

Die Wertpapierbörsen in den baltischen Staaten: Überblick und neuere Entwicklungen

von

Robert Kirchner, Wilfried Fuhrmann, Florian Bolte
Potsdam

Zur Zitation:

R. Kirchner, W. Fuhrmann, F. Bolte (2001); Die Wertpapierbörsen in den baltischen Staaten; in: www.geldtheorie.de, Nr. 3, Stand: 20. 08 2001; auch als Diskussionspapier erhältlich; ISSN 1433-920X.

I. Einleitung

Mit der Wiedererlangung der politischen und wirtschaftlichen Unabhängigkeit im Jahre 1991 begann in den drei baltischen Republiken Estland, Lettland und Litauen der Prozess der Systemtransformation von ehemals zentralverwalteten Wirtschaften innerhalb des RGW und insbesondere der Sowjetunion hin zu marktwirtschaftlich organisierten Demokratien. Aus der Vielzahl der neu eingerichteten Institutionen und Politikfelder werden hier nur die Entwicklungen im Bereich der organisierten Kapitalmärkte analysiert werden. In der monetären Transformation wird eine Art von konstituierendem Element für einen erfolgreichen Transformationsprozeß insgesamt gesehen (Fuhrmann 1998). Dabei üben Wertpapierbörsen wichtige Informations- bzw. Signal- und auch Symbolfunktionen aus.

Der volkswirtschaftliche Nutzen eines entwickelten monetären Sektors liegt insb. in einer effizienten Kapitalallokation. Wertpapierbörsen tragen positiv dazu bei, indem bei informationseffizienten Preisen das Kapital in die Investitionsmöglichkeiten und damit in die Sektoren bzw. Unternehmen mit hohen erwarteten Renditen fließt, während es aus solchen mit niedrigen abgezogen wird. Zum anderen können Börsen zur Senkung von Kosten für Transaktionen beitragen. Da die Hauptfunktion von Finanzintermediären darin liegt, Geschäfte zwischen dritten Parteien effizienter zu

gestalten im Vergleich zu direkten Geschäften, reduzieren Börsen die Tauschkosten i.w.S., das sind allgemein u.a. die Such-, Transaktions-, Verifizierungs- sowie Überwachungskosten (Dowd, 1996, S. 114ff.) und bei einer Wertpapierbörse insb. die Informations-, Preisvereinbarungs-, Sicherungs- und Abwicklungskosten.

Die niedrige inländische Ersparnis bzw. ihre Knappheit in Relation zum bestehenden Finanzierungsbedarf in Transformationsländern erfordert Kapitalimport und damit optimale Rahmenbedingungen für ausländische Investoren (Schmid 2000, S. 401). Verbunden mit der Privatisierung von staatseigenen Betrieben an in- und ausländische Investoren und der Verbriefung der Staatsverschuldung ist die Schaffung geeigneter Organisationen und Institutionen zum Primär- und Sekundärhandel von Wertpapieren, durch die transparent und kosteneffizient der Ausgleich von (überwiegend ausländischem) Kapitalangebot und inländischer (privater und staatlicher) Kapitalnachfrage erfolgen kann. Zwar erleichtern organisierte Kapitalmärkte es den durch die Privatisierungen entstandenen Aktiengesellschaften, sich benötigtes frisches Eigenkapital zu beschaffen, aber auch dieses setzt (zumindest unmittelbar) keine nationalen Börsen voraus, da dieses auch über bestehenden Börsen im Ausland erfolgen kann. Entsprechend bedarf es auch keiner staatlichen Börse, sondern die faktische Gründung und Betreibung einer Börse ist eine privatwirtschaftliche Investitionsentscheidung, die allerdings eines u.a. auch dem Anlegerschutz Rechnung tragenden Gesetzesrahmens bedarf.¹

II. Entwicklung des Börsenhandels im Baltikum

II.1. Entstehung und Bedeutung der drei baltischen Börsen

In Mittel-/Osteuropa starteten als erste organisierte Kapitalmärkte im Juni 1990 die Budapester Börse und im April 1991 die Warschauer Börse mit dem Handel. Zwei Jahre später nahmen die drei baltischen Börsen den Handel auf: in Litauen die National Stock Exchange of Lithuania (NSEL) in Vilnius (www.nse.lt) am 14.

