

Bernd Rudolph

Sehr geehrte Frau Breuer, sehr geehrter Herr Dr. Breuer,
meine Damen und Herren,
meine folgenden Überlegungen zur Kapitalmarktentwicklung richten sich auf den Finanzplatz Deutschland, wie ich ihn als Bonner Ökonom Ende der 1970er, in den 80er und zu Beginn der 90er Jahre erlebt habe, also der Zeit, in der Sie, Herr Dr. Breuer, sich bereits als Direktor der Leiter der Börsenabteilung der Deutschen Bank einen Namen gemacht hatten, bis Sie 1985 zum Mitglied des Vorstands der Deutschen Bank ernannt wurden und 1993 den Aufsichtsratsvorsitz der Deutschen Börse übernahmen.

Der genannte Zeitraum war nicht nur für Dr. Breuer persönlich ein besonders wichtiger Abschnitt seiner beruflichen Karriere, sondern gleichzeitig eine ebenso aufregende Zeit für Entwicklung des Kapitalmarktes und die Erforschung des Kapitalmarktgeschehens in Deutschland. In meinem Vortrag will ich aus Zeitgründen die Praxis der Kapitalmarktentwicklung auf die Entwicklung der Börsenlandschaft verengen. Dieser Entwicklung hat Dr. Breuer in der genannten Zeit nachhaltig zum Durchbruch verholfen. Die Deutsche Börse wurde auch aus heutiger Sicht ein Erfolgsmodell. Um die Bedeutung dieses Durchbruchs richtig einordnen und würdigen zu können, möchte ich mit ein paar Schlaglichtern auf den damaligen Stand und die spannende Entwicklung der Finanzierungs- und Kapitalmarkttheorie in den 1970er und 80er Jahren beginnen und nehme dabei die Perspektive des Kapitalmarkttheoretikers ein.

Aus dem Blickwinkel der Frankfurter Praxis traf Ende der 1970er Jahre die Einschätzung überaus zu, viele Ökonomen arbeiteten mit mathematischen Modellen, die die Realität in entscheidenden Punkten nicht adäquat abbilden könnten. Man kann darüber streiten, ob diese Kritik ganz und gar oder nur ansatzweise galt. Einige streiten sich darüber auch heute noch. Ich jedenfalls war stolz, von einer durch ihre theoretische Ausrichtung bekannte Fakultät in Bonn zu kommen und nicht nur durch die für die Betriebswirtschaftslehre damals dominierende deskriptive Sichtweise geprägt worden zu sein.

Eine besonders wichtige, für unsere Überlegungen im Rahmen der Theorie vielleicht sogar entscheidende Voraussetzung war die Annahme eines vollkommenen Kapitalmarktes. Das galt für Rechenkalküle der Investitionsplanung bei unsicheren Erwartungen ebenso wie für viele mikro- und makroökonomischen Modelle. Es war eine äußerst praktische Annahme, die Annahme vollkommener und effizienter Kapitalmärkte. Die Probleme, die ich dann später in Frankfurt kennengelernt habe, waren eigentlich per definitionem bereits gelöst. Welche Bedeutung hatte die Annahme?

Formale mathematische Gleichgewichtsmodelle hatten in der Finanzierungstheorie – keineswegs nur in Bonn - ihren festen Platz. Das von Modigliani und Miller aufgestellte und bewiesene Theorem von der Irrelevanz der Verschuldung für den Marktwert von Unternehmen von 1958 hatte uns gelehrt, dass wir nicht den Blick auf einzelne Finanzierungsbestandteile oder Instrumente werfen durften, sondern eine Gesamtbewertung von Unternehmen vornehmen sollten.¹

¹ Vgl. Rudolph (2006), S. 97.

Das Theorem ist damals unter verschiedenen Bedingungen, die die Annahme der Vollkommenheit des Kapitalmarktes abschwächen, bewiesen worden, und gilt auch heute noch als Grundlage vieler Überlegungen. Martin Hellwig hat zum Beispiel das Theorem im Zuge der letzten Finanzkrise dazu genutzt deutlich zu machen, dass die Realisierung eines Eigenkapitalanteils von 25 oder 30 Prozent bei den Banken keine Katastrophe darstellen muss, da auf der Basis dieses Theorems vermutet werden kann, dass der mit abnehmender Verschuldung höhere Block an Eigenkapitalkosten durch eine in etwa gleich hohe Entlastung bei den Fremdkapitalkosten verbunden sein wird und als positiver Gesamteffekt zu berücksichtigen ist, dass der Anreiz zu einer risikobehafteten Anlagepolitik deutlich vermindert wird.²

In der zunächst auf der Annahme vollkommener Märkte aufbauenden Kapitalmarkttheorie, die in den 1960er Jahren von Sharpe, Lintner und Mossin entwickelt worden war, wurde eine für uns ebenso einleuchtende wie bestechende Beziehung zwischen der erwarteten Rendite und dem Risiko eines Wertpapiers im Kapitalmarktgleichgewicht, seinem systematischen Risiko, hergestellt.³ Das Capital Asset Pricing Model, kurz CAPM, konnte für einen breiten Anwendungsbereich fruchtbar gemacht werden und ist auch heute noch Standardstoff in der akademischen Ausbildung im Finance Bereich. In der Praxis wird es beispielsweise in den Basismodellen des Portfoliomanagements genutzt, aber auch in der Risikosteuerung der Banken z. B. in RAROC- oder RORAC-Kennziffern. Die Annahme eines vollkommenen Kapitalmarktes ist also durchaus auch für die Praxis von Bedeutung.

