Aufsichtsrechtliche Fragen von Börsenfusionen – Der gescheiterte Zusammenschluss von Deutsche Börse AG und NYSE Euronext

Das Jahr 2011 hat weltweit eine Welle von Versuchen gesehen, große Börsen zu fusionieren. Im ersten Quartal 2011 hat die Singapore Exchange versucht, die Australian Securities Exchange (ASX) zu übernehmen. Bis in den Sommer 2011 hinein verfolgte die London Stock Exchange (LSE) den Plan, eine Mehrheitsbeteiligung an der kanadischen TMX-Gruppe zu erwerben, zu der die Börse Toronto gehört. Und im November 2011 haben sich die Tokyo Stock Exchange (TSE) und die Osaka Securities Exchange (OSE) auf einen Zusammenschluss geeinigt.¹ Im Mittelpunkt der folgenden Ausführungen soll aber das im Februar 2012 aufgegebene Vorhaben stehen, die Deutsche Börse AG und die NYSE (New York Stock Exchange) Euronext Inc. zu fusionieren (Projekt Gamma), das am 9.2.2011 öffentlich bekannt geworden war.

Fusionsbemühungen von Börsen sind keineswegs eine neue Erscheinung unserer Tage. Vielmehr verzeichnen wir Börsenzusammenschlüsse und Übernahmen von Börsen auf nationaler wie auf internationaler Ebene in vielfältigen Formen schon seit geraumer Zeit. Erinnerung sei hier nur an die Zusammenschlüsse der amerikanischen NASDAQ mit dem nordeuropäischen Börsenbündnis OMX, der LSE mit der Borsa Italiana, der NYSE mit Euronext und an die Übernahme der International Securities Exchange (ISE) durch die Deutsche Börse AG.²

Die derzeit zu beobachtende auffällige Häufung von Fusionsvorhaben unter den nationalen Großbörsen ist einem veränderten regulatorischen Umfeld in Europa geschuldet. Bis zum Jahre 2007 hatte das Kapitalmarktrecht vieler Staaten den Börsen eine monopolähnliche Stellung verschafft. Wertpapierorders waren nämlich nach der seinerzeitigen Rechtslage zwingend oder doch jedenfalls vorrangig über die etablierten Börsen auszuführen. Diese Rechtslage verhinderte vielfach den erfolgreichen Markteintritt alternativer Handelsplattformen, die mit den „nationalen Champions“ in Wettbewerb hätten treten können. Die Verhältnisse änderten sich in Europa dramatisch, als die EU-Kommission beschloss, den Markt für Märkte für Finanzinstrumente für einen uneingeschränkten

¹ Börsen-Zeitung v. 23.11.2011, S. 5.

² Zu Börsenkooperationen aus dem juristischen Schrifttum Francioni, Der Konzern 2008, 260; R. Müller, Der Konzern 2008, 263; Hammen, Der Konzern 2008, 269; Christoph, Börsenkooperationen und Börsenfusionen, 2007; Lepczyk, Rechtliche Aspekte internationaler Börsenfusionen, 2009; Bopp, Fusionen und Kooperationen deutscher Börsen und ihrer Träger (erscheint demnächst).

Wettbewerb der Marktplätze untereinander um den Orderflow zu öffnen,³ und zu diesem Zweck den Börsenvorrang beseitigte. Binnen kurzer Zeit gewannen alternative Handelssysteme, allen voran Chi X, BATS⁴ und Turquoise,⁵ erhebliche Marktanteile.⁶ Mittlerweile ist Chi X der größte Handelsplatz für Aktien in Europa.⁷ Die traditionellen Börsen haben auf diese Entwicklung mit den einleitend geschilderten Fusionsbemühungen reagiert. Ziel des von der Deutsche Börse AG und NYSE Euronext versuchten Zusammenschlusses war es nicht nur, einen der weltweit größten Börsenplätze und eine globale Handelsplattform für Derivate zu schaffen. Vielmehr sollten auch Synergien durch Zusammenlegung von elektronischen Systemen erzielt werden.⁸ Den Handelsteilnehmern wurden reduzierte Infrastruktur- und Systemanbindungskosten sowie Kapitaleffizienzen in erheblicher Höhe durch die Möglichkeit in Aussicht gestellt, Risikopositionen miteinander zu verrechnen.⁹

Die von Deutscher Börse und NYSE Euronext geplant gewesene Fusion begann mit der Gründung der Alpha Beta Netherlands Holding N.V., einer Aktiengesellschaft niederländischen Rechts mit Satzungssitz in den Niederlanden, durch eine Stiftung niederländischen Rechts. Diese Holding N.V. sollte als Holdinggesellschaft für die Gruppe Deutsche Börse, die NYSE Euronext und deren verbundene Unternehmen fungieren. Die Holding N.V. sollte ihre Hauptverwaltung in Frankfurt und New York unterhalten. Ihre Aktien sollten an der New York Stock Exchange, an der Frankfurter Wertpapierbörse und an Euronext Paris gelistet werden.