¹ Obwohl durch die Privatisierung Inländer zu Aktionären wurden und diese die Möglichkeit einer Veräußerung der Aktien zu fairen Preisen erhalten müssen (Bürger, 2001, S. 452) bedingt beides nicht notwendigerweise die Errichtung einer nationalen Börse. So könnten beispielsweise estnische Aktien an den Börsen in Helsinki, Stockholm, Berlin usw. gelistet und dort auch von estnischen Bürgern über Broker und Banken in Estland gehandelt werden. Derartige Transaktionen müssen grenzüberschreitend nicht teurer sein als an einer kleinen nationalen Börse und dieser Weg kann

September 1993, in Lettland die Riga Stock Exchange (RSE) in Riga (www.rfb.lv) am 25. Juli 1995² und in Estland die Tallinn Stock Exchange (TSE) in Tallinn bzw. Reval (www.tse.ee) am 31. Mai 1996. Die zeitliche Reihung steht auch in Übereinstimmung mit den jeweiligen nationalen Transformationsprogrammen, wobei Litauen sehr früh im Rahmen der Haushaltspolitik den Kapitalimport im Wege von Portfolioinvestitionen des Auslandes förderte, während Estland den Weg der sehr schnellen und internationalen Privatisierung mit Direktinvestitionen bei einer gleichzeitig strikten Haushaltsdisziplin präferierte. An allen drei computergestützten Börsen werden zwischenzeitlich Aktien und festverzinsliche Wertpapiere staatlicher und privater Emittenten gehandelt. Alle drei Börsen haben einen eigenen Aktienindex entwickelt (Estland: TALSE; Lettland: DJRSE und Litauen: LITIN).

Die Eigentümerstrukturen der drei, jeweils als Kapitalgesellschaften geführten baltischen Börsen sind ähnlich. Während in Litauen der Staat eine Beteiligung von 44 % hält, ist in den anderen beiden Ländern kein nennenswerter Staatseinfluss gegeben. Die Eigentümer der Börsen sind gleichzeitig auch die Handelsteilnehmer, also vor allem inländische Banken und Broker. Ist eigentlich als Ziel von der Gewinnmaximierung auszugehen, so klassifiziert die Börse in Riga sich offiziell als eine sog. non-profit-Organisation. Da die Eigentümer gleichzeitig auch die Hauptakteure an der Börse sind, steht für diese möglicherweise weniger der (nach Anteilen zu verteilende) Gewinn der Unternehmung Börse im Vordergrund, sondern mehr niedrige Kosten eines transparenten Handels- und Abwicklungssystems mit proportional zu den jeweiligen Handelsvolumina fließenden Vorteilen, um über die Broker- und Verwaltungstätigkeit bzw. das individuelle Handelsvolumen Bank-Gewinne erzielen zu können.

Die Handelsvolumina, die Marktkapitalisierung und die Anzahl der notierten Titel entwickelten sich sehr volatil, aber trendmäßig positiv (Tabelle 1). Es gab 1999 einen starken Einbruch in Folge der Rußlandkrise, von der sich die Märkte im Laufe des Jahres 2000 erholten. Erste Zahlen zu den Handelsvolumina im Jahre 2001 deuten

Vertrauen in die Konvertibilität und internationale Ausrichtung der Transformationspolitik schaffen.

² Bereits im Oktober 1991 wurde in Riga die Baltic Stock Exchange (BSE) gegründet, an der neben baltischen Aktien auch ausländische Blue Chips (z.B. Coca Cola, General Motors) gehandelt werden sollten. Es handelte sich aber mehr um einen wenig regulierten OTC-Markt bzw. Raum mit mehreren Telefonen als um eine Aktienbörse. Die sog. Börse diente mehr als Makler für lettische Käufer und Verkäufer von ausländischen Aktien (Bagniewski, Männicke 1993, S. 283).

aber in Übereinstimmung mit der weltweiten Entwicklung insgesamt eher auf einen Rückgang hin; dieser erscheint weniger als hausgemacht, sondern durch die Entwicklung der Weltkapitalmärkte verursacht.

