

Schriftenreihe zum Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von Lutz Michalski,
Axel Jäger und Klaus-Rudolf Wagner

Band 27

Dennis A. Lepczyk

Rechtliche Aspekte internationaler Börsenfusionen



PETER LANG

Internationaler Verlag der Wissenschaften

§ 1 Einführung

Die nationalen Kapitalmärkte Europas befinden sich im Wandel und wachsen zu einem gesamteuropäischen Markt zusammen. Die Europäische Union hat hierzu mit dem Financial Services Action Plan (FSAP), der insgesamt 42 Legislativmaßnahmen umfasst, die rechtliche Grundlage geschaffen¹. Weitere Ursachen für die Konsolidierung der europäischen Kapitalmärkte sind die fortschreitende Technisierung der Börsen und Finanzdienstleistungsunternehmen sowie ein Wandel im Investitionsverhalten privater und institutioneller Anleger, die verstärkt am Kapitalmarkt investieren und mehr Risikobereitschaft zeigen².

Aus dieser Entwicklung ergeben sich Chancen, aber auch Risiken für Finanzdienstleister, Kreditinstitute und Börsen. Einerseits können sie neue Märkte erschließen, andererseits sehen sie sich aber einem größeren Wettbewerb ausgesetzt. Dabei ist die Konsolidierung des europäischen Kapitalmarktes nur ein erster Schritt zu einem globalen Markt³. Nur Börsen und Handelssysteme werden sich in diesem Wettbewerb durchsetzen, die den Emittenten und Investoren wunschgemäße Rahmenbedingungen für den Effektenhandel bieten⁴.

In Europa existieren über 50 Börsen⁵, davon allein elf in Deutschland⁶, mit etwa einem Dutzend verschiedener Handelssysteme. Zu den führenden Marktplatzbetreibern gehören die London Stock Exchange, die NYSE-Euronext und die Frankfurter Wertpapierbörsen. Clearing- und Settlementdienstleistungen werden europaweit von rund 20 Unternehmen angeboten⁷. In den USA existieren hingegen deutlich weniger Börsen und die Abwicklung am gesamten Kas-

¹ Hierzu Seitz, BKR 2002, 340 ff.; Asmussen/Mai/Nawrath, ZfgK 2004, 198 ff.

² Vgl. zum veränderten Wettbewerbsfeld unter § 2 III.

³ FAZ v. 11.08.2006, S. 21; FAZ v. 27.01.2007, S. 25.

⁴ Di Noia, Competition and Integration among Stock Exchanges in Europe, S. 9 f.; Merkt, Börsenrechtl. Teilgutachten zum 64. Dt. Juristentag 2002, S. 9; Liersch, Nachteile für den Finanzplatz, S. 1; Klöß, Börsen-Zeitung v. 12.10.2007, S. 8.

⁵ Übersicht der geregelten Märkte in Europa in Abl. EU C 38/5 vom 22.02.2007.

⁶ Im Einzelnen sind dies die Frankfurter Wertpapierbörsen (FWB), die sieben Regionalbörsen in Berlin, Bremen, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München, Stuttgart sowie die Energiebörsen EEX in Leipzig, die Warenausgabebörsen RMX in Hannover und die binationale Terminbörsen Eurex.

⁷ Clearing ist die Abrechnung von Wertpapiergeschäften. Bei diesem Prozess werden Zahlungsanweisungen der Handelsteilnehmer abgeglichen, übertragen und bestätigt. Settlement ist die Erfüllung eines Wertpapiergeschäftes; vgl. Kröpfl, Effizienz in der Abwicklung, S. 17 ff.; Beck, Festschr. f. Horn, S. 669 (671 ff.).

samarkt⁸ obliegt allein einer Institution, der Depository Trust & Clearing Corporation DTCC)⁹. Hieran wird das enorme Konsolidierungspotential in Europa deutlich¹⁰.