In diesem Vortrag wird die geplant gewesene Holdingstruktur dieser Börsengruppe nur insoweit behandelt, als sie die Beteiligung der Holding N.V. an der Deutsche Börse AG betraf. Zum Zweck der Holdingbildung hatte die Holding N.V. eine Sachkapitalerhöhung durchgeführt. Unter Ausschluss des Bezugsrechts des Altaktionärs waren den Aktionären der Deutsche Börse AG 60 % der Aktien der Holding N.V. gegen Einlage der Aktien der Deutsche Börse AG angeboten worden. Durch diesen Tausch wollte die Holding N.V.

³ In der Europäischen Union gibt es derzeit 92 regulated markets, meist traditionelle Börsen, 138 Multilateral Trading Facilities und 12 Systematische Internalisierer (Steinbach, Börsen-Zeitung v. 4.6.2011, S. B 6).

⁴ Seit Februar 2011 betreibt BATS eine Übernahme von Chi X (Börsen-Zeitung v. 21.6.2011, S. 5).

⁵ Turquoise gehört mittlerweile zur LSE-Gruppe.

⁶ Hammen, Börsen und multilaterale Handelssysteme im Wettbewerb, 2011, S. 19 ff.

⁷ Mohr, Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 2.12.2011, S. 21.

⁸ Angebotsunterlage, Freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot (Tauschangebot) der Alpha Beta Netherlands Holding N.V. an die Aktionäre der Deutsche Börse Aktiengesellschaft, S. 47 f.

⁹ Börsen-Zeitung v. 15.11.2011, S. 3.

mindestens 75 % der Anteile an der Deutsche Börse AG erhalten. Ein solches öffentliches Angebot, das auf den Erwerb von mehr als 30 % der Stimmrechte an einer börsennotierten Zielgesellschaft gerichtet ist, ist nach deutschem Recht ein Übernahmeangebot. Hierfür hatte die Holding N.V. eine Angebotsunterlage zu erstellen und zu veröffentlichen. Die Veröffentlichung einer Angebotsunterlage muss vorab von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) gestattet werden. Die BaFin hat die Veröffentlichung der Angebotsunterlage der Holding N.V. im Mai 2011 gestattet. Am Ende der dann angelaufenen Annahmefrist hatten 82,43 % der Stimmrechte der Deutsche Börse AG das Übernahmeangebot angenommen. Nach deutschem Übernahmerecht können die Aktionäre der Zielgesellschaft, die ein Angebot bis zum Ende der Angebotsfrist noch nicht angenommen haben, dieses Angebot innerhalb von zwei Wochen nach Veröffentlichung des Ergebnisses des Angebots durch den Bieter doch noch annehmen (§ 16 Abs. 2 S. 1 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes [WpÜG]).¹⁰ Diese Regelung soll es Minderheitsaktionären, denen ein koordiniertes Verhalten bei der Entscheidung über das Übernahmeangebot faktisch unmöglich ist und die der Übernahme zunächst kritisch gegenüberstehen, ermöglichen, den Verlauf der Übernahme abzuwarten, bevor sie in Kenntnis der neuen Anteilsverteilung doch noch dem Bieter veräußern dürfen, um nicht in der Position eines Minderheitsgesellschafters verharren zu müssen.¹¹ Am Ende der weiteren Annahmefrist hatten insgesamt 95,41 % des Grundkapitals der Deutsche Börse AG das Angebot der Holding N.V. angenommen.

An die geschilderte Annahmefrist schließt sich nach dem Übernahmerecht der EU noch einmal eine Frist von drei Monaten an, während denen die verbliebenen Aktionäre der Zielgesellschaft das Übernahmeangebot annehmen können, wenn dem Bieter nach dem Übernahmeangebot Aktien der Zielgesellschaft in Höhe von mindestens 95 % des stimmberechtigten Grundkapitals gehören (§ 39 c WpÜG). Hierdurch soll den Minderheitsaktionären die Möglichkeit gegeben werden, freiwillig gegen eine angemessene Entschädigung aus der vom Bieter beherrschten Zielgesellschaft auszuscheiden.¹² Von diesem Andienungsrecht haben weitere 1,63 % der Aktionäre Gebrauch gemacht. Damit belief sich die Annahmquote am 4.11.2011 auf 97,04 % der Gesamtsumme der Deutsche Börse-Aktien.