² Vgl. Admati / Hellwig (2013).

³ Vgl. Rudolph (2006), S. 81.

Parallel zum CAPM wurde die These von der Informationseffizienz des Kapitalmarktes diskutiert. Ein solcher Markt zeichnet sich dadurch aus, dass er u. a. ohne Transaktionskosten und Kosten der Informationsbeschaffung betrieben wird. Fama hatte 1970 den Stand der Forschung zusammengefasst und dabei postuliert, dass an einem solchen informationseffizienten Markt die Kurse aller Finanztitel stets alle verfügbaren Informationen vollständig und augenblicklich widerspiegeln. Im Ergebnis konnte bei schwacher Informationseffizienz kein Chart-Analyst, bei mittelstrenger Effizienz keine Fundamentalanalyse und bei strenger Informationseffizienz nicht einmal ein Insider überdurchschnittliche Gewinne erzielen. Alle Informationen waren im Kurs bereits verarbeitet.⁴

In den 1970er Jahren, und damit komme ich zu einem für die Praxis besonders wichtigen Beitrag der Theorie, wurden nicht nur die These von der Informationseffizienz des Kapitalmarktes und das CAPM als Bewertungsmodell entwickelt, sondern auch die sog. Black-Scholes Formel zur Bewertung von Optionen als derivative Finanztitel bewiesen. Mit dem 1973 veröffentlichten Black-Scholes-Modell stand endlich ein geschlossener Ansatz zur Bewertung derivativer Finanztitel zur Verfügung, der später in der Praxis vielfältige Anwendung fand. Auch das Black-Scholes-Modell unterstellt einen vollkommenen Kapitalmarkt bzw. arbitragefreie Märkte.

Wir brauchen unseren Blick nicht auf die Analyse liquider Anlagen, d. h. insbesondere börsengehandelter Finanztitel zu beschränken, um die große Bedeutung der Vollkommenheitsannahme zu verstehen. Die sog.

⁴ Fama, Shiller und Lars Peter Hansen wurden 2013 für ihre Arbeiten zur Effizienz von Märkten und Preisen mit dem Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften ausgezeichnet.

Marktzinsmethode, die seit Beginn der 1980er Jahre die Grundlage für die Kostenrechnung der Banken wurde und die damals noch verbreitete Schichtenbilanzmethode ablöste, schließt aus den Abweichungen der vereinbarten oder vereinnahmten Zinsen gegenüber dem aktuellen Kapitalmarktzins auf die Profitabilität einzelner Geschäfte und Kundenverbindungen. Die Annahme eines vollkommenen Kapitalmarktes lieferte auch in der Bankplanung die Benchmark für die Erfolgsmessung wie für die Steuerungskalküle der Banken. Die Leistungsfähigkeit vieler unserer Modelle, jener von früher wie auch zahlreicher Modelle von heute, steht und fällt also mit der Gültigkeit bzw. approximativen Gültigkeit der Annahme eines vollkommenen Kapitalmarktes. Kapitalmärkte sind zwar nicht ganz vollkommen und effizient, das war uns auch damals klar. Unvollkommenheiten konnten aber weitgehend mit nachgelagerten Störterminen erklärt werden und wurden weitgehend vernachlässigt.⁵

Will man unsere Begeisterung für die Welt der vollkommenen Märkte heute noch verstehen, so kann man in das lesenswerte Buch von Peter L. Bernstein von 1992 hineinschauen: *Capital Ideas, The Improbable Origins of Modern Wall Street*.

Als ich Mitte der 1980er Jahre an der Johann-Wolfgang-Goethe-Universität (hieß damals so) als erster Inhaber bzw. als Initiators des Lehrstuhls für Kreditwirtschaft und Finanzierung mit den Banken, der Börsen und anderen wichtigen Institutionen am Finanzplatz Frankfurt in Kontakt kam, stellte sich der Kapitalmarkt für mich plötzlich alles andere als vollkommen und informationseffizient dar. Im Gegenteil, er war ein

⁵ Bekräftigt wurde unser Blick auf die Vollkommenheit von Märkten auch dadurch, dass das Nobelpreis Komitee die Vordenker der Finanzierungstheorie wie die erwähnten Modigliani und Miller, Scholes, Sharpe und andere mit dem Nobelpreis ausgezeichnet hatte, was ihren Erkenntnissen im Wissenschaftsbetrieb zusätzlich Auftrieb und der Hinweis auf sie dem Portfoliomanagement und Risikomanagement in der Praxis zusätzlich Legitimation verlieh.

gänzlich anderes, ein andersartiges Konstrukt als in der Theorie angenommen: so gab es viele Teilsegmente des Kapitalmarktes: Sie wiesen unterschiedliche Organisationsformen und Usancen auf, kannten andere Marktteilnehmer und andere Finanztitel, und sie wurden auch steuerlich und regulatorisch sehr unterschiedlich behandelt. Die abstrakten Marktteilnehmer stellten sich als lebendige Organismen dar, erfolgreiche und weniger erfolgreiche Banken, kleine und große Finanzinstitute, vermögende und weniger vermögende Privatpersonen. Die Akteure am Kapitalmarkt verfügten über unterschiedliche personelle und sachliche Ressourcen, zeigten ein unterschiedliches Durchsetzungsvermögen am Markt, sie verfolgten überaus unterschiedliche Strategien und Interessen, verfügten über unterschiedliche Kenntnisse und Kommunikationsfähigkeiten. Die Finanzmärkte und die Börse waren etwas anderes als der Kapitalmarkt der Theorie.

