

Frage an Bernd G. Adam

## Paris kämpft! Kämpft Frankfurt?

Über mangelnden Diskussionsstoff können sich die Beobachter von Börsen in Europa in den letzten Monaten und Jahren wahrlich nicht beklagen. Das Thema Deutsche Börse und LSE überdauerte vier Jahre und ging mit einem Paukenschlag zu Ende. Der Schauer bleibt unvergessen, der einem bei dem Gedanken über den Rücken lief, in Frankfurt bliebe nur der Neue Markt und der Rest der geplanten „International Exchange (iX)“ ginge nach London. Und die Tinte im Stammbuch ist noch feucht, in das geschrieben wurde, dass ein CEO nicht Inhaber einer Firma sei, so dass er Strategien für und mit aber nicht gegen seine Eigentümer zu machen habe – deutsches Aktiengesetz hin, deutsches Aktiengesetz her.

Diese Turbulenzen haben der Deutschen Börse wirtschaftlich nicht geschadet. Sie ist zum größten Börsenbetreiber nach der Marktkapitalisierung weltweit geworden. In Niederlanden dagegen wird man andere Erinnerungen wach halten mögen, so zum Beispiel dass bei Gründung von Euronext getroffene personelle Abmachungen durch den Zeitenverlauf an Kraft zu verlieren scheinen, zumindest in bestimmten Kulturkreisen in Europa.

### [Gewinner und Verlierer]

Was wir aus den derzeit laufenden Prozessen um Deutsche Börse, Euronext und NYSE dereinst an Erfahrungen bilanzieren werden können, ist noch offen, da alles noch zu sehr im Fluss ist und das Ergebnis noch nicht festliegt. Aber gewisse Analogien mit iX sind nicht von der Hand zu weisen, nur dass es hier nicht darum geht, dass Frankfurt verliert und London gewinnt, sondern dass diesmal eher Paris der Gewinner werden könnte, wenn sich der Verhandlungsprozess wie bisher weiter entwickeln sollte.

Der Streit um die richtige Strategie der Deutsche Börse wird in der Börse, aber auch außerhalb davon geführt. Dies liegt nicht zuletzt auch daran, dass eine Börse zwar eine Firma ist, vor allem nach ihrer Demutualisierung und dem vollständigen Going Public, aber eben doch nicht eine Firma wie jede andere. Dies zeigt sich in dem Zielbündel, dem sich eine Börsenstrategie zu verpflichten hat, will sie nachhaltig erfolgreich sein. Für die Deutsche Börse heißt dies:

- Ihre Strategie hat den Shareholder Value zu vergrößern,

- sie muss die Effizienz der europäischen Cross-Border-Geschäfte erhöhen, die als so ineffizient beklagt werden, dass das Schicksal der Ökonomien des alten Kontinents mit der Lösung dieses Problems auf dem Spiel zu stehen scheint, und

- sie muss selbstredend den eigenen Finanzplatz stärken, damit sein Beitrag zum Sozialprodukt in Deutschland ein international vergleichbares Niveau erreichen kann, was ja über den europäischen Marktintegrationsprozess und den Euro ganz Europa wieder zugute käme.

Damit liegt der Maßstab fest, Börsenstrategien zu bewerten. Falsche oder ineffiziente Börsenstrategien weisen Zielkonflikte auf oder erfüllen keines der oben genannten Ziele. Nur eine Börsenstrategie, die alle drei Ziele gleichermaßen erfüllt, kann als akzeptabel bezeichnet werden. Derartige Börsenstrategien gibt es nicht zuhauf, sondern sie sind wertvolle Unikate, die meist auch noch mit einem engen Zeitfenster verbunden sind. Es gilt also auch hier: „Wer zu spät kommt, ...“. Der Anspruch an eine effiziente Börsenstrategie für die Deutsche Börse ist somit sehr hoch. Dies ist die Lust

und die Last, größter Börsenbetreiber weltweit zu sein.