¹⁰ Wenn der Bieter das Angebot von dem Erwerb eines Mindestanteils abhängig gemacht hat, gilt dies aber nur, wenn dieser Mindestanteil nach Ablauf der Annahmefrist erreicht worden ist (§ 16 Abs. 2 S. 2 WpÜG).

¹¹ BT-Drucks. 14/7034, S. 46; Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG, 2003, § 16 Rn. 8.

¹² KölnerKomm. WpÜG/Hasselbach, 2. Aufl. 2010, § 39 c Rn. 1.

Nach dem deutschen Übernahmerecht kann ein Übernahmeangebot vom Eintritt bestimmter Bedingungen abhängig gemacht werden (vgl. § 18 Abs. 1 WpÜG). Hiervon hatte die Holding N.V. Gebrauch gemacht. Zu bedenken war nämlich, dass mit dem geplanten Zusammenschluss von Deutscher Börse und NYSE Euronext weltweit 47 verschiedene Behörden befasst waren.¹³ Deshalb stand das Tauschangebot, das die Holding N.V. den Aktionären der Deutsche Börse AG unterbreitet hatte, unter der Bedingung der Erteilung einer Reihe staatlicher Genehmigungen.¹⁴ Aus dem Kreis der Genehmigungen und Verfahren, die für das Gelingen der Fusion erforderlich gewesen wären, sollen im Folgenden behandelt werden:

1. die Prüfung von Erwerbsverboten zum Schutz der öffentlichen Sicherheit und Ordnung,
2. das kreditwesengesetzliche Beteiligungskontrollverfahren nach § 2 c KWG des deutschen Kreditwesengesetzes (KWG),
3. die börsengesetzliche Anteilseignerkontrolle nach § 6 des deutschen Börsengesetzes (BörsG) und
4. das europäische Fusionskontrollverfahren.

1. Grenzüberschreitende Fusionsvorhaben werden häufig von den für die Wahrung der nationalen Interessen zuständigen Behörden geprüft. So war etwa der kanadische Finanzminister auf der Grundlage des Investment Canada Act mit der geplanten Übernahme der TMX durch die LSE befasst.¹⁵ Zu einer Entscheidung ist es seinerzeit aber nicht gekommen, weil die TMX-Aktionäre einer konkurrierenden Offerte der kanadischen Maple-Gruppe, einem Konsortium führender Banken, Pensionsfonds, institutioneller Investoren und Versicherungsunternehmen, den Vorzug gegeben haben.

Die Kontrolle von Investitionen aus dem Ausland ist in den Staaten auf dieser Welt unterschiedlich stark ausgeprägt. Die Übernahme der ASX durch die Singapore Exchange ist am Veto der australischen Regierung gescheitert. In Australien gilt seit 1975 der Foreign Acquisitions and Takeovers Act, der die Regierung zur Prüfung der Frage verpflichtet, ob eine beabsichtigte Akquisition eines Investors aus einem anderen Staat mit den nationalen

¹³ Börsen-Zeitung v. 15.6.2011, S. 5.

¹⁴ Angebotsunterlage (Fn. 8) 12.10., 14.1, S. 74, 90.

¹⁵ Börsen-Zeitung v. 27.5.2011, S. 5.

Interessen Australiens übereinstimmt.¹⁶ Die Regierung begründete ihre Entscheidung, die Übernahme der ASX zu untersagen, mit der Erwartung, der Takeover hätte möglicherweise Arbeitsplätze und Kapital nach Singapur bewegt und sei überdies geeignet gewesen, die finanzielle Stabilität Australiens zu bedrohen.¹⁷ Ganz so weit wie in Australien reichen die Eingriffsbefugnisse der US-amerikanischen Behörden nicht. Der geplant gewesene Zusammenschluss zwischen der Deutsche Börse AG und NYSE Euronext ist von dem Committee on Foreign Investment in the United States nach Sec. 721 des US-Defense Protection Act aus dem Jahre 1950 überprüft worden. Der Präsident der Vereinigten Staaten kann auf Empfehlung des Committee Zusammenschlüsse nach Maßgabe des Exon-Florio-Amendment zum Defence Protection Act untersagen, wenn der ausländische Erwerber durch Ausübung der Kontrolle über das erworbene Unternehmen Maßnahmen ergreifen könnte, die eine potenzielle Gefährdung der nationalen Sicherheit der Vereinigten Staaten darstellen könnten, und andere gesetzliche Vorschriften keine ausreichende Grundlage für den Schutz der nationalen Sicherheit bieten.¹⁸ Im August 2011 hat das Committee den Zusammenschluss von Deutscher Börse und NYSE Euronext gebilligt.

