

Die Deutsche Börse und ihre Fusionen – eine wechselvolle Geschichte

Wer den Schaden hat ... braucht sich um Kritik nicht zu sorgen. Das erfährt auch das Management der Deutschen Börse gerade. Nachdem der Spanier Almunia in dem Zusammenschluss der Londoner Terminbörse Liffe und der Eurex im Rahmen der geplanten Verbindung zwischen der Nyse/Euro-next und der Deutsche Börse AG „eine große Gefahr für die europäische Wirtschaft“ (!) erblickt und die Fusion gestoppt hat, hagelt es in den Medien offen und eher versteckt in der Frankfurter Community Kritik.

Leidensgeschichten

Die Deutsche Börse sollte dies nicht verdrießen. Wie schwierig solche Projekte sind, belegt eine Reihe vergeblicher Bemühungen um Kooperationen oder Vereinigungen von (meist europäischen) Börsen mit deutscher Beteiligung in der Vergangenheit. Die Nutzung elektronischer Handelssysteme, die ab Mitte der achtziger Jahre peu à peu das herkömmliche Parkett auf den europäischen Kassamärkten verdrängten und ab Ende der achtziger Jahre auf den (neuen) Terminmärkten gar nicht erst aufkommen ließen, führte technisch zur Anbindung nicht ortsansässiger Handelsteilnehmer.

Waren erst einmal die (zunächst zahlreichen) öffentlich-rechtlichen Hürden im Ausland überwunden, konnten sich Handelsteilnehmer auch von dort aus über verschiedene, auch von den Börsen selbst angebotene Orderroutingssysteme zu allen Börsen mit elektronischen Handelssystemen Zugang verschaffen. Dies führte bei Vordenkern schon zu Beginn der neunziger Jahre zu der Erkenntnis, dass ein Zusammengehen von Börsen, die entweder schon ein funktionierendes Handelssystem hatten oder dessen Einführung planten, deutlich Kosten sparen könnte. Aber auch strategische Überlegungen spielten zunehmend eine Rolle.

Es wundert nicht, dass solche Erwägungen nicht zu baldiger Umsetzung führten. Propheten gelten bekanntlich am wenigsten im eigenen Land. So scheiterte schon im Anfangsstadium 1992 die Kooperationsidee zwischen der Schweizer Terminbörse Soffex und der Deutschen Terminbörse (DTB) – trotz sehr ähnlicher Handelssysteme – am mangelnden Vorstellungsvermögen der Kontrollgremien der DTB wie drei Jahre später das – sehr viel weiter fortgeschrittene – Zusammengehen zwischen dem französischen Matif und der DTB an der Angst der zahlreichen „kleinen“ französischen Marktteilnehmer vor einem elektronischen Handelssystem und der Ungeduld der deutschen Seite. Immerhin durchbrach die DTB im Zuge dieser Aktivitäten die Phalanx ministerieller und aufsichtsbehördlicher Widerstände in Frankreich gegen die Anbindung französischer Marktteilnehmer direkt an die DTB.

Der nächste Versuch betraf den europäischen Kassamarkt: Ende der neunziger Jahre Jahre beschlossen die sechs größten

Prof. Dr. Jörg Franke, Vorsitzender des Aufsichtsrats, Berliner Effektengesellschaft AG, Berlin

Das Börsenbetreiber durch Fusionen und/oder einheitliche Handelssysteme erhebliche Skaleneffekte erzielen können, ist seit vielen Jahren geübte Praxis. In diesem Sinne ruft der Autor die vielen vergeblichen wie erfolgreichen Bemühungen der Deutschen Börse in Erinnerung. Immer wieder, so lässt er anklingen, sind aussichtsreiche Ansätze auf beiden Seiten am mangelnden Vorstellungsvermögen der Kontrollgremien gescheitert. Die wettbewerbspolitische Begründung der EU-Kommission zur Ablehnung der jüngst geplanten Verbindung mit der Nyse hält er angesichts der Bedingungen auf den weltweiten Derivatmärkten für wenig überzeugend. (Red.)

europäischen Wertpapierbörsen eine Kooperation mit dem Ziel, ein gemeinsames Handels- und Clearingsystem an diesen Börsen einzuführen. In Führung lag dabei das damals gerade fertig gestellte Xetra Handelssystem der Deutschen Börse.