So gab es beispielsweise keine auch nur annähernd vollkommenen Derivatemärkte in Deutschland. Die Derivatemärkte steckten sogar noch tief in ihren Kinderschuhen.⁶ Dabei war zumindest der Derivatehandel in Devisen nach dem Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods bereits Anfang der siebziger Jahre durchaus kräftig in Gang gekommen. Mit dem Zusammenbruch der Herstatt-Bank in Köln 1974 war auch gleich Lehrgeld gezahlt worden.⁷ Der Gesetzgeber griff ein, in Basel wurde bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich ein kleiner Ausschuss eingerichtet, heute eine wichtige internationale Organisation, der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht.

⁶ Vgl. Rudolph (1992).

⁷ Vgl. Rudolph (2013).

In der Bundesrepublik Deutschland waren nach Kriegsende zwar die Kassamärkte für Aktien rasch wieder geöffnet worden, der Terminhandel blieb aber - mit Ausnahme der erwähnten Devisentermingeschäfte - bedeutungslos. Außerdem wurden die Devisentermingeschäfte ausschließlich zwischen den Banken, also Over the Counter gehandelt. An der Frankfurter Wertpapierbörse konnten seit 1970 zwar Optionspositionen auf Aktien eröffnet und abgewickelt werden, ein liquider Markt war das aber nicht und ein eigentlicher Handel fand mehr oder weniger nicht statt.

1984 hatte ich mit meinen Frankfurter Kollegen Rosemarie Kolbeck und Wolfram Engels eine Vortragsreihe an der Universität gestartet, auf der semesterweise ausgewiesene Praktiker vor den Studenten im damaligen Hörsaal H in der Mertonstraße ihre Überlegungen vortrugen. Am 5. Juni 1989 sprach dort der damalige Vorstandssprecher der Dresdner Bank zu dem Thema: „Wie modern ist der Deutsche Kapitalmarkt im internationalen Vergleich?“ und stellte dabei fest, dass ein besonders Beispiel für ein falsch lanciertes Produkt der deutsche Rentenoptionshandel bildete, der von Beginn an keine Akzeptanz fand.⁸

Seit in den USA die Chicago Board Options Exchange gegründet worden war, gilt der 26. April 1973 mit Fug und Recht als eigentliche Geburtsstunde des börsenmäßigen Derivatehandels. Der Grund für den Rückstand in Deutschland lag im Wesentlichen darin begründet, dass hier das Geschäft nicht praxisgerecht organisiert und standardisiert war. Weder

⁸ Vgl. Röller (1989), S. 39. Am 1. April 1986 war nämlich in Frankfurt ein Optionsmarkt für Optionen auf festverzinsliche Wertpapiere eröffnet worden. Als sichtbares Zeichen dieser Neuerung wurde in einer Zeitung der Platz für eine Tabelle reserviert, aus der man die Preise und Umsätze in den einzelnen Optionsarten immer aktuell entnehmen können sollte. Nach einiger Zeit wurde die Tabelle, in der es meiner Erinnerung kaum oder gar keine Einträge gegeben hatte, wieder entfernt. In der Presse wurde der damals gestartete Rentenoptionshandel teilweise sehr heftig kritisiert und als „Gipfel des Dilettantismus“ und „Paradebeispiel dafür, wie man Terminhandel nicht aufzieht“, hingestellt. Man musste dem Problem des Derivatehandels in Deutschland anderweitig zu Leibe rücken.

Fälligkeiten noch Basispreise der Optionen waren hinreichend standardisiert, so dass es auch nie zu einem wirklich funktionierenden Sekundärhandel kommen konnte. Für den Misserfolg des Terminhandels in Deutschland waren neben der mangelhaften Standardisierung noch weitere Faktoren verantwortlich, die angegangen werden mussten:

- erstens das ungenügende rechtliche Umfeld mit der Möglichkeit des Differenzeinwands, das erst 1989 durch die Einführung der „Termingeschäftsfähigkeit kraft Information“ abgelöst wurde,
- zweitens die engen Restriktionen für Versicherungen und Investmentgesellschaften in Bezug auf den Einsatz von Derivaten,
- drittens das Fehlen von Market Makern am deutschen Markt sowie
- viertens schließlich auch das Fehlen eines zentralen Kontrahenten.⁹

Darüber hinaus wurden auch Mängel im Know-how der Bewertung von Optionen beklagt und von wissenschaftlicher Seite auch bestätigt.¹⁰

Der Berliner Wirtschaftshistoriker Holtfrerich konstatiert in seiner Geschichte des Finanzplatzes Frankfurt, dass Frankfurt Ende der achtziger Jahre im Konzert der europäischen Finanzzentren nur die zweite Geige spielte und hörbare Misstöne produzierte: „Bei den wichtigsten Wettbewerbsfaktoren Börsenstruktur, Markttransparenz, Transaktionskosten, Produktvielfalt, Innovation und Deregulierung erteilten internationale Banken Frankfurt regelmäßig schlechtere Noten als den Konkurrenten London und Paris. ... Seit dem Big Bang Mitte der achtziger Jahre übte London eine immer größere Sogwirkung auf den Handel in deutschen

⁹ Vgl. Walter (2009), S. 114. Vgl. auch die Übersicht über die gesetzgeberischen Initiativen durch die Börsengesetznovelle vom 11. Juli 1989, die der DTB schließlich den erfolgreichen Start ermöglichten.