Auch in Deutschland gibt es eine Kontrolle des Erwerbs von Beteiligungen von mindestens 25 % an inländischen Unternehmen durch das Bundeswirtschaftsministerium bzw. durch die Bundesregierung (§ 7 Abs. 2 Nr. 6 des deutschen Außenwirtschaftsgesetzes [AWG] in Verbindung mit § 53 der deutschen Außenwirtschaftsverordnung).¹⁹ Freilich kommt eine Untersagungsverfügung nur gegenüber Erwerbern in Betracht, die nicht in der EU oder in den Mitgliedstaaten der European Free Trade Association (EFTA) ansässig sind (§ 7 Abs. 2 Nr. 6 AWG).²⁰ Zudem ist eine solche Verfügung nur zulässig, wenn von dem Erwerb eine so schwere Gefährdung der öffentlichen Sicherheit und Ordnung der Bundesrepublik Deutschland ausgeht, dass ein Grundinteresse der Gesellschaft berührt wird (§ 7 Abs. 1 Nr. 4, Abs. 2 Nr. 6 AWG). Dabei folgt aus dem Zusammenwirken der in § 7 Abs. 1 Nr. 4 AWG in Bezug genommenen Bestimmungen in Art. 52, 65 Abs. 1 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) mit den Vorschriften in Art. 36 S. 1, 114 Abs. 10 AEUV, dass das Bundeswirtschaftsministerium gegen einen Beteiligungserwerb nur Gründe

¹⁶ Hammen, *Ajou Law Review* (Korea), Vol. 3-1/2009.6, p. 9, 30 f.; ders. WM 2010, 1, 6.

¹⁷ *Börsen-Zeitung* v. 9.4.2011, S. 4.

¹⁸ *Angebotsunterlage* (Fn. 8) S. 14, 77.

¹⁹ Zur Entstehung dieser Regelung vgl. Hammen, *Ajou Law Review* (Korea), Vol. 3-1/2009.6, p. 9, 32 ff.; ders. WM 2010, 1, 6; ferner Reinhard/Pelster NZG 2009, 441.

²⁰ Hierzu Clostermeyer, *Staatliche Übernahmeabwehr und die Kapitalverkehrsfreiheit zu Drittstaaten*, 2011.

nichtwirtschaftlicher Art ins Feld führen darf.²¹ Da nun aber der Zusammenschluss von Deutscher Börse und NYSE Euronext von einer niederländischen Gesellschaft mit Sitz in den Niederlanden, also in der EU, betrieben worden war, besaß die deutsche Regierung von vorneherein keine Handhabe, die Fusion auf der Grundlage des Außenwirtschaftsgesetzes zu verbieten.

2. Diese Feststellung bedeutet indes keineswegs, dass eine Übernahme der Deutsche Börse AG durch die Holding N.V. vollständig kontrollfrei möglich gewesen wäre. Vielmehr sieht das europäische Recht eine Kontrolle des Erwerbs bedeutender Beteiligungen sowohl an Kreditinstituten als auch an Wertpapierfirmen vor.²² In Deutschland wird diese Kontrolle durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht durchgeführt. Obgleich bei der geplant gewesenen Fusion von Deutscher Börse und NYSE Euronext der Zusammenschluss von *Börsen* im Vordergrund stand, war die vorstehend angeführte Anteilseignerkontrolle unumgänglich. Denn zur Gruppe Deutsche Börse gehören eben nicht nur Börsen, sondern auch Kreditinstitute, allen voran der Wertpapierverwahrer Clearstream, die Eurex Clearing AG als Central Counterparty (§ 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 12 KWG) und einige außerbörsliche Handelsplattformen, Eurex Repo GmbH und Eurex Bonds GmbH, die als multilaterale Handelssysteme Wertpapierfirmen sind (§ 1 Abs. 1 a S. 2 Nr. 1 b. KWG).²³ An diesen Instituten sollte die Holding N.V. zwar lediglich mittelbar – nämlich über ihren Anteil an der Deutsche Börse AG – beteiligt sein. Das genügt indes, um die Anteilseignerkontrolle nach § 2 c KWG auszulösen (§ 1 Abs. 9 S. 1 KWG). Nach § 2 c Abs. 1 a S. 1 KWG prüft die Aufsichtsbehörde, ob der interessierte Erwerber zuverlässig ist und den im Interesse einer soliden Führung des Instituts zu stellenden Ansprüchen genügt. Ferner untersucht die Behörde, ob die Struktur des Beteiligungsgeflechts, in das das Institut eingebunden werden soll, eine wirksame Aufsicht gewährleistet. Von der nach § 2 c KWG bestehenden Befugnis, einen geplanten Anteilserwerb zu untersagen, hat die BaFin schon mehrfach erfolgreich Gebrauch gemacht.²⁴ Im Jahre 2006 hat sie ukrainischen Investoren den Erwerb von Anteilen an einem kleineren deutschen Kreditinstitut verboten, weil die interessierten Erwerber nicht dokumentieren konnten, woher die Mittel für den Erwerb stammten, sondern sich auf

²¹ Hammen, *Ajou Law Review* (Korea), Vol. 3-1/2009.6, p. 9, 34 f.; ders. *WM* 2010, 1, 7; ders. *EuZW* 1996, 460, 461.

