

Börsen-Zeitung

06.05.2000

Ausgabe:87

Seite: B2

Autor:

Dr. Ekkehard Kurth, Ministerialdirigent, Leiter der Aufsicht über die hessischen Börsen

Der Charme öffentlich-rechtlicher Börsen

Das bewährte Modell garantiert Marktnähe, Flexibilität und Entwicklungsfähigkeit

In der börsenpolitischen Diskussion der jüngsten Zeit ist hin und wieder Kritik am öffentlich-rechtlich geprägten System der deutschen Börsenorganisation mit privatrechtlicher Trägerschaft laut geworden. Als Anstalten des öffentlichen Rechts, so wird argumentiert, seien die deutschen Börsen nicht hinreichend flexibel, um auf neue Marktentwicklungen und -erfordernisse angemessen reagieren zu können, außerdem behindere die öffentlich-rechtliche Struktur die internationale Kooperation.

Realität widerlegt die Kritik

Schon ein Blick auf die Realität genügt, um die Kritiker zu widerlegen: Frankfurt am Main hat in den letzten Jahren seine Stellung als führender kontinentaleuropäischer Börsen- und Finanzplatz deutlich ausgebaut und im Konzert der Weltbörsen eine gewichtige Stimme gewonnen. In diesem Zusammenhang erinnere ich an die Errichtung der deutsch-schweizerischen Terminbörse Eurex. Sie hat inzwischen im internationalen Wettbewerb, der nicht zuletzt ein Systemwettbewerb ist, die übrigen Terminbörsen der Welt überrundet und ist, noch vor der traditionsreichen Chicago Board of Trade, zur weltweit größten Börse für derivative Finanzprodukte aufgestiegen. Ein weiteres Beispiel für die Innovationskraft des öffentlich-rechtlichen deutschen Börsenmodells ist das von der Deutschen Börse AG an der Frankfurter Wertpapierbörse implementierte elektronische Handelssystem Xetra. Es gilt als das weltweit führende elektronische Handelssystem für den Kassamarkt. Seine internationale Attraktivität wird schon daran erkennbar, dass es Gegenstand von Kooperationen mit anderen europäischen Börsen ist.

Ich möchte die These aufstellen, dass die angesprochenen Erfolge wesentlich auf der vorbildhaften öffentlich-rechtlichen Organisations- und Aufsichtsstruktur des deutschen Börsensystems beruhen. Insbesondere die öffentlich-rechtliche Organisationsstruktur hat sich als sehr anpassungsfähig und wirtschaftlichen Forderungen entsprechend erwiesen.

Aktuellen Erfordernissen gerecht werden

Modernen normativen Rahmenbedingungen kommt für die Sicherung und Entwicklung von Börsenstandorten im verschärften globalen Wettbewerb eine zentrale Bedeutung zu. Bereits durch das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz, dessen börsenrechtliche Teile am 1. Januar 1995 in Kraft getreten sind, ist der Qualitätsstandard der deutschen Börsenorganisations- und Aufsichtsstruktur wesentlich erhöht worden. Eine weitere Fortentwicklung des Börsenrechts brachten das "Richtlinien-Begleitgesetz" vom 22. Oktober 1997 und das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz vom 24. März 1998. Die Börsenaufsichtsbehörden der Länder werden auch künftig die dynamischen Entwicklungsprozesse im Börsensektor mit großer Aufmerksamkeit verfolgen und mit allem Nachdruck darauf hinwirken, dass die normativen Rahmenbedingungen stets den aktuellen Erfordernissen eines modernen, im internationalen Wettbewerb stehenden Börsen- und Finanzplatzes gerecht werden.

Gelungener Umstrukturierungsprozess

Zu Beginn der neunziger Jahre löste sich die Frankfurter Wertpapierbörse von der örtlichen Industrie- und Handelskammer. Börsenträger ist seither eine Aktiengesellschaft, die heute unter der Bezeichnung Deutsche Börse AG firmiert. Dieser gelungene Umstrukturierungsprozess zeigte bereits, dass das deutsche Recht den Börsen hinreichend Spielraum gibt, um auf die sich ständig verändernden Rahmenbedingungen betriebswirtschaftlich angemessen reagieren und im Wettbewerb bestehen zu können. Die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit der Deutsche Börse AG als Trägerorganisation der Frankfurter Wertpapierbörse war eine wesentliche Voraussetzung für die Finanzierung der technischen Entwicklung und Implementierung des international erfolgreichen elektronischen Handelssystems Xetra und die Entwicklung weiterer Geschäftsfelder.

