

# auf + ab

## Die Neuordnung der Börsenstruktur in Europa



Akademischer Börsenkreis  
Universität Halle e.V.

### **Titelthema** **Börsenstruktur**

Ein interessanter  
Einblick in die jahr-  
zehntelange Um-  
strukturierung der  
europäischen Bör-  
senwelt

.Seite 10

### **Portrait** **Warren Buffett**

Wer verbirgt sich  
hinter dem legen-  
dären Orakel von  
Omaha? Ein Por-  
trait seiner Person  
und seiner Firma

Seite 15

### **Indizes** **China**

China ist das Boom-  
Land aktuell in der  
Welt. Wie stark ist  
eigentlich Chinas  
Börse?

Seite 22

### **fokus** **Terminbörsen**

Gestern unbekannt,  
heute Boom.  
Terminkontrakte  
werden immer be-  
liebter, was steckt  
dahinter?

Seite 32

# SS2008

www.boersenkreis-halle.de  
27. Ausgabe - April 2008  
Schutzgebühr: 1,50 €

# I n h a l t

4	die aktuelle Konjunktur im Überblick
7	Interview mit INSITU
10	Titelthema : die Börsenstruktur in Europa
15	Warren Buffett - das Orakel von Omaha
18	Reihe : Börse goes history
22	China im Börsenfieber
26	Vereinsleben : unser Sommersemester
27	August Herrmann Francke ökonomisch
30	Terminbörsen in Amerika
38	Sonnenschein im Solarvalley

---

Herausgeber	Akademischer Börsenkreis Universität Halle e.V. / Nr. 27 - 1/2008 / Auflage 1000 Stück
Leitung	Sandra Döpfer, Florian Spindler (publikationen@boersenkreis-halle.de)
Redaktion	Lars Matthies, André Ruhnke, Sandra Döpfer, Dennis Voigt, Oliver Patzsch, Andreas Dargatz Michael Kasper, Patrick Windrich, Dr. Eberhard Kinzel, Florian Spindler
Satz und Layout	Florian Spindler
Cover	Florian Spindler
Anzeigenleitung	Sandra Döpfer, Dennis Voigt
Auf+Ab	Die auf+ab erscheint halbjährlich. Der Preis pro Heft beträgt 1,50 Euro inkl. Versand im Inland /
Anfragen bitte an:	Akademischer Börsenkreis - Universität Halle e.V. / Große Steinstr. 73 / 06108 Halle / Tel.: 0345 - 552 29 25 info@boersenkreis-halle.de
Haftung	Den Artikeln, Empfehlungen und Grafiken liegen Informationen zu Grunde, die die Redaktion für verlässlich hält. Die Garantie für die Richtigkeit kann die Redaktion nicht übernehmen.



# E d i t o r i a l

3



## Ich krieg dich – ich krieg dich nicht!

Wer zuletzt lacht, lacht am Besten und wie das nächste Sprichwort besagt: Der Stärkere gewinnt! Bei der heutigen Wirtschaftslage ist es nicht verwunderlich, dass der Schwächere den Kürzeren zieht. Entweder man wird einfach platt gemacht und geht Pleite oder man bekommt ein tolles Angebot und wird vom Ranghöheren übernommen. So auch in der Börsenwelt. Vielleicht entstehen hier zukünftig "Kontinentalbörsen" oder gar eine große "Weltbörse"! Denn auch grenzüberschreitend haben Finanzplätze Schwierigkeiten sich vor ‚Goliath‘ zu schützen. Um sich im Wettbewerb behaupten zu können, spezialisieren sich übriggebliebene kleine Börsen immer mehr. Aber wie? Lest mehr zu dem Thema „Neuordnung der europäischen Börsenstruktur“ im Hauptartikel von Lars Matthies.

Wir begrüßen den Gründer des Vereins INSITU Dr. Gunter Steinmann, zusammen mit Falk Ritschel und Dr. Erhard Kinzel zum Interview. Im Fokus steht hier die Sensibilisierung der Studenten für Alumnivereine. Zusätzlich beehrt uns Dr. Erhard Kinzel mit einer seiner unentbehrlichen Geschichten zur halle'schen Wirtschaftsgeschichte – erfahrt mehr über unseren Superökonom August Herrman Francke!

Oliver Patzsch und Michael Kasper haben den chinesischen Börsenmarkt erobert. China, ein Land in dem immer mehr Taxifahrer oder Putzfrauen zu Millionären werden. Erfahrt mehr über die Besonderheit der chinesischen Aktienkultur.

Abgesehen vom Inhalt und dem regelmäßigem Leser längst aufgefallen, kommt die auf+ab im brandneuen Gewand daher. Wir hoffen, dass es euch gefällt und wünschen euch an dieser Stelle viel Vergnügen.

**Sandra & Florian**



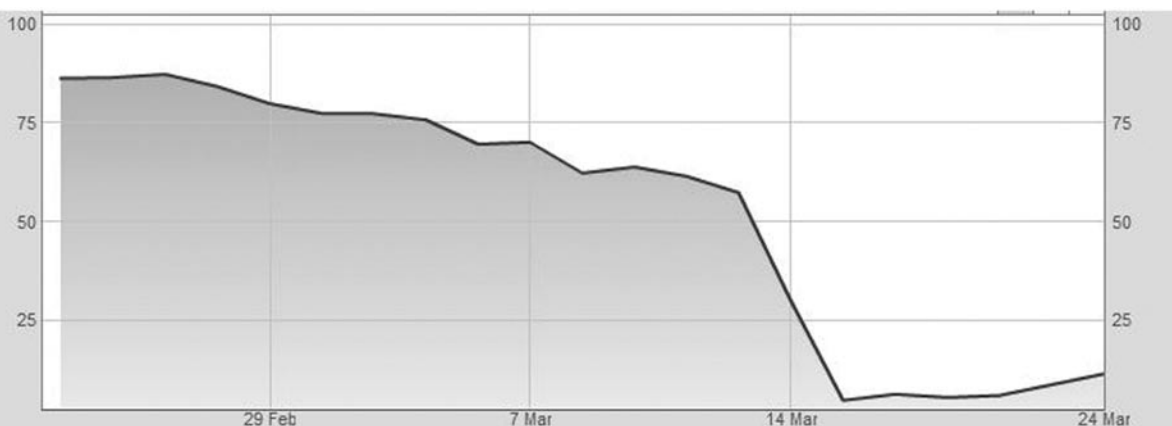
# K o n j u n k t u r

## „Die größte Krise seit dem 2. Weltkrieg“

So titulierte Alan Greenspan, ehemalige Fed-Chef der USA die Lage an den amerikanischen Finanzmärkten. Wahrlich sieht die Zukunft für die USA nicht rosig aus. Der derzeitige Fed-Chef Bern Bernanke stand in den letzten Monaten vor schier unlösbaren Problemen.

Die von Greenspan inszenierte Immobilienblase kam im August vorherigen Jahres zum Platzen. Seit Juni 2006 hatten die US-Notenbankiers den Leitzins unverändert hoch bei 5,25 Prozent gelassen. Die direkten Folgen für die US-Wirtschaft waren zum damaligen Zeitpunkt noch unabsehbar. Ein schneller Wertverfall am US-Häusermarkt und eine große Anzahl von Kreditausfällen bei Hausbesitzern mit schwacher Bonität führten bei Banken und Hypothekenfinanzierern zu großen Liquiditätsproblemen.

liensmarkt verspekuliert. Aufgrund von Gerüchten über Geldprobleme der Bank spitzte sich die Lage Mitte März 2008 zu. Innerhalb von wenigen Tagen brach die Aktie von 57 US-Dollar auf knapp 3 US-Dollar pro Aktie ein. Schließlich musste die US-Notenbank zusammen mit JP Morgan Chase für die Bereitstellung von Krediten einspringen. Einem ersten Übernahmeangebot vom Konkurrenten JPMorgan Chase zum Spottpreis von lediglich 236 Millionen US-Dollar (oder auch 2 US-Dollar pro Aktie) wurde von Bear Stearns bereits zugestimmt. Vor knapp einem Jahr war das Papier noch 172 US-Dollar wert. Gerüchten zufolge sucht die Investmentbank noch andere Bieter. Mittlerweile hat JPMorgan das Angebot jedoch verfünfacht, für die Meisten steht der Deal mit JPMorgan bereits fest – die Aktie steigt wieder!



Kursverlauf von Bear Stearns in US-Dollar

Jüngstes Opfer dieser Kreditkrise ist das 85 Jahre alte Wall-Street-Institut Bear Stearns. Die Investmentbank hatte sich mit Ramschhypotheken am US-Immobi-

Dieses dramatische Beispiel von Fehlspekulationen ist leider kein Einzelfall. Auch der amerikanische Hypothekenfinanzierer Countrywide Financials und die Deut-



sche Industriebank leiden massiv unter den faulen Hypothekendarlehen. Da diese Kredite in den Bilanzen der Unternehmen nicht auftauchen, entsteht Unsicherheit unter den Marktteilnehmer bezüglich deren Ausmaß. Außerdem führt diese enorme Unstetigkeit zu Liquiditätsengpässen bei den Banken, denen die Zentralbanken mit zusätzlichen Liquiditätsspritzen entgegenwirken. Jedoch bergen diese Geldmengen auch die Gefahr einer steigenden Inflation.

Kurz gesagt: steigende Inflation, der Einbruch am Häusermarkt und der damit verbundene Wirtschaftsabschwung in den USA, sowie steigende Rohstoffpreise, ein schwächelnder US-Dollar und ein riesiges Leistungsbilanzdefizit bilden die Ausgangslage für Ben Bernankes Notenbankpolitik in den USA. Diese bestand in den letzten Monaten darin, die Zinsen als Folge von Negativmeldungen massiv zu senken. Jedoch verpuffte deren eigentlich stabilisierende Wirkung jedes Mal nach nur kurzer Zeit.

Mittlerweile liegt der Hauptrefinanzierungszinssatz, die Federal Funds Rate, bei nur noch 2,25% und ein Ende der Krise ist noch nicht in Sicht. Wenn diese Entwicklung so fortschreitet, steht der Fed-Chef im Kampf gegen den Wirtschaftsabschwung bald ohne Munition da. Seine Bemühungen die US-Wirtschaft vor den schlimmsten Negativfolgen einer Rezession oder sogar Stagflation zu bewahren, mutete den Kampf David gegen Goliath an - allerdings nur mit ungewissem Ausgang.

Anfang April nahm Bernanke zum ersten Mal das „R-Wort“ in den Mund – er hält also eine Rezession für möglich!

Schaut man sich historische Crashes, wie den von 1987 an, sollte es schnell wieder nach oben gehen. Zinssenkungen gelten einerseits als konjunkturfördernd, weil sie die Geldbeschaffung billiger machen. Ein rascherer Geldfluss dürfte die Schwierigkeiten bei der Kreditfinanzierung lockern, die durch die Krise auf dem US-Hypothekenmarkt entstanden ist. Andererseits wollte die Fed nach Einschätzung von Analysten den Eindruck vermeiden, durch die Zinssenkung Spekulanten aus der Klemme zu helfen. Gerade die Niedrigzins-Politik der ersten 5 Jahre dieses Jahrhunderts hatte zu einem Boom auf dem Immobilien-Markt geführt und war der Auslöser der jetzigen Krise. Man könnte den Eindruck gewinnen Bernanke wolle aus den Fehlern seines Vorgängers nicht lernen. Zumal es sich bei der derzeitigen Krise, vieler Analysten zu folge mehr um einen Vertrauensverlust, als um reale Liquiditätsengpässe handelt. Vor diesem Hintergrund sind die Entscheidungen der FED die Zinsen zu senken höchst zweifelhaft. Vielmehr sollte sie sich darin üben Vertrauen im Bankensektor wieder herzustellen und somit zu dessen Stabilisierung beitragen.

#### Auswirkungen auf Europa

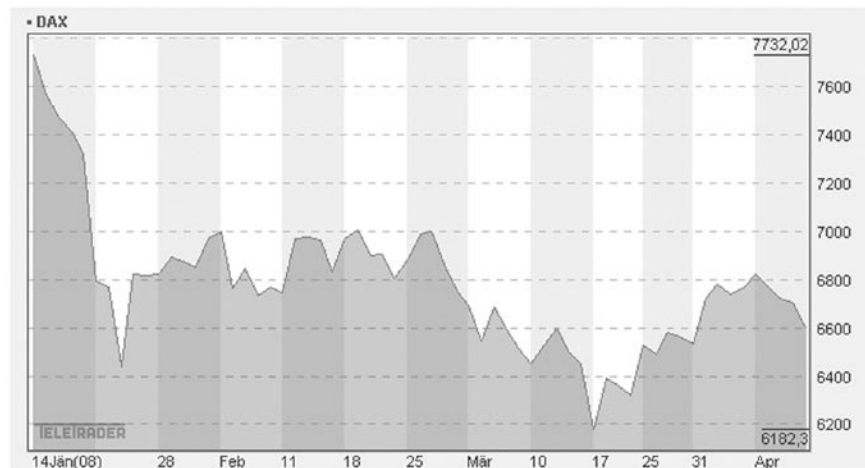
Das Debakel um die Düsseldorfer Mittelstandsbank IKB im März zeigt, dass auch in Europa nicht alles zum Besten steht.



Eine ähnliche, aber im Ausmaß nicht ganz so dramatische Situation spiegelt sich in Großbritannien wieder. Dort strauchelte die Northern Rock an ähnlichen Problemen wie in den USA. Auch die schweizer Bank UBS machte mit einem größeren Finanzloch als angenommen jede Menge Schlagzeilen.

Dennoch geht es der europäischen Wirtschaft verhältnismäßig besser als den USA. Die Auftragslage der Unternehmen sowie die Stimmung könnten eigentlich nicht besser sein, aber der starke Euro bereitet den exportorientierten Unternehmen einige Probleme.

Jedoch hat sich die Exportausrichtung in Deutschland in den letzten Jahren gewandelt, so dass der Anteil an US-Exporten deutlich zurückgegangen ist und die Auswirkungen der Krise auf die deutsche bzw. auch auf die europäische Wirtschaft nicht voll durchschlagen. Ein Großteil unserer Nicht-EU-Exporte gehen mittlerweile in den asiatischen Raum, allen voran China. Das schafft ein Stück weit mehr Unabhängigkeit und bringt mehr Stabilität in das Exportgeschäft.



Es ist anzumerken, dass sich die Europäische Zentralbank gegenüber ihren amerikanischen Kollegen souveräner im Umgang mit den Auswirkungen der Kreditkrise schlägt. Dies liegt nicht zuletzt am Führungsstil von Jean-Claude Trichet, als auch an der konsequenten Ausrichtung der EZB am Ziel der Preisniveaustabilität. Dennoch konnten sich die europäischen Börsen den amerikanischen Negativmeldungen nicht ganz entziehen. Der Dax rutschte zum Jahresbeginn unter die 6500 Punktemarke und liegt derzeit knapp über dieser Grenze. Vieles spricht dafür, dass aber das Schlimmste auch in Europa überstanden ist.

Kursverlauf des Deutschen Aktienindex (DAX)

[Patrick Windrich]



# Interview\_mit\_INSITU

Alumnibewegungen, Alumni bedeutet lateinisch Schüler, wurden vor allem an den Universitäten und High-Schools der USA entwickelt. In Deutschland ist diese Bewegung relativ jung. An der Martin-Luther-Universität wurde erstmals 2001 ein Alumniverein der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät gegründet – die INSITU.