²² Art. 19 ff. Bankenaufsichtsrichtlinie 2006/48/EG, Art. 10 ff. Richtlinie 2004/39/EG über Märkte für Finanzinstrumente.

²³ Vgl. Angebotsunterlage (Fn. 8), S. 92.

²⁴ Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen, *Geschäftsbericht* 2000, S. 61; Hammen, *The Korean Journal of Securities Law*, Vol. 10 No. 2 (2009), S. 471, 486.

mündliche Gentlemen's Agreements beriefen.²⁵ Im April 2011 scheiterte der Verkauf der BHF-Bank durch die Deutsche Bank an die Liechtensteiner Fürstenbank LTG an Zweifeln an der Zuverlässigkeit der LTG in Steuerfragen.²⁶ Und im Oktober 2011 hat die BaFin den Verkauf der BHF-Bank an den Finanzinvestor RHJI gestoppt, weil sie bei diesem Investor keine ausreichende finanzielle Basis sah, die BHF bei einer eventuellen Schieflage mit Kapital versorgen zu können.²⁷

Alles dieses spielte bei der kreditwesengesetzlichen Anteilseignerkontrolle der Fusion von Deutscher Börse und NYSE Euronext keine Rolle. Die geschäftsleitenden Personen der Holding N.V. – der eine Head of Financial Accounting and Controlling bei der Deutsche Börse AG, der andere Senior Vice President, Chief Accounting Officer und Corporate Controller bei der NYSE Euronext²⁸ – waren hochrangige Mitarbeiter der beiden Börsen von tadellosem Ruf.²⁹ Auch die Herkunft der Mittel für die Übernahme der Deutsche Börse AG durch die Holding N.V. lag offen zu Tage. Die Aktien, die die Holding N.V. den Aktionären zum Tausch angeboten hatte, waren von ihr im Zuge einer Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen, nämlich gegen Einlage von Aktien der Deutsche Börse AG ausgegeben worden. Damit schied ein Mittelzufluss aus dunklen Quellen von vorneherein aus. Schließlich stand die Holding N.V. auch nicht in einem Beteiligungsgeflecht, dessen Struktur eine wirksame Aufsicht hätte behindern können. Vielmehr sollte sie als Konzernspitze eine unmittelbar der Deutsche Börse AG übergeordnete Holdinggesellschaft sein, deren Aktien sich nach erfolgreicher Übernahme der Deutsche Börse AG ebenso sehr in Streubesitz befunden hätten, wie dies vor der Übernahme auch bei der Deutsche Börse AG der Fall gewesen ist. Deshalb hat die BaFin im September 2011 den Zusammenschluss von Deutsche Börse AG und NYSE Euronext, soweit er sich auf die zur Gruppe Deutsche Börse gehörenden deutschen Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute bezog, gebilligt. Im Oktober 2011 folgte die Billigung der luxemburgischen Commission de Surveillance du Secteur Financier für die in Luxemburg ansässigen Teile von Clearstream.

²⁵ VGH Kassel WM 2011, 33; Hammen, *The Korean Journal of Securities Law*, Vol. 10 No. 2 (2009), S. 471, 487; ders. WuB I L 1. § 2 c KWG 1.08; ders. WuB I L 1. § 2 c KWG 1.11.

²⁶ *Frankfurter Allgemeine Zeitung* v. 19.4.2011, S. 9.

²⁷ *Financial Times Deutschland* v. 10.10.2011, S. 15.

²⁸ *Angebotsunterlage* (Fn. 8), S. 28.

²⁹ In diesem Zusammenhang ist ergänzend darauf zu verweisen, dass bei der Gründung einer niederländischen Aktiengesellschaft deren Gründer einer behördlichen Unbedenklichkeitsprüfung durch den niederländischen Justizminister unterzogen werden (van der Grinten/Gitmans, in: *Jura Europae, Gesellschaftsrecht*, Bd. III, Niederlande, 60.00-5).