London – immer wieder London

Die Chance eines Alleingangs der Deutschen Börse mit der Londoner LSE im Jahre 2000 machte dieses Abkommen jedenfalls in den Augen der Alleingänger hinfällig – so gründlich, dass es forthin im Hause der Deutschen Börse verboten wurde, darüber auch nur zu sprechen.

Es muss bei den übrigen damals beteiligten Börsen einige Häme hervorgerufen haben, als auch das deutsch-britische Verlöbnis im Herbst 2000 gelöst wurde, formal, weil ein Gegenangebot aus der Ecke der nordeuropäischen Börsen die Umsetzung des Vertrags aus gesetzlichen Gründen in Großbritannien sechs Wochen lang hinderte, eine Frist, die die Gegner des Projekts in Großbritannien zu ihren Gunsten zu nutzen wussten. Jedenfalls war nach sechs Wochen der Elan auf Seiten der LSE so erschlaft, dass an eine Fortführung des Projekts nicht zu denken war. Dabei hätte die LSE, wie sich alsbald herausstellte, den weitaus besseren Part des Deals erwischt: Unter ihren Fittichen sollte sich nämlich der Markt der großen Aktien wiederfinden, während Frankfurt die jungen Unternehmen, insbesondere die des Neuen Markts und des britischen Pendant, Techmark, regulieren und betreuen sollte. Aus dem Debakel des Neuen Markts nur ein Jahr später wäre dann vermutlich ein Debakel der gesamten Deutschen Börse geworden.

Kritik an diesem Projekt war übrigens auf deutscher Seite damals weniger dieser Aufteilung wegen zu hören (der Crash des

Neuen Markts war im Sommer 2000 kaum absehbar), sondern sie war vor allem rechtlicher Natur: Es war die Konstruktion einer gemeinsamen Holding, die außerhalb des deutschen Hoheitsgebiets ihren Sitz haben und mit der Deutsche Börse AG (wie auch mit der LSE) über einen Beherrschungsvertrag verbunden sein sollte, die vor allem manche Juristen auf die Barrikaden gehen ließ. Die juristischen Kritiker der gerade gescheiterten Fusion zwischen Nyse/Euronext und der Deutschen Börse hatten jetzt ein Déjà-vu-Erlebnis.

Widerstand einiger ihrer Großaktionäre

Vier Jahre später war es noch einmal die LSE, die deutsche Börsenexpansionsbestrebung lockte. Die zunächst freundschaftlich eingeleitete, alsbald aber in eine feindliche Übernahme übergeleitete Aktion der Deutschen Börse scheiterte aber unter anderem am Widerstand einiger ihrer Großaktionäre, denen es damit auch gelang, das über Jahrzehnte die deutsche Großindustrie beherrschende Shareholder-Value-Postulat ad absurdum zu führen. Damit verbunden war ein personeller Aderlass der Führungs- und Aufsichtsgremien der Deutschen Börse: Der CEO und später ein Teil seiner Kollegen im Vorstand sowie nach und nach insgesamt etwa die Hälfte der Aufsichtsratsmitglieder nebst dessen Vorsitzenden nahmen meist nicht ganz freiwillig im Laufe der nächsten Monate nach dem Scheitern den Hut.

Im Übrigen führte in dieser Zeit auch einseitiges Werben der Deutschen Börse um potenzielle Übernahmekandidaten unter den europäischen Börsen nicht zum Ziel: Die Liffe (2002), die Schweizer Börse (2004), die Euronext (2006) und schließlich die Mailänder Börse (2006) widerstanden entweder jedweden Liebeschwüren (so die Schweizer Börse) oder schlüpfen unter die Decken der Konkurrenz.

Neben diesen Leidensgeschichten gibt es einige erfolgreich vollzogene Gegenbeispiele. Ende der neunziger Jahre entstand die Eurex aus der Schweizer Soffex und der DTB ohne wesentliche Widerstände (nur das BMF bockte, obwohl formal-rechtlich nicht einmal zuständig), ein Zusammenschluss, der für die Eurex nicht nur die Basis zur Weltspitze unter den Terminbörsen bildete, sondern auch das erste börsliche „Yes-we-can-Erlebnis“ vermittelte; Eurex war auch ein psychologischer Erfolg.