Tabelle 1: Entwicklung von Marktkapitalisierung und Handelsvolumen an den baltischen Börsen

Land	Zeitraum	Marktkapitalisierung	Handelsvolumen
Estland (TSE)	Jan.-Juli 2001	1.703 Mio. Euro	149 Mio. Euro
	2000	1.924 Mio. Euro	249 Mio. Euro
	1999	1.786 Mio. Euro	236 Mio. Euro
	1998	443 Mio. Euro	559 Mio. Euro
	1997	k.A.	747 Mio. Euro
	1996	k.A.	97 Mio. Euro
Lettland (RSE)	Jan.-Juni 2001	527 Mio. Euro	66 Mio. Euro
	2000	599 Mio. Euro	296 Mio. Euro
	1999	395 Mio. Euro	44 Mio. Euro
	1998	389 Mio. Euro	89 Mio. Euro
	1997	342 Mio. Euro	86 Mio. Euro
	1996	145 Mio. Euro	11 Mio. Euro
Litauen (NSEL)	Jan.-April 2001	1.427 Mio. Euro	42 Mio. Euro
	2000	1.729 Mio. Euro	412 Mio. Euro
	1999	1.241 Mio. Euro	337 Mio. Euro

Ende 2000 waren an den jeweiligen beiden Hauptmarktsegmenten im Aktienmarktbereich, die sich u.a. nach Publizitätspflichten, Marktkapitalisierung und Besitzverhältnissen differenzieren lassen, zwischen 20 Aktien an der TSE, 22 Aktien an der RSE und 54 Aktien an der NSEL zugelassen, wobei an jeder Börse noch ein drittes, dem Freiverkehr ähnliches Marktsegment existiert.³ Das durchschnittliche tägliche Handelsvolumen in allen Aktien reicht von ca. 100.000 Euro an der RSE, über ca. 1 Mio. Euro an der TSE bis ca. 2,5 Mio. Euro an der NSEL. Die Aktienmarktkapitalisierung betrug 599 Mio. Euro an der RSE, 1.729 Mio. Euro an der NSEL und 1.924 Mio. Euro an der TSE.

Setzt man diese Werte in Relation zum Bruttoinlandsprodukt des jeweiligen Landes, so zeigt sich, daß die Marktkapitalisierung an der RSE nur rd. 8 % des lettischen Bruttoinlandsproduktes erreicht, während es an der NSEL rd. 15 % sind und an der TSE beachtliche rd. 35 % des estnischen BSP.

Verglichen mit anderen europäischen sog. Emerging Markets ist der Wert in Lettland und in Litauen relativ gering, in Estland relativ hoch. So lag das Verhältnis aus Marktkapitalisierung zu Bruttoinlandsprodukt in Warschau und in Prag jeweils bei ca.

20 %. Verhältnisse aus Marktkapitalisierung zu Bruttoinlandsprodukt von über eins, wie sie in entwickelten Volkswirtschaften erreicht werden,⁴ gibt es in den Transformationsländern in Mittel- und Osteuropa nicht.

Die absolute Marktkapitalisierung zeigt, wie nicht anders zu erwarten bei diesen drei relativ kleinen Volkswirtschaften, eine geringe internationale Bedeutung der baltischen Börsen selbst innerhalb der Transformationsländer. So hatte z.B. Warschau mit 33,579 Mrd. Euro und Prag mit 10,820 Mrd. Euro zu den genannten Zeitpunkten eine deutlich höhere Marktkapitalisierung.⁵

II.2. Notierungen an Auslandsbörsen

Neben der Möglichkeit der Notierung, dem sog. Listing, an der Heimatbörse besteht, wenn die entsprechenden Zulassungsvoraussetzungen erfüllt sind, die Möglichkeit einer Notierung an Auslandsbörsen, wobei üblicherweise, d.h. bei bestehenden nationalen Börsen, die Auslandsnotierung parallel zur Heimatnotierung erfolgt.

Estland, das im Liberalisierungs- und Integrationsprozeß am weitesten fortgeschrittene baltische Land, weist entsprechend eine Reihe von Unternehmen mit Auslandsnotierungen auf. Beispielsweise werden die beiden Blue-Chips EESTI TELEKOM und HANSAPANK in Tallinn und auch in Deutschland (Berlin und Frankfurt) sowie in Österreich gehandelt und darüber hinaus in Großbritannien (EESTI TELEKOM) und in Finnland (HANSAPANK).

