

Börsen- und kapitalmarktrechtliche Abhandlungen

Herausgegeben von Horst Hammen

Band 5

Horst Hammen (Hrsg.)

Interessenkonflikte beim Börsengang von Börsen



PETER LANG

Internationaler Verlag der Wissenschaften

Von der Mitgliederbörse zum börsennotierten Börsenunternehmen – Eine Einführung

Horst Hammen

Seit zehn bis fünfzehn Jahren erleben die Börsen weltweit gewaltige Umwälzungen. Bis in die neunziger Jahre des vergangenen Jahrhunderts hinein waren die Börsen Einrichtungen, die von ihren Nutzern, nämlich von den an ihnen tätigen Handelsteilnehmern getragen wurden. Das geschah in Deutschland in zwei Formen. Unmittelbar wurden die Börsen von den Handelsteilnehmern – oder doch von einem beträchtlichen Teil der Handelsteilnehmer – getragen, wo, wie etwa bei der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse, Börsenvereine als Börsenträger fungierten, deren Mitglieder sich aus mit dem Börsengeschehen verbundenen Personen, überwiegend Handelsteilnehmern, zusammensetzten. Von einer mittelbaren Trägerschaft durch die Handelsteilnehmer kann gesprochen werden, wenn eine Börse, wie es etwa bei der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB) bis zum Jahre 1991 der Fall gewesen ist, von einer Industrie- und Handelskammer als einer Körperschaft des öffentlichen Rechts (§ 3 Abs. 1 IHK-Gesetz¹) getragen wurde, zu deren Mitgliedern die im Bezirk dieser IHK niedergelassenen Kaufleute (§ 2 Abs. 1 IHK-Gesetz), darunter auch die dort ansässigen Handelsteilnehmer zählten. Als Idealvereine oder als öffentliche Einrichtungen waren diese Träger ohne Gewinnzweck organisiert.² Andere Staaten dieser Welt kannten oder kennen ähnliche Modelle. Nach diesem Modell waren die Börsen früherer Prägung – um ein Zitat des Berliner Börsenkommissars Göppert aus der Zeit vor 1928 zu gebrauchen – „dienendes Glied der Wirtschaft, nicht Erwerbsgelegenheit für jedermann“.³

Von dem mit dem geschilderten Modell verbundenen Prinzip der Kostendeckung⁴ und der Finanzierung der Börse durch ihre Mitglieder, sei es durch Vereinsbeiträge (vgl. § 58 Nr. 2 BGB), sei es aus Beiträgen von Kammerzugehörigen (vgl. § 3 Abs. 2 IHK-Gesetz), sind zahlreiche Börsen in den letzten Jahren abgerückt. Hierfür gibt es viele Gründe. Als einen Hauptgrund wird man es ansehen dürfen, daß vor etwa fünfzehn Jahren auch bei den Börsen moderne Informationstechnologien Einzug gehalten haben. Das zeigt sich nicht nur an der Einführung (voll-)elektronischer Handelssysteme wie etwa Xetra der FWB oder des Handelssystems der deutsch-schweizerischen Terminbörse Eurex. Auch der

¹ Vom 18.12.1956 (BGBl. I, 920).

² v. *Rosen* ZfgK 2005, 644.

³ Zitiert bei *Hauck* ZfgK 2005, 675.

⁴ v. *Rosen* ZfgK 2005, 664.

Börsenhandel auf dem Parkett funktioniert längst nur noch computergestützt. Ein äußeres Zeichen für diese Entwicklung ist der Umstand, daß ein großer Teil der Mitarbeiter der Gruppe Deutsche Börse im Bereich Information Technology arbeitet.⁵ Die mit der Einführung elektronischer Handels- und Abwicklungssysteme verbundenen Kosten zu tragen sind die Mitglieder manches Börsenvereins nicht mehr bereit. Nimmt man die Kammerbörsen in den Blick, so erweist sich, daß sich das öffentliche Haushaltsrecht der Industrie- und Handelskammern mit dem Anspruch großer Börsen gegen ihre Träger auf angemessene Ausstattung ihrer Veranstaltungen zu jedem Zeitpunkt und auf Bereitstellung von Mitteln für zukunftssträchtige Investitionen nicht immer verträgt.⁶ Deshalb ist im Jahre 1991 an die Stelle der IHK Frankfurt als Träger der FWB die Deutsche Börse AG getreten, ist doch die Aktiengesellschaft die am besten geeignete Rechtsform, um größere Kapitalvolumina beim anlagensuchenden Publikum einzusammeln.