3. In Europa gibt es nicht nur eine Anteilserwerberkontrolle bei Kreditinstituten und Wertpapierfirmen. Vielmehr schreibt die EU-Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente 2004/39/EG (MiFID) eine solche Kontrolle auch für den Erwerb von bedeutenden Beteiligungen an Börsenbetreibern vor (Art. 38 Abs. 3 MiFID). Deshalb prüft nach deutschem Recht die Börsenaufsichtsbehörde unter anderem, ob der geplante Erwerb von Anteilen an einem Börsenträger die Durchführung und angemessene Fortentwicklung des Börsenbetriebs beeinträchtigt (§ 6 Abs. 2 BörsG). Zuständig ist die Behörde desjenigen Bundeslandes, in dem die Börse ihren Sitz hat. Da die Frankfurter Wertpapierbörse in Hessen sitzt, entscheidet der Wirtschaftsminister dieses Bundeslandes. Eine Untersagung des Erwerbs von Anteilen an einem Börsenträger durch die Aufsichtsbehörde kommt vornehmlich dann in Betracht, wenn die Erfüllung der dem Börsenträger obliegenden öffentlichrechtlichen Pflicht (Betriebspflicht), der Börse die zur Durchführung des Börsenbetriebs erforderlichen finanziellen, personellen und sachlichen Mittel zur Verfügung zu stellen (§ 5 Abs. 1 BörsG), infolge des Anteilserwerbs beeinträchtigt wird. Diesbezüglich war nun das Vorhaben der Holding N.V., nach Vollzug der Fusion einen Beherrschungsvertrag mit der Deutsche Börse AG zu schließen, in die aufsichtsrechtliche Kritik geraten. Nach deutschem Recht ist ein Beherrschungsvertrag ein Unternehmensvertrag, der den Vorstand der abhängigen Aktiengesellschaft an Weisungen des herrschenden Unternehmens bindet (§§ 291, 308 des deutschen Aktiengesetzes). Diese Bindung besteht auch dann, wenn eine Weisung für die abhängige Gesellschaft nachteilig ist, ihre Befolgung aber dem Konzerninteresse dient. Der hessische Wirtschaftsminister befürchtete nun, die Holding N.V. hätte der Deutsche Börse AG nach Abschluss eines Beherrschungsvertrags Weisungen erteilen können, die eine gedeihliche Entwicklung der Börse in wirtschaftlicher Hinsicht hätten beeinträchtigen können.³⁰ Getragen wurden solche Befürchtungen ungeachtet entgegenstehender Beteuerungen³¹ von standortpolitischen Erwägungen.³¹ Der schärfste Kritiker der in Rede stehenden Fusion aus dem Bereich der Rechtswissenschaft prognostizierte Arbeitsplatzabbau bei der Deutsche Börse AG am Finanzplatz Frankfurt und den Ausfall von Steuereinnahmen.³² Diese Einwände sind juristisch unbeachtlich. Das Recht der EU verbietet es den Behörden der Mitgliedstaaten, bei Anteilseignerkontrollen im Finanzsektor standortpolitische Überlegungen anzustellen. Die Befürchtung, ein Beherrschungsvertrag mit

³⁰ Börsen-Zeitung v. 22.12.2011, S. 3; Posch, Handelsblatt v. 20.01.2012, S. 38.

³¹ Burgard WM 2011, 1973, 1976.

³² Burgard, Zehn Irrtümer über den Zusammenschluss der Deutsche Börse AG mit NYSE Euronext, Nr. 8, Pressekonferenz zum Fusionsvorhaben Deutsche Börse/NYSE Euronext; ; vgl. ferner Posch, Handelsblatt v. 20.01.2012, S. 38 (so auch die Einschätzung von Döring, Börsen-Zeitung v. 28.01.2012, S. 8: „eher standortpolitisch geprägte (...) Widerstände (...)“ des „hessischen Wirtschaftsminister(s) (...) als Börsenaufsicht“).