### Governance

Eine Kernfrage ist die Governance. Wie gesagt: Eine Börse ist nicht eine Firma wie jede andere. Deshalb genügt es bei der Governance nicht, das Verhältnis zwischen Eigner und Manager der Firma so zu gestalten, dass der Shareholder Value nachhaltig maximiert wird. Selbst nach der Demutualisierung aller Börsen in Europa, was bekanntermaßen im Moment und unter Umständen auf absehbare Zeit noch nicht gegeben sein wird, kann eine fusionierte Börse in Europa solange nicht wie eine normale Firma geführt und kontrolliert werden, solange wir nicht die vereinigten Staaten von Europa mit einem einheitlichen Rechtsraum, Steuerraum, Kulturraum, Sprachraum et cetera haben.

Es bleiben bis dahin weiter national dominierte Kapitalmärkte mit allerdings supra-beziehungweise internationaler Bedeutung, deren Agenten die Börsen am jeweiligen Platz sind. Die Börsen vertreten die Interessen ihrer Marktteilnehmer am Platz, selbst nachdem diese alle ihre Anteile an der Börse verkauft haben, also der Investoren, Issuer und Intermediäre.

### [Deutsche Interessen müssen gewahrt bleiben]

Man kann Börsenbetreiber fusionieren. Aber eine Fusion zum Beispiel des französischen Kapitalmarktes mit dem deutschen Kapitalmarkt ist (noch) nicht möglich. Damit aber wird die Governance einer zum Beispiel aus Euronext und DBAG fusionierten Börsen zu einem nichttrivialen Thema und ist höchst komplex. Erfahrungen liegen aus anderen Industriebereichen wie zum Beispiel der chemischen und Pharma-

Industrie (Sanofi, Aventis) sowie der Flugzeugbau-Industrie (EADS) vor.

Wer vertritt die Interessen der deutschen Kapitalmarktteilnehmer? Wie groß werden die Versuchungen sein, über eine gesteuerte Inferiorität des Betreibens des deutschen Kapitalmarktes deutsche Kapitalgesellschaften im Vergleich zum Beispiel zu französischen Kapitalgesellschaften zu benachteiligen, wenn die Governance asymmetrisch sein wird und derartige Maßnahmen ermöglicht? Und wenn dann diese beiden Kapitalgesellschaften im Vergleich Wettbewerber oder sogar Teil eines Fusionsdeals sind? Und dies im Zusammenspiel mit einem Kulturkreis, der eine eigene höchst ausgeprägte merkantilistische Tradition hat, in der der Staat nicht aufgehört hat und auch nicht aufhören wird, direkt oder sophistizierter indirekt Einfluss auf die Geschäftspolitik zu nehmen? Management und Aufsichtsrat der Deutschen Börse stehen bei der Abwägung dieser Fragen vor erheblicher Herausforderung.

Die Erfahrungen mit Cross-Border-Börsenfusionen zeigen anhand von Euronext, dass der stärkere Partner das neue Konstrukt beherrscht. Dies wird nur akzeptiert und funktioniert nur, wenn die Gruppe der fusionierten Börsen einen großen Partner und eine Reihe deutlich kleinerer Partner aufweist. Was aber geschieht in dem Fall, wenn zwei gleich große Partner zusammengehen? Wer beherrscht das neue Konstrukt? Die Governance muss die Machtverhältnisse dokumentieren. Wenn diese aber nicht eindeutig geklärt sind, dann wird die Governance ineffizient zulasten der Marktteilnehmer. Dies bedeutet aber im weitesten Wettbewerb der Börsen, dass ein derartiges Konstrukt mit einer inferioren Governance starke wettbewerbliche Nachteile aufweisen wird.

### [Senior- oder Junior-Partner]

Die bisherige Diskussion zwischen Euronext und DBAG zeigt, dass hier der Knackpunkt liegt, und dass es keine effiziente Lösung dafür geben kann, außer einer der Partner übernimmt freiwillig den Part des kleinen Partners und überlässt dem Anderen den Führungsanspruch. Die Diskussion über das vertikale Silo der Deutschen Börse, dessen Zerschlagung die französische Seite als Vorbedingung für weitere Gespräche verlangt, scheint vielmehr als das Mittel zu dienen, frühzeitig die Rolle des Junior-

Partners mit den gewaltigen Konsequenzen für die Governance zu entscheiden.