Typischerweise werden die Anteile an einer solchen Börsenträgeraktiengesellschaft nach der Umwandlung der betreffenden Börse von einem eher genossenschaftlich konstruierten Gebilde zu einer eigenerwerbswirtschaftlichen Unternehmung zunächst von den Handelsteilnehmern gehalten, die schon vor der Umwandlung an der Börse beteiligt gewesen sind. Häufig wird dann auch anfänglich versucht, diese Beteiligungsstruktur dadurch zu zementieren, daß die Aktien der Börsenträgergesellschaft vinkuliert oder andere Maßnahmen ergriffen werden, die bewirken sollen, daß die Aktionäre des Trägers und die Handelsteilnehmer (teil-)identisch bleiben. Das hat wiederum zur Folge, daß ein struktureller Gleichlauf der Interessen des Börsenträgers und seiner Aktionäre einerseits und derjenigen der Börse andererseits besteht.⁷ Freilich werden hierdurch keineswegs alle Interessengegensätze eliminiert. Vielmehr schließt der geschilderte Gleichlauf der Interessen von Börsenträger und Börse die Interessen anderer Marktakteure, vorzugsweise der Emittenten und der Anleger, und das öffentliche Interesse an einem ordnungsgemäßen Börsenhandel keineswegs zwingend ein. So kann es etwa dem öffentlichen Interesse an einem ordnungsgemäßen Börsenhandel zuwiderlaufen, wenn eine Börse weniger strenge Aufnahmeregeln anwendet, um die Zahl der Börsenneuzugänge und somit ihre Gewinne zu steigern. Daß dies kein realitätsfernes Szenario ist, zeigt die Tatsache, daß die japanische Börsenaufsicht der Tokio Stock Exchange aufgetragen hat, vor einem Börsengang dieser Börse eben diesen potentiellen Interessenkonflikt zu beseitigen.⁸ Allerdings braucht der Ausbruch eines solchen Interessenkonflikts solange nicht besorgt werden, solange die Börse von den an ihrem Träger beteiligten Aktionären als reine Nutzerorganisation geführt wird,

⁵ Deutsche Börse Group, Geschäftsbericht 2006, S. 94.

⁶ *Laule*, in: Festschrift für Heinsius, 1991, S. 437, 449; *Hammen AG* 2001, 549, 554.

⁷ *Hammen AG* 2001, 549, 555 f.

⁸ Börsen-Zeitung vom 5.10.2005, S. 4.

bei der die Gewinnmaximierung bei den Anteilseignern eine lediglich untergeordnete Rolle spielt.

Freilich sind die Handelsteilnehmer, die zugleich Anteile an der Börsenträgeraktiengesellschaft halten, wie die neuere Geschichte der Börsen zeigt, häufig nicht dauerhaft willens, der Börse die für die Pflege und die Fortentwicklung ihrer elektronischen Systeme erforderlichen finanziellen Mittel zur Verfügung zu stellen. Die Kosten für den Betrieb elektronischer Handelssysteme sind in der Regel hoch. So hat etwa die Nachrüstung der Handelssysteme der Tokioter Börse 300 Millionen Euro gekostet.⁹ Diese Kosten wollen jene Handelsteilnehmer nicht tragen, beispielsweise deshalb, weil sie es vorziehen, diese Mittel in ihr Kerngeschäft zu investieren, oder weil eine angemessene Verzinsung des eingesetzten Kapitals wegen der Nutzerorientierung der Börse nicht gewährleistet ist. Zu bedenken ist ein Weiteres: Einer Börsenträgeraktiengesellschaft gehören nicht stets alle Handelsteilnehmer der betreffenden Börse an, weil der Erwerb von Anteilen an der Trägergesellschaft und die Zulassung zum Handel an der Börse zwei verschiedene Dinge sind. Regelungen wie diejenigen früher an der Börse Madrid bestehenden, nach denen die Aktionäre der Börsengesellschaft gleichzeitig Mitglieder der Börse sein mußten,¹⁰ haben sich nicht durchsetzen können. Deshalb subventionieren die anteilhaltenden Handelsteilnehmer, wenn sie in eine nutzerorientierte Börse investieren, alle anderen Marktakteure quer. Das beeinträchtigt ihre Wettbewerbsposition gegenüber diesen Akteuren. Mithin werden sie allzu hohe Investitionen in die Fortentwicklung der Börse unterlassen.