Die auf+ab sprach mit dem Vereinsgründer Herr Prof. Dr. Gunter Steinmann, Falk Ritschel, stellvertretender Vorsitzender, und Dr. Erhard Kinzel.

**auf+ab:** Herr Prof. Dr. Steinmann, auf Ihre Initiative hin wurde der Alumniverein INSITU im Jahr 2001 gegründet. Was bewog Sie damals zur Gründung, gab es vielleicht auch persönliche Erfahrungen, die diesen Schritt nahe legten?

**Prof. Dr. Gunter Steinmann:** Ich habe zwei Jahre lang in den USA gelebt, habe dort die Alumnivereine näher kennengelernt und diese Erfahrung mit nach Deutschland gebracht. Der konkrete Anlass war eine Konferenz des Stifterverbandes für die Deutsche Wissenschaft im Januar 2001 in Bonn, die eine Welle von Gründungen verschiedenster Alumnivereine an deutschen Universitäten vorantrieb. Auf Anfrage des Dekanats, habe ich den Grundstein für unseren Alumniverein INSITU gelegt.

**auf+ab:** Wofür steht „INSITU“ eigentlich und welche Bedeutung hat der Verein für die Universität Halle?

**Falk Ritschel:** INSITU steht für die Zusammenfassung von Absolventen, Förderern und Freunden des wirtschaftswissenschaftlichen Fachbereichs an der Universität



Halle. Die Universität profitiert von unserem Verein nicht nur in wirtschaftlicher Hinsicht, sondern auch durch die Bildung eines großen Netzwerkes von und für Studenten und Ehemaligen. Alumnivereine sollten dennoch fachbereichsbezogen arbeiten, da die Bindung der Studenten an den jeweiligen Fachbereich stärker ist.

**Dr. Erhard Kinzel:** Der Name INSITU besteht eigentlich aus den lateinischen Wörtern „IN“ und „SITUS“ und wird in der Medizin und in der Archäologie im Sinne von „am richtigen Ort“ verwendet. Der Begriff INSITU war demzufolge eine Eigenschöpfung eines unserer Mitglieder mit dem Gedanken „der alte Studienort“.

**auf+ab:** Laut ihrer Satzung hat sich der Verein die Förderung der Berufsbildung, sowie der Wissenschaft und Forschung an der Martin-Luther-Universität auf die Fahne geschrieben. Was können Vereinsmitglieder konkret erwarten?

**Prof. Dr. Gunter Steinmann:** Unser Alumniverein erfüllt mehrere Zwecke. Zum einen wird ein großes Netzwerk aufgebaut, zum anderen wird unseren Absolventen der Einstieg ins Berufsleben erleichtert. Zudem werden die Ehemaligen an ihren



Studienort gebunden. Bei Ehemaligentreffen besteht die Möglichkeit andere Absolventen wiederzutreffen und zum Teil besteht die Chance Weiterbildungsveranstaltungen durchzuführen. Es war vielleicht auch gedacht, dass unsere Absolventen der Fakultät eventuell finanziell bei Seite stehen, wie es auch in den USA üblich ist.

**Dr. Erhard Kinzel:** Vor allem versuchen wir unseren Mitgliedern Praktikumsplätze zu vermitteln und Diplomarbeitbetreuung zu bieten, und das auf internationaler Ebene. Unsere Kontakte reichen inzwischen von Amerika bis Seoul und Australien.

**auf+ab:** INSITU vergibt einen Förderpreis, was hat es damit auf sich?

**Falk Ritschel:** Es gibt einen INSITU-Förderpreis, der nicht nur an Studenten, sondern auch an Mitarbeiter des Fachbereiches für herausragendes soziales Engagement vergeben wird. Sei es bei der Mithilfe, wie etwa der Wohnungssuche, für ausländische Studenten oder die Unterstützung all unserer Studenten bei Studienangelegenheiten. Der soziale Aspekt steht bei INSITU und bei unserem Förderpreis im Vordergrund, was sich auch positiv auf das Klima an der Fakultät auswirkt.

**auf+ab:** Inzwischen zählen sie 180 Mitglieder, Ende Juni feiert INSITU siebenjähriges Bestehen. Wie sehen sie die Entwicklung des Vereins?

**Prof. Dr. Gunter Steinmann:** Der Verein startete im Jahre 2001 mit großem Elan. Im Laufe der Jahre bestehen dennoch gewisse Abnutzungserscheinungen, da der eine zentrale Termin unserer alljähr-

lichen Zusammenkunft nicht von allen Vereinsmitgliedern wahrgenommen werden kann. Etwas enttäuscht bin ich über die fehlende Resonanz der heutigen Studenten. Das könnte daran liegen, dass unser Netzwerk noch relativ jung ist und unsere früheren Absolventen den Einstieg ins Berufsleben gerade erst vollzogen haben und deswegen zeitlich stark beansprucht sind. Die Zahl der Mitglieder ist unter diesen Voraussetzungen dennoch beeindruckend.

**Falk Ritschel:** Die Entwicklung eines Netzwerkes braucht natürlich auch Zeit. Weiterhin ist auch die Neugründung der Fakultät 1992 ein zu beachtender Faktor. Wir bauen zusätzlich Alumnigruppen innerhalb INSITUs auf. Studenten werden speziell von ihren Lehrstühlen unterstützt und dadurch auf persönlicher Ebene noch mehr an ihn gebunden.

**Dr. Erhard Kinzel:** Ein Großteil unserer Mitglieder ist aktiv auf unserer Datenbank vertreten. Diese können sich mit Hilfe unsere Plattform über Neuigkeiten und aktuelle Begebenheiten austauschen. Erfreulich ist das stetige Wachstum unserer Datenbank.

**auf+ab:** Wie finanzieren sie ihre Aktivitäten bzw. den Verein? Wie oft versammeln sich ihre Mitglieder, und werden bspw. auch spezielle Themen besprochen?

**Falk Ritschel:** Es gibt unser Hauptevent, das INSITU-Jahrestreffen im Sommer. Dort verfolgen wir den klassischen Gedanken eines Alumnitreffen, die Begegnung von Studenten, Absolventen und Professoren. Dies wird durch Jahresbeiträge unsere



Mitglieder finanziert, und INSITU wird durch die Einbettung in die „Lange Nacht der Wissenschaften“ von der MLU unterstützt. Ansonsten werden die Ehemaligen über Neuigkeiten durch unseren Newsletter informiert.

**Dr. Erhard Kinzel:** Weitere Aktivitäten wären beispielsweise die einwöchige „Summer School“, gemeinsam mit den Juristen. Dies ist eine Vortragsreihe speziell für unsere ausländischen Studenten, unterstützt vom DAAD (Deutscher Akademischer Austausch Dienst). Wir unterstützen zudem zahlreiche studentische Tätigkeiten, zum Beispiel die feierliche Verabschiedung unserer Absolventen, außerdem stellen wir aus unseren Absolventenkreisen Referenten für die Veranstaltung „Wissen Direkt“ zu unterschiedlichsten Themen.

**auf+ab:** Was wünschen sie sich für INSITU in näherer Zukunft?

**Prof. Dr. Gunter Steinmann:** In den USA ist die Identifikation mit der Universität viel stärker ausgeprägt als in Deutschland, wie etwa durch interne Sportligen im Football oder Basketball. Dort versammeln sich einmal im Jahr mehrere tausende Absolventen. Das finde ich faszinierend. Wenn es soetwas speziell für deutsche Universitäten gäbe, wäre die Bindung stärker und die Motivation der Studenten sowie Absolventen würde steigen.

**Falk Ritschel:** INSITU stellt den Link zurück in die Universität dar und für dieses Bewusstsein möchten wir unsere Studenten und Absolventen sensibilisieren.

**Dr. Erhard Kinzel:** Was ich mir wünsche ist, dass heutige Studenten vorausschau-

ender agieren und das Potential von INSITU annehmen, da sie als zukünftige Absolventen unserer Fakultät als Botschafter für Halle und seine Universität wirken können.

[Sandra Döpfer und Andreas Dargatz]  
bedanken sich für das Interview

## INSITU. Jahrestreffen 2008

INSITU lädt herzlich ein zum Alumni-Jahrestreffen 2008!

Termin: **04. Juli - 05. Juli 2008**

Programm:

- |                |  |
|----------------|--|
| <b>Freitag</b> | Nacht der Wissenschaften   |
| <b>Samstag</b> | INSITU- Jahrestreffen  |
| 11:00 Uhr      | „Schätze der Universität“ (Führung mit Dr. Speeler)                  |
| 14:00 Uhr      | <b>Begrüßung</b> durch den Dekan und den Vorsitzenden                |
|                | <b>Gesprächsrunden</b><br>(BWL, VWL, Marketing, Umweltökonomie u.a.) |
| 16:30 Uhr      | <b>Mitgliederversammlung</b>   |
| 18:00 Uhr      | <b>Party im Hof</b> mit Buffet und Musik                             |

Bitte reserviert Euch den Termin, wir würden uns freuen, möglichst viele wieder zu sehen!

Näheres auf [www.insitu-halle.de](http://www.insitu-halle.de)



# Die Neuordnung der Börsenstruktur in Europa

Fast wöchentlich konnte vor der Subprime-Krise aus dem Wirtschaftsteil einer deutschen Tageszeitung entnommen werden, dass es Fusions- und Übernahmefantasien deutscher, europäischer oder US-amerikanischer Börsen gibt. Beispielsweise gab die Nasdaq bekannt, dass sie eine Kooperation mit der Börse Dubai eingehen will, um die europäisch-skandinavische Mehrländerbörse OMX übernehmen zu können<sup>1</sup>. Heute hält die Börse Dubai zwar 19,99% der Anteile an dem neuen Unternehmen Nasda-OMX, muss sich allerdings mit einem beschnittenen 5% Stimmrechtsanteil zufrieden geben. Dieses Beispiel zeigt, dass selbst Börsen in den aufstrebenden Emiraten des Nahen Ostens nach Know-how anderer Börsenbetreiber fortschrittlicherer Länder streben, um ihre eigenen Märkte betreiben und etablieren zu können. Des Weiteren übernahm die NYSE die Euronext. Und die Deutsche Börse AG scheiterte mehrmals beim Versuch die London Stock Exchange sowie die Mailänder Börse übernehmen zu können.

## Was ist eine Börse überhaupt?

Eine Börse ist zunächst nach heutigem wirtschaftlichem Verständnis ein von technologischem Wandel und deren Möglichkeiten geprägter, dezentralisierter Marktplatz. Computer ermöglichen es heute standardisierte fungibilisierte Handelsobjekte zeitungebunden, anonym und automatisiert, losgelöst von Plätzen und Gebäuden unter festgelegten Vertragsbedingungen zu handeln<sup>2</sup>. Bis in das 20.

Jh. hinein war dies nur an einem zentralen Ort möglich. Börsen erfüllen darüber hinaus volkswirtschaftliche Funktionen. Sie sorgen für die „Allokation von Kapital, Risiken und Kontrollrechten, sowie in der Produktion von Informationen und Bildung von Preisen<sup>3</sup>“. So können über die Börse Eigen- und Fremdkapital für Investitionen aufgenommen und in unterschiedliche kleine Beträge geteilt werden. Rechte werden handelbar gemacht, übertragen und den unterschiedlichen Laufzeitwünschen der Marktakteure angepasst<sup>4</sup>. Somit wird klar, dass Börsen durch Information und Kommunikation Transaktionskosten senken und Informationsasymmetrien beseitigen helfen<sup>5</sup>.

## In Deutschland wandelten sich Börsen von Vereinen in Aktiengesellschaften

Historisch gesehen waren deutsche Börsen bis in die 1990er Jahre durch Vereine getragen, die sich im Laufe des letzten Jahrzehnts in Aktiengesellschaften umgewandelt haben und heute als Träger und Betreiber der Börsen fungieren. Sie stellen Verwaltung, Technik, Funktionssicherheit der Börsen und vermarkten sie gleichzeitig. Die Vereine von damals gibt es teilweise heute noch. Sie halten die Anteile an den AG's. Zum Beispiel hält die Vereinigung Baden-Württembergische Wertpapierbörse e.V. 100% der Aktien der boerse-stuttgart AG, deren Mitglieder wiederum Kreditinstitute, Kanzleien oder Emittenten sind. Eine Übersicht zur deutschen Börsenlandschaft gibt folgende Tabelle:





Land	Stadt	Börse	Betreibergesellschaft
<b>Deutschland</b>	<b>Berlin, Bremen</b>	<b>Berlin-Bremen SE</b>	<b>Berliner Börse AG</b>
	<b>Düsseldorf</b>	<b>Düsseldorf SE</b>	<b>Börse Düsseldorf AG</b>
	<b>Frankfurt</b>	<b>Deutsche Börse</b>	<b>Deutsche Börse AG</b>
	<b>Hamburg, Hannover</b>	<b>Hamburg SE, Hannover SE</b>	<b>BÖAG Börsen AG</b>
	<b>Hannover</b>	<b>RMX Hannover</b>	<b>RMX Risk Management Exchange AG</b>
	<b>Leipzig</b>	<b>EEX</b>	<b>European Energy Exchange AG</b>
	<b>München Stuttgart</b>	<b>Munich SE Stuttgart SE</b>	<b>Bayrische Börse AG boerse-stuttgart AG</b>

Exchange (Liffe<sup>6</sup>) und der portugiesischen Terminbörse – Bolsa de Valores de Lisboa e Porto (BVLP<sup>7</sup>).

Die Londoner Terminbörse Liffe, welche 1996 mit der London Commodity Exchange fusionierte, wurde unter dem Dach der Euronext-Terminbörsen, zur Euronext.liffe, zusammengefasst<sup>8</sup>. Heute ist Euronext die Betreibergesellschaft der einzelnen Teilmärkte in den jeweiligen Ländern<sup>9</sup>. Seit der Übernahme durch die NYSE im Dezember 2006 firmiert das Unternehmen unter dem Namen NYSE Euronext.

Ein weiteres Beispiel europäischer Zusammenarbeit bildet die Eurex, ein Gemeinschaftsunternehmen der Deutsche Börse AG und der Swiss Exchange. Sie ist Weltmarktführer bei Termingeschäften, gemessen an gehandelten Kontrakten. Eine Übersicht zur aktuellen Börsenstruktur weiteren 14 europäischen Ländern gibt Tabelle 2.

### **Wettbewerb**

Die einzelnen Börsen stehen im Wettbewerb zueinander, wenn von der Strombörse Leipzig einmal abgesehen wird. Um den Standort zu sichern und im Wettbewerb bestehen zu können, spezialisierten sich die Börsen auf andere bzw. neue Geschäftsfelder und Finanzprodukte und entwickelten eigene Computerhandelssysteme. Dies ermöglichte es den kleineren Präsenzbörsen den weiteren Bestand neben der Deutschen Börse AG zu bewahren. Zum Beispiel spezialisierte sich die boerse Stuttgart AG auf den Handel mit

### **Was bisher in Europa geschah...**

In Europa konnten bereits durch länderübergreifende Fusionen und Akquisitionen große Börsenbetreiber entstehen. Die skandinavische OMX-Group, hervorgegangen aus einer Fusion der Börsen Stockholm und Helsinki, betreibt heute die Börsen in Kopenhagen (Dänemark), Reykjavik (Island), Riga (Lettland), Tallinn (Estland) und Vilnius (Litauen) und wurde von der Nasdaq übernommen.

Die Börse London ist in ihrer heutigen Form durch Fusion aller britischen Börsen bis 1973 und schließlich durch Fusion mit der Irish Stock Exchange 1995 entstanden. Seit 1986 AG, notiert die LSE seit 2001 selbst an der Börse.