¹⁰ Vgl. Bühler (1990), S. 96.

Blue Chips aus. Bis zu 20% der Umsätze in Werten wie Siemens, Daimler-Benz oder Deutsche Bank flossen über den Kanal in die City.“¹¹

Der Weg zu einem leistungsfähigen Optionshandel an der Börse konnte also einerseits kein leichter werden. Andererseits war das Ziel einer leistungsfähigen Handelsplattform durchaus anspruchsvoll und mit jenem Bild vergleichbar, das ich gerade als die Annahme eines vollkommenen und informationseffizienten Kapitalmarktes beschrieben habe. Nur war dieser Kapitalmarkt nicht die ebenso zweckmäßige wie leichtfüßige Annahme von Theoretikern, sondern die Zielmarke der Praxis, sich im Wettbewerb gegenüber in- und ausländische Börsen, aber auch gegenüber dem außerbörslichen Telefonhandel, dem Over-the-Counter-Geschäft, zu behaupten bzw. erst durchzusetzen.

Um die Defizite des etablierten Optionsgeschäfts an der Börse abzubauen, wurde 1987 ein Arbeitsausschuss für den Optionshandel an der Frankfurter Wertpapierbörse unter dem Vorsitz des für den Börsenhandel in der Deutschen Bank zuständigen Vorstands Dr. Rolf-E. Breuer eingerichtet. Gemeinsam mit der Unternehmensberatungsgesellschaft Arthur Andersen & Co. wurde der Ausschuss mit der Prüfung der Realisierbarkeit einer deutschen Terminbörse für Optionen und Finanzterminkontrakte beauftragt. Die dazu angestellte Befragung wichtiger Marktakteure ergab insbesondere hinsichtlich der gewünschten Handelsform – traditioneller, computergestützter Präsenzhandel oder vollcomputerisierter Handel – kein einheitliches Bild, man war in einer schwierigen Situation. Einige Banken wiesen auf die hohen Anlaufkosten hin, andere befürchteten Kommissionseinbußen. Da die DTB-Konzeption als ordergetriebenes Handelssystem die Funktion des Maklers ausschloss, kam natürlich von

¹¹ Holtfrerich (1999), S. 297.

dieser Seite Widerstand gegen das Projekt Computerbörse auf. Die Existenz des bereits funktionierenden Computerhandels an der SOFFEX in der Schweiz erwies sich als „Glücksfall“, da die SOFFEX als überzeugendes Vorbild für den Handel in Deutschland fungieren konnte.

Mein Kollege Hartmut Schmidt aus Hamburg hat in dem vom Institut für Bank- und Finanzgeschichte hier in Frankfurt initiierten Band über Schlüsselereignisse der deutschen Bankengeschichte, die damalige entscheidende Rolle von Dr. Breuer herausgearbeitet:

„Das Projekt SOFFEX zeigte, wie man einen innovativen Börsenhandel etablieren kann, auch wenn es im Lande bereits mehrere unabhängige Börsen gibt. Man gründet eine neue, vollelektronische Börse. Es ist Rolf-E. Breuer zu verdanken, dass Deutschland dem Schweizer Vorbild folgte. Er wagte den Vorstoß in Deutschland, er kannte die Pläne und Überlegungen in der Schweiz. Wegen der engen Geschäftsbeziehung zwischen Deutscher Bank und der Schweizerischen Kreditanstalt hatte Breuer guten Kontakt zu Jörg Fischer, dem Architekten und Strategen der Neuordnung im Schweizerischen Börsenwesens. In Frankfurt konnte Breuer als Vorstandmitglied des Branchenführers darauf bauen, dass die Wertpapiervorstände anderer großer Banken ihm folgen würden. Breuer kannte 1987 auch die anfangs geheimen Pläne der LIFFE, einen Kontrakt auf Bundesanleihen einzuführen. Zum Handel deutscher Wertpapiere im Ausland sage er später: Nicht regionale Arenen, sondern Europa sei künftig das Terrain, auf dem – härter denn je – um den Anleger gekämpft werden würde.“^{12/13}

¹² Schmidt (2013), S. 418.

¹³ Auch Dr. Jörg Franke, der ab Mitte 1988 den Auftrag hatte, die neue vollelektronische Terminbörse aufzubauen, die dann am 26. Januar 1990 ihre Tätigkeit aufnahm, und deren erster Geschäftsführer er wurde, Dr. Franke sieht in einem Interview in der Deutschen Bank unter der Federführung von Dr. Breuer in Verbindung mit anderen Großbanken sowie der DG- und DGZ-Bank die treiben-

1990 war aber nicht nur die Geburtsstunde der DTB, also der heutigen Eurex mit ihrem vollelektronischen Handelssystem, sondern auch der Startpunkt zur Gründung der Deutschen Börse. Am 1. August 1990 wurde die von den Banken und Kursmaklern gegründete Frankfurter Wertpapierbörse ins Handelsregister eingetragen. Dabei übertrug der Börsenvorstand die Trägerschaft der Frankfurter Wertpapierbörse als Anstalt des öffentlichen Rechts von der Industrie- und Handelskammer auf die Frankfurter Wertpapierbörse AG, ein Schritt zur sog. Mutualisierung der Börse, wie er in etlichen Ländern bereits vollzogen war und in anderen noch vollzogen werden sollte. Dabei ging es um die Transformation der börslichen Eigentümer- und Governance-Strukturen von einem geschlossenen in ein offenes System. Am 11. Dezember 1991 wurde die Frankfurter Wertpapierbörse in Deutsche Börse AG umbenannt.