Dem folgte ein weiterer wenig später: Mit der vormals größten Terminbörse der Welt, der CBoT in Chicago, wurde nach zwei zähen Anläufen ein Pakt unter dem fantasievollen Namen A.C.E. (Alliance CBoT Eurex) geschlossen, der zur sukzessiven gemeinsamen Nutzung des Eurex-Systems (anfangs sogar auch zur Überwachung des elektronischen Handels der CBoT durch die Eurex-Marktsteuerung) führte. Das Abkommen war zunächst auf drei Jahre befristet. Leider blieb es dabei. 2003 kündigte die CBoT die rechtliche Beziehung zur Eurex, löste sich von deren System und startete elektronisch neu mit dem Handelssystem der Londoner Liffe, was Gerüchten im Markt zufolge weniger mit dem Gütesiegel des Liffe-Systems als mit „winning and dining“ zu tun gehabt haben soll.

Vielleicht war es aber auch nur die späte Rache der Amerikaner, die sich zu Beginn des zweiten Anlaufs – den ersten hatten sie abgebrochen, weil der zwischenzeitlich neu gewählte Chairman ein erklärter Gegner elektronischer Handelssysteme war – „vorgeführt“ vorgekommen sein mögen. Die neue Runde fand nämlich „auf Vorschlag“ des damaligen CEOs der Deutschen Börse in seinem besonders für die Gäste aus den USA schwer erreichbaren Urlaubsort inmitten der Toskana statt. Ein Schelm, der an Canossa denkt – liegt der Ort doch auch räumlich nahe!

Gelungen ist der Deutschen Börse der Erwerb des Luxemburger Abwicklungssystems Clearstream in der ersten Hälfte des vergangenen Jahrzehnts in zwei Stufen. Gemotzt wurde im Inland nur über den Kaufpreis; im Ausland dagegen wurde gewettert: Das sogenannte vertikale Silosystem, die Verbindung von Handel, Clearing und Abwicklung unter einem Dach, war der Konkurrenz ein Dorn im Auge. Die Reklamation kam ganz wesentlich aus London, wo man selbst vor einer Beschwerde bei der EU-Kommission nicht zurückschreckte. Als freilich die LSE die Mailänder Börse erwarb, die ein solches Silosystem mitbrachte, wurde es deutlich ruhiger. Auch betriebswirtschaftlich waren und sind Eurex und Clearstream ein Gewinn: Beide zusammen trugen 2010 fast 75 Prozent zu den Gesamteinnahmen der Deutschen Börse bei. Dieser Anteil dürfte im Jahr 2012 noch steigen; denn ab Beginn dieses Jahres steht der Deutschen Börse der gesamte Gewinn der Eurex zu; die Schweizer Börse hat ihren Anteil verkauft.

Der vierte Griff der Deutschen Börse in fremde Lande gelang 2007 mit dem Erwerb der US-amerikanischen Optionsbörse ISE, die vom Start an sieben Jahre zuvor einen rasanten Aufstieg erreichte und mit der amerikanischen Optionsbörse CBoE, vormals mit Abstand die Nummer eins in den USA, nahezu gleichziehen konnte. Der Kauf ist bis heute umstritten. Seine Gegner verweisen auf den nach ihrer Meinung viel zu hohen Kaufpreis und auf den Umsatzeinbruch der ISE nach dem Erwerb; die Befürworter sehen in ihm die einzige Chance für die Deutschen, auch im amerikanischen Optionsmarkt Fuß zu fassen, nachdem die Gründung einer eigenen Terminbörse in den USA, der Eurex US, im Jahr 2004 schiefgelaufen war. Zudem können sie auf die 2011 eingetretene Konsolidierung der Umsätze verweisen; die ISE hat offenbar wieder Tritt gefasst.

New York, New York

Nun gibt es also wieder ein frustrierendes Erlebnis: Wurde das Management, wurden Aufsichts- und Börsenrat von der Brüsseler Kartell-Entscheidung und von der in den letzten Wochen wachsenden Kritik im Inland überrascht? Die ersten Monate nach der Verkündung des Fusionsplans vor etwa einem Jahr blieben unerwartet ruhig – einmal von den journalistischen Spaßvögeln in den USA abgesehen, die mit Szenarien von mit Lederhosen bekleideten, Sauerkraut schmausenden deutschen Händlern an der „Wallstraße“ die dortige Finanzwelt vorübergehend aufschreckte. Das Ganze schien ein Selbstläufer zu werden. Auch die Aktionäre der Deutschen Börse stimmten zu, indem sie mit über 90 Prozent des Aktienkapitals den vom Management empfohlenen Umtausch von Deutsche-Börse-Aktien in die der in den Niederlanden angesiedelten neuen Holding beantragten.

