik nach Frankfurt. Dies belebte den Wettbewerb im Anleihe-Emissionsgeschäft.

## 2. Die Aufhebung von Vorschriften

Um die Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Kapitalmarktes zu erhalten und zu steigern, bedarf es jedoch weiterer Reformen. Sie sehen anders aus als in Großbritannien, weil es manche Restriktionen, insbesondere die Trennung zwischen restriktiven Vorschriften für Inländer und weitgehenden Freiheiten für Ausländer, nicht gegeben hat. Doch ein Vergleich zwischen dem britischen Kapitalmarkt nach dem Big Bang und dem deutschen Kapitalmarkt zeigt die deutschen Defizite auf. Sie liegen im Bereich der Regulierung wie in der Organisation des Marktprozesses. Bei den gesetzlichen Vorschriften lassen sich vier Hindernisse erkennen:

- In der Bundesrepublik sind Termin- und Optionsmärkte für Wertpapiere kaum entwickelt. Dies bedeutet, daß es an Möglichkeiten fehlt, sich gegen Risiken abzusichern. Solche Geschäfte müssen in Amsterdam, London oder Chicago abgeschlossen werden. Eine wesentliche Ursache für das Fehlen von Termin- und Optionsmärkten dürfte sein, daß es Versicherungen und Investmentfonds als bedeutenden institutionellen Anlegergruppen aufgrund der für sie geltenden Anlagevorschriften untersagt ist, Optionen zu erwerben und dadurch ihre Portefeuilles abzusichern oder als Stillhalter tätig zu werden.
- Die Emission von Anleihen durch inländische Unternehmen bedarf gemäß §§ 795 und 808a BGB der Genehmigung durch das Bundesfinanzministerium. Diese Vorschriften verteuern und verzögern Anleiheemissionen. Das Ziel des staatlichen Genehmigungsvorbehaltes war es, den Anleger vor dem Erwerb von Wertpapieren zu schützen, deren Verzinsung und Rückzahlung nicht gesichert war (1). Abgesehen von der Frage, ob die Investoren einer solchen staatlichen Aufsicht bedürfen, ist die Vorschrift heutzutage aufgrund der Internationalisierung des Kapitalmarktes hinfällig geworden. Denn deutsche Anleger können nicht nur im Ausland Wertpapiere von Emittenten unterschiedlichster Bonität erwerben. Sie

---

(1) Solche Anleihen werden in den Vereinigten Staaten "junk bonds" genannt.

können selbst im Inland D-Mark-Anleihen ausländischer Emittenten erwerben, die kein "Gütesiegel" einer deutschen Behörde benötigen. Inländische Unternehmen werden also am deutschen Anleihemarkt gegenüber Ausländern diskriminiert. Sie können lediglich durch die Gründung einer Tochtergesellschaft im Ausland, die in der Bundesrepublik eine Anleihe begibt und den Erlös der deutschen Muttergesellschaft als Kredit zur Verfügung stellt, die staatliche Genehmigung (und die deutsche Gewerbesteuer) umgehen. Es ist daher an der Zeit, das staatliche Genehmigungsverfahren für die Emission im Inland ausgestellter Schuldverschreibungen aufzuheben [Schlesinger, 1986, S. 18].

- Die nach wie vor bestehende Börsenumsatzsteuer von 0,25 vH erhöht die Transaktionskosten für Wertpapiere (1). Die Steuer fällt bezogen auf den Zinsertrag insbesondere bei festverzinslichen Wertpapieren mit kurzer (Rest-)Laufzeit ins Gewicht und behindert den Ausbau dieses Marktes. Aufgrund der Börsenumsatzsteuer ist der Handel mit D-Mark-Titeln bei Großaufträgen in London mit geringeren Kosten für den Anleger verknüpft als in Frankfurt.
- Den deutschen Banken ist es nicht gestattet, Leerverkäufe, d.h. Terminverkäufe von Wertpapieren, welche die Bank noch nicht besitzt, zu tätigen. Dieses Verbot der Spekulation soll die Gefahr von Verlusten im Wertpapiergeschäft vermindern. Das Verbot der Leerverkäufe erschwert es aber auch Banken und Börsenmaklern, bei Kursauschlägen bei einzelnen Wertpapieren nach oben durch den Verkauf von Titeln eine Kursglättung zu erzielen; denn sie können dazu nur die Titel einsetzen, die sie bereits in ihrem Bestand haben. Das Verbot der Leerverkäufe führt also tendenziell zu stärkeren Kursschwankungen und damit zu größeren Risiken für diejenigen, die eigene Bestände an Wertpapieren halten. Dies schlägt sich tendenziell in einer höheren Risikoprämie nieder, welche die Anleger von dem Emittenten verlangen. Die Kapitalkosten der Unternehmen sind insofern höher als sie es sein müßten.

