

## **Einleitung:**

### **Konzentrationstendenzen im europäischen Börsendienstleistungsmarkt vor und nach der MFIRL**

Mit einem Paukenschlag ist das Thema grenzüberschreitender Börsenkonzentrationen am 3. Mai 2000 in das Bewusstsein der Öffentlichkeit getreten, als die Deutsche Börse AG und die London Stock Exchange plc ihre Fusion zur iX-International Exchanges plc ankündigten.<sup>1</sup> Zuvor war die Möglichkeit, dass Börsenbetreiber selbst Opfer der Marktkräfte werden könnten, ja dass sie überhaupt in einem wettbewerblichen Markt operieren, nur Fachkreisen bekannt. Zumal in Deutschland, wo Börsen als Anstalten des öffentlichen Rechts einen Teil der staatlichen Kapitalmarktinfrasturktur bilden, war ihr Aufgehen in einem grenzüberschreitenden Konzern kaum vorstellbar.

Zwar ist das iX-Projekt gescheitert, doch hat sich die europäische Börsenlandschaft in der Folgezeit durch die Vier-Länder-Börse Euronext<sup>2</sup> mit ihrer späteren Übernahme der Londoner Terminbörse LIFFE,<sup>3</sup> durch die schweizerisch-britische virt-x<sup>4</sup> sowie durch den skandinavisch-baltischen Norex-Börsenverbund<sup>5</sup> grundlegend gewandelt. Die Intensivierung der Konzentrationstendenzen seit 2000 war dabei nicht zuletzt dem Bestreben der Börsenbetreiber geschuldet, sich für das Post-FSAP-Zeitalter<sup>6</sup> mit seiner

---

<sup>1</sup> *Deutsche Börse AG*, Deutsche Börse und London Stock Exchange schließen sich zusammen, Pressemitteilung v. 3. Mai 2000.

<sup>2</sup> Vgl. *o. V.*, Börsen Paris, Amsterdam und Brüssel fusionieren, FAZ v. 21. März 2000, S. 33 f. sowie zur Integration der portugiesischen Börsen in 2003 *Euronext N. V.*, Annual Report 2003, S. 6.

<sup>3</sup> Vgl. *o. V.*, Liffe kürt Euronext zum Sieger im Übernahmekampf um die Terminböse, Börsen-Zeitung v. 30. Oktober 2001, S. 1.

<sup>4</sup> Siehe hierzu nur *Nobel/Blair/Schönholzer*, virt-x: a real European Exchange, SZW 2001, 217 ff.

<sup>5</sup> Siehe hierzu nur *Andersen*, The Nordic Stock Market and NOREX.

<sup>6</sup> FSAP: Financial Services Action Plan der EU, ins Leben gerufen durch *Kommission der Europäischen Gemeinschaften*, Finanzdienstleistungen: Umsetzung des Finanzmarktrahmens: Aktionsplan, KOM (1999) 232 endg. Kernstück des FSAP war die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente, RL 2004/39/EG (MFIRL, heute meist mit dem englischen Kurztitel MiFID bezeichnet), die anstelle der bisherigen WPDRL getreten ist. Weitere wichtige Maßnahmen zur Schaffung eines echten europäischen Kapitalbinnenmarktes waren die Prospekttrichtlinie RL

weiteren Wettbewerbsverschärfung in Position zu bringen. Auch die Deutsche Börse AG hat mit immer neuen Konzentrationsplänen Schlagzeilen gemacht.<sup>7</sup> Seinen vorläufigen Höhepunkt hatte das Fusionsfieber schließlich in 2006 mit dem Übernahmekampf um die Euronext, in welchem die Deutsche Börse AG der New York Stock Exchange (NYSE) unterlegen ist<sup>8</sup>. Anfang 2007 haben sich Euronext und NYSE zum ersten transatlantischen Aktienbörsen-Betreiberkonzern zusammengeschlossen.<sup>9</sup>

