AUS DER BANKEN- UND FINANZGESCHICHTE

Existenzielle Herausforderung für die City

Brexit erfordert in London neues Gefüge an institutionellen Strukturen sowie neue Netzwerke – Innovation, Offenheit und Flexibilität als Asset

Von Catherine R. Schenk

Börsen-Zeitung, 17.11.2018

Der Brexit stellt eine existenzielle Herausforderung für die Londoner City als europäischer und internationaler Finanzplatz dar. So gefährdet der Entzug des Passporting-Rechts die Möglichkeit der Finanzinstitute, aus London heraus Kunden in der Europäischen Union mit Dienstleistungen zu versorgen. Von vielen Seiten wird daher bereits der Niedergang der City prophezeit. Banken schmieden Pläne, wie sie Arbeitsplätze und Aktivitäten an andere europäische Finanzplätze wie Frankfurt, Dublin oder Paris verlagern können. Ein Blick in die Geschichte gibt Aufschluss darüber, wie die City dieser neuen Herausforderung begegnen könnte.

Seit dem Niedergang Amsterdams im 18. Jahrhundert ist London die führende internationale Finanzmetropole Europas. Bis ins 19. Jahrhundert hinein bildete die Wirtschaftsmacht Großbritanniens die Grundlage für die Konzentration von Finanz- und Handelsdienstleistungen in London, begünstigt durch den relativ freien Handel und Warenaustausch, bis mit der Großen Depression der 1930er-Jahre eine Abkehr von der Globalisierung einsetzte. Trotzdem konnte sich die City in den ersten zwei Jahrzehnten nach 1945 an der Spitze des globalen Finanzsystems behaupten, wurden die Kontrollen für internationale Bankgeschäfte in New York doch erst Anfang der 1970er-Jahre abgeschafft. Ihre Stellung war jedoch nicht unangreifbar. London verkraftete den ökonomischen Abstieg der einstigen Wirtschaftsmacht und die Ablösung des Pfunds als internationale Leitwährung erstaunlich gut. Vor allem Anfang der 1960er-Jahre zogen die Londoner Eurodollar- und Eurobond-Märkte Banken und Finanzunternehmen aus aller Welt an, während die Aufseher in Deutschland die Entwicklung dieser Märkte hemmten. In den 1970er-Jahren musste die Londoner Börse jedoch ihren Rang an die sehr viel größere Rivalin in New York abtreten. Erst recht, als 1979 die letzten Devisenkontrollen in Großbritannien fielen und britische Anleger ungehinderten Zugang zum New Yorker Markt hatten, verlor die Londoner Börse schnell an Bedeutung.

Durchgreifende Reformen

Am 27. Oktober 1986 fanden dann scheinbar durchgreifende Reformen in der Londoner City statt, die Anlass zur Annahme gaben, dass sich die Verhältnisse auf dem gesamten Wertpapiermarkt radikal verändern würden. Umgangssprachlich wurde der Wandel bereits zeitgenössisch „Big Bang" getauft, was für einen dramatischen Richtungswechsel an der Londoner Börse stand. Erstmals konnten Broker in einen freien Preiswettbewerb treten, anstatt sich wie bisher an die im Börsenreglement vorgegebenen festen Maklerprovisionen halten zu müssen. Die auf den ersten Blick vergleichsweise kleine Anpassung im Wertpapierhandel hatte weitreichende Folgen: das Ende der Trennung zwischen den Brokern (Maklern) und den Jobbern (Händlern), die Einführung einer neuen elektronischen Handelsplattform und die Abschaffung alter Vorschriften, mit denen ausländische Unternehmen jahrhundertelang von der Börse ausgeschlossen worden waren.

Der „Big Bang" wurde als sofortiger Erfolg wahrgenommen und gilt seitdem als Retter der Londoner City als führendem europäischen Finanzplatz. Rückblickend hielt Nigel Lawson, der 1986 Schatzkanzler war, es für zweifelhaft, ob London ohne den „Big Bang" seine Stellung als überragender Finanzplatz Europas hätte behaupten können, geschweige denn zum führenden internationalen Finanzplatz der globalisierten Wirtschaft hätte werden können. Dennoch ist bei näherer Betrachtung die Revolution auf dem Finanzmarkt weniger dramatisch und weniger folgenschwer – und nicht so sehr ein „Urknall" als vielmehr eine Anpassung an längerfristige Entwicklungen.

