

competition between exchanges: euronext versus xetra

CFR working paper 07-10

Die europäische Börsenlandschaft befindet sich derzeit in einem Konsolidierungsprozess. Der Druck seitens der Banken und institutionellen Anlegern zur Verringerung der Transaktionskosten wird für die Börsenbetreiber verstärkt spürbar. Als ein Grund für die in Europa hohen Transaktionskosten wird die Zersplitterung der europäischen Börsen angesehen. Die gemeinschaftliche Nutzung von Handelssystemen sowie Börsenfusionen werden deshalb als Teile des Lösungskonzepts erachtet.

Die zwei großen Akteure in Kontinentaleuropa sind derzeit Euronext und die Deutsche Börse, wobei letztere erst kürzlich eine Fusionierung mit Euronext vorgeschlagen hat. Gemäß des Vorschlags hätte die Deutsche Börse zu Gunsten von Euronext auf die Fortführung ihres Handelssystems Xetra verzichtet. Obwohl von politischer Seite auf eine „europäische Lösung“ gedrängt wurde, entschied sich Euronext gegen diesen Vorschlag und ging eine Fusion mit der New York Stock Exchange ein. Im November 2006 zog die Deutsche Börse ihr Fusionsangebot offiziell zurück und folglich werden die beiden Handelssysteme Euronext und Xetra weiterhin nebeneinander existieren. Der Konsolidierungsprozeß in Europa wird andauern und dazu führen, dass sich gegenwärtig unabhängige Börsen in Form einer Fusion oder Kooperation entweder der NYSE-Euronext-Gruppe oder der Deutschen Börse anschließen. Die Entscheidung, sich einer der beiden Gruppen anzuschließen, impliziert die Wahl für ein Handelssystem. Die Qualität des Handelssystems sollte dabei ein wichtiges Entscheidungskriterium sein.

Vor diesem Hintergrund wird in dieser Arbeit ein Vergleich zwischen den Handelssystemen Xetra und Euronext vorgenommen. Obwohl beide Börsenplätze als anonyme elektronische Handelssysteme mit limitiertem Orderbuch konzipiert sind und damit große Ähnlichkeit aufweisen, unterscheiden sie sich doch im Detail. Unterschiede bestehen beispielsweise in der Einbeziehung von designierten Market Makern in den Handelsablauf und bezüglich der Festlegung der Mindestpreisvariation (minimum-tick-size).

Um die unterschiedlichen Eigenschaften der an beiden Märkten gehandelten Aktien zu berücksichtigen, konstruieren wir anhand geeigneter Kriterien zwei gepaarte Stichproben mit je 40 Aktienpaaren. Die Kriterien umfassen für die erste Stichprobe die Marktkapitalisierung, den durchschnittlichen Preis und die Volatilität der Rendite und für die zweite Stichprobe das Handelsvolumen, den durchschnittlichen Preis und die Volatilität der Rendite.

Die beiden Stichproben werden dazu verwendet, um die quotierte und die effektive Geld-Brief-Spanne, die Informationsrisikokostenkomponente der Spanne und die realisierte Spanne zu vergleichen. Der Vergleich zeigt, dass die Spannen in Xetra tendenziell niedriger sind. Dieses Resultat ist konsistent mit den Ergebnissen der Arbeit von Ellul (2002), in welcher die jeweiligen Vorgängermodelle der derzeitigen Handelssysteme, IBIS und CAC, untersucht wurden. Bei Betrachtung der Komponenten der Spanne finden sich keine signifikanten Unterschiede in den Informationsrisikokostenkomponenten. Die höheren Spannen in Euronext lassen sich damit auf höhere realisierte Spannen zurückführen. Dieses Ergebnis ist konsistent mit den Resultaten von Venkataraman (2001), der für den französischen Markt ebenfalls hohe realisierte Spannen verzeichnete.

Um zu überprüfen, ob die Resultate auf verbleibende Unterschiede in den Charakteristika der Aktien zurückzuführen sind, die durch die Bildung der gepaarten Stichproben nicht beseitigt wurden, wird eine Regressionsanalyse durchgeführt. Sie bestätigt das Ergebnis, daß die Ausführungskosten in Xetra niedriger sind. In einem Versuch, diese Transaktionskostenunterschiede zu erklären, betrachten wir (1) die unterschiedliche Anzahl von designierten Market Makern, (2) Unterschiede in der Höhe der Mindestpreisvariation und (3) die Tatsache, daß Xetra durch die Existenz der Parkettbörsen Konkurrenz im Inland hat, Euronext in Frankreich jedoch nicht. Keine dieser Variablen liefert eine vollständige Erklärung für die höheren Ausführungskosten in Euronext.