Ein wesentlicher Vorteil im Börsenwettbewerb sind niedrige Transaktionskosten. Dies sind die Kosten, die ein Investor für die Durchführung eines Wertpapiergeschäfts aufwenden muss¹¹. Im Rahmen dieser Arbeit wird zunächst erörtert, wie Transaktionskosten entstehen und wie sich eine Börsenkooperation und -fusion auf ihre Höhe auswirkt¹².

Unter Fusion ist jede gesellschaftsrechtliche Verbindung von mindestens zwei Unternehmen beziehungsweise Börsen zu einer wirtschaftlichen Einheit zu verstehen¹³. Dies kann beispielsweise durch eine Verschmelzung oder durch die Zusammenführung zweier Börsen unter dem Dach einer gemeinsamen Holding geschehen. Der Begriff der Kooperation beschreibt hingegen das Zusammenwirken mehrerer Unternehmen zum Nutzen aller Beteiligten, ohne dass diese eine Wirtschaftseinheit bilden. Beispielsweise können Börsen gemeinsam ein elektronisches Handelssystem oder Systemkomponenten entwickeln oder ein gemeinsames Orderbuch einrichten¹⁴.

Bevor auf die Gestaltungsformen einer Fusion eingegangen wird, soll jedoch

⁸ Vgl. zum Kassamarkt unter § 4 I 3.

⁹ vgl. hierzu *Möschel*, FAZ v. 01.04.2006, S. 13; *Klöß*, Leaving Safe Havens, S. 4; *Hartmuth*, Institutioneller Wandel von Börsen, S. 171.

¹⁰ *Dietl/Pauli/Royer*, in: Hummel/Breuer, Handbuch europäischer Kapitalmarkt, S. 93 ff. sehen länderübergreifende Börsenkooperationen und -allianzen als Wettbewerbsvorteil für einen Finanzplatz. Siehe zu Konsolidierungsmodellen *Schuster/Rudolf*, in: Hummel/Breuer, Handbuch europäischer Kapitalmarkt, S. 385 ff.; Zur Entwicklung der internationalen Börsenlandschaft *Niedereichholz*, Die Zukunft der Börse, S. 2 ff. Allein bei einem Zusammenschluss der Deutsche Börse AG mit der Euronext, bevor diese mit der NYSE fusioniert ist, wurde eine Kostensenkung von 275 Mio. Euro pro Jahr erwartet; vgl. *Möschel*, FAZ v. 01.04.2006, S. 13.

¹¹ *Averdiek-Bolwin*, Die Effizienz von Aktienbörsen, S. 68; zum Begriff der Transaktionskosten siehe auch *Schiereck*, ZBB 1996, 185 (188).

¹² Vgl. unten § 3.

¹³ Vgl. *Neumann*, Fusionen und fusionsähnliche Unternehmenszusammenschlüsse, S. 33, 38 ff.; *Paprottka*, Unternehmenszusammenschlüsse, S. 5.

¹⁴ *Christoph*, Börsenkooperationen, S. 287 ff. bezeichnet bereits die Zulassung von Remote Memberships als Kooperation. Hierbei handelt es sich aber nur um eine Ausdehnung des Teilnehmerkreises durch die Einbeziehung ausländischer Marktteilnehmer in den Handel. Aus dem Wortsinn ergibt sich bereits, dass es für eine Kooperation oder Fusion zumindest zweier Börsen bedarf, so dass die Zulassung von Fernmitgliedschaften nicht unter diese Begriffe fällt.

zunächst die dualistische Börsenorganisation erläutert werden. In Deutschland besteht die Besonderheit, dass zwischen der Börse, einer Anstalt des öffentlichen Rechts, und dem privatrechtlichen Träger unterschieden wird. Das Trägerunternehmen bedarf zum Betrieb der Börse einer Erlaubnis, deren Erteilung an die dauerhafte Erfüllung bestimmter Voraussetzungen geknüpft ist¹⁵.