Seither war ein Zustand relativer Ruhe eingekehrt, in dem die europäischen Börsenbetreiber die Umsetzung der MFIRL in nationales Recht und vor allem die Reaktion der Marktteilnehmer auf die tiefgreifenden Marktstrukturänderungen abwarten konnten.<sup>10</sup>

Dass dies aber vermutlich nur die Ruhe vor dem Sturm war, zeigen schon die jüngsten Sondierungsgespräche der DBAG mit der NYSE Euronext vom Dezember 2008.<sup>11</sup> Der Wettbewerbsdruck auf die europäischen Börsenbetreiber ist dabei höher denn je: Vom Status eines MTF<sup>12</sup> haben eine Reihe neuer Anbieter Gebrauch gemacht. Namentlich die Banken-Plattform Turquoise und die Londoner Chi-X erreichen nun auch beacht-

---

2003/71/EG, die Transparenzrichtlinie RL 2004/109/EG und die Marktmissbrauchsrichtlinie RL 2003/6/EG.

<sup>7</sup> Zum Bieterkampf um die Londoner LIFFE-Terminbörse in 2001 siehe *o. V.*, Liffe will sich ihre Bewerber genauer anschauen, *Börsen-Zeitung* v. 25. Oktober 2001, S. 5; zu erneuten Fusions Spekulationen zwischen Deutscher Börse und LSE in 2002 siehe *o. V.*, Swallow me, swallow, *The Economist* v. 11. Mai 2002, S. 79; zur vorübergehenden Annäherung zwischen Deutscher Börse AG und SWX Swiss Exchange in 2004 siehe *o. V.*, Alpine attraction, *The Economist* v. 24. Juli 2004, S. 62. Zum Übernahmeangebot der Deutsche Börse AG gegenüber der LSE in 2004/05 siehe *o. V.*, Seifert's second proposal, *The Economist* v. 18. Dezember 2004, S. 133.

<sup>8</sup> *Deutsche Börse AG*, Deutsche Börse verfolgt Zusammenschluss mit Euronext nicht weiter, Pressemitteilung v. 15. November 2006.

<sup>9</sup> *Euronext N. V.*, NYSE Euronext offer for Euronext shares is successful, Pressemitteilung v. 27. März 2007.

<sup>10</sup> Vgl. *o. V.*, Deutsche Börse – Erfolgreicher Schwebezustand, *ZfgK* 2008, 192 f. Ausnahmen waren das erfolgreiche Übernahmeangebot der Nasdaq für die OMX-Gruppe, vgl. hierzu *o. V.*, Northern exposure, *The Economist* v. 25. August 2007, S. 69, der Mehrheitserwerb der Wiener Börse an den Börsen in Ljubljana und Prag, vgl. *o. V.*, Wiener Börse kauft Prager Börse, *Börsen-Zeitung* v. 8. November 2008, S. 3 sowie der Zusammenschluss der London Stock Exchange plc und der Borsa Italiana S.p.A., vgl. *London Stock Exchange plc*, Borsa Italiana and London Stock Exchange Combine, Pressemitteilung v. 1. Oktober 2007.

<sup>11</sup> *Pauly*, Daphne kuschelt mit Nero, *Der Spiegel* v. 8. Dezember 2008, S. 78. Zu weiteren Spekulationen aus jüngerer Zeit vgl. etwa *o. V.*, Deutsche Börse blickt nach Polen, *Börsen-Zeitung* v. 13. Januar 2009, S. 3; *o. V.*, Börse Oslo geht auf LSE zu, *Börsen-Zeitung* v. 5. Dezember 2008, S. 5.