Auf europäischer Ebene betreibt die Euronext eine der größten Terminbörsen, Euronext.liffe (gesprochen wie „live“). Sie wurde durch die Fusion der Terminbörsen Amsterdams, Brüssels und Paris' am 22. September 2000 gegründet. Im Jahr 2002 fusionierte sie mit der London International Financial Futures and Options

Tabelle 1:  
Börsen in Deutschland



Tabelle 2:  
Börsen in Europa

Land	Stadt	Börse	Betreibergesellschaft
Belgien	Brüssel	Euronext Brüssel	Euronext
Dänemark	Kopenhagen	Copenhagen SE	OMX
Finnland	Helsinki	Helsinki SE	OMX
Frankreich	Paris	Euronext Paris	Euronext
Griechenland	Athen	Athens Exchange Athen Exchange – Derivatives Market	Athens Exchange S.A.
Irland	Dublin	Irish SE	London SE Limited
Italien	Mailand	Borsa Italiana Italian Derivatives Market TLX	Borsa Italiana S.p.A. TLX S.p.A.
Luxemburg	Luxemburg	Luxembourg SE	Société de la bourse de Luxembourg
Niederlande	Amsterdam	Euronext Amsterdam	Euronext
Österreich	Wien	Vienna Commodity Exchange Wiener Börse – Cash Market Wiener Börse – Derivatives Market	Wiener Börse AG
Portugal	Lissabon, Porto Lissabon	Euronext Lisbon MTS Portugal	Euronext Sociedade Gestora Mercado Especial Dívida Pública S.A.
Schweden	Stockholm	Stockholm SE NGM	OMX Nordic Growth Market NGM AB
Spanien	Madrid Barcelona Valencia Bilbao	Bolsa de Madrid Bolsa de Barcelona Bolsa de Valencia Bolsa de Bilbao	Bolsas y Mercados Españoles
Vereinigte Königreich	London	London SE The Baltic Exchange ICE Futures London Metal Exchange NYMEX Europe EDX London virt-x	London Stock Exchange Limited The Baltic Exchange Limited Intercontinental Exchange Incorporated The London Metal Exchange Limited NYMEX Europe Limited EDX London Limited virt-x Exchange Limited

**F u s s n o t e n \_ B ö r s e n s t r u k t u r**

1 Vgl. Kalbhenn, Christopher, Börsen-Zeitung vom 21. September 2007.

2 Rechtlich wird eine Börse im § 1 Abs. 7 BörsG definiert, wobei darunter auch im § 2 Abs. 1 und 2 BörsG die diversen Finanzinstrumente aufgelistet werden, welche an einer Wertpapierbörse handelbar sind. Der § 2 Abs. 5 WpHG beschreibt weiterhin einen organisierten Markt, welcher von staatlicher Stelle überwacht wird, regelmäßig stattfindet und vom Publikum mittelbar und unmittelbar genutzt werden kann. Die Aufsicht wird von der obersten Landesbehörde übernommen, welche wiederum durch die BaFin überwacht werden.

3 Hertle/Schenk, Computerbörse, in Gerke/Steiner (Hrsg.), Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 2. Auflage, Stuttgart 1995, S. 410.

4 Vgl. Rosen, Börsen und Börsenhandel, in: Gerke/Steiner (Hrsg.), S. 356 f.

5 Vgl. Dietl et al., Finanzzentren in Europa - Standortfaktoren im Vergleich, in: Hummel/Breuer (Hrsg.), Handbuch Europäischer Kapitalmarkt, Wiesbaden 2001, S. 89 f.

6 1982 als London International Financial Futures Exchange gegründet.

7 Vgl. Wang, The Economics of Foreign Exchange and Global Finance, Berlin 2005, S. 195 f.

8 Vgl. Ebenda, S. 196.

9 Euronext Amsterdam, Euronext Brüssel, Euronext Paris [bestehend aus Matif (Marché de Terme International de France) und Monep (Marché des Options négociables de Paris)], Euronext.liffe, Euronext Lissabon.

10 Eine Übersicht über die Marktanteile von XETRA, FWB und den übrigen deutschen Präsenzbörsen geben Abbildung 1 für den DAX und Abbildung 2 für den MDAX.

11 Vgl. Dietl et al., in: Hummel/Breuer (Hrsg.), S. 94, i. V. m. Pagano/Röell, Trading Volume, S. 680.

12 Vgl. Schuster/Rudolf, Europäische Börsenlandschaft im Wandel, in: Hummel/Breuer (Hrsg.), S. 376 f.

13 Vgl. Hasan et al., Technology, automation, and productivity of stock exchanges: International evidence, Journal of Banking and Finance 27 (2003), S. 1769.



verbrieften Derivaten und die Berliner Börse AG auf den Handel mit asiatischen, osteuropäischen und amerikanischen Werten.

Dennoch ist die Dominanz der Deutsche Börse AG, die sich mit ihrem elektronischen Handelssystem XETRA seine heutige Monopolstellung bei deutschen Standardwerten aufbauen konnte, ungebrochen<sup>10</sup>. Dadurch konnte ersichtlich werden, dass der Innovator, hier die Deutsche Börse AG, höhere Gewinne einfahren konnte, als es im Falle eines bereits bestehenden Monopols möglich gewesen wäre. Was wiederum beweist, dass Wettbewerb als Entdeckungsverfahren notwendig ist.

#### **Börsen stehen in Europa in direktem Wettbewerb zueinander.**

Zum einen versuchen Börsen die von ihnen entwickelte Handelssoftware an anderen Börsen zu betreiben oder gar zu veräußern. Der Technologietransfer finanziert einerseits die Entwicklung des Systems, andererseits generiert die Börse so weitere Umsätze mit einem neuen Geschäftsfeld. So entschied sich die Wiener Börse AG Mitte 2007 für das Handelssystem XETRA der Deutschen Börse AG (Vertragslaufzeit fünf Jahre) und gegen das Handelssystem der OMX, das im direkten Wettbewerb zu XETRA steht.

Zum anderen üben die an Börsen gelisteten Unternehmen Druck aus, dass ihre Aktien auch an anderen Börsen Europas gehandelt werden können. Durch ihr Listing an mehreren Börsen gleichzeitig er-

höhen sie die Liquidität und den Bekanntheitsgrad ihrer Aktie und verringern deren Spread. Auch wird es den Unternehmen ermöglicht ihre Aktien als Währung für internationale "Mergers and Acquisitions" zu nutzen.

Weiterhin wird der Wettbewerb unter Börsen noch von privaten Anbietern torpediert, so genannte Electronic Communication Networks. ECNs sind private Börsen, die reinen Computerhandel anbieten, meist von Kreditinstituten oder institutionellen Anbietern zum Zweck gegründet werden, eigene Orders über ein eigenes elektronisches Handelssystem zu günstigeren Konditionen abzuwickeln. Sie stehen im direkten Wettbewerb zu Börsen.

ECNs nutzen gesunkene Markteintrittsbarrieren (niedrigere Investitionskosten bei technischem Fortschritt, Deregulierung, Marktaustritt durch Verkauf des Inventars oder Übernahme leicht möglich), um den etablierten Börsen Kunden und Marktanteile abzunehmen. Sie treten nur dort auf, wo vorhandene Ineffizienzen in der Dienstleistungserbringung und die Möglichkeit der Profiterzielung gegeben sind.

#### **Warum wollen Börsen andere Börsenbetreiber überhaupt übernehmen?**

Börsen sind nicht nur dem Betreiben des Kapitalmarktes verpflichtet, sondern auch ihren Anteilseignern, die an einer Wertsteigerung ihres Investments interessiert sind. Dies erreicht nur, wer sein Geschäft erweitert, seinen Umsatz steigert und



seine Kosten reduziert. Internationale Eine Börse, die selbst kein elektronisches Handelssystem besitzt, kann die Nutzung der Vorteile elektronischer Börsen durch eine Übernahme als eine Option ansehen. Dabei geraten zwangsläufig ECNs ins Visier etablierter Börsen. Die Konsequenzen sind: einen Wettbewerber weniger, erweitertes Dienstleistungsangebot, sinkende Transaktionskosten und schnellere Ausführungsgeschwindigkeit der Orders - von fast jedem Ort der Welt aus. Denn die einmal angefallenen Investitionskosten in modernste Technik lassen die Durchschnittskosten für jede weitere Transaktion sinken. Ebenso erfolgt auf Grund von Netzwerkeffekten die Bindung von Liquidität, die wiederum weitere Liquidität anzieht, was Autoren durch Untersuchungen bestätigen konnten<sup>11</sup>. Eine andere Option, wie weiter oben beschrieben wurde, ist die Spezialisierung auf neue Geschäftsfelder.

### Fazit

Die Eliminierung des Währungsrisikos der Anleger durch Einführung des Euro und die allgemeine Deregulierung der europäischen Kapitalmärkte sorgten für die besten Voraussetzungen einer Konsolidierung innerhalb der Branche der Börsenbetreiber. Dies lies Autoren in der Vergangenheit zu der Schlussfolgerung gelangen, dass eine „Europabörse“ unter Effizienzkriterien die Optimallösung darstellt<sup>12</sup>.

Allerdings lieferten Autoren im Jahr 2003 mit einer empirischen Untersuchung das

Ergebnis, dass die in den 1990er Jahren einsetzende Automatisierung der Börsen Europas einzig zu einer Verbesserung der Kosteneffizienz führte und keine nachweisbaren Effekte auf die Kosten- und Ertragseffizienz durch Fusionen unter Börsenbetreibern vorhanden sind<sup>13</sup>.

Es ist deutlich geworden, dass die Neuordnung der Börsenstruktur in Europa keine rein europäische Angelegenheit ist. International agierende Investoren benötigen internationale Kapitalmärkte. Deren Bedürfnisse können sicherlich nicht von national agierenden Monopolbörsen befriedigt werden. Die fortschreitende technologische Entwicklung, geänderte gesetzliche, politische und wirtschaftliche Bedingungen zeigen diese Notwendigkeit auf. Passt sich eine Börse diesen Entwicklungen nicht an, führen deren Kunden eben selbst mit eigenen ECNs börsliche Dienstleistungen aus. Somit bedrohen ECNs die Marktanteile der etablierten Börsen, welche wiederum versuchen, auf Grund der geänderten Rechtsformen, durch Kooperationen, Allianzen, Übernahmen und Fusionen ihre Marktanteile, auch in anderen Ländern, zu halten bzw. zu erweitern.

Eines überbleibt jedoch den jeweiligen Gesetzgebern: sie müssen die derzeitige nationale Börsenaufsicht um eine europäische erweitern. Denn was nützt ein einheitlicher europäischer Börsen- und Kapitalmarkt, wenn die Geschäfte in mehreren nationalen Rechtsräumen abgewickelt werden?

[Lars Mathies]



# W a r r e n \_ B u f f e t t

## „Der beste Schutz gegen Inflation ist die eigene Ertragsstärke“

... erzählt Investmentlegende und Multimilliardär Warren Buffett den insgesamt 27.000 versammelten Aktionärinnen und Aktionären auf der diesjährigen Investorenkonferenz von Berkshire Hathaway. Warren Buffett ist einer, der das wissen muss, denn er ist seit knapp 50 Jahren im Geschäft und errichtete eines der angesehensten Konzerne der Welt. Buffett kaufte 1965 das ehemalige Textilunternehmen zum Preis von 43 USD pro Aktie und baute es während den Krisenjahren der Textilbranche in eine Versicherungs- und Holdinggesellschaft um. Da die Aktien nie gesplittet wurden, kostet heute ein Anteilsschein zirka 132.000 USD. Das entspricht einer durchschnittlichen Wertsteigerung von 21% pro Jahr. Berkshire Hathaway hat heute einen Börsenwert von rund 200 Milliarden USD. Das Unternehmen zeichnet sich durch hohe Wertbeständigkeit aus und trotzte selbst den Kurseinbrüchen am amerikanischen Aktienmarkt während der Hypothekenkrise. Verantwortlich für die außerordentliche Managementleistung ist Warren Buffett selbst. Der Nettogewinn von Berkshire Hathaway ist trotz Hypothekenkrise und Rezessionsangst in den USA allein in den vergangenen drei Quartalen um 38% gestiegen.

### Investmentclub der Milliardäre

Warren Buffett ist mit seinem 31%-igen Anteil größter Einzelaktionär bei Berkshire Hathaway und damit laut Forbes der



reichste US Amerikaner. An dritter Stelle im Forbes-Ranking steht Bill Gates, ebenso Investor bei Berkshire Hathaway. Gates hält direkt 300 Aktien mit einem Marktwert von 40 Millionen USD sowie weitere Aktien über seine Beteiligungsfirma Cascade Investment und seine Stiftung Melinda Gates Foundation in einer Höhe von insgesamt 2,4 Milliarden USD. Weitere namhafte Investoren bei Buffett & Co. sind Harold Alfond, Gründer von Dexter Shoe und erster Outlet-Stores-Betreiber, mit einem Beteiligungswert von rund 3,1 Milliarden USD; David Gottesman, Gründer der Investmentgesellschaft First Manhattan, mit einem Beteiligungswert von 2,3 Milliarden USD; Albert Lee Ueltschi, Gründer von FlightSafety International, mit einem Beteiligungswert von 2,1 Milliarden USD; Franklin Otis Booth, Urenkel des „Times Mirror“-Gründers, mit einem Beteiligungswert von 1,5 Milliarden USD;

Bill Child, Eigentümer des Möbelgeschäfts R.C. Willey Home Furnishings, mit einem Beteiligungswert von 1 Milliarde USD.

### **Antizyklisches Investieren**

Doch was ist das Erfolgsrezept von Warren Buffett und warum orientieren sich so viele Anlegerinnen und Anleger an ihm? Menschen verhielten sich in der Vergangenheit in etlichen Marktsituationen irrational. Das weiß auch Warren Buffett: „Es gibt viele intelligente Investoren mit einer Menge Geld, aber sie veräußern in Panik selbst die sichersten Finanzinstrumente, wenn andere Leute auch in Panik verkaufen.“ Dem geschah so in den Jahren 1907, 1929, 1971, 1987, 1998 und 2001. Geschichte wiederholt sich zwar nicht, aber sie reimt sich. Finanzkrisen und Panikverkäufe sind etwas, das sich reimt. Für Buffett sind solche Momente der beste Zeitpunkt zum Einstieg: „Wer großartige Geschäfte besitzt, sollte sie die längste Zeit halten, möglicherweise verkaufen, wenn die Bewertungen extrem hoch sind, und mehr Anteile kaufen, wenn sie wie in den frühen siebziger Jahren wirklich preiswert zu erhalten sind.“

Der Investitionsstil von Warren Buffett klingt sehr schlicht und ist vermutlich so erfolgreich, weil Buffett seinen Stil nie geändert hat. Er blendet Störgeräusche einfach aus und interessiert sich im Großen und Ganzen nicht dafür, in welche Richtung sich die Märkte entwickeln. Buffett und sein Team kaufen nicht Unternehmen unter bestimmten Markttrends, sondern sie suchen Geschäftsmodelle, die abhängig sind von Konkurrenz, hohem Arbeits-

inhalt und einem Produkt, das weltweit vertrieben werden kann. Buffett konzentriert sich auf die Unternehmen und Märkte, die er wirklich versteht. Für ihn spielen insbesondere die Integrität des Managements, beständiges Wachstum sowie die kontinuierliche Ausweitung des Produktangebots eine Rolle. Selbst die Wettbewerbsposition ist ihm wichtiger als etwa die momentane Bewertung.