Wider und Für: Erst im Juli vergangenen Jahres streckte die erste Opponentengruppe den Kopf aus dem Sand. In einem Interview¹⁾ schoss der Betriebsratsvorsitzende scharf: Arbeitsplätze gingen verloren, der Schwerpunkt des Gesamtunternehmens werde nach New York verlagert, der Finanzplatz so gefährdet, dass selbst Restaurantbesitzer (!) das Weite suchen würden, die wichtigsten Posten lägen in der Hand der Amerikaner und das zunächst festgelegte deutsche Übergewicht im Board sei nur auf drei Jahre festgeschrieben.

Damit war die Büchse der Pandora geöffnet. Manche Argumente des Betriebsrats waren nicht ohne Weiteres vom Tisch zu fegen, zum Beispiel die des vermuteten Personalabbaus. Aber es war ein Worst-Case-Szenario. Mit etwas mehr Optimismus ließ sich dem viel entgegenhalten: Die neue Größe des Gesamtunternehmens vermittelt auch den Mitarbeitern neue Chancen, eröffnet neue Geschäftsfelder und schafft damit neue Arbeitsplätze; weder sind Anzeichen dafür erkennbar, dass der Schwerpunkt nach New York verlagert werden wird, denn die zwei finanziell wichtigsten Teile des Unternehmens werden von Frankfurt aus gesteuert, noch dafür, dass der Finanzplatz geschädigt werden wird – im Gegenteil: Die Deutsche Börse wird diesem in Zukunft mehr Globalität verleihen, weil von ihm aus eines der zwei Zentren in ganz neue Dimensionen gesteuert werden wird.

Abwägung von Chancen und Risiken

Für das Management der Deutschen Börse galt es, Chancen und Risiken abzuwägen. Die Chancen lagen zum einen in harten Faktoren, wie Einsparungen in Höhe mehrerer Hundert Millionen Euro, zum anderen in weichen, wie Imagegewinn und größerer Attraktivität gegenüber den „Emporkömmlingen“ insbesondere in Ost- und Südost-Asien. Diese überwogen in den Augen des Managements die Risiken, auf die der Betriebsrat hinwies – eine ebenso mutige wie nachvollziehbare Entscheidung.

Wenig später legte der Betriebsrat mit „harten Fakten“ nach. Er schlüpfte sozusagen in die Rolle der Aufsichtsbehörde und präsentierte ein Rechtsgutachten von Professor Burgard,²⁾ Universität Magdeburg, der schon zehn Jahre zuvor im Rahmen des Londoner Deals mit dem Thema befasst war; manches brauchte er nur abzuschreiben. Wie damals erklärte er, dass die Aufsichtsbehörde in Wiesbaden die Fusion nach § 3 Abs. 2 Börsengesetz (unter anderem) wegen „Unzuverlässigkeit“ des Erwerbers (der neuen Holding in den Niederlanden) untersagen müsse. Denn es sei zu befürchten, dass der vorgesehene Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Holding und der Deutsche Börse AG diese daran hindern werde, ihre börsenrechtlichen Verpflichtungen zu erfüllen, insbesondere die für die Durchführung und Fortentwicklung des Börsenbetriebs (der FWB) erforderli-

chen finanziellen, personellen und sachlichen Mittel zur Verfügung zu stellen.

Brüsseler Verweigerungshaltung

Das kann man so sehen, gute Gründe gibt es aber auch für die gegenteilige Ansicht. Denn: „Die Erlangung der Kontrolle über einen Börsenträger ist per se kein Versagungsgrund“, schreibt Beck³⁾ im wohl renommiertesten Kommentar zum Börsengesetz. Auch in einem Konzern habe die Betriebspflicht als öffentlich-rechtliche Verpflichtung Vorrang vor konzerninternen Vereinbarungen und Weisungen, so dass ein „Austrocknen“ des Börsenträgers rechtlich nicht zulässig sei. Im Übrigen müsse eine entsprechende Absicht zum Zeitpunkt der Untersagung erkennbar sein, womit in der Regel nicht zu rechnen sei.