Diese Erscheinung hat zur Folge, daß vor allem große Börsen, die hohe Investitionen in den Ausbau ihrer Strukturen tätigen wollen, häufig kaum umhinkommen, einen Börsengang zu unternehmen. Als erste der großen Börsengesellschaften in Europa hat die Deutsche Börse AG diesen Schritt im Januar 2001 getan. Das Börsenbündnis Euronext und die London Stock Exchange folgten im Juli 2001. Im Jahre 2006 wagte auch die New York Stock Exchange den Börsengang. Die Tokio Stock Exchange und die viertgrößte europäische Wertpapierbörse, die Bolsas y Mercados Españoles, planen den Börsengang in absehbarer Zeit. Daneben gibt es weltweit eine erhebliche Zahl kleinerer Börsen, die teilweise schon vor Jahren den Gang an die Börse unternommen haben (der nordeuropäische Börsenverbund OMX, Hongkong Stock Exchange, Singapore Stock Exchange, Australian Stock Exchange, Bursa Malaysia, ferner die US-Derivatebörsen Chicago Mercantile Exchange, Chicago Board of Trade, International Securities Exchange). Alle genannten Börsengänge erfolgten durch

⁹ Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 20.1.2006, S. 21.

¹⁰ Börsen-Zeitung vom 23.1.2001, S. 3; *Hamm* AG 2001, 549, 556.

ein Listing der Aktien der betreffenden Börse an sich selbst.¹¹ Eine Erstzulassung an einer anderen Börse, die die Interessenkonflikte, von denen in diesem Band die Rede sein soll, von vorneherein ausschließen würde, ist offenbar noch niemals ernsthaft in Betracht gezogen worden. Dafür gibt es gute Gründe. Eine solche Zulassung würde die betreffende Börse nämlich, soweit diese Funktionen der anderen Börse zugeordnet sind, unter die Kontrolle der Organe dieser anderen Börse (Zulassungsstelle, Handelsüberwachungsstelle), also in eine partielle Abhängigkeit von einem Wettbewerber führen und damit neue Interessenkonflikte heraufbeschwören. Außerdem wäre die Zulassung auch ökonomisch sinnwidrig. Das wird deutlich, wenn man bedenkt, daß etwa die Deutsche Börse AG zu den DAX 30-Unternehmen, also zu den umsatzstärksten Werten an der Frankfurter Wertpapierbörse zählt. Diese Umsätze einem Wettbewerber zu überlassen und auf die Einnahmen hieraus zu verzichten, kann keiner Börse angesonnen werden.

Der Börsengang einer Börsenträgergesellschaft bewirkt nun eine weltweit stets gleiche Entwicklung des Aktionariats dieser Gesellschaft. Die Altaktionäre, die zugleich Handelsteilnehmer an der betreffenden Börse sind, veräußern ihre Anteile. Die Gründe hierfür sind unterschiedlich. Banken konzentrieren sich auf ihr Kerngeschäft. Börsenmakler ziehen sich zurück, wenn ihnen die Börse etwa wegen eines Rückgangs des Parketthandels keine Betätigungsfelder mehr bietet. In die Lücke stoßen institutionelle Investoren vor. So befindet sich die Deutsche Börse AG mittlerweile zu 100 % im Streubesitz. Über 80 % der Aktien werden von ausländischen Investoren gehalten, unter denen auch einige Hedgefonds sind, die erhebliche Aktienpakete besitzen. Mit diesen neuen Aktionären machen die Börsen weltweit auch neue Erfahrungen. Während Anteilsinhaber alter Prägung darauf bedacht waren, ihrer Börse durch stetige Zuführung finanzieller Mittel eine kontinuierliche Fortentwicklung des Börsenhandels im Interesse aller Marktakteure und damit auch der gesamten Volkswirtschaft zu ermöglichen, begegnen börsennotierte Börsen heutzutage zunehmend dem Ansinnen ihrer Eigentümer, möglichst hohe Dividenden auszuschütten. Dieses Ansinnen, das beispielsweise an die börsennotierte Börse in Osaka herangetragen worden ist und dann die japanische Finanzaufsicht auf den Plan gerufen hat,¹² ist keineswegs von vorneherein verwerflich, sondern dem Wettbewerb börsennotierter Unternehmen um Investitionskapital systemimmanent, schärft aber den Blick für mögliche Konflikte von Interessen der Börseneigner einerseits und den Interessen der anderen Marktakteure sowie dem gesamtwirtschaftlichen Interesse an einem funktionierenden Kapitalmarkt andererseits. Der Versuch des Staates, der geschilderten Entwicklung aus industriepolitischen Gründen entgegenzuwirken, beispielsweise durch die

¹¹ Bei Derivatebörsen ist ein Listing an sich selbst natürlich unmöglich. Deshalb werden beispielsweise die Aktien des Chicago Board of Trade an der New York Stock Exchange notiert (AG 2005, R 533).

¹² Börsen-Zeitung vom 5.10.2005, S. 4.

Aufforderung an die heimische Kreditwirtschaft, Anteile an der betreffenden Börse zu übernehmen,¹³ dürfte selbst in Ländern aussichtslos sein, die bei der Übernahme ihrer Schlüsselindustrien durch ausländische Unternehmen eine interventionistische Politik pflegen.