### **Mehr Geld als Ideen**

Zum Investitionsstil gehört auch die Frage, wie oft man als Anleger die Wertentwicklung seines Portfolios überprüfen sollte. Warren Buffett entgegnet darauf meistens: „Es gab zwei Perioden in meinem Leben. Als ich mehr Ideen als Geld hatte, schaute ich ständig ins Portfolio, verkaufte das eine und kaufte dafür was anderes. Heute habe ich mehr Geld als Ideen. Also denke ich nicht ans Verkaufen, wenn die Alternative Cash ist. Trotzdem schauen wir uns täglich alle News und Informationen zu den Firmen an, die wir im Portfolio halten.“ Berkshire Hathaway hat schlicht zu viel Geldmasse, um es über die Börse umzuschichten. Wenn der Markt fällt, steigt Buffett nicht aus, sondern kauft nach. Er nutzt damit den Cost-Average-Effekt professionell aus, was sich im Aktienkurs von Berkshire Hathaway entsprechend widerspiegelt. Tatsächlich ist der Erwerb von Aktien für Warren Buffett sogar problematisch, da selbst in Blue Chips das Marktvolumen oftmals zu klein ist. Als er beispielsweise Coca Cola erwarb, kaufte er wochenlang 30 bis 40 Prozent des täglichen Handelsvolumens.



### **Kritische Distanz zu Finanzderivaten**

Warren Buffett legte den Grundstein seines Vermögens damit, dass er in den 60er Jahren Leerverkäufe tätigte. Er und seine Partner borgten sich bei Investmentgesellschaften Aktien, verkauften sie an der Börse und erwarben sie zu einem späteren Zeitpunkt meistens günstiger zurück. Selbst heute sieht Buffett in Leerverkäufen kein großes Risiko. Im Gegenteil, für Holdings wie Berkshire Hathaway ist es sogar eine wichtige Einnahmequelle, die eigenen Aktien zu verleihen und dafür eine Prämie zu verlangen.

Anders sieht es da mit kreditfinanzierten Termingeschäften aus. Bei Berkshire Hathaway werden zwar Derivate zur Hebelung bzw. Absicherung des Portfolios eingesetzt, aber Buffett sieht darin auch eine Gefahr. Es genügen bereits wenige Millionen USD, um damit einige hundert Milliarden USD an den Finanzmärkten zu bewegen: „Der Oktober 1987 war ein harmloser Vorbote dessen, was unter Zwangsverkäufen geschehen kann. Verantwortlich waren Stop-Loss-Orders, die automatisch ausgeführt wurden. Wenn viele Institutionelle das gleichzeitig tun, ist dieser Effekt wie Gas, das ins Feuer gegossen wird.“ Dennoch erzielte Buffett mit dem Verkauf von Put-Optionsscheinen auf den S&P 500 und drei ausländischen Indizes zuletzt einen Netto-Gewinn von 4,5 Milliarden USD.

### **Sind das die Trends von Morgen?**

Buffett hatte im letzten Jahr sowie zu Jahresanfang großzügig sein Portfolio aufgestockt, und das inmitten der Crashes zwi-

schen Juli 2007 und Februar 2008. Laut Medienberichten sowie den Pflichtmitteilungen bei der amerikanischen Börsenaufsicht SEC, bevorzugt Warren Buffett gegenwärtig die Branchen Automobilzulieferer, Banken, Pharma, Konsumgüterhersteller, Lebensmittelproduzenten und Eisenbahnen (siehe nebenstehende Tabelle). Insbesondere bei den Eisenbahngesellschaften haben sich die Wettbewerbsposition und die Arbeitsausgaben stark verbessert. Der höhere Ölpreis trifft zwar auch die Lokomotiven, aber einem LKW-Logistiker trifft ein steigender Ölpreis etwa viermal so stark.

### **Berkshire Hathaway langfristig ein Kauf**

Unter langfristigen Gesichtspunkten bleibt die Aktie von Berkshire Hathaway ein klarer Kauf. Vor allem für jene Anleger, die vom Know-how Warren Buffetts profitieren wollen. Wem die Aktie zu teuer ist, der kann auf Zertifikatestrukturen zurückgreifen. Man sollte aber davon überzeugt sein, dass der 77 Jährige Warren Buffett noch einige Jahre die Geschäfte leiten wird. Buffett sucht zwar bereits einen Nachfolger für sich, aber es bleibt abzuwarten, ob ein neuer Investmentmanager tatsächlich seinen Anlagestil erfolgreich fortführen kann.

[André Ruhnke]



# B ö r s e \_ g o e s \_ H i s t o r y

18

## **Kontinentalblockade des Festlandes und Great Panic in England (1806-1811)**

Wie schon einige Jahre zuvor in Hamburg, so verursachten die politischen Veränderungen wenige Jahre später erneut eine Wirtschaftskrise in ganz Europa. Während das Festland unter den Folgen Napoleons Kontinentalblockade zu Leiden hatte, war England im Jahr 1811 der Schauplatz einer „great panic“.

Anfang des 19. Jahrhunderts war die politische Situation in Europa verworren, so dass es immer wieder zu neuen Konflikten kam. Im Zentrum dieser Machtkämpfe standen Napoleon Bonaparte, der sich Anfang des 19. Jahrhunderts auf dem Höhepunkt seiner Karriere befand sowie das britische Königreich als Hauptfeind Frankreichs. Der Auslöser für die Krise der Jahre 1809-1811 war die Errichtung der Kontinentalsperre durch Napoleon im Jahr 1806. Eingeleitet wurde die Blockade nach dem Sieg über Preußen und Sachsen in der Doppelschlacht von Jena und Auerstedt am 14. Oktober 1806 mit dem Dekret von Berlin am 21. November 1806. Das Dekret verbot allen neutralen Festlandstaaten sowie den französischen Alliierten den Handel mit Großbritannien.

Die Folgen für Europa waren verheerend. Napoleon bezweckte mit dem Handelsverbot für alle britische Industrieprodukte und Kolonialwaren sowie der Unterbindung der Getreideexporte nach

England den Hauptgegner in die Knie zu zwingen. Allerdings schadete die Blockade zunächst den Verbündeten Frankreichs mehr als dem eigentlichen Gegner. Um eine möglichst große Effizienz des Systems zu gewährleisten, unterlagen nämlich nicht nur englische Erzeugnisse dem Einfuhr-Verbot, auch kontinental-europäische Produkte, die den englischen stark ähnelten - wie z.B. Textilien und Stahlwaren - wurden von den französischen Zöllnern konfisziert, sobald sie in den französischen Einflußbereich gelangten. Der bisher rege Handel mit Waren nach England oder in die Vereinigten Staaten kam somit fast gänzlich zum Erliegen und die Preise schossen in die Höhe. Zwar sorgte ein reger Schmuggel zwischen England und dem Festland für eine gewisse Grundversorgung, jedoch konnten die Schmuggler-Boote die unterbrochenen wirtschaftlichen Beziehungen nur zu einem geringen Teil kompensieren.

Im Jahr 1807 schloss sich schließlich auch Russland der französischen Sperre an und beendete die Handelsbeziehungen mit dem britischen Empire. Doch Großbritannien sah dem französischen Handelsboykott nicht tatenlos zu, sondern überfiel im September des gleichen Jahres mit einer Flotte Kopenhagen und kaperte die dänische Flotte, um Dänemark so am Beitritt zur französischen Kontinentalblockade zu hindern. Mit einer Weisung vom November 1807 blockierten die Briten schließlich ihrerseits alle französischen und von Frankreich kontrollierten Häfen und verbot Schiffen aller neutralen Länder fran-



zösische Häfen oder Häfen der mit Frankreich verbündeten Länder anzufahren. Napoleon erließ daraufhin das Dekret von Mailand (Dezember 1807), wodurch alle Schiffe, die von einem britischen Zollschiff durchsucht worden seien, Häfen in Großbritannien angelaufen oder der britischen Regierung Zoll gezahlt hätten, ungeachtet ihrer Nationalität als britische Schiffe zu behandeln waren. Als einziges Land auf dem Kontinent weigerte sich Portugal, das mit England verbündet war, der Blockade beizutreten. Um den Kontinent unter Kontrolle zu haben entschloss sich Frankreich wenig später zur Besetzung Portugals. Als die übermächtigen Truppen Napoleons in Portugal einmarschierten, flohen der portugiesische König João VI. und seine Familie mit der Unterstützung Englands nach Rio de Janeiro.

Dort leitete der geflohene König tiefgreifende wirtschaftliche und politische Reformen ein und öffnete den Weg für die Entstehung staatlicher Ausbildungsangebote. So wurde beispielsweise 1809 die erste Fabriksschule in Brasilien gegründet, die die Schüler anhand praktischer Arbeit und theoretischen Unterrichts ausbildete und sich über den Verkauf der während des Unterrichts entstandenen Produkte finanzierte. Durch diese Reformen blühte die Wirtschaft des bislang eher unbedeutenden südamerikanischen Landes schnell auf. Die englischen Kaufleute, die ihrer Absatzgebiete in Europa weitgehend beraubt worden waren, witterten ihre Chance und exportierten nun Waren verstärkt nach Brasilien. Dadurch konnte

die Wirtschaft auf den britischen Inseln Napoleons Boykott zunächst entgehen, da die neuen Absatzgebiete in Südamerika die Ausfälle in Europa weitgehend kompensierten.

Im Jahr 1810 verschärfte sich die Situation in Europa allerdings abermals. Napoleon hatte mit dem Dekret von Trianon (5. August 1810) sämtliche Kolonialwaren - natürlich mit Ausnahme der französischen - mit einem Zoll von bis zu 50% ihres Wertes belastet. Zusätzlich schrieb das Dekret von Fontainebleau (19. Oktober 1810) die öffentliche Verbrennung britischer Waren vor. Auch gegen Schmuggel wurde nun verstärkt durch Sondergerichte vorgegangen. Da viele Unternehmen aber auf englische Rohstoffe und Halbfertigwaren angewiesen waren und ohne diese Produkte nicht existieren konnten, verstärkte das stark verringerte Importaufkommen die Massenarbeitslosigkeit auf dem Kontinent und führte zum Ruin unzähliger Handelshäuser.

Die Verschärfung der Kontinentalblockade traf nun auch die englischen Kaufleute. Waren bislang viele Produkte über Umwege doch noch aufs Festland gelangt, so kam nun durch das rigorose Vorgehen der französischen Beamten der Handel mit dem Kontinent fast vollkommen zum Erliegen. Die Wirksamkeit der Blockade läßt sich gut am Beispiel des Amsterdamer Hafens darlegen. Brachten 1807 noch 192 Schiffe Güter im Gegenwert von 11 Millionen Gulden in die holländische Hauptstadt, so sank die Anzahl der Schiffe





Islington, London (1811)

im Jahr 1808 auf 44 und 1809 auf 21. Im Jahr 1810 erreichten schließlich nur noch 5 Schiffe den Hafen und 1811 lief offiziell kein einziges Handelsschiff in den Amsterdamer Hafen ein. Erst 1814 kam der internationale Handel mit 3 amerikanischen Schiffen langsam wieder in Fahrt.

Gleichzeitig machte sich in Südamerika eine Übersättigung bemerkbar. In Folge der Umschichtung der Exporte von Europa nach Brasilien war der noch junge Markt mit englischen Produkten überschwemmt worden. Kurz vor dem Höhepunkt flossen innerhalb weniger Wochen mehr Waren aus England nach Brasilien, als in 20 Jahren (!) verbraucht werden konnten, darunter auch Produkte wie Schlittschuhe, die im sonnenverwöhnten Südamerika nur schwer abgesetzt werden konnten. Diese extrem übertriebenen Exporte nach Brasilien sorgten zunächst noch für volle Auftragsbücher in England.

Dennoch spitze sich die Lage in England langsam zu.

Auch der Ausstieg Rußlands aus der Kontinental Sperre im Jahr 1810 konnte die drohende Rezession nicht mehr verhindern. Wie alle Länder in Europa war auch Rußland durch die Kontinental Sperre arg in Mitleidenschaft gezogen worden und benötigte dringend die Importe aus England. Zar Alexander erklärte deswegen 1810 seine Abkehr von Napoleon und verbot sogar den Import französischer Luxuswaren. Aber nur wenige englische Exporteure wagten zunächst - aufgrund befürchteter Überfälle durch französische Schiffe und der zu erwarteten Rache Napoleons an Rußland - die gefährliche Überfahrt in die Häfen der Ostsee.

Im Herbst 1810 brachte eine unsichere politische Lage im britischen Empire das System schließlich zum Kippen. Zu dieser



Zeit erlitt der englische König Georg III. Wilhelm Friedrich - nachdem sich bereits vorher Anzeichen von Geistesstörung bei ihm gezeigt hatten - einen schweren Rückfall. George III. war unfähig das Land weiter zu regieren. Sein Sohn, Georg IV August Friedrich, konnte aber, solange sein Vater nicht tot war, nicht die Regierungsgeschäfte übernehmen. Die Stimmung in Großbritannien war nun auf dem Tiefpunkt. Die Exporte nach Brasilien waren fast vollkommen zusammengebrochen und auch auf dem Kontinent gab es keine Abnehmer mehr. Zudem schürte die ernste politische Krise die Angst vor einem Überfall der Franzosen. Im Januar 1811 kam es schließlich zur „great panic“ in Großbritannien. Vermehrt konnten Handelshäuser aufgrund der Exportausfälle ihren Zahlungsforderungen nicht mehr nachkommen. Aufgrund der herrschenden Unsicherheit, war aber niemand mehr bereit Schulden zu stunden oder neue Kredite zu gewähren, so dass die ersten Konkurse nicht lange auf sich warten ließen. Diese Bankrotte zogen wiederum andere eng verbundene Wirtschaftszweige in den Ruin. Wie ein Lauffeuer verbreitete sich die Krise in England und stieß unzählige Fabriken, Banken und Kaufleute in den Abgrund. Auch in

New York und - trotz der Blockade - in Hamburg standen in der Folge mehrere Kaufleute vor dem Aus, die enge Beziehung zur britischen Insel unterhalten hatten. Erst im Februar 1811 als Georg IV durch eine Dekret des Parlaments die Regierungsgeschäfte übernahm, beruhigte sich die Lage wieder.

Doch trotz der Schäden, die die Kontinental Sperre angerichtet hatte, brachte sie nicht nur Nachteile für Europa. Der Ausschluss der bis dato führenden Industriemacht England vom Marktgeschehen auf dem Festland, förderte die Entwicklung der kontinentaleuropäischen inländischen Industrie. Viele Länder und Städte waren nun auf sich alleine gestellt und versuchten die zuvor importierten Produkte selber herzustellen. Mit Beginn der Kontinental Sperre setzte eine Gründungswelle ein, die ab 1808 unzählige Betriebe und ganze Industriezweige schuf. Die getrennten Märkte (Festland und England) hatten letztendlich beide gelernt ohne die andere Seite auszukommen. Der Zusammenbruch der Kontinental Sperre und der Rückkehr des internationalen Handels führte deswegen im Jahr 1816/17 erneut zu einer schweren Wirtschaftskrise.



# China\_ein\_ganzes\_Land im\_Börsenfieber

Ständig hört man in letzter Zeit von Crashes, von riesigen Chancen, aber auch von enormen Risiken wenn die Presse über die chinesische Börse berichtet. Doch was ist so besonders an dieser Börse, die ein ganzes Land in Aktienhysterie versetzt hat? Wieso nehmen viele Chinesen sogar Kredite auf, nur um am Aktienhandel teilhaben zu können und was macht diese Börse so spannend für Millionen Anleger weltweit, die ihr Glück im Land des Drachen versuchen wollen?