Natürlich hat auch Euronext ein vertikales Silo, schon allein, um eine effiziente Wertschöpfungskette anbieten zu können. Nur sie verwenden andere Verträge als die Deutsche Börse. Die Deutsche Börse hat klar strukturierte Eigentümerverträge, die außen Stehenden transparent sind. Die Euronext hingegen hat langfristige Lieferverträge, personelle Verflechtungen und Minderheitsbeteiligungen, deren Zusammenwirken außen Stehenden nicht transparent ist und die de facto wie ein vertikales Silo wirkt.

Ob nun Paris, Mailand oder Madrid ist doch egal – Hauptsache Fusion. So könnte man den Wirbel in Sachen Deutsche Börse AG kurz und prägnant zusammenfassen. Wohin die Reise letztendlich geht, ist noch völlig unklar. Aber das dabei mitunter auch die Interessen des Finanzplatzes (Deutschland und Frankfurt) nicht immer gewahrt bleiben, hat schon Politiker von der Frankfurter Oberbürgermeisterin bis zum hessischen Ministerpräsidenten aufgebracht. Die Redaktion der „Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen“ bat aus aktuellem Anlass zwei renommierte Fachleute um Ihre Einschätzung zur Lage. Das Fazit lautet sehr ähnlich: In einem Umfeld, in dem die Zahl der eigenständigen Börsen sicherlich weiter sinken wird, sind deutsche Interessen im Börsenpoker unbedingt zu wahren – auch oder gerade mit Blick auf die Emittenten. Und nicht immer entsteht bei Fusionen etwas Besseres. Schon gar nicht mit industriepolitisch so erprobten Franzosen. (Red.)

Die Governance-Problematik führt uns zu der Frage, ob Börsenfusionen überhaupt das geeignete Mittel sind, die Effizienz der Börsenfunktion insbesondere Cross Border zu erhöhen. Das Hauptargument, das meistens verwendet wird, ist die Fixkostendegression der Handelssysteme. Wenn man dieses Argument rein produktionstechnisch betrachtet, dann geht es darum, den Load eines Systems zu erhöhen, so dass die Stückkosten bei gegebenen Fixkosten dadurch sinken können.

Um Load auf ein Handelssystem zu bringen, gibt es aber auch andere Wege als

eine Börsenfusion. Viele Börsen in der Welt, die am Anfang der Elektronisierung stehen, sind bereit, existierende Systeme einzusetzen. Dies nutzen die Euronext, die DBAG aber auch andere wie zum Beispiel OMX. Sie verkaufen respektive lizenzieren ihre Handelssysteme und schaffen somit Load. Eine Fusion wirkt demzufolge in diesem Bild fast wie das sprichwörtliche „mit Kanonen auf Spatzen schießen“.

Strategisch problematisch wird das Argument der Börsenfusion wegen der hohen Fixkosten der Handelssysteme, wenn argumentiert wird, dass eine Börse ein veraltetes Handelssystem hat, so dass sie unbedingt mit einer anderen Börse fusionieren muss, um wieder voll funktionsfähig zu sein. In diesem Fall muss man dem Management dieser Börse den Vorwurf machen, dass sie ihre eigentliche Führungsaufgabe nicht wahrgenommen hat. Der einzige richtige Weg aus dieser Situation wäre dann aber, das Management schnell auszuwechseln und ein neues Management einzusetzen, das seine ganze Kraft dafür verwendet, das System auf den neuesten Stand zu bringen, um das wertvollste Asset einer Börse, neben ihren Kunden das Handelssystem, wieder wettbewerbsfähig zu machen.