Bezüglich der Handelsvolumina konzentriert sich die Liquidität i.d.R. auf die Heimatbörse. Beispielsweise ist bei deutschen Aktien wie DaimlerChrysler oder Deutsche Telekom das Verhältnis zwischen dem Volumen an der New York Stock Exchange (NYSE) zu Xetra 1:10. Das Verhältnis beträgt sogar nur 1:100 bei Eon, die beispielsweise nicht infolge von Übernahmen in den USA einen hohen Anteil an US-amerikanischen Aktionären haben. Bei internationalen Unternehmen aus relativ kleinen Ländern, wie z.B. Nokia aus Finnland, erreicht das ausländische

³ In diesem Segment waren an der TSE 1 Aktie und an der RSE 41 Aktien zugelassen.

⁴ Das Verhältnis lag Ende 1998 in den USA bei 133 %, in Großbritannien bei 158 % und in Deutschland (wegen seines ausgeprägten Kreditmarkt- und Bankensystems) nur bei 48 %.

⁵ In Deutschland betrug Ende 1998 die Marktkapitalisierung 900 Mrd. und in den USA 11,2 Bill. Euro.

Handelsvolumen natürlich höhere Anteile.⁶

Bei den baltischen Aktien ergibt sich folgendes Bild: Bei EESTI TELEKOM lag das Handelsvolumen im Jahre 2000 bei 48 Mill. Euro an der TSE und bei 38 Mill. Euro in Deutschland bei vernachlässigbaren Umsätzen an den anderen Auslandsbörsen. Bei HANSAPANK stand einem inländischen Umsatz von 137 Mill. Euro ein deutscher Umsatz von 40 Mill. Euro und ein finnischer Umsatz von 9 Mill. Euro gegenüber, bei ebenfalls vernachlässigbaren weiteren Auslandsumsätzen. Bei den übrigen estnischen Aktien mit Mehrfachnotierungen ergibt sich ein ähnliches Bild.

Die Anzahl von Auslandsnotierungen ist bei lettischen und litauischen Unternehmen demgegenüber verschwindend gering. Sowohl in Lettland als auch in Litauen ist gegenwärtig nur jeweils ein Unternehmen an einem ausländischen Handelsplatz zugelassen. LIETUVOS TELEKOMAS aus Litauen und LATVIJAS UNIBANKA aus Lettland sind beide an der London Stock Exchange in Großbritannien gelistet, wobei das höhere Handelsvolumen weiterhin an den Heimatbörsen getätigt wird (bei LIETUVOS TELEKOMAS war das Verhältnis der Handelsvolumina zwischen Heimat- und Auslandsbörse etwa 10:1 im 4. Quartal 2000).

International operierende institutionelle Anleger verlangen zunehmend ein „one-stop-shopping“, um die Transaktionskosten zu senken. Dieses bedingt eine stärkere Integration und Vernetzung von Systemen beim Börsenhandel, Clearing und Settlement und damit eine Entwicklung, der sich die baltischen Börsen nicht werden entziehen können. So zeigt die Eigentümerstruktur z.B. der estnischen Aktiengesellschaften, daß rd. 24 % von einheimischen Investoren gehalten werden (davon 4 % von Privatpersonen) und 76 % von ausländischen Investoren (davon 1 % von Privatpersonen), wobei Schweden mit 45 % den größten Anteil hält.⁷ Entsprechend wird, wie oben dargestellt, bereits heute ein großer Anteil der baltischen Aktien an Auslandsbörsen gehandelt. Die internationalen Investoren schätzen an Börsenplätzen wie Frankfurt, London, Berlin oder New York insbesondere die hohe Liquidität und das praktisch nicht vorhandene Abwicklungsrisiko, aber auch den Vorteil, im Rahmen der vertrauten heimischen Usancen handeln zu können.

⁶ Dennoch ist das Handelsvolumen der Nokia-Aktien in Helsinki doppelt so groß wie an der NYSE.