## Junge Börsenwelt

Die Börse in China zählt zu den jüngeren Börsen der Weltwirtschaft. Doch obwohl sie nicht auf eine so lange Geschichte wie die Wall Street oder die Frankfurter Börse zurückblicken kann, psychologisch gesehen ist sie doch eine der wichtigen Börsen der Welt. Ein heutiger Börsencrash in China könnte zumindest die Weltbörsen in einen Schock versetzen.

Der Börsenhandel in China begann offiziell erst 1990, als der erste Handelsplatz in Shanghai eröffnet wurde. 1991 folgte dann die Eröffnung eines zweiten Handelsplatzes in Shenzhen. Diese beiden Handelsplätze bilden offiziell die Börse Chinas. Es gibt jedoch noch einen dritten Handelsplatz in Hongkong, welcher seit 1997 als Sonderverwaltungszone der Volksrepublik China gilt. Die Börse hier folgt allerdings anderen Gesetzmäßigkeiten als die beiden anderen Börsen auf dem Festland und wird deshalb oft separat betrachtet.

So hat der Handelsplatz in Hongkong auch eine weitaus ältere Geschichte. Der frü-

heste überlieferte Aktienhandel fand hier schon im Jahr 1866 statt, jedoch wurde erst 1891 ein formaler Markt zum Handel von Aktien eingerichtet. Die Entstehung des Aktienmarktes auf dem chinesischen Festland folgte einer stringent geplanten Entwicklung. Nach der typischen Vorgehensweise für chinesische Wirtschaftsentwicklung nach 1978, waren auch hier diverse Experimente die Grundlage. Brauchbares wurde übernommen und weiterentwickelt, wobei ständig darauf geachtet wurde, dass die KPCh ihren Alleinvertretungsanspruch nicht verlor, und dass die Entwicklung mit der sozialistischen Ideologie vereinbar blieb.

Kommunistische Staatsbörse

Mit einer wirtschaftlichen Wachstumsrate von jährlich rund 9% ist die Volksrepublik China heutzutage die viertgrößte Volkswirtschaft und drittgrößte Handelsnation der Welt. Doch im Unterschied zu anderen bedeutenden Handelsnationen weist die kommunistische VR China eine sozialistische Marktwirtschaft auf. Diese basiert auf der Planwirtschaft und schließt dadurch eine freie Entwicklung auf den Märkten aus. Der Staat kontrolliert überwiegend die wirtschaftlichen Geschehnisse und lenkt somit auch die Entwicklung der Börse.

Ungefähr 1,4 Billionen Aktien sind nach staatlichen Angaben an der Börse notiert, von denen jedoch gut zwei Drittel im Besitz des Staates und nur offiziell, nicht aber tatsächlich handelbar sind. Der staatliche Einfluss auf die Börse ist enorm. Die chi-



nesischen Aktiengesellschaften sind vollständig in staatlicher Hand. Das Management dieser Unternehmen wird von der kommunistischen Partei Chinas besetzt. Die Börse wird als politisches Mittel missbraucht, so werden zum Beispiel vor Parteitagen die Kurse durch Stützungskäufe in die Höhe getrieben. Somit kann der Aktienmarkt vom Staat so gelenkt werden, wie es gerade gewünscht ist.

Die chinesische Regierung hat, um Beispiele zu nennen, scharfe Gesetze eingeführt, die es Chinesen erschweren spekulative Käufe durchzuführen. Zudem dürfen pro chinesischen Bürger umgerechnet nur 30.000 Euro in ausländische Aktien angelegt werden, was den meisten Anlegern zu kompliziert und zu teuer ist. „Geisterpapiere“ und „schwarze Pferde“ Als direkte Folge der ideologisch geprägten Entwicklung, weist die chinesische Börse, im Vergleich zu anderen Handelsplätzen, einen segmentierten Markt auf, der bis heute keine wesentlichen Änderungen erfahren hat. Risikoreiche Aktien werden in China als „Geisterpapiere“ bezeichnet, und Aktien, die positiv überraschen, werden „schwarze Pferde“ genannt. Wichtig für europäische Anleger ist allerdings, das Chinas Börsenwelt in drei Aktiengattungen zu unterscheiden ist. Es existieren handelbare Aktien, A-Aktien genannt, für private chinesische Anleger und nicht handelbare Aktien, die mehrheitlich vom chinesischen Staat gehalten werden. Die Regierung erhofft sich, dadurch einen möglichst großen Einfluss auf die Marktentwicklung zu behalten. Der

Anteil nicht handelbarer Aktien beträgt 60-70% aller chinesischen Aktien. Mit wenigen Ausnahmen über die so genannte Qualified Institutional Investor-Regelung (QFII) können auch ausländische Investoren A-Aktien erwerben. Allerdings kommen laut QFII nur Großinvestoren aus Industrie und Wirtschaft mit einer hohen finanziellen Kapazität in Frage wie z.B. die Deutsche Bank.

Für internationale Anleger stehen an den beiden Inlandsbörsen sogenannte B-Aktien bereit. Diese Aktien werden in ausländischer Währung notiert, in Shanghai in US-Dollar und in Shenzhen in Hongkong-Dollar, um die Attraktivität für Anleger zu erhöhen. Seit Juni 2001 sind B-Aktien auch für chinesische Investoren zugänglich. Die meisten internationalen Investoren, sowie wenige wohlhabende Chinesen, kaufen vorzugsweise an der internationalen Börse in Hongkong, wo die H-Aktien gehandelt werden.

Chinas wilder „Hirschmarkt“

Seit der Eröffnung der beiden Handelsplätze in Shenzhen und Shanghai war stets ein klarer Aufwärtstrend der jeweiligen Indizes sichtbar, wobei dieser immer wieder von Schwankungen unterbrochen wurde. Während der Shenzhen Composite Index jedoch nur leichte Schwankungen zu verzeichnen hatte kam es beim Shanghai Composite Index immer wieder vor, das der Index innerhalb weniger Monate bis zu 750 Punkte verlor und diesen Verlust jedoch schon in ein paar Monaten wieder mehr als ausgeglichen hatte. Insgesamt schien die Indizes auf ihrem



Weg ganz nach oben nichts aufhalten zu können. Für dieses Wachstum haben die Chinesen einen eigenen Begriff geprägt. Anstatt von einem „Börsen-Bullen“, sprechen sie in Anlehnung an die teils unberechenbar springenden Kurse von einem „Hirschmarkt“.

Ende Februar letzten Jahres nahm die traumhafte Entwicklung jedoch ein vorläufiges Ende. So stark wie seit zehn Jahren nicht mehr brach der Index in Shanghai ein. Nachdem die Börse zum ersten Mal über 3000 Punkten geschlossen hatte fiel der Shanghai Composite Index am nächsten Tag um knapp 9%. Die ist wohl darauf zurückzuführen, das die 3000er Marke wie ein imaginäres Ziel war, an dem viele Anleger nun ihre Gewinne einstreichen wollten und ihre Anteile veräußerten. Hierbei verloren mehr als 800 Unternehmen massiv an Wert.

Anscheinend war die Krise jedoch schnell verdaut, da schon wenige Monate später der Index auf 4000 Punkte kletterte und auch die 5000er Marke im August geknackt wurde. Letzten Endes war es kein wirklicher Crash der stattgefunden hatte, da innerhalb nur weniger Tage vor dem angeblichen Crash die Kurse um 15 Prozent gestiegen waren und in den letzten 12 Monaten zuvor sogar ein Kurszuwachs von 140 Prozent zu verzeichnen war. Somit haben die Medien mit ihren übertriebenen Berichten über den angeblichen Crash viel mehr Verunsicherung verbreitet, als eigentlich angebracht war.

Nun haben sich innerhalb von nur zwei Jahren einige chinesische Börsenindizes durch die ungebremste Börsenbegeisterung der Chinesen verfünffacht. Dies hatte auch zur Folge, dass inzwischen schon fünf der zehn weltweit größten Unternehmen nach Börsenwert aus China stammen. Diese Entwicklung wurde vom ehemaligen US-Notenbankchef Alan Greenspan jedoch als sehr gefährlich eingeschätzt. Er befürchtet, wie viele andere Fondsspezialisten auch, das Platzen der Aktienblase in naher Zukunft, da die Kursgewinne nicht nachhaltig sind und in keiner Relation zu den Erlösen und Gewinnen der gelisteten Unternehmen stehen.

#### **Putzfrauen und Mönche auf Erfolgskurs**

Der chinesische Aktienmarkt kennzeichnet sich durch hohe Kapitalbewegungen, es fließen also ständig hohe Geldsummen an der Börse. Außerdem weist der Markt eine eher geringe Markttiefe auf, d.h. der Einkauf oder Verkauf einer geringen Menge von Wertpapieren reicht aus, um den Preis merklich zu beeinflussen. Diese beiden Faktoren führen zusammen zu einer ausgeprägten Marktschwankung. Monatliche Kursunterschiede von 20% sind keine Seltenheit.

Diese ausgeprägten Schwankungen offenbaren jedoch, zusammen mit den hohen Kurs-Gewinn-Verhältnissen, ein hohes Risiko. Des Weiteren gibt es strukturelle Defizite, wie den hohen Anteil an nicht handelbaren Aktien oder die Spaltung des Marktes durch die Aufteilung in A-, B- und H-Aktien. Jedoch wird der chinesische Markt trotz einiger Defizite und den häu-



figen staatlichen Eingriffen immer attraktiver für ausländische Investoren, die von dem gewaltigen Wirtschaftswachstum im Reich der Mitte angezogen werden. Jedoch nicht nur im Ausland wird die chinesische Börse als attraktiv angesehen. Besonders die Chinesen selbst sind von einem wahren Börsenfieber gepackt. Anscheinend will jeder ein Stück vom Kuchen abhaben. So beobachtet man Putzfrauen, einfache Büroangestellte und sogar Mönche die ein Depot eröffnen. Dabei riskieren viele Chinesen sogar hohe Schulden, da sie Kredite aufnehmen, in der Hoffnung durch die Börse reich zu werden. Doch der Erfolg scheint ihnen Recht zu geben. Während es 2006 nach "Forbes" in China noch 15 Milliardäre gab, wurden letztes Jahr schon 40 gezählt. Eine von ihnen ist die 26 Jahre junge Tochter

eines Bauunternehmers, Yang Huiyan, die sich durch Börsenspekulationen ein Vermögen von 7,4 Milliarden Dollar aufgebaut hat und dadurch zur reichsten Frau Asiens wurde.

Letztlich gibt es verschiedene Ansichten darüber, wie es mit den Kursen an dieser außergewöhnlichen Börse weitergehen wird. Steigen die Kurse weiter oder gibt es bald ein böses Erwachen für die vielen Anleger? Während viele Finanzexperten in naher Zukunft einen Crash voraussagen, sind wiederum andere fest von steigenden Kursen besonders im Zusammenhang mit den Olympischen Spielen in China überzeugt. Wir können also auf die weitere Entwicklung in 2008 gespannt sein.

[Oliver Patzsch, Michael Kasper]

#### **DAX-Unternehmen in China - Volkswagen und Metro**

Bereits Anfang der 80er Jahre siedelte sich das deutsche Unternehmen in China an. Mit einem anfänglichen Marktanteil von über 50% ist VW seitdem Marktführer im Land des Drachen. Zunehmend drängt aber auch Japan auf Chinas Automobilmärkte und viele andere namhafte Unternehmen nutzen verstärkt ihre Chancen auf dem Wachstumsmarkt China, sodass der Marktanteil von VW heutzutage rund 20 Prozent beträgt. Trotz der starken Konkurrenz konnte VW im letzten Jahr seinen Absatz enorm steigern und plant für 2010 die Eröffnung eines weiteren Werkes, da die Produktionskapazitäten auf dem zweitgrößten Automarkt der Welt ausgeschöpft sind.

Mitte der 90er Jahre wagte Metro den Gang nach China. Zu dieser Zeit hatten bereits große Konkurrenten wie Wal-Mart Fuß gefasst. Trotzdem konnte der Großhandelsriese Metro schnell seine Position festigen und sich etablieren. Im Moment gibt es in China 34 Metro Filialen und allein für die nächsten 5 Jahre sind 40 Neueröffnungen in ganz China geplant.



# Unser\_Sommersemester

Den Ausblick auf das neue Semester möchten wir mit einem kurzen Rückblick auf das vergangene Wintersemester beginnen. Dieses ging großartig los mit einem mehr als gut besuchten Semesteranfangstreffen und seitdem reger und regelmäßiger Teilnahme vieler nun nicht mehr so neuer Gesichter. Das hat insbesondere den Vorstand sehr gefreut.

Unser traditionelle Weihnachtsfeier war auch dieses Jahr wieder einer der stimmungsvollen Höhepunkte der Adventszeit. Das Highlight des Wintersemesters, und an dieser Stelle trifft wohl mal wieder das alte Sprichwort „Gut Ding muß Weile haben“ zu, war unser Exklusivbesuch bei Q-Cells in Thalheim. Auch wenn es uns wegen Umbaumaßnahmen nicht vergönnt war uns die Produktionsstätte des Marktführeres für Photovoltaiksolarzellen näher anzuschauen, so haben wir doch eine interaktive und höchst interessante Präsentation erhalten.

Doch genug in der Vergangenheit geschwelgt, denn große Ereignisse werfen bereits ihre Schatten voraus.

Der Start ins neue Semester erfolgt mit dem Semesteranfangstreffen als Auftakt der regelmäßigen Stammtische.

Den 20. Mai solltet ihr euch schon vormerken, denn da beehrt uns das Privatbankhaus SalOppenheim mit seiner Derivatetour. Wer schon immer mal etwas darüber erfahren wollte, sollte sich das auf keinen Fall entgehen lassen.

Die Veranstaltung wird im Großen Hörsaal statt finden.

Weiter gehts dann mit unserem Sommerfest in wohl einer der schönsten Partylo-



cations die Halle zu bieten. Traditionell feiern wir auf der alten Burg Giebichenstein. Am 17.Juni seid ihr herzlich eingeladen zu Musik, Würstchen und Bier über den Dächern von Halle.

Eine Woche später geht es dann etwas ernster zu, denn die Jahreshauptversammlung steht auf dem Programm. Dieser Termin sollte für alle Mitglieder von Bedeutung sein, da ihr an diesem Tag aufgerufen seid den Vorstand für das kommende Jahr zu bestimmen.

Das letzte Event des Semester führt uns nach Frankfurt an die Deutsche Börse. Am 7.Juli fahren wir nach Frankfurt und besuchen das Parkett und die neue Börse und erleben live den wichtigsten Handelsplatz Deutschlands.

Ein erfolgreiches Semester und einen tollen Sommer wünscht euch.

[Florian]



# F r a n c k e \_ a l s \_ Ö k o n o m

## August- Herrmann Francke und die Ökonomie

Es soll mit 4 Thalern und sechzehn Groschen angefangen haben, die eines Tages in der Armenbüchse des Pfarrers von Glaucha August Herrmann Francke lagen. „Das ist ein ehrlich Kapital, davon muss man etwas Rechtes stiften; ich will eine Armen-Schule damit anfangen“ soll er gesagt haben.