---

(1) Die vergleichbare britische "stamp duty" ist mit 0,5 vH zwar nominal höher, doch gibt es insbesondere im Anleihegeschäft in Großbritannien anders als in der Bundesrepublik zahlreiche Ausnahmen von der Steuerpflicht.

### 3. Der Einsatz neuer Techniken im Wertpapierhandel

Die Londoner Börse hat sich durch die Einführung des computergestützten Kursinformations- und Handelssystems einen Wettbewerbsvorteil im Wertpapierhandel gegenüber den deutschen Börsen geschaffen. Diese kommen nicht umhin, die neuen Kommunikationsmöglichkeiten rasch einzusetzen, wenn sie nicht Umsätze im internationalen Geschäft und im institutionellen Bereich verlieren, sondern solche im Gegenteil zurückgewinnen wollen. Momentan zeigt der deutsche Börsenhandel eine Reihe von Schwächen:

- Das Fehlen eines Börsenhandels per Computer zwingt die Banken zur Anwesenheit auf dem Börsenparkett, obwohl die meisten für Kauf- und Verkaufsentscheidungen wichtigen Hintergrundinformationen in den Zentralen der Banken leichter verfügbar wären.
- Um die Kosten der Anwesenheit der Wertpapierhändler in der Börse zu begrenzen (und um eine Konzentration der Aufträge zu erreichen, so daß die Wahrscheinlichkeit des Zusammentreffens passender Aufträge auch in weniger gehandelten Wertpapieren hoch ist) wird der Börsenhandel in der Bundesrepublik auf zwei Stunden am Tag begrenzt. Dies führt aber bei der zunehmenden Internationalisierung des Wertpapierhandels zu Verzögerungen bei der Ausführung von Aufträgen aus Ländern anderer Zeitzonen. Während in der Bundesrepublik die Börse um 13.30 Uhr schließt, kann in London seit 1987 von 9.00 bis 17.00 Uhr gehandelt werden.
- Weil die deutschen Aktien an acht verschiedenen Börsen notiert werden, müssen Banken an allen Plätzen präsent sein oder Aufträge an andere Banken weiterleiten, um alle Kundenaufträge in inländischen Wertpapieren ausführen zu können. Bei Aktien, die an mehreren Börsen notiert werden, ist das veraltete Kommunikationsnetz zwischen den Börsen dafür verantwortlich, daß die Kursarbitrage unvollkommen ist. An den einzelnen Börsenplätzen wird jeweils nur ein Teil der deutschen Aktien notiert, was an den kleineren Börsen zu einer fehlenden Marktbreite führt. Nur die größeren Aktiengesellschaften werden an mehreren Börsen notiert. Durch die dabei entstehende Aufsplitterung des Handels ist aber der Umsatz in einer Aktie an allen Plätzen jeweils recht gering, was zu einer fehlenden Markttiefe führt: Großaufträge sind nur ausführbar, wenn Kursänderungen in Kauf genommen werden.