Vor dem „Big Bang" war die Londoner Börse ein Selbstregulierungsorgan mit einem bewährten alten Regelwerk, dem sich ihre Mitglieder unterwerfen mussten. Zur Vermeidung von Interessenkonflikten und zum Schutz der Kunden unterschied dieses zwischen zwei Berufsgruppen: den Brokern, die als Zwischenhändler im Auftrag des Kunden tätig waren, und den Jobbern, den Marktmachern für die Broker. Wichtiger noch war, dass die Broker an wettbewerbsverhindernde feste Provisionen für die Vermittlung von Geschäften gebunden waren. Dadurch wurde der Börsenhandel für Kleinanleger besonders teuer. Die New Yorker Börse hatte die festen Courtagen im Mai 1974 abgeschafft. Dies belebte den Umsatz und verbilligte bei großen Transaktionen die durchschnittlichen Vermittlungsprovisionen wegen der Skaleneffekte um rund 50 %. In den ersten fünf Jahren hatte dies aufgrund der Devisenkontrollen nur begrenzt Auswirkungen auf die Kunden der Londoner Börse. 1979 schaffte die konservative Regierung unter Margaret Thatcher jedoch die letzten Devisenkontrollen in Großbritannien ab, so dass britische Anleger fortan ungehindert britische, US-amerikanische und internationale Wertpapiere an der New York Stock Exchange handeln konnten. Während New York London überholte, hielt die Londoner Börse stur an ihren Traditionen fest, mit denen sie bestehende Mitglieder schützte. Das konnte freilich nicht verhindern, dass ausländische Institute in London immer mehr Geschäfte für ihre institutionellen Kunden außerbörslich ausführten. Die Londoner Börse war daher Wettbewerbskräften sowohl innerhalb als auch außerhalb der Londoner City ausgesetzt.

Privatisierung à la Thatcher

1979 gab es verschiedene britische Interessen, die für eine Reform sprachen: Die Bank von England wollte mehr Wettbewerb am Markt für britische Staatsanleihen, auf dem nur noch zwei bis drei Jobber 70 bis 80 % des Marktes kontrollierten. Die Regierung unter Margaret Thatcher wiederum hatte sich einem massiven Privatisierungsfeldzug verschrieben und wollte Großbritannien in eine Aktionärsdemokratie verwandeln. Dafür sollte den Volksaktionären ein günstigerer und einfacherer Marktzugang ermöglicht werden. Glücklicherweise waren die Mittel zur Überwindung des geschlossenen Systems der Londoner Börse bereits im Programm zum Schutz der Verbraucherinteressen der Labour-Vorgängerregierung angelegt. Der Fair Trading Act von 1973 hatte die bestehenden kartellrechtlichen Vorschriften auf den Dienstleistungssektor erweitert; 1976 war ein Kartellgericht (Restrictive Practices Court) eingerichtet worden, um den freien Wettbewerb in der Wirtschaft zu erproben und durchzusetzen. Im Februar 1979 sorgte der Generaldirektor des Office of Fair Trading Gordon Borrie dafür, dass sich das Gericht das Reglement der London Stock Exchange (LSE) vornahm. Diese legte zwar Widerspruch ein und beantragte eine Freistellung, doch blieb die neue Thatcher-Regierung hart: Die LSE wende wettbewerbsbeschränkende Praktiken an und erhöhe damit die Kosten des Aktienhandels, insbesondere für Kleinanleger. Fast vier Jahre lang bemühte sich die LSE um eine Ausnahmeregelung, bis man sich endlich im Oktober 1983 auf einen Kompromiss einigte. Das Regelwerk durfte mit der Auflage fortbestehen, dass die verbindlichen Provisionen innerhalb von drei Jahren abgeschafft wurden. Die Uhr zugunsten einer Marktreform tickte, allerdings blieb reichlich Zeit, sich an die neuen Gegebenheiten anzupassen.