Wenn man vor den Franckeschen Stiftungen in Halle steht und bedenkt, dass dieser riesige Gebäudekomplex im wesentlichen zwischen 1698 und 1727 zu Lebzeiten Franckes gebaut wurde und wenn man weiterhin bedenkt, dass teilweise über 2000 Kinder dort lebten und lernten, fragt man sich, wie hat dieser Mann das finanziert?

Über Francke reden, heißt meist über den Pastor, Theologen, Pädagogen, Begründer des Pietismus und Vater der Waisen reden, selten über den Ökonomen und Manager.

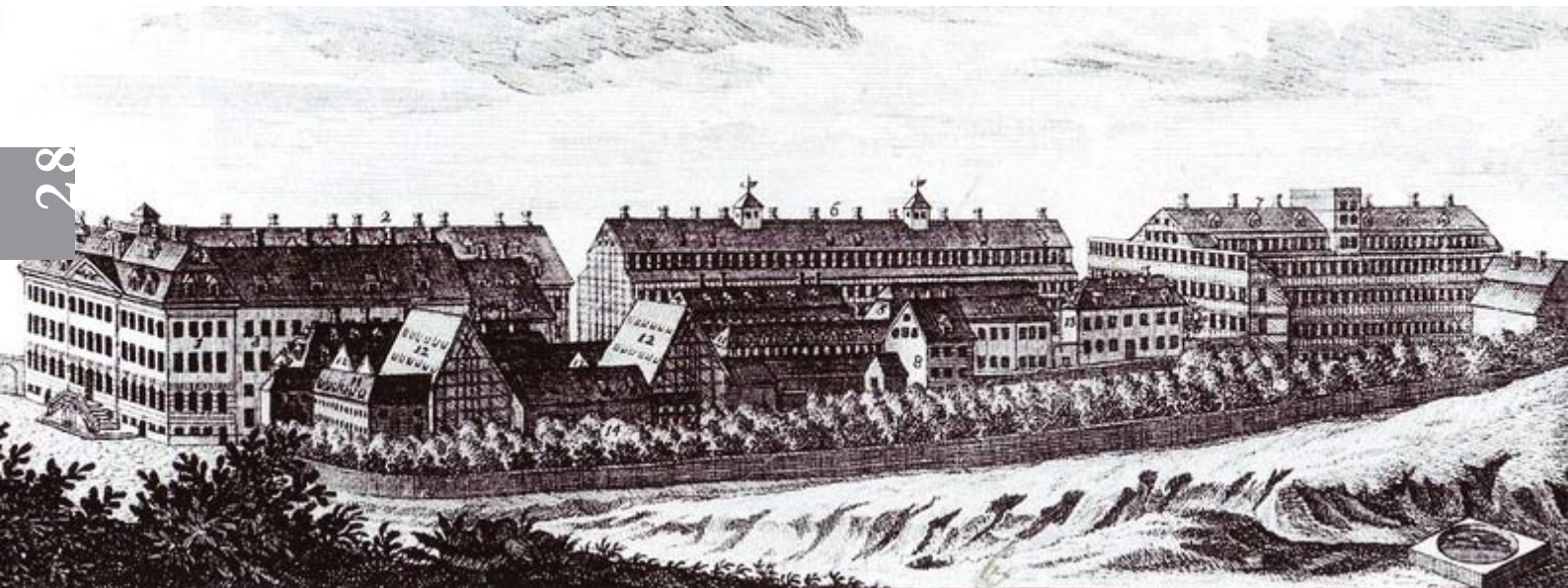
A.H. Francke war ein hervorragender Ökonom, der die Zeichen der Zeit, moderne, zukunftssträchtige Tendenzen erkannte, umsetzte und für seine Ziele nutzte. Er hatte offenbar auch ein feines Gefühl für kluge Köpfe, die er in den Stiftungen einsetzte und ihre ökonomischen Fähigkeiten ausleben ließ.

Seine Energie entsprang dabei nicht der eines ehrgeizigen, nach Reichtum strebenden Mannes, wie wir es heute leider bei vielen Managern beobachten. Seine Energie war ausschließlich auf die

Sicherung seiner großen religiös pädagogischen Ziele und auf die „reale Verbesserung“ der gesellschaftlichen Zustände gerichtet. Der von ihm begründete Pietismus durchbrach eine historische Schranke, er wurde zu einer Reformbewegung auch im wirtschaftlichen Bereich. Er wollte die „Gebrechen“ dieser Welt lindern. Neben der bisher traditionellen Form die Menschen aufzufordern dafür zu spenden, wurde auch die Errichtung kapitalistischer Erwerbsbetriebe aktiv in Angriff genommen. Müßiggang galt für ihn als Sünde. Verbunden mit einer positiven Einstellung zur menschlichen Arbeit, war er dem Gelderwerb freundlich gesonnen. Die Notwendigkeit rastloser Arbeit erwuchs aus der Verpflichtung zur Hilfe für Arme, Kranke und Bedürftige.

Alle ökonomischen Unternehmungen dienten zunächst der Eigenversorgung des Waisenhauses, seiner Schüler und Mitarbeiter sowie der Unterhaltung der Gebäude. Ein edles Ziel, wurden doch damit hunderte armer Waisenkinder aus dem Elend gerissen und erhielten dazu noch eine Ausbildung. Sehr schnell aber erkannten Francke und seine Mitarbeiter wie man mit ökonomischem Geschick, Energie und Unternehmergeist Gewinn erzielen konnte. Dieser floss dann selbstverständlich wiederum in die Stiftungen. Neue Häuser wurden gebaut, die Schülerzahlen wuchsen und die Lebens- und Lernbedingungen konnten verbessert werden. Francke konnte Baugrund für neue Schulen, Internate und Wirtschaftsgebäude erwerben. Einrichtungen wie das „Collegium orientale“ befassten sich





mit ökonomischen Fragen, wie zum Beispiel das Aufbauen und Finanzieren von Missionsschulen und Lehrerbildungseinrichtungen.

Es ist bisher kein spektakulärer Fall bekannt, dass verantwortliche Mitarbeiter einzelner Unternehmen der Stiftungen, und es waren selbst aus heutiger Sicht recht große, Gelder nach „Lichtenstein“ geschafft oder sich selbst bereichert hätten.

Überschüsse wurden von A.H. Francke sofort in Form von Investitionen nutzbringend verwendet, z.B. durch den Ankauf landwirtschaftlichen Grundbesitzes und die Erweiterung der eigenen Erwerbsbetriebe. So steigt z.B. ab 1710 der Anteil solcher Gewinne gegenüber den Spenden und Geschenken sehr schnell auf 50% und dann sogar auf 90%. Es darf nicht verschwiegen werden, dass diese Entwicklung durch besondere Privilegien und Steuervergünstigungen des Staates bzw. des Königs begünstigt wurden. Francke verstand es solche Privilegien oft gegen den Widerstand anderer Berufsgruppen zu erbitten und dann auch zu nutzen.

Natürlich waren nicht alle Unternehmungen erfolgreich oder mussten bald wieder eingestellt werden. Die folgenden Beispiele aber zeigen den offenen Geist

für erfolgreiches Wirtschaften Franckes und seiner Mitarbeiter.

Die Buchhandlung, die zunächst Predigten und kleine Traktate vertrieb, wuchs mit dem Verkauf von Bibeln sehr schnell und brachte ab 1710 bis zu 2500 Thaler jährlich ein.

Nach einer Epidemie erkämpfte A.H. Francke gegen den Widerstand der halleischen Apotheker das Privileg eine eigene Apotheke zu gründen. Die Medikamente wurden in den Labors der Stiftungen, zum Teil durch Waisenkinder hergestellt und dienten zunächst der kostenlosen Versorgung des Waisenhauses sowie Armer und Bedürftiger in Glaucha. Sehr bald aber entstand auch ein schwunghafter Medikamentenhandel, der Gewinn abwarf. Das lief so gut und man gründete eine selbständige Vertriebsorganisation, die sog. Medikamentenexpedition. In den Jahren von 1711 bis 1728 stieg der Reingewinn dieser Organisation auf 12000-16000 Thaler jährlich. Die Medikamente wurden in ganz Deutschland und darüber hinaus verkauft. Die Vertriebsorganisation wurde außerdem für einen umfangreichen Materialwarenhandel vor allem mit Gewürzen, Zucker, Wein, Tee und Kaffeebohnen genutzt. Dabei ging man ganz moderne Wege durch preiswerten Direkteinkauf in



Holland, Hamburg oder Venedig und die rationelle Nutzung von Transportmitteln durch Rückladungen und erzielte gute Gewinne.

Seit 1708 begann der sogenannte „Moskovische Handel“ - Medikamente wurden nach Russland verkauft und dort Landesprodukte eingekauft und nach Halle transportiert.

Francke verfolgte sogar Bergwerks- und Schifffahrtspläne. Es sollten Eisen, Eisenwaren und Glas nach Hamburg verschifft werden und von dort Kolonialwaren zurückgebracht und in Halle verkauft werden. Dazu war bereits eine eigene Eisenhütte und eine Glashütte geplant und man hatte ein eigenes Schiff erworben. Diese Pläne scheiterten aber am Widerstand einer starken privilegierten Gewerkschaft in Wettin. Ab 1708 wurde die „Hallesche Zeitung“ herausgegeben und in ganz Mitteldeutschland, Sachsen, Schlesien und dem Vogtland vertrieben.

Bereits 1698 erwarb Francke zunächst zur Selbstversorgung ein Bauerngut in Giebichenstein. Dafür ließ er sogar eine Rentabilitätsuntersuchung anstellen. Das Gut lieferte Getreide und ein auf dem Gutsgelände liegender Steinbruch günstiges Baumaterial. Als die Getreidepreise 1700 stark sanken, wurde das Gut mit Gewinn verkauft. Um 1710 wurde das Land erneut gekauft um Landwirtschaft zu betreiben. Francke förderte dort besonders den Anbau von Kartoffeln. Nahrungsabfälle des Waisenhauses wurden in einer Schweinemast verwendet. Sehr bald entstand ein ausgedehnter Viehhandel. Man kaufte Schlachtvieh aus der Umgebung,

aus Schlesien und Pommern, z.T. 300 Schweine und 160 Ochsen und versorgte damit auch den gesamten halleschen Raum. Beschwerden der Glauchaer Bürger über den Lärm und Gestank führten aber dazu, dass dieser Großhandel wieder eingeschränkt wurde.

Andere Gewerbe waren nicht so erfolgreich. In einer Strumpfmanufaktur sollten die Waisenkinder stricken lernen, den Eigenbedarf decken und für den Verkauf produzieren. Die Kinder, besonders die Mädchen, müssen aber nicht besonders motiviert gewesen sein und die meist schlechten Produkte wurden bald wieder vom Markt genommen.

Eine Leinwandmanufaktur brachte ebenfalls nicht den erhofften Erfolg, deckte aber den Eigenbedarf ebenso wie eine eigene Bäckerei und eine Brauerei.

A.H. Francke griff alle ökonomisch fortschrittlichen Tendenzen auf. Er gründete eine Vielzahl kapitalistisch wirtschaftende sowie hoch rentabel arbeitende Unternehmen. Er darf an einer Zeitenwende deutscher Geschichte zu den progressiven Kräften des deutschen Bürgertums gezählt werden.

Vergessen wir nicht, es ging dabei nicht um Gewinnmaximierung, sondern um die „reale Verbesserung der gesellschaftlichen Zustände“ und die Verbesserung der „Gebrechen der Welt“.

[Dr. Erhard Kinze]

Quelle: einz Welsch, Die Franckeschen Stiftungen als wirtschaftliches Großunternehmen, in A.H. Francke „Das humanistische Erbe des großen Erziehers, Martin-Luther- Universität Halle- Wittenberg, 1965



6 . 9 7 0 . 0 3 3 . 3 7 0 ...

30

**...Terminkontrakte wurden 2007 weltweit gehandelt, doppelt so viel als noch 2004! Eine Einführung in die Welt der Terminmärkte und die wichtigsten Handelsplätze in Nord- und Südamerika (Teil 1)**

Immer mehr Anleger in Deutschland entdecken als Alternative zu Aktien die Welt der Terminkontrakte. Sei es in Form von Rohstoffdirektinvestments, strukturierten Produkten (Zertifikaten) oder speziellen Investmentfonds wie 130/30 Fonds, Hedgefonds oder Managed Futures Fonds, fast jeder Anleger hatte mehr oder weniger bewusst schon einmal etwas mit Terminkontrakten zu tun. Obwohl mit Gründung der Deutschen Terminbörse (DTB) 1990 der Terminhandel in Deutschland recht spät Auftrieb erhielt, reicht die Geschichte der Terminkontrakte viel weiter zurück. In diesem ersten Teil einer mehrteiligen Artikelserie sollen zunächst einige Grundlagen dargelegt und die wichtigsten Börsen in Nord- und Südamerika, insbesondere in den USA vorgestellt werden.

**Aufkommen, Bedeutung und historische Entwicklung von Terminbörsen**

Gut dreihundert Jahre bevor in Deutschland die erste Börse für standardisierte Termingeschäfte gegründet wurde, handelten Menschen bereits mit Terminkontrakten. Gegen Ende des 17. Jahrhunderts wurde im japanischen Osaka die erste nennenswerte Terminbörse, die „Osaka Rice Market“ gegründet. Hier wurden Terminkontrakte auf Reis und Seide gehandelt. Produzenten dieser Handelsgüter konnten entsprechend

ihre Waren verkaufen, noch bevor sie geerntet bzw. hergestellt waren, was ihnen gewissermaßen eine Absatzgarantie versprach.

Eine Terminbörse ist somit ein Markt, auf dem Käufer und Verkäufer auf Grundlage von festgelegten Regeln und Verfahren mit Verträgen handeln. Die Vorteile liegen auf der Hand: Die hohe Konzentration von Käufern und Verkäufern an einem zentralen Ort senkt die Transaktionskosten, die entstehen würden, auf sonstiger Weise einen geeigneten Geschäftspartner für eine bestimmte Handelsware zu finden. Außerdem erleichtert die Terminbörse die Preisfindung, da das Kursniveau stets die zugrunde liegenden Bedingungen eines Marktes widerspiegelt, insbesondere die Erwartungen und Emotionen der Akteure. Risikotransfer ist eine weitere wichtige Funktion der Terminbörsen, da die Handelsteilnehmer die Preise für zukünftige Geschäfte festlegen und sich somit vor unerwünschten Preisbewegungen absichern.

Die ersten modernen Terminbörsen wurden im Amsterdam des 18. Jahrhunderts sowie in London und Chicago des 19. Jahrhunderts geschaffen. In Chicago fand durch den Bau der Eisenbahnen ein reger Handel zwischen der Bevölkerung des mittleren Westens und den Händlern der amerikanischen Ostküste statt. Durch die Liberalisierung des Handels mit landwirtschaftlichen Erzeugnissen im 19. Jahrhundert und den Rückzug des Staates aus der landwirtschaftlichen Produktion ergab sich in vielen weiteren Ländern ein Bedarf nach Risikomanagement,



fairer Preisbildung und standardisierten Handelsmechanismen. Dieser konnte durch die Schaffung von Terminbörsen begegnet werden. Heute läuft in nahezu allen entwickelten Ländern der Austausch von Waren über Terminbörsen und macht den physischen Handel (Kassamarkt) überflüssig. Zu den wenigen Ausnahmen zählen die niederländische Blumenauktionsbörse in Aalsmeer und eine Käsebörse in den USA, die New York Cheese Exchange.