Eine Verbindung der Börsen zu einem computergestützten Handelssystem, wie es in Großbritannien bereits realisiert ist, könnte die genannten Schwächen der deutschen Börsen vermeiden, weil es einen nationalen Markt schafft, zu dem Händler von allen Orten Zugang haben und Kursinformationen über alle deutschen Aktien in einem System überall gleichzeitig verfügbar sind. Die Folge dürfte eine Belebung des Wertpapierhandels sein. Nutznießer davon wären in erster Linie die Investoren, indirekt aber auch die Aktien emittierenden Unternehmen, weil Aktien mit einem liquiden Markt tendenziell höher von den Investoren bewertet werden als Aktien, für die nur ein enger Markt vorhanden ist. Gewinner eines computergestützten nationalen Handelssystems wären schließlich Regionalbanken außerhalb der heutigen Börsenplätze, weil sich ihnen die Möglichkeit eröffnet, Wertpapieraufträge ihrer Kunden direkt auszuführen und auch selbst als Händler für einzelne Aktien aufzutreten.

Die Verwirklichung eines dem britischen SEAQ-System vergleichbaren Systems in der Bundesrepublik ist nach Ansicht von Experten frühestens 1990, d.h. dreieinhalb Jahre nach seiner Inbetriebnahme in London technisch möglich [Handelsblatt vom 22.01.87], weil es bislang an einer einheitlichen Konzeption der verschiedenen Börsencomputer fehlt.

Als einen Nachteil des Zusammenschlusses der acht deutschen Börsen zu einem nationalen Handelssystem mag man ansehen, daß damit ein Wettbewerb zwischen mehreren Marktorganismen um die effizienteste Ausgestaltung der Zulassungsvorschriften und Handelsformen ausgeschlossen wird. Dieser Nachteil wiegt jedoch gering gegenüber den Vorteilen des nationalen Marktes, zumal bereits heute die Börsen ein Kartell bilden, in dem die Börsenordnungen und Zulassungsregeln für Wertpapiere untereinander abgesprochen werden. Selbst bei einem Verbot von Absprachen wäre zwischen den Wertpapierbörsen wohl ein Parallelverhalten zu erwarten. Ein verstärkter Wettbewerb für das bestehende Börsensystem, durch den restriktive Zugangsregeln gelockert werden, ist hingegen in der Form denkbar, daß ein Verband freier Anlageberater oder ein einzelnes Wertpapierhaus außerhalb der Börse ein eigenes computergestütztes Kursinformations- und Handelssystem für Wertpapiere aufbaut, die nicht an der Börse gehandelt werden. Auch dafür gibt es in Großbritannien ein Beispiel. Der Wertpapierhändler Nightingale hat in den siebziger Jahren erfolgreich einen außerbörslichen Markt für Aktien aufgebaut, die nicht an der Londoner Börse notiert werden. Dieser Wettbewerb hat die Börse veranlaßt, neben dem traditionellen Handel ein Handelssegment, den Unlisted Securi-

ties Market, zu schaffen, auf dem die Zugangsvoraussetzungen niedriger sind [Bannock, Doran, 1985]. Im Januar 1987 führte der Erfolg des Unlisted Securities Market zur Schaffung eines dritten Marktsegments mit noch geringeren Zulassungsbedingungen. Für die Organisation des deutschen Aktienmarkt bedeutet dies, daß auch ein nationales deutsches Handelssystem die Aufteilung des Marktes in Segmente mit unterschiedlichen Zugangserfordernissen (amtlicher Handel, geregelter Markt, geregelter Freiverkehr, unregelter Freiverkehr) nicht nur beibehalten, sondern darüber hinaus die Regeln für die einzelnen Märkte stärker als bislang differenzieren sollte [Weichert, 1985].

#### 4. Die Organisation des Wertpapierhandels

Der Übergang zu einem computergestützten Wertpapierhandel würde verlangen, daß man an den deutschen Börsen von der traditionellen Kursermittlung durch Kursmakler Abschied nimmt und zu einem System übergeht, bei dem einzelne Händler Kauf- und Verkaufspreise nennen, zu denen sie bereit sind, Wertpapiere abzugeben bzw. zu übernehmen. Dieses Market-Maker-Verfahren ist im amerikanischen Wertpapierhandel am NASDAQ-Markt ebenso zu finden wie an der Londoner Börse. Auch der internationale Wertpapierhandel außerhalb der Börsen läuft in der Weise ab, daß Wertpapierhändler und Banken (darunter auch deutsche) per Telefon oder in Computernetzen (z.B. Reuter's Dealing) ständig Kurse nennen, zu denen sie bestimmte Aktien und Anleihen kaufen und verkaufen. Sie erzielen ihre Gewinne aus der Handelsspanne zwischen dem Verkaufs- und dem Kaufkurs.

