
 AM ANFANG WAR DER URKNALL

Rezension von: Raymund Scheffrahn,
Gestaltung einer wettbewerbsfähigen
Börse Schweiz, Verlag Paul Haupt,
Bern, Stuttgart, Wien 1992,
296 Seiten, Sfr 54,-.

Wenn schon nicht Initialzündung, so war und ist der Londoner „Big Bang“ sicherlich ein Motor in der Diskussion um Börsenreform, -de- und -reregulierung. Der gestiegene Reichtum der westlichen Volkswirtschaften, die höhere Mobilität des Kapitals und nicht zuletzt die Möglichkeiten der modernen Datenverarbeitung und -übertragung haben zu einem intensiven internationalen Wettbewerb zwischen Börsenplätzen um anlagewilliges Kapital (und um Notierungen) geführt. Die Wettbewerbsfähigkeit einer Börse wurde damit zum Schlagwort. Diese Wettbewerbsfähigkeit kann aber nicht mehr als ein einmal zu erreichendes Ziel angesehen werden, sondern muß im Sinne Scheffrahns Leitwortes „the only constant is change“ als dynamisches Konzept, also in Relation zu anderen Börsen und/oder über die Zeit betrachtet werden.

Im wesentlichen auf Ansätzen der Mikrostruktur und von Transaktionskosten bespricht das Buch in seinem theoretischen Teil Begriffe der Effizienz im Börsenhandel und diskutiert mehrere Merkmale und Indikatoren, um anhand dieser ein Panoptikum über die wichtigsten internationalen Börsenplätze zu geben.

Die Stärke des Buches liegt dabei aber nicht in einer erschöpfenden Behandlung theoretischer Ansätze (auch mangels einer geschlossenen und hinreichend empirisch überprüften Theorie). Vielmehr versucht der Autor Be-

stimmungsfaktoren und Elemente des Börsendesigns immer zwischen zwei Polen zu diskutieren, ohne rezepthafte Empfehlungen abzugeben, die aufgrund unterschiedlicher institutioneller Rahmenbedingungen auch notwendigerweise ihr Ziel verfehlten. Neben den Einflüssen auf die Anwendbarkeit verschiedener Ansätze bestimmen diese institutionellen Voraussetzungen auch meist, wem solchermaßen erzielte Effizienzgewinne zufließen (allerdings eine Frage, die den Rahmen des Buches wahrscheinlich gesprengt hätte). Da institutionelle und regulative Rahmenbedingungen für das Börsendesign (zumindest zum Großteil) exogene Faktoren darstellen, erwähnt sie Scheffrahn (leider) nur am Rande und insoweit, als sie die Elemente des Börsendesigns berühren.

„Die grundlegenden Probleme bei der Gestaltung der Börse Schweiz zu zeigen und einen Vorschlag zu erarbeiten, der die mit Hilfe der Elektronik realisierbaren Möglichkeiten berücksichtigt“ (S. 275), ist erklärtes Ziel des Buches. Die Elemente, die Scheffrahn dazu beleuchtet, sind Handelsintermediation, Fragmentierung vs. Konsolidierung, Preisbestimmung, Transparenz bezüglich Marktgeschehen, Marktüberwachung, Abwicklung und Einsatz von Elektronik. Exemplarisch seien hier nur einige der Punkte angeschnitten.

Das Buhlen um institutionelle Händler, die ihre Blöcke diskret unterbringen wollen, um nicht durch die Größe der Aufträge Preissprünge zu verursachen, die sie entweder direkt (im auftragsgesteuerten Handel) oder durch erhöhte Geld-Brief-Differenzen, die ein market maker verlangt, um sein Plazierungsrisiko abzudecken, hat dazu geführt, daß Reportingvorschriften für den außerbörslichen Handel (wo sie bestehen) gelockert werden. Dies ist langfristig auch für institutionelle Anleger insofern problematisch, als die von ihnen nachgefragte Liquidität umso weniger

angeboten werden wird, je weniger kleinere Anleger auf die Transparenz des Marktes und dadurch letztlich auf die „Richtigkeit“ der Preise vertrauen können.