Nachfolgend werden verschiedene Modelle entwickelt, wie Kooperationen oder Fusionen zwischen Börsenbetreibern realisiert werden können. Die Arbeit konzentriert sich auf grenzüberschreitende Maßnahmen innerhalb Europas. Die Bandbreite reicht von der gemeinsamen Entwicklung von Hard- oder Softwarekomponenten bis zur Verschmelzung. Der Fokus soll an dieser Stelle auf den verschiedenen gesellschaftsrechtlichen Gestaltungsmöglichkeiten liegen¹⁶.

Hierbei kommt beispielsweise die Verschmelzung zu einer Europäischen Aktiengesellschaft¹⁷ oder die Bildung einer SE-Holding in Betracht. Bei diesen Maßnahmen sind auch Gesellschaften mit nationaler Rechtsform einsetzbar. Auch das bereits bestehende Modell der Terminbörs Eurex, die von der Swiss Exchange (SWX) und der Deutsche Börse AG als Joint Venture betrieben wird, kann Vorbild für eine Börsenfusion sein. Bei den verschiedenen Varianten werden neben den unternehmenspolitischen und wirtschaftlichen Vorteilen, die Gründungsvoraussetzungen und -verfahren sowie die damit verbundenen Schwierigkeiten dargestellt.

Eine internationale Börsenfusion gilt jedoch nicht nur aufgrund standortpolitischer Interessen, der Transnationalität und der Größe der Unternehmen, sondern auch wegen der deutschen Börsenverfassung als besonders komplex. In einem weiteren Schritt stellt sich deshalb die Frage, inwieweit die dargestellten Konstellationen mit dem deutschen Börsenorganisationsrecht vereinbar sind. Es soll insbesondere untersucht werden, welche Folgen die jeweiligen Fusionsmodelle auf die Betriebserlaubnis haben. Bei der Verschmelzung des Trägerunternehmens mit einem anderen Rechtsträger stellt sich die Frage, ob die Erlaubnis auf den übernehmenden Rechtsträger automatisch übergeht oder ob sie erlischt und infolgedessen neu beantragt werden muss¹⁸. Zu aufsichtsrechtlichen Schwierigkeiten kann es kommen, wenn der Börsenträger mit einem ausländi-

¹⁵ Vgl. unter § 5 II.

¹⁶ Vgl. unter § 6 II.

¹⁷ Die Europäische Aktiengesellschaft ist auch als Societas Europeae (SE) bekannt.

¹⁸ Vgl. unten § 7.

schen Rechtsträger verschmolzen wird oder eine Gesellschaft mit Sitz im Ausland eine Börsenerlaubnis beantragt¹⁹. Anschließend wird die Einbindung des Börsenträgers in einen faktischen und in einen Vertragskonzern untersucht²⁰. Bei dieser Gestaltungsvariante besteht die Gefahr einer nachteiligen Einflussnahme durch die Muttergesellschaft, so dass der abhängige Börsenträgers seinen börsenrechtlichen Pflichten nicht mehr nachkommen kann.

Wettbewerbs- und kartellrechtliche Fragen werden außen vor gelassen, auch wenn gemäß § 9 Abs. 1 BörsG die Börsenaufsichtsbehörde darauf hinzuwirken hat, dass die Vorschriften des Gesetzes gegen Wettbewerbsbeschränkungen eingehalten werden²¹.

Die Arbeit schließt mit einer Zusammenfassung der gewonnenen Erkenntnisse, insbesondere soll die Frage beantwortet werden, ob die deutsche Börsenverfassung hinreichend flexibel für die internationale Börsenkonsolidierung ist. Zudem wird ein Modell für grenzüberschreitende Fusionen empfohlen²².

¹⁹ Vgl. unten § 8.

²⁰ Vgl. unten § 9.

²¹ Vgl. zu kartellrechtlichen Fragestellungen Beck, WM 2000, 597 ff.; von Olenhusen, Börsen und Kartellrecht, Baden-Baden, 1983.

²² Vgl. unten § 10.