Eine Fusion wäre in diesem Bild lediglich nur noch der Offenbarungseid des Managements, dass es auch diesen letzten Weg nicht in der Lage ist zu bewerkstelligen. Die Firma Börse würde aufhören zu existieren und verschwände vom Markt, so wie viele Firmen den Markt verlassen müssen und dieses „den Markt verlassen“ geschieht dann häufig durch eine Fusion. Ist dies das Bild der derzeitigen Diskussion der möglichen Fusion zwischen Euronext und DBAG? Hoffentlich nicht. Wenn nicht, dann sollte aber keiner sagen, dass Xetra veraltet sei und deshalb zur Disposition stehe.

### Cross Border

Die Ursprünge der Börsenkonsolidierung in Europa liegen in der Lissabon-Agenda der EU, in der das Ziel formuliert wurde, den europäischen Kapitalmarkt als Gesamtheit so effizient zu machen, wie zum Beispiel den US-amerikanischen Kapitalmarkt, um dadurch die europäischen Kapitalkosten zu reduzieren und damit das Wachstum in Europa besonders zu fördern. Europa sollte die Wachstumszone Nummer eins in der Welt und die Börsenkonsolidierung ein

Hauptinstrument sein. Wenn man diese Zielsetzung Ernst nimmt und Ziele und Mittel genau analysiert, dann kommt man zu interessanten Schlussfolgerungen, nur nicht, dass das Heil in Europa in Börsenfusionen liegt.

Was Europa von USA unterscheidet, sind die hohen Cross-Border-Transaktionskosten zwischen den europäischen Ländern. Die Domestic-Strukturen in Europa sind höchst effizient und in vielen Ländern trotz deutlich geringerer Volumina fast ebenso effizient wie in den USA, vielfach gerade bei den Börsen sind sie den US-Wettbewerbern überlegen. Es stimmt, dass Europa keine effiziente Cross-Border-Infrastruktur hat. Diese Aufgabe haben die Agent-Banken übernommen. Sie haben die Lücke gefüllt, die die nationalen Infrastrukturen bis heute haben entstehen lassen. Sie erst haben den Aufschwung des Cross-Border-Geschäftes ermöglicht und eine hohe Wertschöpfung zur Verfügung gestellt, trotz der hohen Barrieren beim Grenzübertritt. Weil aber die Agent-Banken so erfolgreich und effizient waren, haben sie sich Quasi-Monopol-Strukturen aufbauen können. Ihre Monopolstellung nutzen sie nun weidlich aus. Hier sind somit die hohen Cross-Border-Kosten zu suchen, die bis in die höchsten EU-Politik-Kreise Kopfschmerzen verursachen.

### [Agent-Banken ersetzen]

Aber nun werden die Barrieren Stück für Stück abgebaut, nicht zuletzt Dank des Giovannini-Reports. Folglich müssen nun die Cross-Border-Infrastrukturen als Vernetzungen zwischen den nationalen Infrastrukturen so aufgebaut werden, dass Cross-Border-Transaktionen so effizient prozessiert werden können wie Domestic-Transaktionen, um die kostentreibenden Agent-Banken zu ersetzen. Letztere sollten sich aus dem Infrastrukturgeschäft heraushalten und sich auf ihre Bankfunktionen als Finanzierer und Risikoträger auch im europäischen Cross-Border-Geschäft konzentrieren. Dafür müssen aber auch nun die nationalen Infrastrukturen die Cross-Border-Infrastrukturen aufbauen und somit ihren Beitrag zur Lösung des europäischen Cross-Border-Problems leisten.

Am Ende gewinnen alle: Die Marktteilnehmer durch geringe Transaktionskosten, was sie mit einem stark steigenden Volumen belohnen werden. Und die Serviceanbieter

durch ein stark steigendes Geschäft, wobei selbst die Agent-Banken netto gewinnen werden, weil ihr stark steigendes Bankgeschäft im Rahmen des Cross-Border-Geschäftes die Geschäftsverluste aus dem Rückzug aus der reinen Infrastruktur mehr als kompensiert.