<sup>12</sup> Multilateral Trading Facility (Multilaterales Handelssystem) im Sinne des Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 MFIRL.

liche Marktanteile im Aktienhandel.<sup>13</sup> Die Finanzkrise des Jahres 2008 hat die Handelsvolumina, nach einem vorübergehenden volatilitätsinduzierten Anstieg, erheblich schrumpfen lassen: Wichtige Marktteilnehmer sind weggefallen und andere reduzieren ihre Handelstätigkeit.<sup>14</sup> Die Macht der Handelsteilnehmer hat zugenommen und bereits zu Zugeständnissen bei den Handelsentgelten geführt, seit sie auf systematische Internalisierung oder den Aufbau eigener Handelsplattformen verweisen können.<sup>15</sup> Auch die von der EU-Kommission erzwungenen jüngsten Angleichungen im Bereich des Clearing und Settlement intensivieren den Wettbewerb.<sup>16</sup> Zur Reaktion hierauf hat die MFIRL den Börsenbetreibern zwar auch neue Handlungsmöglichkeiten eröffnet, so beispielsweise den Betrieb alternativer MTF-Handelsplattformen.<sup>17</sup> Eine wichtige strategische Option wird aber die Konzentration bleiben.

Dabei ist eine Konzentration nicht nur aus unternehmerischer Perspektive sinnvoll: Da die Qualität eines börslichen Marktes direkt von seiner Liquidität und den gehandelten Ordervolumina abhängt, verspricht eine Börsenkonzentration auch eine erheblich verbesserte volkswirtschaftliche Funktionalität der Börsen und des gesamten Kapitalmarktes.<sup>18</sup> Mit grenzüberschreitenden Börsenkonzentrationen kann zudem ein ganz wesentlicher weiterer Schritt zur tatsächlichen Integration des europäischen Kapitalmarktes geleistet werden, nachdem die rechtlichen Grundlagen mit Umsetzung der FSAP-Richtlinien nun vorliegen.

Während aber die Börsenkonzentration in anderen europäischen Ländern voranschreiten konnte, ist die Deutsche Börse AG ein weiteres Mal gescheitert.<sup>19</sup> Zwar waren hierfür in jüngerer Zeit offenbar primär Differenzen zwi-

---

<sup>13</sup> *Kalbhenn*, Börsenbetreiber stehen vor harter Belastungsprobe, *Börsen-Zeitung* v. 13. Januar 2009, S. 8; *Hellmann*, Der London Stock Exchange droht ein heißer Herbst, *Börsen-Zeitung* v. 25. Juni 2008, S. 8.

<sup>14</sup> *Kalbhenn*, Die Krise bringt für die Börsenbetreiber auch Chancen, *Börsen-Zeitung* v. 23. Oktober 2008, S. 8; *o. V.*, Börsen erleben schlechten Jahresauftakt, *Börsen-Zeitung* v. 14. Januar 2009, S. 4.

<sup>15</sup> *Kuckelkorn*, Börsen im Abwärtstrend, *Börsen-Zeitung* v. 5. September 2008, S. 8.

<sup>16</sup> Vgl. *o. V.*, Only connect, *The Economist* v. 15. Juli 2006, S. 63 f.; *Benders/Kurm-Engels*, Clearstream baut Bündnis, *Handelsblatt* v. 3. April 2008, S. 23.

<sup>17</sup> Vgl. etwa *o. V.*, Nyse Euronext kündigt alternative Plattform an, *Börsen-Zeitung* v. 9. September 2008, S. 3; zum MTF „Baikal“ der LSE vgl. *o. V.*, Londoner Börse sagt Turquoise Kampf an, *Börsen-Zeitung* v. 27. Juni 2008, S. 4. Ebenfalls in der Rechtsform eines MTF wird die neue Handelsplattform der Nasdaq OMX betrieben, vgl. *o. V.*, Nasdaq OMX: Europa-Plattform, *ZfgK* 2008, 36.

<sup>18</sup> *Seifert*, Der Börsenzusammenschluß nutzt der ganzen Volkswirtschaft, *FAZ* v. 23. August 2000, S. 30. Näher unten Teil 3, Abschnitt 2, B., S. 403 ff.

<sup>19</sup> *O. V.*, Börse bricht Fusionsgespräche mit Nyse Euronext ab, *Börsen-Zeitung* v. 9. Dezember 2008, S. 5.