In der heutigen Weltwirtschaft spielen Terminbörsen eine viel größere Rolle als noch vor 300 Jahren. Dennoch hatten sich ihre folgenden Kernfunktionen nicht verändert: Reduzierung der Transaktionskosten, Preisbildung durch Angebot und Nachfrage, Kurstransparenz sowie Risikotransfer. Diese für den internationalen Handel so essenziellen Funktionen führten in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts zu einem Boom bei der Gründung neuer Terminbörsen und dem kontinuierlichen Ausbau der Aktivitäten bestehender Börsen. Zwei wichtige Voraussetzungen waren allerdings dafür notwendig, nämlich die Schaffung des Clearing Systems sowie die Einführung standardisierter Terminkontrakte.

### **Das Clearing System**

Das Clearing System spielt eine extrem wichtige Rolle innerhalb der Struktur einer Terminbörse. So soll das Clearing System verhindern, dass wie bei der Tulpenkrise im 17. Jahrhundert Zahlungsschwierigkeiten einzelner Handelsteilnehmer zur Kettenreaktionen führen. Das sogenannte Clearinghaus steht daher als Intermediär zwischen

jeder Transaktion und garantiert nach Abschluss eines jeden Geschäftes dessen vorschriftsmäßigen Abwicklung. Das Clearinghaus fungiert als zentrale Gegenpartei – als Käufer für jeden Verkäufer und Verkäufer für jeden Käufer. Es stellt börsentäglich alle ausstehenden Termingeschäfte glatt und verrechnet die am jeweiligen Handelstag aufgelaufenen Forderungen bzw. Verbindlichkeiten bei den jeweiligen Vertragsparteien. Somit schaltet das Clearinghaus potenzielle Erfüllungsrisiken aus, schützt die Integrität des Marktes, reduziert Transaktionskosten und verteilt diese gleichermaßen auf die am Geschäft beteiligten Parteien. Das erste Clearinghaus in diesem Sinn war die Board of Trade Clearing Corporation (BOTCC, jetzt „The Clearing Corporation“). Die BOTCC wurde 1925 als unabhängige Organisation gegründet. Allerdings sind nicht alle Clearingstellen unabhängig. So zum Beispiel die Clearing-Dienstleistungen an der Chicago Mercantile Exchange (CME), der größten US-Terminbörse. Dort werden die Geschäfte mit sämtlichen Haftungen über eine Inhouse-Abteilung abgewickelt. Allerdings forderte das US-Justizministerium im Februar 2008 eine Trennung des Clearings vom Wertpapierhandel.

### **Siegeszug der standardisierten Terminkontrakte**

Anfänglich waren ausschließlich sogenannte Forward-Kontrakte verbreitet. Käufer und Verkäufer eines Forwards müssen jedes Detail bezüglich der Qualität, der Lieferung, des Preises usw. exakt aushandeln. Zudem erfolgt die Abwicklung, also die Bezahlung und Lieferung, erst beim Auslaufen



des Vertrages. Vom Vertragsabschluss bis zur Fälligkeit besteht das gesamte Geschäft auf gegenseitiges Vertrauen.

### Die wichtigsten Terminbörsen auf einen Blick

Kürzel	Name	Anteil*
CME	Chicago Mercantile Exchange	33,71%
EUREX	Eurex Frankfurt AG	18,20%
LIFFE	Euronext London International Financial Futures Exchange	8,15%
MexDer	Mexican Derivatives Exchange	5,20%
BM&F	Brazilian Mercantile and Futures Exchange	4,90%
NYMEX	New York Mercantile Exchange	4,10%
NSE	National Stock Exchange of India	3,23%
DCE	Dalian Commodity Exchange (China)	2,23%
ICE	Intercontinental Exchange (USA)	1,75%
JSE	Johannesburg Securities Exchange (South Africa)	1,65%
LME	London Metal Exchange	1,49%
ASX	Australian Securities Exchange	1,41%
TOCOM	Tokyo Commodity Exchange	1,21%
KRX	Korea Exchange	1,14%
SHFE	Shanghai Futures Exchange (China)	1,10%
NCDEX	National Commodity and Derivatives Exchange (India)	1,01%
ZCE	Zhengzhou Commodity Exchange (China)	0,88%
NMCE	National Multi-Commodity Exchange of India	0,86%
OMX	OMX Group of Nordic and Baltic Exchanges	0,85%
C-COM	Central Japan Commodity Exchange	0,76%

Die Terminbörsen in den USA zählten zu den ersten, die fast ausschließlich auf standardisierte Terminkontrakte setzten. Damit sollten die Nachteile in der Abrechnung sowie die Unsicherheiten bei der Vertragserfüllung beseitigt und gleichzeitig die Effizienz und die Kurstransparenz gesteigert werden. Standardisierte Terminkontrakte

können an einer Börse gehandelt werden, da sie für alle Handelsteilnehmer dieselben Spezifikationen haben, also hinsichtlich der Menge, der Qualität, dem Verfalltag usw. völlig identisch sind. Im Gegensatz zu Forward-Kontrakten müssen bei standardisierten Terminkontrakten sowohl Käufer als auch Verkäufer eine festgelegte Sicherheitsmarge („Margin“) beim Clearinghaus hinterlegen. Am Ende eines jeden Handelstages werden durch das Clearinghaus die Positionen der Kontraktpartner evaluiert und anschließend die Gewinne unmittelbar gutgeschrieben bzw. die Verluste abgebucht. Dies bedeutet, dass Terminkontrakte abgegolten werden und kein Austausch von Basis- oder Nennwerten stattfindet, und wird unter Händlern auch als „mark to market“ bezeichnet.

### USA: Vom Pionier und Vorreiter zum Marktführer im Terminhandel

Anfang der 1990er Jahre entfiel auf den USA mehr als die Hälfte des weltweiten Terminhandels. Durch die rasche Internationalisierung des Handels und Liberalisierung weiterer Märkte sank der weltweite Handelsanteil der USA bis 2003 auf 27 Prozent und pendelte sich nun bei ca. 37 Prozent ein (vgl. Tabelle 1). Dennoch sind die USA zu Recht noch immer Marktführer im Terminhandel. Mit großem Abstand folgen die EU sowie Mexiko und Brasilien. Bereits in ihrer Anfangszeit hatten die drei US-Terminbörsen Chicago Board of Trade (CBOT), Chicago Mercantile Exchange (CME) und New York Mercantile Exchange (NYMEX) wichtige Pionierleistungen erbracht.

Im Jahr 1848 wurde die Chicago Board of Trade (CBOT) von Getreidehändlern gegründet und ist die älteste Terminbörse der USA. Mitte des 19. Jahrhunderts mussten die Bauern mit ihrem Getreide auf dem Weg nach Chicago noch immer weite Strecken zurücklegen. Dort angekommen fanden sie oftmals keine Käufer. Angesichts der hohen Transportkosten mussten sie ihre Produkte in See werfen. Eine Lösung war der Abschluss von vorgezogenen Lieferverträgen, den Termingeschäften. Die ersten gehandelten Terminkontrakte an der CBOT liefen auf Mais, dann folgten Weizen und Hafer. In den Anfangsjahren war der Handelsumsatz sehr klein, so konnten Wochen ohne eine einzige Transaktion vergehen. 1856 entschied sich das Management Standards zu definieren und ein landesweites Preisinformationssystem auf die Beine zu stellen. Standardisierte Terminkontrakte wurden allerdings erst 1865 eingeführt, da der Agrarhandel anfänglich als anrüchiges spekulatives Geschäft angesehen wurde. Es vergingen mehr als einhundert Jahre bevor es an der CBOT auch Terminkontrakte auf Finanzmarktprodukte gab (vgl. Tabelle 2). Die hohe Volatilität an den Finanzmärkten während den siebziger Jahren führte zu einer großen Nachfrage nach Absicherungsmöglichkeiten. Der erste Finanzterminkontrakt bezog sich auf Hypothekenkredite, wurde jedoch später wieder aus dem Handel entfernt. Im Jahr 1997 wurde mit dem Dow Jones-Future einer der wohl beliebtesten Terminkontrakte auf den Markt gebracht. Neben der stetigen Entwicklung und Einführung neuer Terminkontrakte bemühte sich die CBOT, ihren Einflussbereich

### Chicago als Geburts- und Innovationsstätte des modernen Terminhandels

1848	die Chicago Board of Trade (CBOT) wird gegründet
1851	der weltweit erste Forward-Kontrakt wird gehandelt
1865	der Getreidehandel an der CBOT wird mit Einführung der weltweit ersten Terminkontrakte standardisiert CBOT schafft ein neues Abwicklungsverfahren (Clearing Operation) mit Margin-System und täglicher Abrechnung
1898	die Chicago Butter and Egg Board wird gegründet
1919	aus dem Chicago Butter and Egg Board wird die Chicago Mercantile Exchange (CME)
1926	die Abwicklung an der CBOT wird ausgegliedert und zugleich mit weitreichenden Garantien ausgestattet
1936	CBOT startet den Handel von Sojabohnen-Terminkontrakten
1961	CME startet den Handel von Terminkontrakten auf gefrorene Schweinebäuche
1964	CME startet den Handel von Lebendrind-Terminkontrakten
1968	CBOT startet den Handel von Terminkontrakten auf gefrorenem Geflügel
1969	CBOT startet den Handel von Silber-Terminkontrakten
1972	CME startet den Handel von Terminkontrakten auf sieben ausländischen Währungen
1975	CBOT startet den Handel von Zins-Terminkontrakten
1981	CME startet den Handel von Geldmarkt-Terminkontrakten, dem Eurodollar
1982	CME startet den Handel des weltweit ersten Aktienindex-Terminkontraktes, dem S&P 500 Index
1987	CME initiiert die erste elektronische Handelsplattform
1992	an der CME-Globex werden die ersten elektronischen Termingeschäfte getätigt
1999	CME startet den Handel von Wetter-Terminkontrakten
2007	CME und CBOT fusionieren als CME Group zur weltweit größten Terminbörse

auch durch Übernahmen zu erweitern. Im März 1986 übernahm die CBOT die Mid America Commodity Exchange, besser bekannt unter der Abkürzung MidAM. Die Ursprünge der Chicago Mercantile Ex-



change (CME) gehen auf die im Jahr 1898 gegründete Chicago Butter & Egg Exchange zurück. Auf diesem damals noch sehr überschaubaren Handelsplatz wurden vorwiegend Eier und Molkereiprodukte sowohl in Form von Terminkontakten als auch physisch am Kassamarkt gehandelt. Im Lauf der Zeit wurde eine Vielzahl weiterer Produkte zum Handel zugelassen. Zu nennen wären hier Zwiebeln, Tierhäute, Truthähne, Käse sowie tiefgefrorene Waren. Im Zuge der Angebotsausdehnung an Handelswaren nannte sich die Börse im Dezember 1919 in Chicago Mercantile Exchange um. Bis in die frühen siebziger Jahre blieb die CME vorwiegend eine auf landwirtschaftliche Produkte fokussierte Börse.

Dieser Fokus änderte sich als im Jahr 1972 das Bretton Woods-Abkommen aufgelöst wurde und die Währungen vieler Länder nicht mehr an den Dollar gekoppelt waren. Die CME führte damals die weltweit ersten Devisenkontrakte auf insgesamt sieben Währungspaaren ein. Eine weitere Neuerung war auch das „Cash Settlement“, welches die Abrechnungen einer Ware in Form einer Ausgleichszahlung erlaubte und nicht wie bis dahin üblich nur per physischer Lieferung. Während der achtziger und neunziger Jahre folgten weitere neue Kontrakte auf eine Reihe von Zins- und Finanzprodukten, wie zum Beispiel die umsatzstarken Terminkontrakte auf den S&P 500 oder den Eurodollar, welcher den Zinssatz des LIBOR (London Interbank Offered Rate) widerspiegelt. Die anfangs gehandelten Kontrakte auf Eier, Butter und später Zwiebeln sind heute nicht mehr notiert. Der gegenwärtig älteste Kontrakt der CME ist der am 18. Septem-

ber 1961 eingeführte Terminkontrakt auf Schweinebäuche.

2007 hatte die CME ihre Konkurrentin CBOT aufgekauft und in die CME Group Inc. eingegliedert. Durch diesen Zusammenschluss wurde die CME Group nicht nur zur weltgrößten Börse, sondern gleichzeitig auch zum Marktführer mit einer Produktpalette, die über 100 Terminmärkte in den Bereichen Rohstoffe, Energie und Metalle, Indizes, Währungen, Zinsen, Immobilien und selbst Kontrakte aufs Wetter umfasst. Bis Ende 2008 will die CME zudem noch die nachfolgend beschriebene New York Mercantile Exchange übernehmen. Damit entsteht ein Branchengigant, der den börslichen Handel mit Terminkontrakten auf Währungen, Staatsanleihen, Rohöl, Gas und Edelmetalle unangefochten dominieren wird.

Die New York Mercantile Exchange (NYMEX) wurde im Jahr 1872 als „Butter & Cheese Exchange of New York“ gegründet. 1882 benannte sich die Börse um und trägt ihren heutigen Namen. Lange Zeit konzentrierte man sich ausschließlich auf den Handel mit Agrarrohstoffen. In den siebziger Jahren fokussierte sich die NYMEX dann zunehmend auf Energiekontrakte. Bereits im November des Jahres 1978 wurde ein Terminkontrakt auf Heizöl eingeführt, dem im Jahre 1983 ein Kontrakt auf Rohöl der Sorte West Texas Intermediate (WTI) folgte. Da das Geschäft mit Energiekontrakten sehr profitabel war und großes Volumen erzeugte, verschwanden die ursprünglich gehandelten Agrarkontrakte im Laufe der Zeit. Mit Übernahme der Commodity Exchange of New York (COMEX) 1994 spezialisierte sich



## extra\_spalte

### Der Aufstieg des elektronischen Handels

Während zu damaligen Gründungszeiten der Terminbörsen der Handel ausschließlich mittels Zurufen stattfand und sich die Händler täglich treffen mussten, um per Handzeichen oder anderer Gestiken miteinander zu kommunizieren und zu handeln, hat sich mittlerweile der elektronische Handel nahezu vollends durchgesetzt. Einige Terminbörsen sind aus Effizienzgründen völlig auf den elektronischen Handel umgestiegen, an den meisten Terminbörsen wurde jedoch der traditionelle Parketthandel beibehalten, ist aber im Grunde bedeutungslos.

Der überwiegende Teil der Marktakteure, seien es Managed Futures Fonds, Hedgefonds, Vermögensverwalter, Industrieunternehmen oder normale Spekulanten und Kleinanleger, handelt Dank der technologischen Möglichkeiten dezentral von allerorts auf der Welt aus. Das elektronische Ordersystem, das automatisch Angebot und Nachfrage zusammenführt, ist dabei nicht nur deutlich schneller und billiger, sondern auch mit weniger Fehlerquellen behaftet als der Handel auf dem Parkett. So können Manipulationen durch Händler wie das bekannte „front-running“, bei dem die eigenen Kauf- bzw. Verkaufsaufträge einfach vor größeren marktbewegenden Ordervoluminas gestellt werden, effektiv verhindert werden.

die NYMEX außerdem auf Industrie- und Edelmetalle. Dennoch ist die NYMEX im Gegensatz zu den meisten anderen Terminbörsen eine reine Rohstoffbörse. Daher war die NYMEX ein wichtiger Akteur bei der Förderung einer neuen Plattform für die Internationalisierung des Handels: Die Globex Alliance, ein Zusammenschluss aus BM&F, Euronext, MEFF, SIMEX und der Montreal Bourse, ermöglicht mit nur einem Zugang den Handel von sämtlichen Märkten der Globex Alliance.