Zu glauben, dass Börsenfusionen das europäische Cross-Border-Problem lösen, zeugt von einer nur partikularen Betrachtung der Problematik. Selbst wenn alle Börsen und die entsprechenden CSDs in Europa fusionieren sollten, bleiben die Grenzen zwischen den Märkten erhalten, auch wenn die Systemübergänge zwischen den Ländern effizienter wären. Aber es übersteigt die Vorstellungskraft, den Gedanken von Börsenfusionen als Lösung des europäischen Cross-Border-Problems zu Ende zu denken, wenn man an die 25 oder mehr Börsen und CSDs denkt. Das Ziel der effizienten Cross-Border-Infrastruktur in Europa ist klar, aber der Weg über Börsenfusionen scheint illusorisch und strategisch gefährlich zu sein. Ist den handelnden Akteuren, die derzeit über weitere Fusionen in Europa öffentlich raisonieren (Euronext, Mailand, unter Umständen Madrid et cetera), bewusst, dass sie sich auf einem problematischen Pfad bewegen und dass die Amerikaner die Nutznießer sein werden?

Man muss den Amerikanern ironischerweise eigentlich fast dankbar sein. Sie haben den engen Fokus auf Europa, die europäische Nabelschau, ad absurdum geführt. Das Lissabon-Ziel ist ehrenhaft, es gilt aber nicht nur für Europa, sondern global. Und selbst wenn sich Europa dabei wieder nur auf sich selbst zurückzieht, kann das Lissabon-Ziel nicht alleine in Europa, sondern nur global erreicht werden. Wenn Europa in der Welt von morgen Bedeutung haben will, muss es der Welt etwas Besonderes bieten. Es muss sich spezialisieren. Dann aber wird Europa auch interessant für Investoren aus der ganzen Welt, auch viel interessanter für Investoren außerhalb Europas als für europäische Investoren.

### [Ein globales Problem]

Umgekehrt bedeutet dies, dass europäische Investoren auch und vor allem außerhalb Europas investieren. Damit aber stehen die globalen Cross-Border-Geschäfte genauso auf der Agenda auch der Europäer wie das europäische Cross-Border-Geschäft. Die Konsolidierung der Börsen und der Post-

Trade-Entitäten ist somit ein globales Problem. Mit dem Eintritt der Amerikaner in Europa muss dies jedem Entscheidungsträger in Deutschland und Europa klar geworden sein. Eine rein europäische Börsenstrategie ist inferior und schadet letztendlich Europa und seinen Hauptfinanzplätzen mehr als dass es ihnen nutzt. Die Konsolidierungsstrategie muss somit global angelegt sein und dabei Europa als Spezialproblem ebenfalls effizient lösen.

### [Innovation und Finanzplatz]

Stellt sich die Frage, wie sich ein großer europäischer Börsenbetreiber in diesem Szenario der globalen Konsolidierung mit impliziter europäischer Konsolidierung verhalten soll? Hier muss man neben der Frage nach der Fixkostendegression der Handelssysteme eine weitere strategische Dimension in das Börsengeschäft einführen. Es ist die Dimension des Wettbewerbs durch Innovation.

Es sind derzeit zwei Wachstumsfaktoren bei den Börsen festzustellen. Einmal ist es die Automation. Steigende Automation der Börsen führt zu sinkenden Kosten und im Wettbewerb zu sinkenden Preisen. Dies erhöht das Transaktionsvolumen durch die Benutzer. Daneben ermöglicht die zunehmende Automation der Börsen, dass auch die Nutzer ihren Automationsgrad erhöhen können. Stichworte sind Algorithmische Trading. Dies führt zu veränderten Trading-Strategien der großen Marktspieler und darüber zu weiter steigenden Transaktionsvolumina. Die Börse wächst und wird profitabler. Die hohen Börsenbewertungen an den Börsen legen davon ein Zeugnis ab.