Die Dienstleistung des Kursmaklers ist kaum noch notwendig, seit die Telekommunikation ein Höchstmaß an Markttransparenz schafft, welches jedem Anleger prinzipiell ermöglichen würde, die Preise mehrerer Wertpapierhändler für eine bestimmte Aktie oder Anleihe auf einen Blick miteinander zu vergleichen, und mit demjenigen, der den günstigsten Preis nennt, abzuschließen. Gefragt ist jetzt nicht mehr der Makler, sondern der Händler, der kurzfristig als Marktgegenseite für den Kauf- oder Verkaufswilligen auftritt und dadurch einen raschen Geschäftsabschluß ermöglicht.

Die Änderung der technischen Möglichkeiten der Informationsübermittlung hat zur Folge, daß in der Bundesrepublik eine grundlegende Änderung des im Börsenge-

setz festgeschriebenen Berufsbildes des Kursmaklers nötig ist. Der Makler, dem bislang die amtliche Kursfeststellung obliegt und der zur Wahrung seiner Unabhängigkeit möglichst keine Wertpapiere auf eigene Rechnung erwerben soll [§ 32 Abs. 2 BörsG], muß das Recht erhalten, Wertpapierhändler zu werden und jederzeit für bestimmte Wertpapiere Kurse nennen zu können, zu denen er kauft und verkauft, und der so einen Markt für diese Wertpapiere "macht". Neben der Änderung des Börsengesetzes erfordert dies wahrscheinlich auch organisatorische und finanzielle Änderungen der deutschen Maklerfirmen, weil der Eigenhandel mehr finanzielle Mittel für den Händler erfordert als die bisherige Maklertätigkeit. Der Zeitpunkt für eine Reform wäre momentan günstig, weil die Makler aufgrund des sehr regen Aktienumsatzes zu hohen Kursen in den vergangenen Jahren hohe Provisionseinnahmen erzielen konnten und, sofern sie entsprechende Rücklagen gebildet haben, sich in einer finanziell konsolidierten Position befinden.

Eine zweite Gruppe von potentiellen Wertpapierhändlern sind die Banken, die bereits heute durch Käufe und Verkäufe aus ihren Wertpapierbeständen für die Marktgängigkeit mancher Wertpapiere Sorge tragen. Bei Aktien, die zum amtlichen Handel zugelassen sind, haben sich die Banken allerdings verpflichtet, alle Kundenaufträge über die Börse zu leiten, sofern nicht ausdrücklich etwas anderes vereinbart wird [Nr. 29 Abs. 1 Allgemeine Geschäftsbedingungen der Banken]. Dadurch soll gewährleistet werden, daß die Anleger nicht übervorteilt, sondern ihre Aufträge zum Marktpreis ausgeführt werden. Ginge man vom Handel unter Einschaltung von Kursmaklern ab, so ließe sich der bisherige Anlegerschutz dadurch bewahren, daß sich die Banken verpflichteten, Aufträge grundsätzlich mit demjenigen Wertpapierhändler abzuschließen, der im nationalen Informations- und Handelssystem den günstigsten Preis nennt, unabhängig davon, ob die Bank selber als Händler für das jeweilige Wertpapier tätig ist. In Großbritannien gibt es bereits eine entsprechende Vorschrift. Ihre Einhaltung läßt sich dadurch überwachen, daß alle Preisnotierungen automatisch gespeichert werden.