der Holding N.V. hätte die Erfüllung der Pflicht der Deutsche Börse AG gefährdet, die Frankfurter Wertpapierbörse zu betreiben und fortzuentwickeln, ist juristisch unbegründet. Die börsengesetzlichen Vorschriften über die Anteilseignerkontrolle setzen vielmehr die rechtliche Zulässigkeit von Beherrschungsverträgen mit einem Börsenträger voraus. Sie geben der Aufsichtsbehörde nur dann die Befugnis, einen Anteilsverkauf zu untersagen, wenn *konkrete Tatsachen* die Annahme rechtfertigen, dass durch diesen Verkauf bzw. durch den Beherrschungsvertrag die Erfüllung der Betriebspflicht beeinträchtigt wird. Eine solche Beeinträchtigung durch nachteilige Weisungen aufgrund eines Beherrschungsvertrags ist indes nach deutschem Recht juristisch ausgeschlossen. Das Weisungsrecht des herrschenden Unternehmens ist nämlich keineswegs grenzenlos. Vielmehr sind Weisungen fehlerhaft, wenn sie den der beherrschten Gesellschaft auferlegten öffentlichrechtlichen (z.B. umwelt- oder steuerrechtlichen) Pflichten zuwiderlaufen.³³ Zu diesen öffentlichrechtlichen Pflichten gehört auch die Betriebspflicht des Börsenträgers.³⁴ Diese Rechtslage hatten die an der Fusion von Deutsche Börse AG und NYSE Euronext Beteiligten akzeptiert. Denn in der Angebotsunterlage über das freiwillige Übernahmeangebot (S. 52) wurde erklärt, nur „innerhalb der rechtlich vorgegebenen Grenzen“ beherrschenden Einfluss ausüben zu wollen. Hätte zukünftig doch einmal eine Beeinträchtigung des Börsenbetriebs durch die Holding der fusionierten Börsen gedroht, hätten der Aufsichtsbehörde wirksame Gegenmittel zu Gebote gestanden. Sie hätte nämlich dann das Weisungsrecht der Holding N.V. aus dem Beherrschungsvertrag mit der Deutsche Börse AG suspendieren und die Stimmrechte der Holding N.V. auf einen Treuhänder übertragen können. Der Treuhänder ist verpflichtet, den Interessen einer soliden und umsichtigen Führung des Börsenträgers Rechnung zu tragen, also auf die Erfüllung der Betriebspflicht hinzuwirken. Als ultima ratio kann die Aufsichtsbehörde die Veräußerung der Aktien eines unzuverlässigen Inhabers einer wesentlichen Beteiligung an einem Börsenträger anordnen (§ 6 Abs. 4 BörsG). Nachdem die EU-Kommission, wie nachstehend erläutert wird, die Fusion der Deutsche Börse AG mit der NYSE Euronext untersagt hat, ist eine Entscheidung der hessischen Börsenaufsichtsbehörde über diese Fusion entbehrlich geworden.³⁵

4. Die angestrebte Fusion von Deutscher Börse und NYSE Euronext hätte das Börsenbündnis zur größten Börsenorganisation der Welt werden lassen. Sie hätte die höchste eigene

³³ Vgl. BGHZ 125, 366, 372.

³⁴ Schwark/Beck, KMRK, 4. Aufl. 2010, § 6 BörsG Rn. 14.

³⁵ Am 3.2.2012 ist das Anteilseignerkontrollverfahren durch Zurückziehen der Fusionsanzeige durch die beiden Börsenunternehmen erledigt worden (Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 4.2.2012, S. 45).

Marktkapitalisierung vor der Hongkong Exchange und der US-amerikanischen Terminbörse CME besessen. Die Marktkapitalisierung der an ihr gelisteten Unternehmen wäre viermal so hoch gewesen wie diejenige bei ihren stärksten Wettbewerbern, der NASDAQ OMX und der LSE. Sie hätte das größte Handelsvolumen mit Aktien vor der NASDAQ OMX und der Tokio Stock Exchange besessen. Und sie wäre gemessen an der Zahl der gehandelten Kontrakte die größte Terminbörse der Welt vor der Korea Exchange und der CME Group gewesen.³⁶ Insbesondere die Marktmacht der neuen Börsenorganisation im Wettbewerb der Terminmärkte hätte erheblich zugenommen.

Zuwachs von Marktmacht durch Unternehmenszusammenschlüsse löst überall auf der Welt staatliche Fusionskontrollverfahren aus. Das musste beispielsweise der härteste Wettbewerber der NYSE in den USA, NASDAQ OMX, im Frühjahr 2011 erleben. NASDAQ OMX hatte im Zusammenwirken mit der Intercontinental Exchange (ICE) zur Abwehr der Fusion von Deutscher Börse und NYSE Euronext ein feindliches Übernahmeangebot an die Aktionäre der NYSE Euronext vorbereitet. Dieses Angebot wurde dann aber nicht mehr weiterverfolgt, weil das US-Justizministerium kartellrechtliche Bedenken geäußert haben soll. Befürchtet wurde offenbar, es entstünde ein Monopolist für Börsenlistings in den USA.³⁷

Demgegenüber ist die kartellrechtliche Prüfung der Fusion von Deutscher Börse und NYSE Euronext durch das US-Justizministerium recht unproblematisch verlaufen. Ende Dezember 2011 hat das amerikanische Justizministerium den Zusammenschluss unter der Auflage genehmigt, dass die Deutsche Börse AG ihren Anteil von 31,5 % an der viertgrößten amerikanischen Handelsplattform, Direct Edge, veräußert.³⁸ Ganz anders entwickelte sich die Fusionskontrolle dieses Zusammenschlusses durch die EU-Kommission. Die EU-rechtliche Zusammenschlusskontrolle findet nach Maßgabe der Verordnung (EG) Nr. 139/2004 über die Kontrolle von Unternehmenszusammenschlüssen statt. Nach Art. 2 Abs. 3 der Fusionskontrollverordnung kann die EU-Kommission einen Zusammenschluss für mit dem Gemeinsamen Markt unvereinbar erklären, wenn der Zusammenschluss, insbesondere durch die Begründung einer beherrschenden Stellung, einen wirksamen Wettbewerb im Gemeinsamen Markt erheblich behindert.