⁷ Vgl. Estonian Securities Market Yearbook 2000 (www.tse.ee/english/general/general.php). Dabei

II.3. Zu den Rahmenbedingungen und Organisation

Waren anfangs noch Befürchtungen ausländischer Investoren bezüglich existierender oder potentieller Kapitalverkehrsbeschränkungen von unmittelbarer Relevanz für den Kapitalverkehr und die Notierung, so hat sich mit den Kapitalverkehrsliberalisierungen der Fokus auf die effiziente Abwicklung des Handels gelegt. In den Börsen der Transformationsländer bedingt die Abwicklung der getätigten Geschäfte teilweise die Akzeptanz eines Risikos bezüglich Zahlung und Lieferung, was tendenziell abschreckend wirkt. Für Anleger ist es entscheidend, daß, durch eine Zug-um-Zug-Abwicklung, d.h. daß bei Zahlung des Kaufpreises eine gesicherte Eigentumsstellung an den Wertpapieren verschafft bzw. im Falle eines Verkaufs der Gegenwert unverzüglich gutgeschrieben wird, das Erfüllungsrisiko eliminiert wird (Bürger 2001, S. 454).

Das Clearing und Settlement gestaltet sich in den baltischen Ländern wie folgt. Eine spezielle Clearing Bank existiert in Estland zurzeit nicht. Die Abwicklung der Geschäfte erfolgt grundsätzlich über das Estonian Central Depository for Securities (www.depo.ee), d.h. das Zentraldepositorium (EVK), das im Sommer 1994 vom estnischen Finanzministerium in Kooperation mit zehn Banken gegründet wurde. Ähnlich erfolgt in Lettland die Abwicklung über ein zentrales Depositarium und auch in Litauen gibt es eine solche Institution, wobei die Verrechnung der Konten durch die litauische Zentralbank erfolgt. Zur Verringerung des Erfüllungsrisikos ist ein Garantiefond eingerichtet (Bürger 2001, S. 459f).

Bei der Regulierung ihrer Finanzmärkte haben die baltischen Länder sowohl die Interessen der in- und ausländischen Investoren als auch ihre Bemühungen um eine EU-Mitgliedschaft zu beachten. Entsprechend orientieren sie sich (Estland sofort seit Beginn seines Transformationsprozesses) und schaffen volle Kompatibilität mit dem EU-Rechtsbestand, d.h. mit allen von der EU erlassenen Vorschriften und Richtlinien u.a. über Börsenzulassung und -prospekte, Zwischenberichterstattung, Insiderhandel und Meldepflichten beim Erwerb bedeutenden Beteiligungen. Dabei ist die Übernahme noch nicht in allen drei baltischen Staaten vollkommen erfolgt bzw. abgeschlossen. Dieses betrifft insbesondere Litauen, welches lange Zeit zu Beginn des Transformationsprozesses eine eher autonome nationalstaatliche Entwicklung

können hinter den heimischen Anteilseignern wiederum Ausländer stehen.

anstrebe, so daß die bestehenden Gesetze und Verordnungen beispielsweise über Beteiligungen, die Veröffentlichung von Unternehmensinformationen, Investment- und Wertpapierhandelsgesetze usw. noch nicht mit den EU-Richtlinien voll harmonisiert sind. Am weitesten ist die Entwicklung in Lettland vorangeschritten, wo die bei Stellung des Antrages auf Mitgliedschaft bestehenden EU-Richtlinien in nationales Recht umgesetzt sind, so daß übernehmend nur die jeweils neuen Richtlinien wie die Kapitaladäquanz- und die Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie noch in das lettische Recht zu implementieren sind (Bürger 2001, S. 460).

II.4. Eine zentrale Börse: die NEWEX?

Eine weitere Alternative zum Handel an der Heimatbörse ist die seit 3. November 2000 operierende Spezialbörse New Europe Exchange (NEWEX). Die Deutsche Börse AG und die Wiener Börse haben mit der NEWEX eine neue Börse auf der Grundlage der Handelsplattform XETRA bei Abwicklung über Clearstream International S.A. gegründet. Ziel der NEWEX ist es natürlich, Marktführer beim Handel von ost- und mitteleuropäischen Aktien zu werden, wobei erwartet wird, daß durch die Zentralisation die Liquidität bei den an ihr gehandelten mittel- und osteuropäischen Aktien steigt sowie ein transparenter Handel ermöglicht und eine effizientere, sichere Abwicklung gewährleistet wird (Radtke 2000, S. 785).