Die Anzahl der Händler für eine Aktie oder eine Anleihe kann beliebig groß sein. In London gibt es für die umsatzstärksten Aktien meist 14 oder 15 Händler. Der Wettbewerb zwischen ihnen garantiert niedrigere Handelsspannen und damit niedrige Transaktionskosten für die Anleger. An Aktien, deren Umsatz nur gering ist, sind jedoch nur wenige Händler interessiert, da diese Aktien im Durchschnitt länger in den Händen des Händlers bleiben werden, bis er einen Käufer gefunden hat, und sich die Preisvorstellungen der Marktteilnehmer in dieser Zeit bereits

geändert haben können, so daß die Preisunterschiede zwischen zwei Transaktionen größer sind. Die Händler lassen sich dieses Risiko durch eine höhere Handelsspanne entgelten. Daß die Spanne darüber hinaus erhöht wird, weil ein Händler eine Monopolposition für ein Wertpapier hat, läßt sich dadurch vermeiden, daß die Börse für die Aufnahme eines Wertpapiers in den Handel mindestens zwei Händler verlangt, die regelmäßig als Käufer und Verkäufer verbindliche Preisgebote abgeben. Sowohl das Londoner SEAQ-System wie auch das amerikanische NASDAQ-System kennen diese Zugangsvoraussetzung.

## 5. Eine Neuordnung der Aufsicht über den Wertpapierhandel

Die staatliche Aufsicht über den Aktienmarkt konzentriert sich in der Bundesrepublik auf den Handel an den offiziellen Wertpapierbörsen, wo die Kursmakler unter den Augen eines Staatskommissars (1) die Aktienkurse amtlich feststellen. Eine institutionelle Reform des Handels erfordert eine Umstellung des Regulierungssystems, sofern ein solches für notwendig erachtet wird. In Großbritannien war der Big Bang eine Reaktion der Börse auf die wachsende Bedeutung des Wertpapiergeschäfts, das außerhalb der Börse zwischen ausländischen Banken abgewickelt wurde, und der Druck der Kartellaufsicht. Der britische Gesetzgeber hat bei der Reform des Aufsichtssystems darauf verzichtet, einen detailliert ausformuliertes Geflecht von Vorschriften zu schaffen. Er hat die Aufgabe, eine Marktordnung zu schaffen, weitgehend Selbstverwaltungskörperschaften übertragen. Der Vorteil eines solchen Verfahrens ist es, daß die Sachkenntnis der Marktteilnehmer unmittelbar genutzt werden kann. Dies spricht dafür, auch in der Bundesrepublik die Ausgestaltung des Wertpapierhandels den Börsenorganen zu überlassen. Der Staat muß allerdings darauf achten, daß die Selbstverwaltungsgremien keine Marktzutrittsschranken errichten, mit denen sich die heutigen Marktteilnehmer gegen Konkurrenz von außen abschotten. Hier kann die britische Regelung als Beispiel dienen, wonach ein Wertpapierhändler, der Probleme mit den Selbstverwaltungskörperschaften hat, direkt bei der übergeordneten Aufsichtsbehörde eine Zulassung beantragen kann.

---

(1) Der Staatskommissar ist ein Landesbeamter, dem es obliegt, den Geschäftsverkehr an der Börse sowie die Befolgung der in bezug auf die Börse erlassenen Vorschriften nach Anweisung der Landesregierung zu überwachen [§ 2 BörsG].

Tabelle 3 - Die Anzahl der Börseneinführungen von Aktien

	1980	1984	1985	1986
Bundesrepublik Deutschland				
Amtlicher Markt	2	10	8	17
Freiverkehr	1	11	4	9
Großbritannien				
Official List	11	41	55	69
Unlisted Securities Market	9	86	89	84

Quelle: Investor's Chronicle [lfd. Jgg]; eigene Erhebung.