Dem konnte zum Beispiel dadurch Abhilfe geschaffen werden, daß man im von Scheffrahn vorgeschlagenen, möglichst weit öffentlich zugänglichen, elektronischen Auftragsbuch große Blöcke dadurch „versteckt“, daß die Blöcke zerlegt, und nach Erfüllung eines Teiles der nächste, identische Auftrag automatisch erscheint. Dieses elektronische Auftragsbuch ließe sich auch noch für zwei weitere Probleme einsetzen, nämlich zur Bekämpfung des Insiderhandels und zur örtlichen Konsolidierung (auch auf europäischer Ebene). Durch die Aufzeichnung eines audit trails könnte jedem Auftrag bis zum Auftraggeber nachgegangen werden. (Bei der Existenz anonymer Wertpapierkonten müßte man sich allerdings fragen, wie die Verfolgung eines solchen aussähe.)

Der stark fragmentierte europäische Markt könnte mit einem vernetzten, elektronischen Auftragsbuch auch ohne einer „Europäischen Börse“ konsolidiert werden (vgl. „The Economist“, 19. Juni 1993, S. 21 ff.), wenn in diesem Auftragsbuch Preispriorität gewährleistet ist. Eine starke örtliche Fragmentierung läßt nämlich erhebliche Effizienzverluste in der Preisbildung, zu geringe Liquidität für institutionelle Anleger und zu geringe Transparenz für Anleger, die über keine entsprechenden Arbitragemöglichkeiten verfügen, vermuten. Daneben könnten die europäischen Börsen auf diese Art Marktanteile verteidigen oder wieder zurückgewinnen, die sie an Anbieter globaler, elektronischer Handelssysteme bereits verloren haben bzw. weiter zu verlieren drohen.

Erwähnt sei noch die Diskussion um den Einfluß der zeitlichen Konsolidierung, also periodischer vs. permanenter Handel, und einer einheitlichen Ti-

telstruktur auf Volatilität, Preisbildungseffizienz und Liquidität. Während das Urteil bezüglich der Titelstruktur ähnlich ausfallen muß wie bezüglich örtlicher Fragmentierung, nämlich daß das Vorhandensein von nicht selten drei Titeln für ein Unternehmen gleichzeitig (Stamm- und Vorzugsaktien sowie Partizipations-scheine) nicht gerade als transparenz- und liquiditätsfördernd anzusehen ist, muß die Frage der zeitlichen Konsolidierung differenzierter betrachtet werden. In eher umsatzschwachen, daher illiquiden Titeln kann ein periodischer Handel die Liquidität dadurch fördern, daß sich zeitlich zufallsverteilte Aufträge eher „treffen“ und so gleichzeitig Überschußvolatilität aus dem Markt nehmen. Hingegen dürften in umsatzstärkeren Titeln die Möglichkeit, erarbeitete Informationen rasch umzusetzen und die Konkurrenz zwischen Börsen sowie der Börsen zu Anbietern globaler, elektronischer Handelsnetze eher für einen permanenten Handel sprechen. Ein Problem, dessen sich die Gestalter einer Börse in beiden Systemen anzunehmen haben, soll ein Börsenplatz nicht an Glaubwürdigkeit und damit an Attraktivität verlieren, sind Manipulationen der Preise durch Scheinaufträge im periodischen Handel und durch „front running“ der Händler bei Kundenaufträgen im permanenten Handel.

Wie Scheffrahn aber in seinem Schlußwort betont, kann ein Börsendesign nicht Liquidität schaffen, sondern lediglich auf den Markt bringen und einen „nötigen Impuls geben, um aus dem Perpetuum von fehlendem Interesse, tiefer Risikobereitschaft, geringer Liquidität und deshalb weiter reduziertem Interesse auszubrechen“ (S. 276).

Abschließend ist zu bemerken, daß das Buch durch seine breiten und umfassenden Darstellungen der theoretischen Ansätze und der Ausgestaltung der wichtigsten Börsen einerseits einen guten Überblick für Spezialisten

auf diesem Fachgebiet und andererseits einen guten Einstieg für Interessierte bietet. In beiden Fällen hätte

dem Benutzer jedoch ein Personen- und Sachregister zum Vorteil gereicht.
Thomas Zotter