Konsolidierungswelle

Jetzt, da die festen Provisionen wegfallen würden, schien die Trennung zwischen Brokern und Jobbern nicht länger haltbar. Eilig reagierte der Markt kurz vor dem Big Bang mit Unternehmensfusionen und -übernahmen, durch die sich die Finanzinstitute für den zukünftigen stärkeren Wettbewerb rüsteten. 1986 erwarben allein die Londoner Merchant Banks Anteile an elf Brokern und drei Jobbern, und 22 ausländische Institute sicherten sich Beteiligungen an 26 Brokern und einem Jobber. Mit dieser Konsolidierung begannen sich die Gewichte von Personengesellschaften zugunsten der Kapitalgesellschaften zu verschieben, so dass Risiken von geschäftsführenden Eigentümern auf die Aktionäre verlagert wurden. Zu dieser Konzentration in den 1980er-Jahren trugen auch weitere Faktoren bei: Börsengänge von Unternehmen, die Welle bevorstehender Privatisierungen in Europa, die Zinsvolatilität und der sprunghafte Anstieg des Handels an den Rentenmärkten erhöhten die Nachfrage nach Investmentbanking-Dienstleistungen. Mit dem 1985 veröffentlichten Europäischen Weißbuch zur Vollendung des Binnenmarktes rückte dessen sich für 1992 abzeichnende Verwirklichung in greifbare Nähe. Die Finanzinstitute wollten auf diese neue Welt vorbereitet sein.

Die meisten Zielgesellschaften vor und während des Big Bangs waren Broker und die meisten Erwerber waren Banken. Auch wenn diese Aktivitäten im Jahr 1986 besonders ausgeprägt waren, hatte der Konsolidierungsprozess schon mindestens zwei Jahre vorher eingesetzt. Der Höhepunkt wurde übrigens erst 1990, lange nach dem Big Bang, erreicht und war vorwiegend auf Versicherungsunternehmen und größere Finanzgruppen zurückzuführen.

Die Erwerber waren rund zur Hälfte britische Unternehmen, ein Fünftel entfiel auf US-amerikanische Unternehmen, 13,5 % auf europäische Unternehmen. Britische Institute waren also vor dem Big Bang genauso stark an der Konsolidierung beteiligt wie ausländische Banken.

Noch wichtiger als der Big Bang selbst war wohl das neue elektronische Handelssystem, das eher begleitend zur geänderten neuen Provisionsregelung entstand. Gleichzeitig mit dem Big Bang wurde das automatische Quotierungssystem SEAQ eingeführt, dessen Folgen man jedoch nicht ganz vorhergesehen hatte. Wenngleich am Tag des Big Bang, also am 27. Oktober 1986, 28 Firmen gegenüber bisher 19 Handelstische auf dem Parkett hatten, lief in der ersten Woche nur noch ein Viertel bis ein Drittel der Geschäfte über das Parkett. Die Anzahl der Parkettteilnehmer sank von 1800 bis 2000 Händler pro Tag auf 200 bis 300 eine Woche später. Da die Banken nicht mehr an den Präsenzhandel gebunden waren, richteten sie ihre eigenen Handelsabteilungen ein. Mit dem Wegfall der Mindestcourtage konzentrierten sich die neuen Geschäftsmodelle auf Volumen und die Erzielung von Einnahmen durch Kundenberatung und Research. Analog dazu benötigten die Banken größere Handelsbereiche, weswegen über 70 % der Banken, die sich 1985 in der City niederließen, jeweils mehr als 900 Quadratmeter belegten. Immobilienentwickler priesen ein in Canary Wharf am Ufer der Themse außerhalb der bisherigen Grenzen der City zu errichtendes neues Bankenviertel an, in dem man sich „wie in Venedig fühlen und wie in New York arbeiten" würde. Und tatsächlich entstand nach einem holprigen Start aus diesem ehrgeizigen Entwicklungsprojekt das neue Finanzzentrum Londons.