Zwei auf privatrechtlicher Basis aufgebaute Segmente (NX.one und NX.plus) setzen Zulassungskriterien wie z.B. Mindest-Marktkapitalisierung, Emissionsprospekt, Quartalsberichte, Rechnungslegungsvorschriften und Ad-hoc-Publizität, von denen man erwartet, daß sie die Forderungen der internationalen Marktteilnehmer erfüllen (Schmid 2000, S. 404f). Im Qualitätssegment NX.plus werden zurzeit sieben Aktien, darunter keine aus den baltischen Ländern gehandelt, im sonstigen Handel 88 Aktien, darunter fünf aus Estland.

Allerdings ist das Handelsvolumen an der NEWEX noch gering. Im Juli 2001 betrug der gesamte Umsatz 263 Mio. Euro, davon 106 Mio. im Segment NX.plus und 66 Mio. beim russischen Erdölproduzenten Lukoil, der somit den Handel quasi dominiert. Der Umsatz der fünf estnischen Aktien betrug 1,2 Mio. Euro.

Ob diese Plattform zu einer genutzten Möglichkeit für internationale Marktteilnehmer

aufgrund ihrer spezialisierten Ausrichtung auf osteuropäische Aktien wird, bleibt abzuwarten – insbesondere für Aktien der baltischen Länder angesichts der Nicht-Beteiligung der skandinavischen Börsen an der NEWEX sowie der bevorstehenden EU-Mitgliedschaft dieser Länder.

III. Kooperation der baltischen Börsen

III.1. Die sog. Baltic List

Die relativ geringe Größe und Bedeutung der baltischen Börsen legt die Suche nach Kooperationsmöglichkeiten nahe. Das bedeutendste Projekt der „Baltic Stock Exchanges“ ist neben gemeinsamen Publikationen und Leitlinien bis dato die Schaffung eines gemeinsamen Index, der „Baltic List“ am 3. Januar 2000, aus den drei baltischen Blue-Chip-Segmenten. Anhand bestimmten Bedingungen wie insbesondere Mindest-Marktkapitalisierung (15 Mio. Euro), Mindest-Anzahl gehandelter Aktien und Rechnungslegung nach den Regeln der International Accounting Standards (IAS) werden bei quartalsmäßiger Überprüfung bis zu 15 der an den teilnehmenden drei Börsen notierten Unternehmen in einem kapitalisierungsgewichteten Index zusammengefasst. Die Werte bilden großteils die Wirtschaftsentwicklung der beteiligten Volkswirtschaften ab. Die Hauptziele liegen dabei in einer Erhöhung der Markttransparenz und Kostenreduktion (u.a. im Wege gemeinsamer Publikationen, einer Harmonisierung der Regelwerke, Möglichkeiten des grenzüberschreitenden Handels) sowie insbesondere in der Stärkung des internationalen Kapitalimportes, indem durch die „Baltic List“ alle drei baltischen Länder für internationale Anleger als Investitionsregionen attraktiver werden. Auswirkungen sind aber auch zu erwarten in Richtung auf eine Konzentration sowie eine zunehmend gleiche und steigende Abhängigkeit von spekulativen Kapitalbewegungen und Wechselkurspekulationen (sog. Ansteckungseffekte).

III.2. Internationale Kooperationen

Bedeutsam sind neben diesen innerbaltischen Kooperationsansätzen auch die Bemühungen um internationale Kooperationen und Positionierungen. Hierzu zählt

nicht nur die schon im Jahre 2000 bestehende Kooperation zwischen den Börsen in Tallinn und London, sondern auch eine angestrebte skandinavische Lösung in Form eines gemeinsamen skandinavischen Wertpapiermarktes insbesondere über eine Börsenallianz mit der NOREX (Nordic Exchanges), an der die Börsen von Oslo, Kopenhagen, Stockholm und Reykjavik teilnehmen. Diese Allianz war allerdings unter den baltischen Beteiligten nicht unumstritten – einige befürchteten den Verlust des Großteils ihres inländischen Geschäftes an die skandinavische Konkurrenz bei nur unbedeutenden Neugeschäft in skandinavischen Aktien – wengleich der verbesserte Zugang der baltischen Unternehmen zu internationalen Investoren bzw. den internationalen Kapitalmärkten und damit eine kostengünstigere Kapitalbeschaffung gesehen wird. Geplant war im Jahre 2000, die notwendigen rechtlichen und technischen Harmonisierungen bis Mitte 2001 abzuschließen.