Daß Börsengänge von Börsen Konfliktpotential in sich bergen können, zeigen die Diskussionen um die geplant gewesenen oder immer noch geplanten Börsengänge der Borsa Italiana und der Tokio Stock Exchange. In Italien sah man einen Interessenkonflikt, wenn die Borsa Italiana die Zulassung für ihren eigenen Börsengang hätte erteilen können sollen. Deshalb übertrug man die Zuständigkeit für die Entscheidung für den Zugang von Emittenten zu regulierten Märkten der Börsenaufsichtsbehörde Consob.¹⁴ In Japan will die Finanzaufsicht Interessenkonflikte vermeiden, indem sie die TSE zu zwingen versucht, dem Beispiel der Londoner Börse zu folgen und ihre Sparte für Handels- und Marktüberwachung auszugründen.¹⁵ Ausgelöst werden Interessenkonfliktlagen der geschilderten Art insbesondere dadurch, daß der Börsengang einer Börse den bis dahin bestehenden strukturell bedingten Gleichlauf der Interessen der Börse als einer Einrichtung mit erheblicher gesamtwirtschaftlicher Bedeutung und der Interessen des Börsenträgers und seiner Aktionäre tendenziell auflöst. Da große börsennotierte Unternehmen wie etwa die DAX-30-Unternehmen, zu denen auch die Deutsche Börse AG zählt, im globalen Wettstreit um Investitionskapital auf überdurchschnittliche Gewinnmaximierung ausgerichtet sein müssen, ist es nicht auszuschließen, daß eine Börse bei der Zulassung und der Überwachung von Handelsteilnehmern und Emittenten oder in anderer Beziehung die Gewinninteressen ihres Trägers und seiner Aktionäre in unzulässiger Weise dem öffentlichen Interesse an einem ordnungsmäßigen Börsenhandel überordnet.

Damit ist die Frage aufgeworfen, wie solche durch den Börsengang einer Börse verursachten Interessenkonflikte bewältigt werden können. Da diese Frage nicht nur in Deutschland, sondern weltweit gestellt wird, lohnt es zu vergleichen, wie die Rechtsordnungen Deutschlands und anderer ausgewählter Staaten auf solche Interessenkonflikte reagieren.¹⁶ Der vorliegende Band beginnt mit einem einführenden Abschnitt, in dem ausgehend von der rechtstatsächlichen Bedeutung einer Demutualization von Börsenorganisationen, dargestellt am Beispiel der Deutsche Börse AG, entwickelt wird, daß gesellschaftsrechtliche Instrumente nicht ausreichen, um Konflikte zwischen den Interessen der Shareholder des Börsenbetreibers und dem öffentlichen Interesse angemessen zu lösen, weshalb

¹³ Vgl. den Vorschlag des hessischen Ministerpräsidenten R. Koch in: Handelsblatt v. 23.1.2006, S. 21.

¹⁴ Börsen-Zeitung vom 3.1.2006, S. 3.

¹⁵ Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 12.12.2005, S. 12.

¹⁶ Allgemein zu Interessenkonflikten im Finanzdienstleistungssektor *Kumpun/Leyens*, EFCR 1/2008, S. 73 ff.

– so das Fazit – börsenorganisationsrechtliche Instrumente für die Bewältigung solcher Konflikte gefunden werden müssen. Hieran schließen sich fünf Länderberichte an. Untersucht wird zunächst, stellvertretend für den angelsächsischen Rechtskreis, das Recht der Börse mit der weltweit höchsten Marktkapitalisierung der notierten Inlandsaktien,¹⁷ das für die New York Stock Exchange geltende Recht. Anschließend wird das Recht der in die Gruppe Deutsche Börse, dem Börsenträger mit der weltweit höchsten eigenen Marktkapitalisierung, eingebundenen Frankfurter Wertpapierbörse beleuchtet. Es folgt ein Beitrag über das Recht einer der größten asiatischen Börsen, der Korean Stock and Future Exchange. Aus dem lateinamerikanischen Bereich stammt der Bericht über das Recht der Bovespa, der Börse Brasiliens, der größten Industrienation des südamerikanischen Kontinents. Der vorliegende Band schließt mit einer Schilderung der Rechtslage in einem Transformationsstaat; es geht um die Frage, wie ein Staat, die Republik Polen, der sein Wirtschaftssystem erst vor einigen Jahren von einer kommunistischen Planwirtschaft auf eine Marktwirtschaft westlicher Prägung umgestellt hat, seine neu errichteten Börsen auf einen möglichen Börsengang vorbereitet hat.

¹⁷ Vgl. Börsen-Zeitung v. 11.3.2006, S. 1.