Gleich zwei von der Deutschen Börse mit gutachtlichen Stellungnahmen beauftragte Anwälte⁴⁾ vertraten denn auch eine andere Meinung als Professor Burgard und sahen keine rechtliche Grundlage für ein hoheitliches Verbot. Diese Gutachten wurden zwar (vermutlich unter anderem) der hessischen Aufsichtsbehörde zugeleitet, aber nicht öffentlich vorgestellt. So spürten die Gegner Aufwind. In den (halb-)öffentlichen Diskussionsrunden gaben die Kritiker häufig schon wegen ihrer personellen Übermacht den Ton an. Natürlich griff die Presse dies auf,⁵⁾ und zunehmend verstärkte sich so der Eindruck, dass die Stimmung kippt.

Als dann noch in den letzten Wochen des vergangenen Jahres erste Anzeichen Brüsseler Verweigerungshaltung die Öffentlichkeit erreichte, und – manche meinen, angesichts dessen – auch die hessische Börsenaufsicht (im Burgard'schen Sinne) Zweifel an der Zulässigkeit des Vorhabens durchblicken ließ, hatten die vereinigungsbereiten Börsenkonglomerate das Heft aus der Hand verloren. Eine Reihe gemeinsamer Auftritte der beiden Börsenchefs in New York, Brüssel und Berlin mutete dann auch – um es einmal militärisch auszudrücken – eher als letzte Ausbruchversuche einer längst umzingelten Truppe an als planmäßiges Aufsuchen und Beseitigen feindlicher Widerstandsnester.

Das Finale am 1. Februar dieses Jahres: Die wettbewerbsrechtliche Entscheidung mag formal-juristisch vertretbar sein – gleichwohl ist sie wirtschaftlich gesehen absurd und keineswegs zwingend. Schon das von

den Börsen auch in der Öffentlichkeit vortragene Gegenargument, in die Entscheidung müsse der außerbörsliche Markt, der etwa 80 Prozent des Gesamtmarkts an Termingeschäften ausmache, mit einbezogen werden, sticht, denn zum einen ist der Börsenhandel inzwischen so virtuell wie der OTC-Markt und zum anderen sucht die Kommission unter dem Stichwort EMIR (European Market Infrastructure Regulation) alle Wege, um den OTC-Markt so weit wie möglich unter börsliche Fittiche zu zwingen. Die wettbewerbsrechtliche Entscheidung der Kommission steht im Widerspruch zu ihrer kapitalmarktpolitischen.

Partitur in Moll

Zudem: Die Wettbewerbshüter begründen die Nichtberücksichtigung des OTC-Markts mit dessen unterschiedlicher Produktpalette im Vergleich zu der der beiden Börsen. Das ist aber im Verhältnis Laffe zur Eurex nicht anders: Der Schwerpunkt der Laffe-Produkte liegt im Geldmarkt, der der Eurex im Kapital- und Aktienmarkt. Joaquín Almunia hat mit zweierlei Maß gemessen, oder er versteht die Produkte des Terminmarkts nicht.

Hat die Deutsche Börse zu wenig Lobbyarbeit betrieben? Nicht wenige meinen dies. So kritisiert zum Beispiel Daniel Mohr unter dem Titel „Die einsame Börse“⁶⁾, dass sich die Deutsche Börse schlecht präsentiert und mögliche Helfer vor den Kopf gestoßen habe. Überhaupt sei von ihr schon früher wenig bis nichts über ihre bedeutende volkswirtschaftliche Rolle zu hören gewesen, und ihr Beitrag zu einer Verbesserung der Aktienkultur in Deutschland sei nahezu null. Wer den Schaden hat ... Möge das Management der Deutschen Börse nicht allzu lange seine Wunden lecken, sondern auf den hessischen Volksmund hören: „Das Lebbe geht weidä“!

Der Autor war von 1988 bis 2001 Leiter der DTB beziehungsweise der Eurex, von 1993 bis 2001 zudem Vorstandsmitglied der Deutschen Börse – Red.

Fußnoten

¹⁾ BörsZ, 14. Juli 2011, S. 5.

²⁾ BörsZ, 7. September 2011, S. 4.

³⁾ Schwark/Zimmer Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Auflage 2010, Anmerkung 14 zu § 6 BörsG.

⁴⁾ Prof. Dr. Horst Hammen, Prof. Dr. Thomas Mayen.

⁵⁾ Zum Beispiel das von der hessischen CDU initiierte „Zukunftsforum Finanzplatz Frankfurt“ (BörsZ, 19. August 2011, S. 5) und die Diskussionsveranstaltung des hessischen Vereins „Montagesgesellschaft“ (BörsZ, 30. November 2011, S. 5).

⁶⁾ FAZ, 2. Februar 2012, S. 11.