Ungeachtet dieser Kooperationsabsicht hat die TSE eigene Schritte unternommen. So hat sich die HEX, die Helsinki Stock Exchange (www.hexgroup.com), die als einzige skandinavische Börse nicht der NOREX angehört, Anfang 2001 an der TSE beteiligt. HEX besitzt bereits eine Mehrheitsbeteiligung von über 60 % und nimmt einen dominierenden Einfluss auf die Geschäftspolitik wahr; die TSE ist dabei in die HEX-Rechnungslegung konsolidiert. Die Ziele der HEX-Gruppe liegen u.a. in der Stärkung ihrer internationalen Positionierung, in der eigenen Stärkung durch die Aufnahme der an der TSE gehandelten estnischen Wertpapiere auf die von der HEX betriebene Handelsplattform und in der Erleichterung des Zuganges für die an ihr zugelassenen Brokern und ihren (oft ausländischen) Kunden zum estnischen Kapitalmarkt. Die strategische Zielrichtung dieser Übernahme scheint auf der Unternehmensebene klar zu sein. Die Lösung der TSE aus der Kooperation mit der NOREX erscheint auch mit Blick auf die EU-Integration sinnvoll. Estland kann sowohl bei der „Regattalösung“ als auch einer „Gruppenlösung“ der Erweiterung der EU damit rechnen, als erstes baltisches Land und zeitlich vor dem dritten baltischen Land EU-Mitglied zu werden (Fuhrmann 2000) und gleichzeitig diese für Estland politisch zentrale Bestrebung durch diese Kooperation zu stärken. Außerdem ist zu bedenken, daß dann Helsinki und Tallinn, nicht aber Oslo und Vilnius eine gemeinsame Handelswährung mit dem Euro haben.

Nach der TSE sind auch die beiden anderen Börsen im Baltikum aus dem Vertrag

(in Übereinstimmung mit der NOREX) ausgeschieden, ohne bereits neue Partner zu haben. Es bestehen daher verschiedene Möglichkeiten der weiteren Entwicklung. Dazu gehört, wenngleich weniger wahrscheinlich, das Entstehen eines einheitlichen, gemeinsamen baltischen Wertpapiermarktes (durch Integration in die HEX) ebenso wie eine Art von baltischer Spaltung in Form einer Hinwendung der TSE nach Helsinki und der NSEL nach Warschau (mit zeitgleicher EU-Beitrittswahrscheinlichkeit) und der RSE nach Stockholm, Wien oder Berlin. Bestimmte Probleme bei der Abwicklung, wie etwa infolge der unterschiedlichen Wechselkursnotierungen und ein bisher nicht ausreichend harmonisiertes Regelwerk der einzelnen Republiken sind temporär und bestehen in jedem Szenario. Allerdings erscheinen sie kleiner als in der früher geplanten NOREX-Kooperation.

IV. Zusammenfassung

Ein Vergleich der baltischen Börsen untereinander zeigt deutliche Unterschiede auf. Während insbesondere Estland, aber auch Litauen über relativ gut entwickelte Kapitalmärkte verfügen, ist Lettland insbesondere infolge der eher zögerlichen Privatisierungsprozesse noch weit zurück (trotz zwischenzeitlich geschaffener international akzeptierter Regulierungen).

Da in allen drei Transformationsländern weiterhin über dem EU-Durchschnitt liegende Zuwachsraten des BIP und anstehende Reformen der Rentensysteme, die kapitalgedeckte Elemente enthalten, zu erwarten sind, ist auch in Zukunft eine dynamische Entwicklung der Emissions- und Handelstätigkeit an den baltischen Wertpapiermärkten wahrscheinlich. In Verbindung mit den sich entwickelnden Bankensystemen werden die Börsen einen wichtigen Beitrag zu einer effizienten Kapitalallokation in den Ländern leisten.