Werner G. Seifert (von 1993 bis 2005 Vorstandsvorsitzender der Deutschen Börse AG) und Hans-Joachim Voth (heute Professor an der Universität Zürich) haben in ihrem Beitrag zum Buch *Mr. Kapitalmarkt*, das 2002 anlässlich des Ausscheidens von Dr. Breuer aus dem Vorstand der Deutschen Bank herausgegeben wurde, diesen Demutualisierungsprozess sehr sprechend beschrieben:

Wie eine Gruppe von Venture Capitalists unter Führung von Rolf-E. Breuer die Deutsche Börse in ein normales Unternehmen transformiert hat.

den Kräfte hinter der Neuaufstellung der Terminbörse als reine Computerbörse. Eine ausführliche Darstellung der Entwicklung der Deutschen Terminbörse DTB / Eurex im Kontext der europäischen Terminbörsen findet man in der von Prof. Plumpe betreuten und 2009 veröffentlichten Dissertation von Lars O. Walter über Derivatisierung, Computerisierung und Wettbewerb. Walter beschreibt und analysiert die Entwicklung der DTB/Eurex zwischen 1990 und 2001 vor dem Hintergrund der tiefgreifenden Umwälzungen an den Finanzmärkten und den harten Auseinandersetzungen, vor allem während der „battles for the benchmarks“ mit den europäischen Konkurrenten.

„Börsen gehören zu den schwerfälligsten und konservativsten Unternehmen der Wirtschaftsgeschichte. Vom 16. Jahrhundert bis in die 80er Jahre des vergangenen Jahrhunderts hat sich kaum etwas geändert an der Art und Weise, wie Preise festgestellt, Transaktionen abgewickelt und Börsengeschäfte gemacht wurden. Kein Handel ohne physische Präsenz an einem Ort – meist in einem stattlichen Gebäude. Käufer und Verkäufer feilschten mit großem stimmlichen Einsatz um Preise. Ein Paar Stunden nur und schon gingen sie – mit einem kleinen Umweg in die Kneipe an der Ecke – wieder nach Hause. Die letzte große Veränderung kam mit der Erfindung des Telegrafens; er brachte entfernt gelegene Märkte näher zusammen. Von dieser einen Neuerung einmal abgesehen, hätte sich der portugiesische Mathematiker Joseph Penso de la Vega, der 1688 das erste Buch über die Arbeitsweise der Börsen schrieb, auch 300 Jahr später an einer europäischen oder US-amerikanischen Börse wie zu Hause gefühlt.“

Aus diesem Dornröschenschlaf wurde der Börsenhandel in den vergangenen 15 Jahren erweckt: Elektronische Orderbücher und der standort-unabhängige Zugriff auf die Handelssysteme (Remote Access) haben den Preisfindungsprozess revolutioniert; der Präsenzhandel hat fast völlig an Bedeutung verloren. Die durchschnittliche Clearing- und Settlementorganisation erinnert heutzutage mehr an ein Nasa-Kontrollzentrum als an eine Buchhaltung.¹⁴ (Seifert / Voth , S. 135)

Die Frankfurter Wertpapierbörse war zuvor gesellschaftsrechtlich ein Teilbetrieb der Industrie und Handelskammer und durch die Identität von Eigentümern und Handelsteilnehmern geprägt, also durch eine genossenschaftliche, nicht gewinnorientierte Struktur, deren Willensbildung nach dem Prinzip „one member one vote“ erfolgte. In den siebziger Jah-

¹⁴ Seifert / Voth ((2002), S. 135.

ren zeigte sich immer deutlicher, dass Wertpapierbörsen mit geschlossenen Eigentümerstrukturen ökonomische Ineffizienzen aufwiesen und die Tendenz hatten, Partikularinteressen zu Lasten der gesamtbörslichen Effizienz durchzusetzen.¹⁵ Insoweit konnten sie auch kaum den Erfordernissen der anspruchsvollen technologischen Entwicklungen entsprechen. Wieweit nun die Mutualisierung gehen sollte, war damals umstritten.