Regelungsbedürftig für ein computergestütztes Handelssystem erscheinen drei Bereiche. Erstens muß festgelegt werden, wer als Händler für Wertpapiere (Market-Maker) tätig werden und Preise notieren darf. Neben Kreditinstituten und den Börsenmaklern ist es denkbar, daß auch andere Personen, die über Kenntnisse im Effektingeschäft verfügen, als ständige Käufer und Verkäufer für bestimmte Wertpapiere auftreten. Hohe Zugangsbarrieren erscheinen bei Kassageschäften nicht erforderlich, da abgeschlossene Verträge umgehend ausgeführt werden und sich dabei zeigt, ob ein Market Maker seinen Verpflichtungen nachkommen kann. Kann er es nicht, ist er umgehend von jeglichem weiteren Handel auszuschließen. Zweitens muß geklärt werden, unter welchen Voraussetzungen eine Aktie oder Anleihe in den Handel einbezogen werden darf. Hier kann auf die vorhandenen Vorschriften über die Börseneinführung von Wertpapieren zurückgegriffen werden, die allerdings in der Weise weiterentwickelt werden sollten, daß die Zulassungsvoraussetzungen zwischen verschiedenen Marktsegmenten (amtlicher Handel, geregelter Markt, unregelter Freiverkehr) stärker voneinander abgegrenzt werden. Bisher zeigt sich bei den jährlichen Neuzugängen von Aktiengesellschaften zur Börse ein deutliches Defizit an Offenheit der deutschen Börsen im Vergleich zur Situation in Großbritannien (Tabelle 3). Drittens muß ein umfangreiches Aufzeichnungssystem aller Preisnotierungen und Abschlüsse auf elektronischem Wege geschaffen werden. Dadurch kann der Organisator des Marktes den Anlegern einen weitgehenden Schutz vor Betrügereien durch die Händler bieten; denn die Aufzeichnung ermöglicht es, Transaktionen im nachhinein zu überprüfen. Darüber hinaus können in einem computergestützten Handel alle größeren Kurssprünge in den Notierungen der Händler automatisch markiert werden. Dies geschieht z.B. im amerikanischen NASDAQ-System. Ein Marktaufsichtsgremium könnte in solchen Fällen die Notierung

kurzfristig aussetzen und eine Überprüfung der Ursache solcher Preisbewegungen in gleicher Weise vornehmen, wie dies heutzutage beim Handel im Börsensaal im Fall von Plus- oder Minus-Ankündigungen der Fall ist, wenn ein Kurs um mehr als 5 vH von dem des Vortags abweicht. Eine Abkehr vom Wertpapierhandel führt nicht dazu, daß der Schutz des Anlegers vermindert wird, sondern kann sogar diesen Schutz durch die Schaffung einer höheren Markttransparenz verbessern.

In Großbritannien wurde im Rahmen des Big Bang der Wertpapierhandel, der außerhalb der Börse stattfindet, in das neue Regulierungssystem einbezogen, indem alle Wertpapierhändler Mitglied der "Securities Association" (oder eines anderen Selbstverwaltungsgremiums) werden mußten. Eine solche Ausdehnung der Regulierung ist für die Bundesrepublik nicht notwendig. Abgesehen davon, daß alle Kreditinstitute der Aufsicht durch das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen unterliegen, sollte man den Anlegern und Unternehmen nicht die Möglichkeit durch weitreichende Regulierungen verbauen, im Inland auf die Inanspruchnahme des staatlich garantierten Anlegerschutzes zu verzichten, sofern sie sich dessen nur bewußt sind.

#### VIII. Ausblick

Es ist noch zu früh, um ein endgültiges Urteil über die Bedeutung des Big Bang für den internationalen Kapitalmarkt und für die britische Wirtschaft abzugeben. Bereits heute zeigt sich jedoch, daß die Deregulierung des britischen Wertpapierhandels dazu geführt hat, daß sich ausländische Banken verstärkt am britischen Aktienmarkt engagiert haben. Die zunehmende internationale Nachfrage nach britischen Wertpapieren senkt tendenziell die Kapitalkosten der Unternehmen und begünstigt die Realkapitalbildung. Deutlich erkennbar ist darüber hinaus das Bestreben, die Position Londons als internationales Finanzzentrum weiter auszubauen. Die Deregulierung schuf hierfür die notwendigen Voraussetzungen. Durch die Einführung eines modernen Kursinformations- und Wertpapierhandelssystems ist die technische Leistungsfähigkeit des Marktes erhöht worden. Das weitere Wachstum des Londoner Handelsplatzes wird davon abhängen, ob es gelingt, eine Machtbalance zwischen den einzelnen Wertpapierhändlern, den Selbstverwaltungskörperschaften und dem staatlichen Aufsichtsgremium über diese Körperschaften zu entwickeln, die

den Investoren und Händlern ein hohes Maß an Handlungsfreiheit garantiert und doch verhindert, daß es zu Unregelmäßigkeiten im Handel kommt, die den gesamten Finanzplatz in eine Vertrauenskrise stürzen.