Ob die baltischen Börsen aber allein bestehen können, ist nicht eindeutig zu beantworten. Dafür muss das Vertrauen international agierender Marktteilnehmer nicht nur durch das jeweilige Regelwerk, sondern auch durch Erfahrungen im Zeitablauf gewonnen werden. Ansonsten wird sich das Handelsvolumen eher an westeuropäischen Börsen konzentrieren, so dass dann den baltischen Börsen

entweder eine Kooperation mit westeuropäischen Börsen oder die Übernahme durch eine ausländische Börse als Perspektive bleibt.

Die Zukunft kann ebenso zu einem integrierten baltischen Kapitalmarkt führen wie zu einer getrennten Entwicklung (einschließlich Kooperation) drei Börsen. Zu beidem kann allein schon die Integration der TSE in die HEX führen. Entscheidend werden aber wohl zwei Prozesse sein, wobei jeweils politische Einflußnahmen nicht auszuschließen sind. Dieses sind der dynamische Wettbewerb der vier großen west- und nordeuropäischen Börsen (und der Banken) um die mittel- und osteuropäischen Kapitalmärkte sowie die zeitliche Sequenz der EU-Mitgliedschaft der drei baltischen Staaten .

Literaturverzeichnis:

Bagniewski, Olgierd ; Andreas Männicke (1993), *Go East – Die Ostbörsen kommen*, 1993.

Bürger, Albrecht (2001), *Börsen in Zentral- und Osteuropa*, in: D. Hummel, R.-E. Breuer (Hrsg.), *Handbuch Europäischer Kapitalmarkt*, Wiesbaden, S. 451-467.

Dow, James ; Gary Gorton, (1995), *Stock Market Efficiency and Economic Efficiency: Is There a Connection?*, *NBER Working Paper No. 5233*.

Dowd, Kevin (1996), *Competition and Finance*, 1996.

Fuhrmann, Wilfried (1998), *Die Geld- und Währungsordnung als Grundlage der Transformation*, in: P.J.J. Welfens u.a. (Hrsg.), *Systemtransformation in Deutschland und Rußland*, S. 53-63.

Fuhrmann, Wilfried (2000), *Wirtschaftliche Aspekte der Osterweiterung*, in: R. Hrbek (Hrsg.) *Die Osterweiterung der Europäischen Union*, Tübingen, S. 37-51 und in: (www.EU-Integration.de)

Homepages der

Beteiligungen im Baltikum AG, (www.baltikum.de), Stand 01.08.2001

Estonian Central Depository for Securities, (www.depo.ee/english/), Stand 01.8.2001

Gruppe Deutsche Börse, (www.exchange.de), Stand 16.07.2001

London Stock Exchange, (www.londonstockexchange.com), Stand 16.07.2001

National Stock Exchange of Lithuania (NSEL), (www.nse.lt), Stand 16.07.2001

New Europe Exchange (NEWEX), (www.newex.com), Stand 15.08.2001

Riga Stock Exchange (RSE), (www.rfb.lv), Stand 16.07.2001

Tallinn Stock Exchange (TSE), (www.tse.ee), Stand 16.07.2001.

Lacina, Ferdinand (2001), *NEWEX: Spezialbörse für Investoren in Mittel- und Osteuropa*, in: Österreichisches Bankarchiv, S. 103-104.

Radtko, Michael (2000), *NEWEX – Börse für mittel- und osteuropäische Wertpapiere*, in: Die Bank, S. 784-786.

Schmid, Karin (2000), *NEWEX (New Europe Exchange): Die Spezialbörse für Mittel- und Osteuropa in Wien*, in: Österreichisches Bankarchiv, S. 401-406.

Wurgler, Jeffrey (2000), *Financial markets and the allocation of capital*, in: J. of Financial Economics, S. 187-214.

Adresse der Autoren:
Dipl.-Vw R. Kirchner,
Prof. Dr. W. Fuhrmann,
Dipl.-Vw. F. Bolte,
Institut für Makroökonomik
Universität Potsdam
A.-Bebel-Str. 89
14482 Potsdam
E-mail: fuhrmann@rz.uni-potsdam.de