Was also hat der Big Bang gebracht? Die Anzahl der Market-Maker für britische Staatsanleihen erhöhte sich von drei auf 27, und die Aktienumsätze stiegen sprunghaft an. Die durchschnittlichen Courtagen gingen bei großen Transaktionen von 100 000 Pfund Sterling und mehr tatsächlich zurück, doch erhöhten sich die Kosten für kleine Transaktionen, so dass kleine Händler weiterhin institutionelle Anleger subventionierten. Die Anzahl der Teilnehmer an der Londoner Börse stieg mit der Öffnung für ausländische Institute an. Dementsprechend gewann die LSE zwar Marktanteile, unterlag aber zugleich einer schärferen Regulierung durch den Financial Services Act. Der Big Bang ist somit kein Beispiel für Deregulierung, vielmehr wurde die Selbstregulierung durch externe Aufsicht ersetzt. Auch wirkte sich der stärkere Wettbewerb nach dem Wegfall der festen Maklerprovisionen nicht zugunsten der Erhaltung britischer Finanzinstitute in der City aus, sondern eröffnete im Gegenteil US-amerikanischen und europäischen Unternehmen die Möglichkeit, britische Broker und Jobber aufzukaufen. Die konservative Regierung mag sich zwar für die City eingesetzt haben, aber sie befürwortete weder ein Monopol der Londoner Börse noch verstand sie sich als Beschützer der traditionellen britischen Finanzinstitute. Viele alte Namen verschwanden im Vorfeld des Big Bangs oder kurz danach von der Bildfläche. Die Transformation der City hin zu ihrer Globalisierung fand also auf Kosten ihrer britischen Eigentümerschaft statt.

New York bleibt dominant

Trotz der Reformen holte London gegenüber New York nicht auf. Zwar stiegen die Umsätze nach dem Big Bang, doch wurde diese Entwicklung am Montag, dem 19. Oktober 1987, durch einen kurzfristigen Einbruch der weltweiten Aktienkurse jäh gestoppt. Der Kursabsturz der globalen Aktienmärkte, der das Vertrauen der Anleger erschütterte, wurde dem automatisierten Computerhandel angelastet.

Die Ergebnisse des Big Bangs waren also gemischt: Die Londoner Börse verlor ihre Autonomie, und weder profitierten Kleinanleger von der Reform, noch besserte sich die Wettbewerbsposition Londons gegenüber New York. Ganz sicher aber veränderten sich die Struktur der City und ihre Offenheit gegenüber ausländischen Instituten. Und es war die Geburtsstunde der großen Investmentbanken.

Das Urteil von Zeitgenossen und Historikern zu diesen Finanzkonglomeraten der 1980er-Jahre fällt gemischt aus. Durch die Fusionen prallten Arbeitsstile und Unternehmenskulturen aufeinander und die Banker taten sich mit dem Wechsel ins Wertpapiergeschäft offenbar sehr schwer. Broker, Händler und Investmentbanker in der Londoner City wurden zwar externem Wettbewerb ausgesetzt, aber selbst im Falle eines Zusammenschlusses mangelte es ihnen an Größe, Kultur und Führung, um überleben zu können.

Sam Cross von der US-Notenbank warnte weitsichtig bereits 1986 vor den möglichen Ansteckungsgefahren im Falle des Zusammenbruchs einer großen internationalen Investmentbank. Internationale Finanzkonglomerate stellten die hauptsächlich national agierenden Aufsichtsbehörden vor enorme Herausforderungen – trotz des Baseler Akkords, der versuchte, internationale Mindestanforderungen für eine angemessene Eigenkapitalausstattung festzulegen. Das Versagen, diese Banken angemessen zu beaufsichtigen, war eine der Ursachen für die globale Finanzkrise 2008.