Ich zitiere hier gern unkommentiert Michael Hauck aus seinem schönen Büchlein Frankfurter Allerlei, das in diesem Jahr auf der Basis früherer Beiträge herausgekommen ist: „Bei der Gründung der Deutsche Börse AG und für deren Konzeption wichtig war die Schaffung von vinkulierten Namensaktien. So konnte man verhindern, dass die Zusammensetzung der Aktionäre der Börse für sie zu Problemen führen könnte, wie es nun ja nach Abschaffung der Vinkulierung und nach Einführung der Aktien an der Börse eingetreten ist. Mit Abschaffung der Vinkulierung hat man den Rubikon überschritten, d. h. man hat eine kaum noch beeinflussbare Entwicklung eingeleitet. Für die Aktionäre der Deutsche Börse AG, die ihre Aktien nach dem Börsengang verkauft haben, brachte der Börsengang jedenfalls hohe Gewinn. Gilt das aber auch für das Börsenwesen im Allgemeinen und aus ordnungspolitischer Sicht?“¹⁶

Die neue Gesellschaft erhielt jedenfalls sämtliche Anteile der Deutschen Terminbörse DTB und des Deutschen Kassenvereins, der im April 1997 in der Deutsche Börse Clearing AG aufging, einer Vorläufergesellschaft der heutigen Clearstream International S.A. als Abwicklungs- und Verwahrungsgesellschaft sowie als Zentral-Verwahrer.

¹⁵ Vgl. Hart / Moore 1996 sowie Treptow (2004).

¹⁶ Hauck (2017). S. 138-139.

Die Naivität der Annahme, Finanz- und Börsenmärkte seien mehr oder weniger vollkommen, bestand im Übrigen auch darin, dass die Zulässigkeit dieser Annahme nicht in Abhängigkeit davon gesehen wurde, dass die geschickte institutionelle Ausgestaltung der Börse erst die Annahme eines vollkommenen Marktes approximativ gültig machen kann. Der Preisbildungsprozess kann ja nicht als solcher effizient sein, sondern bedarf einer institutionellen Gestaltung, über die von der Börse entschieden werden muss und die zahlreiche Implikationen für die Marktteilnehmer und den Preisbildungsprozess beinhaltet. Da ging es damals wie heute beispielsweise um die zulässige Art der Auftragserteilung, also um die Möglichkeit der Erteilung unlimitierter oder limitierter Aufträge, von Stop-Aufträgen und bedingten Aufträgen, aber auch um die Gültigkeitsdauer von Aufträgen. Soll die Gültigkeit nach dem Ablauf des Handelstags, nach wenigen Sekunden oder auf Widerruf enden? Muss nicht die Gültigkeitsdauer von der Art der Transaktion abhängig sein? Es ging auch um das Handelsverfahren, also zum einen um die Anzahl möglicher Handelszeitpunkte und zum anderen natürlich auch um die Art und Gesamtheit der Börsenmitglieder, mit denen Transaktionen zustande kommen können. Die Alternativen Market Making und / oder Auktions-system wurde damals heftig diskutiert und man kann heute an dem Zeit-tabelleau der Börse über die Transaktionsphasen erkennen, wie fein zise- liert die Abfolge der Handelsverfahren gestaltet ist: In XETRA beispiels- weise für die DAX-Titel nach dem Vorhandel um 9.00 Uhr eine Eröff- nungsauktion, dann ein Fortlaufender Handel, um 13.00 Uhr Intraday Auktion, ab 13.02 Uhr wieder Fortlaufender Handel, um 17.30 Uhr Schlussauktion und ab 17.35 Uhr Nachhandel. Schließlich ging es um die Informationspflichten im Sinne der Vor- und Nachhandelstranspa- renz, die dazu führen können, dass möglicherweise je nach Interessen- lage der Transaktionspartner sogar mehrere Marktsegmente mit unter-

schiedlichen Marktregeln unterhalten werden müssen. All diese Fragen mussten und müssen auch heute noch im Marktmodell einer Börse beantwortet werden.

In der Kapitalmarkttheorie und insbesondere in den neoklassischen statischen Gleichgewichtsmodellen wie dem CAPM werden Aussagen über die Wertpapierkurse und deren Determinanten getroffen, ohne dass das Zustandekommen der Kurse problematisiert wird. Gerade aber das ist die Leistung einer Börse und insoweit gehen das Zielbild der Praxis und die Annahmen der Theorie durchaus Hand in Hand. Nur hatten sich im akademischen Bereich eher wenige Forscher mit der Organisation des Preisbildungsprozesses an einer Börse auseinandergesetzt. In der Lehre reichte vielfach das Achsenkreuz von Angebot und Nachfragekurve, und schon erkannte man den Gleichgewichtspunkt. Erst die Theorie der Marktmikrostruktur und der Transaktionskostenansatz setzten an diesem Punkt an und machten die Organisation des Börsenhandels zu einem eigenständigen spannenden Untersuchungsgegenstand. Es gab also durchaus viele Berührungspunkte zwischen Theorie und Praxis und ich hatte damals das Glück, hie und da die Berührungspunkte beobachten zu können.

So hatte ich 1991 als Vorsitzender der Kommission Bankbetriebslehre / Finanzierung im Verband der Hochschullehrer für Betriebswirtschaft, den Geschäftsführer der Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen Dr. Rüdiger von Rosen gewinnen können, die interessierten Kommissionsmitglieder zu einem Meinungsaustausch zwischen Wissenschaft und Praxis nach Hamburg einzuladen. An diese Tagung kann ich mich wie etliche Kollegen von damals nicht nur gut erinnern, weil viele von uns überhaupt zum ersten Mal in einen ICE eingestiegen sind, sondern auch

wegen der überaus fruchtbaren Vorträge, Diskussionen und Gespräche bei dieser Veranstaltung.