Zusätzlich wird dieser Wachstumstrend von der Innovationsrate einer Börse überlagert, insbesondere wenn sie sowohl Kassa- als auch Derivativenmärkte betreibt. Angesichts einer sich schneller wandelnden Welt in der Zukunft wächst der Bedarf der Marktteilnehmer an handelbaren Verträgen, die es ihnen erlauben, ihre Ertrags/Risikoprofile zu optimieren und sich auf neue Szenarien und Situationen durch das Einnehmen von Positionen einzustellen. Man kann sagen, dass dieser Bedarf nach neuen Börsenprodukten zunimmt und keine Grenzen sieht. Börsen, die ihre Innovationskraft einsetzen, um diesen Bedarf schneller und in größerem Maße als ihre Konkurrenten aufzunehmen und mit Produkten zu befriedigen, werden ihren

Wachstumspfad erhöhen und ihren Shareholder Value weiter steigern können.

Innovationen aber verlangen neben der Degression der hohen Fixkosten von Innovationen auch die kreative Fähigkeit zu Innovationen. Die Wahl des richtigen strategischen Partners an dieser Stelle dürfte anders ausgehen als die Wahl aufgrund der Economies of Scales der Handelssysteme. Man braucht somit Partner, die innovativer sind als andere. Und man braucht große Märkte, damit die Fixkosten der Innovationen so breit verteilt werden können, dass die Eintrittsbarrieren in neue Märkte für einen selbst möglichst gering und für die Wettbewerber möglichst hoch sind.

Damit ist die Ökonomie einer transatlantischen Partnerschaft skizziert. Der Weltmeister als Innovationsbörse kann nicht alleine in Europa gebacken werden. Es wird eine Partnerschaft über die Zeitzonen und die Wachstumsmärkte sein. Kommt eine derartige Partnerschaft zustande, dann agiert und wirkt sie wie ein globales Gravitationszentrum, das weitere attraktive Partner anzieht.

#### [Innovative Partner]

Das Bild der Innovationsfunktion der Börse im Vergleich zur Technologiefunktion der Börse hat erhebliche strategische Konsequenzen. Nicht nur dass die Partnerwahl davon maßgeblich beeinflusst wird. Auch und vor allem der Heimatplatz der innovierenden Börse, also Frankfurt für die Deutsche Börse, profitiert von der Innovationsfunktion. Neuerungen bedeuten Know-how und dies impliziert höchstqualifizierte Arbeitsplätze, wie die Finanzplätze in New York und London eindrucksvoll beweisen.

Um des Wettbewerbs Willen wird es mehrere globale Gravitationszentren geben, die um den Titel der besten Innovationsbörse global streiten werden. Das Bild der „Europäischen Börse“, die im Wettbewerb liegt mit der „Amerikanischen Börse“ und der „Asiatischen Börse“, scheint nicht sehr hilfreich zu sein. Es werden drei bis fünf globale Gravitationszentren sein, die global um den Titel kämpfen. In diesem Bild muss sich eine kleine Börse, ob in Europa oder in Asien, überlegen, mit welchem Gravitationszentrum sie kooperieren will, um ihre Fixkosten zu reduzieren und an den Innovationen partizipieren zu können. Und eine große Börse, ob in USA, in

Europa oder in Asien, muss sich überlegen, mit welchem Gravitationszentrum sie aktiv zusammen arbeiten will. Und die größten Börsen der Welt müssen entscheiden, mit wem sie ein eigenes Gravitationszentrum gründen und zum Erfolg führen wollen.

#### [Gravitationszentren]

Letzteres ist die von der Deutschen Börse zu beantwortende Frage und nicht, ob es eine europäische Lösung gibt durch Fusion aller europäischen Börsen, was es vermutlich kaum geben kann und wird. Die Deutsche Börse als der größte Börsenbetreiber der Welt aus der weltweit drittgrößten Volkswirtschaft kann sich nicht damit begnügen, der de facto Juniorpartner in einer Partnerschaft mit einem Wettbewerber zu sein, der eine komplexe Governance einbringt und deren gemeinsame Governance noch komplizierter wird. Die europäische Lösung für das Cross-Border-Geschäft ist Teil der globalen Lösung des Cross-Border-Geschäftes. Direktes Ziel ist es aber, wettbewerbliche Gravitationszentren innovativer Börsenbetreiber zu etablieren, die der reifen Industrie der Börsen neues Leben einhauchen und zu einem weiteren langen und sehr dynamischen Leben verhelfen.