Der Finanzplatz Bundesrepublik Deutschland wird angesichts der starken ausländischen Konkurrenz ein Abwandern des Wertpapierhandels und der in diesem Bereich tätigen Banken und Anlageverwaltungen nur vermeiden können, wenn rasch ein nationales computergestütztes Handelssystem verfügbar ist und wenn noch vorhandene Beschränkungen im Kapitalmarkt aufgehoben werden, d.h. insbesondere Termin- und Optionsgeschäfte getätigt werden können. Die deutschen Banken ihrerseits werden ausländische Anleger nur dann dauerhaft für den deutschen Kapitalmarkt gewinnen können, wenn sie über das bisherige Maß hinaus die Fähigkeit entwickeln; fundierte Unternehmensanalysen und Ertragsschätzungen vorzunehmen und zu veröffentlichen, auf deren Grundlage Investitionsentscheidungen getroffen werden können. Dies erfordert andere Bewertungsmaßstäbe, als sie bei Kreditwürdigkeitsprüfungen sinnvoll sind. Sofern die genannten Reformen in der Bundesrepublik verwirklicht werden, könnte der hiesige Finanzplatz sogar Wettbewerbsvorteile gegenüber London aufweisen: Die hohe inländische Ersparnis, die stabile Währung und ein hohes Maß an wirtschaftspolitischem Konsens sind Pluspunkte, die dann zum Tragen kämen.

Literaturverzeichnis

- BANK OF ENGLAND, "The future structure of the gilt-edged market: official operations". Quarterly Bulletin, Vol. 26, 1986, No. 4, S. 569-574.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), Statistics in External Indebtedness: Bank and Trade-Related Non-Bank External Claims in Individual Borrowing Countries and Territories at End-June 1986. Basel 1987.
- BANNOCK, Graham, Alan DORAN, Going Public. A Report on the Markets in Unlisted Securities. The Economist Intelligence Unit, Special Report, 224, London 1985.
- COMMITTEE TO REVIEW THE FUNCTIONING OF FINANCIAL INSTITUTIONS (Wilson-Committee), Second Stage Evidence. Vol. 4: The Stock Exchange - Bank of England. London 1979.
- DENNIG, Ulrike, "Die Entstehung von Weltfinanzzentren - untersucht an der traditionellen Konkurrenzsituation zwischen London und New York". Hamburger Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, Vol. 30, 1985, S. 209-231.
- THE ECONOMIST, London, lfd. Jgg.
- GOWER, L.C.B., Review of Investor Protection. Report: Part 1. London 1984.
- INVESTORS CHRONICLE, London, lfd. Jgg.
- SCHLESINGER, Helmut, Kapitalmarkt, Kapitalbildung und Kapitalallokation. Vortrag, gehalten auf der Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik am 15.09.86 in München. München 1986, unveröff. Manuskript.
- STOCK EXCHANGE [a], Membership and the Constitution. London 1985.
- [b], The Stock Exchange. A marketplace for tomorrow. London 1986.
- [c], The Stock Exchange Fact Sheet. London, lfd. Jgg.
- [d], The Stock Exchange Quarterly. London, lfd. Jgg.
- THOMAS, W.A., The Big Bang. Oxford 1986.
- VALENTINE, Stuart, "The U.K. Equity Market". In: Abraham M. GEORGE, Ian H. GIDDY (Eds.), International Finance Handbook, Vol. 2. New York 1983, S. 6.3.1-6.3.44.
- WEICHERT, Ronald, Mehr Risikokapital durch Erleichterung des Börsenzugangs für Unternehmen. Institut für Weltwirtschaft, Kieler Diskussionsbeiträge, 116, Oktober 1985.