Hauptredner, heute würde man sagen Keynote Speaker, war Rolf-E. Breuer mit seinem Referat „Zum aktuellen Stand der Börsenstrukturdiskussion in Deutschland.“¹⁷ Breuer erklärte in seinem Referat die Beweggründe, die zur Gründung der Deutschen Börse AG geführt hatten. Einen Monat später am 11. Dezember 1991 wurde die Frankfurter Wertpapierbörse tatsächlich in Deutsche Börse AG umbenannt. Breuer stellte damals für uns alle sehr beeindruckend die verschiedenen Facetten des Geschäftsmodells der Börse dar, die einer dringenden Erneuerung bedurften. Ein wichtiges Element des Geschäftsmodells war das Elektronische Handelssystem.

Ein Jahr nach dem Hamburger Treffen wurde ich von Dr. Breuer gefragt, ob ich als Nachfolger von Prof. Karl Häuser die Leitung des Instituts für Kapitalmarktforschung, also des heutigen Center for Financial Studies an der Goethe-Universität, übernehmen wolle. Ab 1992 konnte ich dadurch Dr. Breuer in einer anderen Funktion kennen lernen. Am Institut gab es nämlich eine Runde zur Vorbereitung des jährlichen Vortragsprogramms des Instituts, zu der wir uns unter seiner Leitung mehrmals im Jahr zusammenfanden. Ich erinnere mich insbesondere noch an Herrn von Metzler, an Herrn Frowein von der Commerzbank, Herrn Eberstadt von der Dresdner Bank, an Herrn Zaß von der DGZ-Bank und Herrn Herdt von der Börsen-Zeitung, die alle mit ihren Ideen und Vorschlägen zum Erfolg der Vortragsreihen beigetragen haben.

¹⁷ Breuer (1992)

Ich konnte hier aus Zeitgründen nicht ausführlich davon berichten, dass auch die Wissenschaft sich bemüht hat, mit der Entwicklung Schritt zu halten. Ab Mitte der siebziger Jahre drang die sogenannte Principal Agent Theory in die finanzwirtschaftliche Forschung ein und griff die Probleme ungleicher Informationsverteilung und der Durchsetzung unterschiedlicher Interessenlage von Vertragspartnern auf.¹⁸ Bedeutung bekam auch der Transaktionskostenansatz, den ich später zur Grundlage meines Kapitels „Grundfragen der Börsenorganisation aus ökonomischer Sicht“ in die Börsenreform: Eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung, einbringen konnte, das ich mit Klaus Hopt und Harald Baum zur Vorbereitung eines Finanzmarktförderungsgesetzes gemeinsam herausgeben durfte.¹⁹

Aus akademischer Sicht ist nachzutragen die Initiative einiger betriebswirtschaftlicher Kollegen von damals, die ein Schwerpunktprogramm „Empirische Kapitalmarktforschung“ bei der Deutschen Forschungsgemeinschaft beantragten und genehmigt bekamen, mit dem insbesondere drei inhaltliche Ziele verbunden waren:²⁰

- Der Aufbau einer gemeinsam zu nutzenden Datenbank für Kapitalmarkt- und Bilanzdaten. Heute sind Indizes ein wichtiger Produktbereich von Börsen.
- Die Durchführung empirischer Studien zur Verbesserung des Verständnisses der Funktionsweise der vielfältigen Segmente des deutschen Kapitalmarktes und
- Die Etablierung eines Austauschforums zu Fragen der empirischen Kapitalmarktforschung.

¹⁸ Vgl. Schmidt (1991).

¹⁹ Vgl. Rudolph / Röhrl (1997).

²⁰ Vgl. Bühler / Hax / Schmidt, S. VI.

Der Schwerpunkt ist inhaltlich später als Sonderforschungsbereich weitergeführt worden. Zahlreiche Einzelprojekte zur Kapitalmarktforschung wurden von der Deutschen Forschungsgemeinschaft gefördert. Im neuen Jahrtausend hatte die finanzwirtschaftliche Forschung den Anschluss an die internationale Forschungslandschaft weitgehend geschafft – und im Konzert der betriebswirtschaftlichen Fächer in Deutschland sogar große Anerkennung erfahren.

Heute kann ich feststellen, dass sich Theorie und Praxis sichtbar aufeinander zubewegt haben. Die Theorie kann vielfach auf die rigorosen Annahmen eines vollkommenen Kapitalmarktes verzichten und der Kapitalmarkt bzw. die Kapitalmärkte sind deutlich vollkommener, vollständiger und effizienter geworden. Die Fragmentierung ist sicher immer noch ein großes Problem, obwohl die gesetzgeberische Initiative zur Kapitalmarktentwicklung in den letzten Jahren aus dem Finanzministerium in Berlin nach Brüssel gewandert ist, so dass wir heute über EMIR und MiFID I und II diskutieren, und natürlich über die zähen Entwicklungen auf dem Weg zu einer Kapitalmarktunion.

Herr Dr. Breuer hat zum Aufbruch aus den Kinderschuhen zur Entwicklung eines leistungsfähigen deutschen Kapitalmarktes entscheidendes beigetragen, war der Impulsgeber und Treiber des Aufbruchs in eine neue Börsenwelt in Deutschland. Wir wollen ihm, der die ebenso kritischen wie wichtigen Veränderungen quasi von der ersten Stunde an vorangetrieben hat, heute für sein ideenreiches und kraftvolles Wirken Dank sagen.