Ein gutes Beispiel für die umwälzende Wirkung des Big Bangs ist Morgan Grenfell. Ähnlich wie andere Institute reagierte Morgan Grenfell, eine alteingesessene, hoch angesehene Handelsbank der City, in Erwartung eines stark ansteigenden Geschäfts und der Realisierung von Größenvorteilen mit dem Aufkauf von Jobbern und Brokern. Mit dem Ziel, das Wertpapiergeschäft als vollkommen neuen Geschäftszweig aufzubauen, heuerte Morgan Grenfell im September 1985 John Holmes von Hoare Govett zur Betreuung des Vertriebs und Research und Geoffrey Collier von Vickers da Costa als Chef der Auslands- und Handelsabteilung an. Zu diesem Zweck stellte die Bank 300 Mitarbeiter ein, womit sie ihren bisherigen Personalbestand auf nun 500 Mitarbeiter mehr als verdoppelte. Doch nur ein Jahr später wurde Collier bei Insidergeschäften ertappt, die er – von diesem unbemerkt – von Holmes Haustelefon tätigte. Unbeirrt davon vereinbarte Morgan Grenfell kurz nach dem Big Bang im Dezember 1986 die Übernahme von CJ Lawrence and Co, einer mittelgroßen US-amerikanischen Wertpapierfirma, um in den New Yorker Markt einzusteigen.

Doch der Börsencrash am „Schwarzen Montag" im Oktober 1987 und die anschließend bis 1988 rückläufigen Umsätze – zum Herbst 1988 verloren die Händler bei Morgan Grenfell jede Woche eine Million Pfund – brachten kleinere Institute an die Grenze der Belastbarkeit. Die Aktien- und Gilts-Abteilung wurde ohne Vorankündigung von heute auf morgen geschlossen, rund 450 Mitarbeiter wurden entlassen und 1989 war Morgan Grenfell nach weiteren Skandalen so geschwächt, dass das Institut ein Übernahmeziel für die Deutsche Bank wurde, die eine Präsenz im angloamerikanischen Investmentbanking aufbauen wollte. Damit trat die Deutsche Bank in den Wettstreit um einen Platz unter den führenden internationalen Investmentbanken ein – eine Strategie, auf die sie noch heute setzt.

Der Big Bang war somit ein vielschichtiges Ereignis, das dank seines medienwirksamen Namens von der Öffentlichkeit für bedeutender gehalten wird, als ihm eigentlich zusteht. Tatsache ist, dass der Big Bang kein „Urknall" war, sondern sich über mehrere Jahre entwickelte. Die eigentliche Reform, die Veränderung der Provisionsstruktur, war keinesfalls so groß, wie der Begriff „Big Bang" suggeriert. Die „Big Bang"-Reformen bestätigten in vielerlei Hinsicht lediglich den Status quo oder bereits laufende Entwicklungen wie die Zunahme ausländischer Unternehmen in London, den Anstieg des außerbörslichen Handels und die verschwimmenden Grenzen zwischen den Funktionen von Brokern und Jobbern. Schließlich unterhielten ausländische Firmen, denen die Mitgliedschaft in der Londoner Börse verwehrt war, bereits ein eigenes Selbstregulierungsorgan mit 187 Mitgliedern, deren Handel Reuters mit dem Angebot von Computerdienstleistungen zu unterstützen plante. Die Londoner Börse war also im Begriff, die Kontrolle über den Wertpapiermarkt zu verlieren, als ihr die Abschaffung der verbindlichen Provisionen eine Möglichkeit bot, ihre Bedeutung wiederzuerlangen.