In diesem Bild darf eine weitere wichtige Dimension nicht übersehen werden, die Regulation. In dieser Frage wurde in neuester Zeit viel diskutiert und bei weitem noch nicht das letzte Wort gesprochen. Risiken für europäische Märkte, sich mit US-Börsen als Partner einzulassen, sind aber existent. Dies gilt um so mehr, als die Erfahrung der letzten Jahre gezeigt hat, dass Regulation und Marktakteure in einem fast geschlossenen System miteinander kommunizieren. Die Regulation kann also gar nicht a priori sagen, was sie in Zukunft tun wird oder nicht tun wird, weil sie nicht weiß, was die Marktakteure tun oder nicht tun werden. Marktakteure aber sind innovativ und werden dadurch auch von den innovativen Börsen unterstützt.

Somit kann heute niemand definitiv sagen, ob die US-Regulation nicht doch auf europäische Märkte greift, wenn sie der Meinung ist, dies tun zu müssen, um ihren Job gut zu machen. Diesem Regulationsrisiko der europäischen und anderer Märkte kann in einer transatlantischen Partnerschaft nur begegnet werden, wenn das globale Gravitationszentrum europäisch beherrscht

und geführt wird. Dazu aber braucht es europäischer Champions. Hier können also nur die größten europäischen Börsen mit berechtigtem Anspruch an die Gründung eines globalen Gravitationszentrum denken. In diesem Bild ist es somit fast die Pflicht der Deutschen Börse, ihre derzeitige Management-Fehlallokation im Rahmen der Verhandlungen mit der Euronext zu beenden und ihre Assets in die beste Verwendung zu bringen, in dem sie ein eigenes globales Gravitationszentrum gründet und beherrscht.

Diese Strategie erfüllt alle drei Ziele, die oben formuliert sind, in bester Weise. Sie erhöht den Shareholder Value der Deutschen Börse, da sie zur innovativsten Börse mit den höchsten Wachstumspotenzialen wird. Sie verbessert die Effizienz des europäischen Cross-Border-Geschäftes, indem sie Cross-Border-Infrastrukturen zwischen ihren europäischen Partnern aufbaut. Und sie stärkt den Finanzplatz, da dieser zum europäischen Zentrum des erfolgreichsten globalen Gravitationszentrum wird, den Anteil des Finanzplatzes an der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung auf internationales Maß erhöht und indem sie dazu beiträgt, dass die Kapitalkosten in Deutschland und den anderen Partnern im Gravitationszentrum besonders gering werden, was das Wachstum in Deutschland und den Partnerländern erhöht, das Lissabon-Ziel also ebenfalls erfüllt.

#### [Mit aller Kraft]

Es sollte nicht sein, dass die größte Börse der Welt von diesem Anspruch freiwillig zurücktritt im vermeintlichen Dienste einer höheren Sache, die keiner benennen kann. Sie hat das Recht und die Pflicht zu einer derartigen Börsenstrategie. Und was Frankfurt angeht, so muss der Platz mit allem was er aufzubieten hat, um seine Stellung in der Welt und in Europa kämpfen. Er hat nicht den Luxus von London mit der City, die auf Basis eines ererbten und fairerweise auch erarbeiteten Agglomerationseffektes immer gewinnt, ob sie andere Börsen kauft oder ob sie ihre Börse verkauft. Da also für Frankfurt der Kampf unabdingbar erforderlich ist, muss er mit aller Kraft geführt werden. Börsenstrategien, die Zielkonflikte aufweisen, sind für Frankfurt abzulehnen. Nur Börsenstrategien, die alle drei Ziele erfüllen, sind superior.

Die Zwischenüberschriften in Klammern sind von der Redaktion eingefügt.