Ich persönlich freue mich, dass ich mit Herrn Breuer eine kleine Wegstrecke hier in Frankfurt gemeinsam gehen konnte. Diesen Zeitraum habe ich ins Zentrum meiner Übersicht über einige mir wichtige Aspekte der Kapitalmarktentwicklung gestellt. Ich bin für diese gemeinsame Wegstrecke, auf der ich sehr viel lernen konnte, wie Sie gehört haben, außerordentlich dankbar.

Ihnen, lieber Herr Breuer, wünsche ich für die kommenden Jahre gute Gesundheit, viel Freude in Ihrer Familie und in Ihrem Freundeskreis – und natürlich auch Genugtuung über das, was aus Ihrem Wirken zur Entwicklung des deutschen Kapitalmarktes geworden ist, aus der Sicht der Praxis wie aus akademischer Sicht.

Literatur

- Admati, Anat / Hellwig, Martin (2013): *The Banker's New Clothes*, Princeton University Press 2013.
- Bernstein, Peter L. (1992): *Capital Ideas. The Improbable Origins of Modern Wall Street*, The Free Press / Macmillan 1992.
- Breuer, Rolf-E. (1992): Zum aktuellen Stand der Börsenstrukturdiskussion in Deutschland, in: Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen (Hrsg.): *Finanzmarkttheorie und Börsenstruktur*, Frankfurt 1992, S. 12-33.
- Bühler, Wolfgang (1990): Aktienoptionspreise an der Frankfurter Optionsbörse im Lichte der Optionsbewertungstheorie, in: Göppl, H. / Bühler, W./ Rosen, R. v. (Hrsg.): *Optionen und Futures*, Frankfurt am Main 1990, S. 79-100.
- Bühler, Wolfgang / Hax, Herbert / Schmidt, Reinhart (1993) Vorwort der Herausgeber zum zfbf Sonderheft 31, *Empirische Kapitalmarktforschung*, Düsseldorf 1993.
- Franke, Jörg (2001): Eurex, Stichwort in: W. Gerke / M. Steiner (Hrsg.): *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*, 3. Aufl., Stuttgart 2001, Sp. 647-660.
- Hauck, Michael (2017): *Frankfurter Allerlei, Erlebtes und Erlerntes aus neun Jahrzehnten*, Droste Verlag Düsseldorf 2017.
- Hirth, Hans (2000): *Zur Theorie der Marktstruktur*, Schäffer-Poeschel 2000.
- Holtfreich, Carl-Ludwig (1999): *Finanzplatz Frankfurt. Von der mittelalterlichen Messstadt zum europäischen Bankenzentrum*. Beck Verlag München 1999.
- Hopt, Klaus J. / Rudolph, B. / Baum, Harald (Hrsg.): *Börsenreform. Eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung*, Schäffer-Poeschel 1997.
- Röllner, Wolfgang (1989): Wie modern ist der Deutsche Kapitalmarkt im internationalen Vergleich? in: W. Engels (Hrsg.): *Institutionelle Rahmenbedingungen effizienter Kapitalmärkte*, Fritz Knapp Verlag 1989, S. 31-42.
- Rudolph, Bernd (1979): Zur Theorie des Kapitalmarktes. Grundlagen, Erweiterungen und Anwendungsbereiche des 'Capital Asset Pricing Model (CAPM)', *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* (1979), S. 1034-1067.
- Rudolph, Bernd (1992): Effekten- und Wertpapierbörsen, Finanztermin- und Devisenbörsen seit 1945, in: H. Pohl (Hrsg.): *Deutsche Börsengeschichte*, Frankfurt a. M. 1992, S. 291-375.
- Rudolph, Bernd (2006): *Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt*, Mohr Siebeck 2006.
- Rudolph, Bernd (2008): *Geschichte der Sparkassenbetriebswirtschaft*, Stuttgart 2008.
- Rudolph, Bernd (2013): Der Bankrott der Herstatt-Bank 1974, in: D. Lindenlaub / C. Burhop / J. Scholtyssek (Hrsg.): *Schlüsselereignisse der deutschen Bankengeschichte*, Stuttgart 2013, S. 402-413.

- Schmidt, Hartmut (2013). Die Entstehung der Deutschen Terminbörse 1988 und der Deutsche Börse AG 1992, in: D. Lindenlaub / C. Burhop / J. Scholtyseck (Hrsg.): Schlüsselereignisse der deutschen Bankengeschichte, Franz Steiner Verlag 2013, S. 414-440.
- Schmidt, Hartmut / Prigge, Stefan (2001): Börsenkursbildung, Stichwort in: W. Gerke / M. Steiner (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 3. Aufl., Stuttgart 2001, Sp. 391-402.
- Schmidt, Reinhardt H. (1991): Zum Praxisbezug der Finanzwirtschaftslehre, in: D. Ordelheide / B. Rudolph / E. Büsselmann (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre und ökonomische Theorie, Poeschel Verlag 1991, S. 197-224.
- Seifert, Werner G. / Voth, Hans-Joachim (2002): An der Deutschen Börse haben sich nicht nur die Kurse bewegt, in: J.-Ch. Ammann et al. (Hrsg.) Mr. Finanzplatz. Business is Movement, Piper Verlag 2002, S. 135-168.
- Walter, Lars O. (2009): Derivatisierung, Computerisierung und Wettbewerb. Die Entwicklung der Deutschen Terminbörse DTB / Eurex zwischen 1990 und 2001 im Kontext der europäischen Terminbörsen, Wiesbaden 2009.