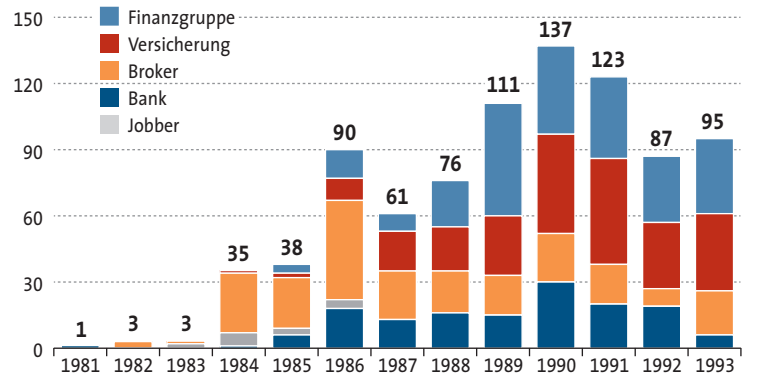
Letzte Bastion fällt

Den Kampf um die Vorherrschaft auf den Finanzmärkten der Londoner City hatten die britischen Banken bereits 20 Jahre vor dem Big Bang verloren, als in den 1960er-Jahren US-amerikanische und europäische Banken nach London strömten, um vom Offshore-Markt für Eurodollar und Eurobonds zu profitieren. Nun konnten ausländische Unternehmen ihre Aktivitäten auf die Börse ausweiten. Damit fiel zwar die letzte nationale Bastion, aber die Wettbewerbsfähigkeit der exklusiven Londoner Börse war ohnehin bereits ausgehöhlt. Dafür sorgte allein schon die zunehmende Verlagerung des Aktienhandels auf den elektronischen Handel. Das SEAQ-System beendete den direkten, persönlichen Kontakt auf dem Parkett, der seit den Anfängen der Börse im 17. Jahrhundert ihr Markenzeichen gewesen war.

Die Londoner City überlebte und florierte trotz des Rückgangs der weltwirtschaftlichen Bedeutung Großbritanniens, auf der sie sich gründete. In der Zeit der Devisenkontrollen in den 1950er- und 1960er-Jahren machten Finanzinnovationen London mit einem Schlag zu einem Offshore-Dollar-Zentrum für internationale Banken. Mitte der 1980er-Jahre hatte der Aktienmarkt jedoch seine Wettbewerbsfähigkeit eingebüßt und war hinter New York zurückgefallen. Eine weitere Herausforderung war der bevorstehende europäische Binnenmarkt. Die nun verwirklichten Reformen erlaubten es London, die zweite Ära der Globalisierung in den 1990er- und 2000er-Jahren aktiv mitzugestalten. In den umwälzenden Veränderungen, die die globalen Finanzmärkte in den letzten 30 Jahren kennzeichneten, hat sich die City erstaunlich gut behauptet. Wenn London seine Rolle als europäischer und globaler Finanzplatz bewahren will, wird der Brexit ein neues Gefüge an institutionellen Strukturen und die Schaffung neuer Netzwerke erfordern. Wie in den 1980er-Jahren haben die Finanzinstitute zwar eine gewisse Vorlaufzeit, um sich darauf einzustellen, doch besteht ebenso erhebliche Unsicherheit, wie Londons Beziehungen zur EU letztendlich geregelt sein werden. Doch hat London durch Innovation, Offenheit und Flexibilität schon eine ganze Reihe von geografischen Verschiebungen an den internationalen Kapitalmärkten bewältigt. Die Vorhersage eines Niedergangs der City könnte sich daher einmal mehr als zu pessimistisch erweisen.

Banken und Versicherer bündeln die Kräfte

Anzahl der M&A-Transaktionen im britischen Finanzsektor



© Börsen-Zeitung

ZUR PERSON

Aus Oxford

Catherine Schenk

BZ – Catherine Schenk ist Professorin für Wirtschafts- und Sozialgeschichte an der University of Oxford. Einer ihrer Forschungsschwerpunkte ist die Entwicklung des internationalen Finanz- und Währungssystems nach dem Zweiten Weltkrieg. Neben ihrer Lehrtätigkeit an Universitäten weltweit war sie unter anderem Gastforscherin beim Internationalen Währungsfonds sowie beim Hongkong Institute for Monetary Research. Der vorliegende Artikel geht auf einen Vortrag der Autorin im Rahmen der finanzhistorischen CFS/IBF-Lectures an der Goethe-Universität Frankfurt im Frühjahr 2018 mit dem Verband der Auslandsbanken in Deutschland zurück. Die englische Fassung mit Literaturhinweisen findet sich unter www.ibf-frankfurt.de.

(Börsen-Zeitung, 17.11.2018)

Das IBF

Auftrag des IBF – Institut für Bank- und Finanzgeschichte e.V., das die in loser Reihe erscheinenden Beiträge „Aus der Banken- und Finanzgeschichte" initiiert, ist die wissenschaftliche Aufarbeitung und Vermittlung der historischen Entwicklung unseres Geld- und Finanzwesens.

▶ **Weitere Informationen unter www.ibf-frankfurt.de**