Weitere wichtige Terminhandelsplätze in den USA sind zum einen die in Atlanta ansässige IntercontinentalExchange (ICE), an der insbesondere Rohöl, Erdgas, Kohle, Strom, Kakao, Kaffee, Baumwolle, Zucker und gefrorenes Orangensaftkonzentrat gehandelt werden. Die IntercontinentalExchange hatte dazu 2007 die Börsen Board of Trade (NYBOT), ChemConnect und Winnipeg Commodity Exchange übernommen. Die darüber hinaus noch existierenden Kansas City Board of Trade (KCBT) sowie die Minneapolis Grain Exchange (MGEX) dienen vor allem dem heimischen Handel.

Blickt man von den USA aus in die nördliche Hemisphäre findet man zwar Terminbörsen mit sehr weit zurückreichender Historie vor, diese sind aber im internationalen Vergleich von geringerer Bedeutung. Die 1874 gegründete Bourse de Montreal (MX) ist zwar die größte Terminbörse Kanadas, besitzt aber nur 0,2 Prozent am weltweiten Handelsvolumen in Terminkontrakten. Die kanadische Terminbörse für Landwirtschaftsprodukte, die Winnipeg Commodity



Exchange (WCE), wurde 1904 gegründet und war in Nordamerika die erste Terminbörse, die ihren Parketthandel komplett aufgab und auf ein vollkommen elektronisches System umstellte.

Obwohl Mexiko in Lateinamerika die zweitgrößte Volkswirtschaft ist, wurde erst 1998 eine Terminbörse ins Leben gerufen. Die Mexican Derivatives Exchange (MexDer), an der ausschließlich Finanzterminkontrakte gehandelt werden können und die zugleich die einzige Terminbörse Mexikos ist, erlebte seither ein rapides Wachstum. Die MexDer ist mittlerweile größte und wichtigste Terminbörse Lateinamerikas und steht gemessen am internationalen Handelsvolumen an vierter Stelle (vgl. Tabelle 1).

Die zweite bedeutende Terminbörse Lateinamerikas ist die Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F) in Brasilien. Obwohl sie erst im Jahr 1985 gegründet wurde, rankt die BM&F im internationalen Vergleich auf dem fünften Platz. Das kommt nicht von ungefähr: Der Markt für brasilianische Kaffee-Terminkontrakte hat ein jährliches Handelsvolumen von über 1,5 Mrd. USD. Kaffee ist nach Rohöl der zweitgrößte Rohstoffmarkt der Welt. Neben der BM&F gibt es 29 weitere Terminbörsen in Brasilien, die zwar für sich genommen unbedeutend sind, aber über eine elektronische Handelsplattform miteinander verbunden sind.

Argentinien hat eine sehr lange Tradition in Terminmärkten und beheimatet mit der Bolsa de Cereales, welche 1854 gegründet wurde, eine der ältesten Terminbörsen

Nord- und Südamerikas. Das argentinische Terminmarktnetzwerk umfasst 11 Börsen. Die größte argentinische Terminbörse ist jedoch die Termino Mercado de Buenos Aires (MATba). Ihr Anteil am internationalen Handel ist allerdings marginal.

Die Terminbörsen in Bolivien, Kolumbien, Costa Rica, der Dominikanischen Republik, Ecuador, El Salvador, Honduras, Nicaragua, Panama, Peru und Venezuela sind in erster Linie eine Reaktion auf die Liberalisierung des inländischen Handels und ordnen die heimischen landwirtschaftlichen Handelsströme. Bis auf die Terminbörsen in Kolumbien und Ecuador, wurden alle erst nach 1992 gegründet.

#### Fazit

Terminmärkte sind heute wichtiger denn je. Nicht nur, dass der Handel sämtlicher Terminkontrakte äußerst sicher ist, gleichzeitig werden die Kurse an der Terminbörse als Referenz für Preisverhandlungen zwischen Käufern und Verkäufern generiert und somit verliert der physische Handel (Kassamarkt) seine Bedeutung. Wer erfolgreich Geld anlegt, sollte bei seinen Investments die Möglichkeiten der Terminmärkte nicht außer Acht lassen. Zumal die Sicherheitsanforderungen, sprich Margins, meist sehr gering sind und sich dadurch hohe Hebelwirkungen erzielen lassen. Außerdem sind Terminmärkte die liquidesten Märkte auf der Welt, da alle, die einen bestimmten Wert handeln – egal ob von Deutschland, Brasilien, Japan oder Südafrika aus –, es an einer zentralen Börse tun.

[André Ruhnke]



# Sonnenschein\_im\_Solar-Valley

Sonne macht glücklich. Nicht nur die Menschen im nahenden Frühling, sondern auch ganz besonders die Mitarbeiter und Aktionäre der Q-Cells AG. Q-Cells ist weltweit der größte Hersteller von Photovoltaik-Solarzellen, also Solarzellen zur Stromerzeugung.

Q-Cells ein Unternehmen in aller Munde und eine Erfolgsgeschichte wie sie nur selten zu beobachten ist. Das 1999 in Berlin von heutigen CEO Anton Milner mit Reiner Lemoine, Dr. Holger Feist sowie Dr. Paul Grunow gegründete Unternehmen produzierte bereits 2 Jahre später am heutigen Standort in Thalheim, die ersten Solarzellen. Thalheim? Diese Frage stellen sich wohl die meisten Menschen die von Q-Cells hören. Thalheim ist ein Teil der Stadt Bitterfeld-Wolfen und gehört zur ehemaligen Chemie- und Fotochemieregion Bitterfeld-Wolfen. Dank Q-Cells liegt Thalheim heute im werbewirksameren Solar Valley. Auch wenn Q-Cells offiziell immer die Nähe zur Stadt Leipzig betont, so liegt es doch in Sachsen-Anhalt und ist wohl aktuell das Vorzeigeunternehmen des Landes.

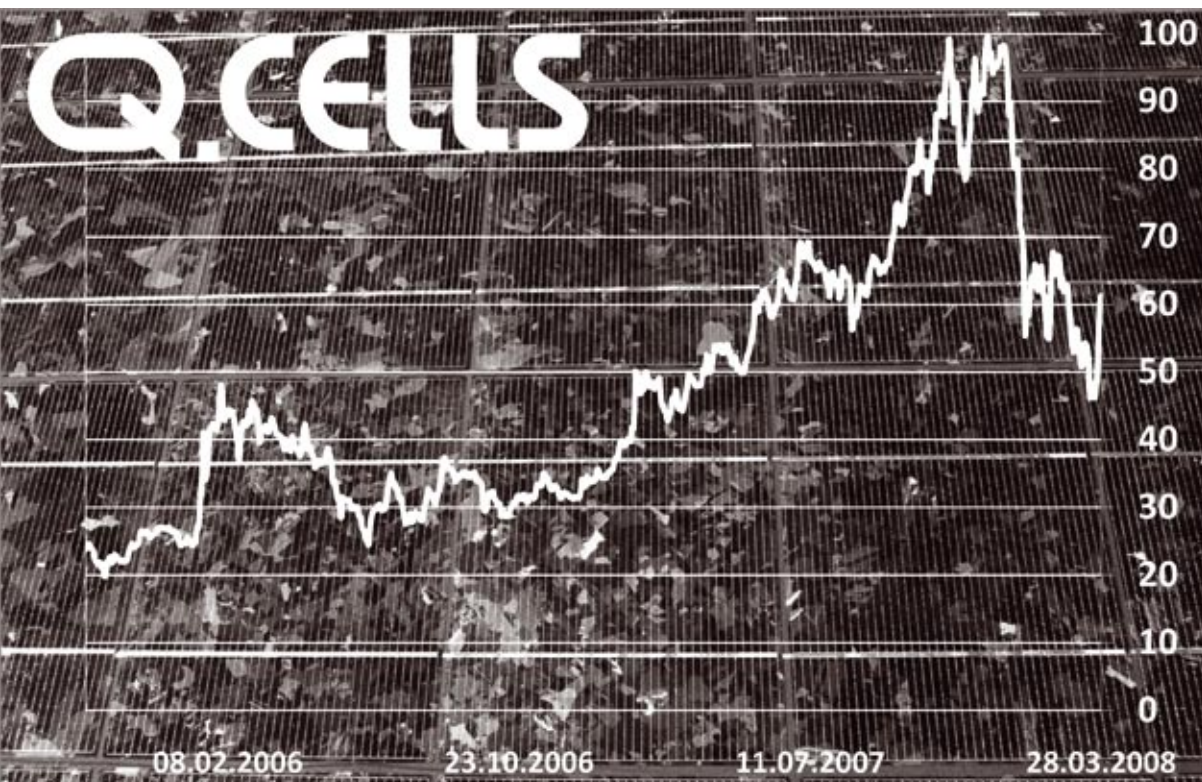
Denn mit dem Wachstum von Q-Cells können andere Unternehmen kaum mithalten. Seit 2001 hat sich die Zahl der Beschäftigten jedes Jahr in etwa verdoppelt. Umsatz und Produktion sogar etwa jedes Jahr verdreifacht. Das Gelände in Thalheim ist seit Jahren eine einzige Baustelle um mit dem Wachstum Schritt halten zu können. So wurden von 2003 bis 2006 jedes Jahr eine weitere Produktionslinie in Betrieb genommen. Die Linie VI wird noch dieses Jahr folgen zusammen mit

einer Produktionsstätte in Malaysia in der Q-Cells zum ersten Mal auch selber die Silizium-Wafer fertigen will. Als Wafer werden die dünnen Scheiben aus dem Halbleiter Silizium bezeichnet, die in einer Kette von mehreren Prozessschritten zu den bekannten blauen Solarzellen weiterverarbeitet werden. Hinzu kommt das Q-Cells bereits langfristige Verträge besitzt um den steigenden Bedarf des raren und begehrten Hauptrohstoffs für Solarzellen, das Silizium, auch in Zukunft zu sichern.

Doch da eine Schwalbe ja bekanntlich keinen Sommer macht, macht ein Unternehmen noch kein Solar Valley. Am Standort Thalheim sitzen heute jedoch schon eine ganze Hand voll weitere Unternehmen, wie EverQ, Calyxo, Sontor und Solibro. Diese Unternehmen sind zum größten Teil Tochterunternehmen von Q-Cells und sind aus Forschungsprojekten oder Kooperationen hervorgegangen. Jedes dieser Unternehmen arbeitet an einer anderen Technologie um die Solarzellen leistungsfähiger und kostengünstiger zu machen. Das Solar Valley ist heute ein Technologiecluster zu dem neben den Thalheimer Unternehmen auch die Universitäten in Halle, Dresden und Erfurt sowie das Fraunhofer Center für Silizium-Photovoltaik und weitere Institute gehören.

Ein rapide wachsendes Unternehmen braucht Kapital für Investitionen. Die Q-Cells AG ist bereits 6 Jahre nach ihrer Gründung an die Börse gegangen. Der IPO der Q-Cells am 07.10.2005 war einer der meistbeachteten in Deutschland im Jahr 2005 und die Aktien von Q-Cells 50fach





überzeichnet. Der erste Kurs der Aktie betrug 23,75 €. Da Q-Cells als Transparenzstandard den Prime Standard erfüllt ist es bereits seit 19. Dezember 2005 im TecDAX gelistet. Seitdem ist die Aktie stark gestiegen. Zum Jahreswechsel 2007/2008 kratzte sie bereits an der 100 € Marke bevor sie im 1.Quartal 2008 in Folge der allgemeinen Marktkrise einbrach, dennoch hat Q-Cells 2007 die Prognosen und Vorhersagen übererfüllt Aktuell liegt die Aktie bei etwa 65 €. Tendenz steigend.

Auch in den nächsten Jahren wird es mit der Entwicklung aufwärts gehen, so wurden die Prognosen für die Jahre 2008 und 2009 angehoben. Durch den starken Ausbau bei den Tochtergesellschaften und im Kerngeschäft mit den Siliziumsolarzellen rechnet

Q-Cells mit einem Umsatz von 1,275 Mrd. € in 2008 und mehr als 2 Mrd. € in 2009.

Um dieses Wachstum auf eine breite Basis zu stellen, wurde vor kurzem beschlossen, die Geschäftsfelder auch in die Projektierung von Solaranlagen und die Herstellung von Ingots, den Siliziumblöcken aus denen die Wafer hergestellt werden, einzusteigen.

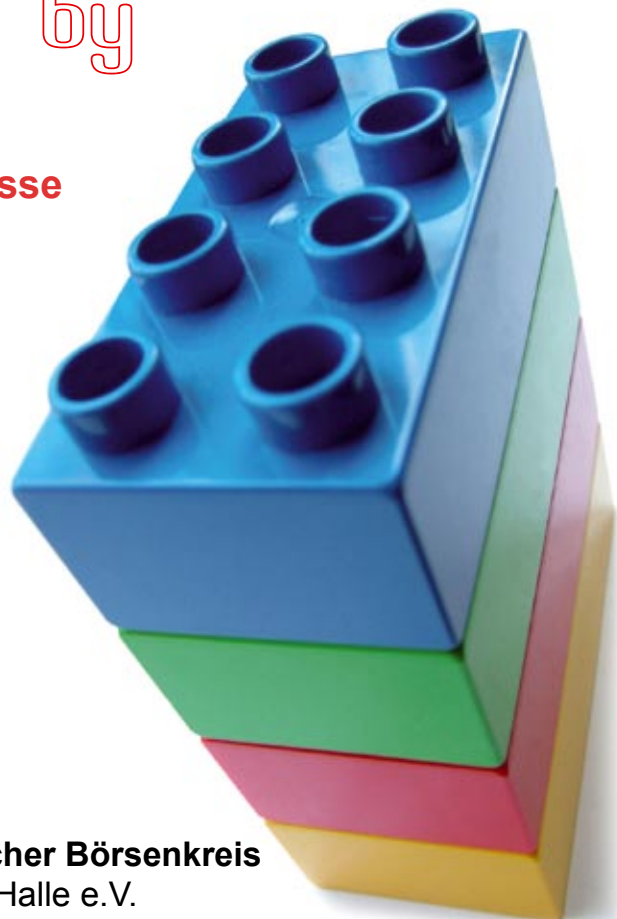
Bei soviel wirtschaftlichen Erfolgen verwundert es nicht, dass die Q-Cells AG neben K+S und Salzgitter als einer der aussichtsreichsten Kandidaten für eine Verdrängung von TUI und damit dem Eintritt in den deutschen Leitindex DAX gehandelt wird.

[Florian Spindler]

# F i n a n c i a l \_ B a s i c s die \_ B ö r s e n g r u n d l a g e n

# Financial Basics

powered by



**Akademischer Börsenkreis**  
Universität Halle e.V.



Jetzt beraten lassen:  
**Sparkassen-Finanzkonzept**  
Sicherheit Altersvorsorge **Vermögen**

Wie Ihr Geld weniger wird,  
wissen Sie selbst. Wie es mehr wird,  
erfahren Sie bei uns.

 Saalesparkasse

Sie suchen das Passende, um effektiv ein Vermögen aufzubauen? Dann lassen Sie sich von uns ein maßgeschneidertes Spar- und Anlagepaket zusammenstellen. Unsere erfahrenen Anlageberater finden garantiert das Richtige für sie und ihn. Mehr dazu in einer unserer 53 Sparkassenfilialen in Halle und dem Saalekreis oder im Internet unter [www.saalesparkasse.de](http://www.saalesparkasse.de).  
**Wenn's um Geld geht – Sparkasse • Gut für Halle und den Saalekreis.**