³⁶ Mohr, Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 2.12.2011, S. 21.

³⁷ Börsen-Zeitung v. 17.5.2011, S. 3.

³⁸ Börsen-Zeitung v. 23.12.2011, S. 3.

Bei der Bestimmung des relevanten Marktes hat die EU-Kommission zwei wesentliche Einschränkungen vorgenommen. Die Fusionsbörsen hatten vorgetragen, der Markt im Derivatehandel sei global, weil es unter anderem der technische Fortschritt den Händlern erlaube, unabhängig von ihrem Standort an allen Derivatebörsen der Welt zu handeln.³⁹ Für diese Argumentation spricht viel. Wie globalisiert der Derivatehandel mittlerweile ist, zeigt etwa auch der Umstand, dass im Rahmen einer Kooperation der Eurex und der Korean Exchange seit August 2010 an der Eurex in großem Umfang Daily Futures auf die KOSPI 200-Optionen, die an der Korea Exchange notiert sind, weltweit außerhalb der koreanischen Handelszeiten gehandelt werden. Hätte sich jene Argumentation durchgesetzt, wäre das neue Börsenbündnis weit von einer marktbeherrschenden Stellung entfernt gewesen. Demgegenüber beharrte die EU-Kommission darauf, nur den europäischen Markt für Derivate als für ihre wettbewerbsrechtliche Prüfung relevanten Markt zu betrachten.⁴⁰

Für sich alleine genommen hätte die Einengung auf den europäischen Derivatemarkt die fusionierten Börsen nun aber freilich keineswegs zum Monopolisten auf dem Terminmarkt werden lassen. Betrachtet man nämlich den gesamten börslichen und außerbörslichen Derivatemarkt in Europa, kommen die NYSE Liffe und die Deutsche Börse/Eurex lediglich auf einen Marktanteil von 15 – 20 %. Demgegenüber finden mehr als 80 % des Derivatehandels im außerbörslichen Over-the-Counter-Handel (OTC) statt.⁴¹ Freilich half diese Wettbewerbssituation den fusionierten Börsen nichts. Denn die EU-Kommission hat sich nicht davon abbringen lassen, bei ihrer kartellrechtlichen Entscheidung nur auf den *börslichen* Terminhandel abzustellen, in dem der Marktanteil von NYSE Euronext Liffe und Deutsche Börse Eurex zusammengenommen mehr als 95 % beträgt.⁴² Die EU-Kommission war der Meinung, der derzeit bestehende Wettbewerb zwischen Liffe und Eurex werde durch die Fusion beseitigt, was zu höheren Börsengebühren und weniger Innovation führen könne. Außerdem seien die Markteintrittsbarrieren im europäischen Derivatehandel so hoch, dass ein wirksamer Wettbewerb durch neue Marktbetreiber unwahrscheinlich sei. Deshalb – so die Schlussfolgerung der EU-Kommission – beeinträchtige die vorgeschlagene Fusion einen wirkungsvollen Wettbewerb im europäischen Binnenmarkt erheblich.⁴³ Am 1.2.2012 hat sie die Fusion endgültig untersagt. In einer ersten Reaktion hierauf hat die Deutsche Börse AG angekündigt, über Joint Ventures im asiatischen Raum Fuß fassen zu wollen. Vielleicht bietet

³⁹ Börsen-Zeitung v. 15.11.2011, S. 3.

⁴⁰ Kalbhenn, Börsen-Zeitung v. 9.12.2011, S. 8.

⁴¹ Börsen-Zeitung v. 15.11.2011, S. 3; Kalbhenn, Börsen-Zeitung v. 19.10.2011, S. 8.

⁴² Kalbhenn, Börsen-Zeitung v. 9.12.2011, S. 8; ders., Börsen-Zeitung v. 19.10.2011, S. 8.

⁴³ Kalbhenn, Börsen-Zeitung v. 9.12.2011, S. 8.

ja die genannte Zusammenarbeit bei den KOSPI 200-Optionen eine Grundlage für eine Vertiefung der Beziehungen zwischen der Korea Exchange und der Deutsche Börse AG.