Vorzüge des deutschen Börsenmodells

Die Vorzüge des öffentlich-rechtlichen deutschen Börsenmodells erwachsen letztlich aus der Konstruktion der Börse als teilrechtsfähige Anstalt des öffentlichen Rechts und ihrer Verbindung mit einer privatrechtlichen Trägerorganisation. Diese Systemarchitektur verzahnt die öffentlich-rechtliche Struktur der Börse mit der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit und den Finanzierungsmöglichkeiten eines als Börsenträger fungierenden, gewinnorientierten Wirtschaftsunternehmens. In dieser Bündelung von System-, Ressourcen- und Handlungspotenzialen liegt der entscheidende Grund für die Überlegenheit des deutschen Börsenmodells im internationalen Vergleich.

Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz brachte eine grundlegende Neustrukturierung der Börsenorganisation. Bis zu seinem Inkrafttreten war der ehrenamtlich tätige Börsenvorstand für die Leitung der Börse zuständig. Durch die Neuregelung wurden die Leitungs- und Entscheidungsstrukturen unter Beibehaltung des öffentlich-rechtlichen Status der Börse denen von juristischen Personen des Privatrechts angenähert. Um die Leistungsfähigkeit der Börsenleitung zu verbessern, wurden die Managementaufgaben uneingeschränkt auf die Geschäftsführung übertragen, der jetzt die Leitung der Börse in eigener Verantwortung obliegt. Dadurch ist sichergestellt, dass die Börse wie ein privatwirtschaftlich ausgerichtetes Unternehmen durch ein ständig präsent, professionelles Management nach betriebswirtschaftlichen Grundsätzen geführt wird und zeitnahe Reaktionen auf neue Marktentwicklungen erfolgen. Anhand der Resultate der in den letzten Jahren sehr erfolgreichen Geschäftspolitik der Frankfurter Börsengeschäftsführungen ließe sich im Einzelnen exemplifizieren, dass die ins Werk gesetzten strukturellen Änderungen zielführend waren.

Hohe Sachkompetenz beim Börsenrat

Entscheidungen der Geschäftsführung über die Einführung von technischen Systemen, die dem Handel oder der Abwicklung von Börsengeschäften dienen, sowie andere Maßnahmen von grundsätzlicher Bedeutung bedürfen, soweit die Börsenordnung dies vorsieht, der Zustimmung des Börsenrates. Dieses Gremium hat insbesondere Kontroll- und Rechtssetzungsbefugnisse; es stellt ein wesentliches Instrument der Börsenselbstverwaltung dar. Seiner normativen Konstruktion ist es zuzuschreiben, dass der Börsenrat als ein Interessenvertretungsorgan von höchster Sachkompetenz und Qualität gilt. Seine Zusammensetzung erfasst das gesamte Spektrum der verschiedenen Gruppen von Handelsteilnehmern einschließlich der Emittenten, der Privatanleger und der institutionellen Anleger. Im Zuge der Börsengesetzänderungen, die mit der Sechsten KWG-Novelle einhergingen, und einer Anpassung der Verordnungen über die Wahl der Börsenräte wurde festgelegt, dass nach der Umsetzung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie auch

Wertpapierhandelsbanken und Finanzdienstleistungsinstitute im Börsenrat vertreten sein müssen.

Durch die umfassende Repräsentanz aller relevanten Gruppen ist sichergestellt, dass deren Interessen und Vorschläge in die Meinungsbildungs- und Entscheidungsprozesse des Börsenrates einfließen und vorhandene Kreativitätspotenziale in vollem Umfang nutzbringend ausgeschöpft werden. Es handelt sich um eine durch öffentliches Recht vorgegebene Plattform zur Diskussion und Entscheidung über Interessen, die - man kann es so formulieren - wirtschaftsdemokratische Elemente enthalten. Eine von der Börsenaufsicht erlassene Wahlordnung sorgt für eine ausgewogene Besetzung des Börsenrates, die neben den Handelsteilnehmern, wie Kreditinstituten, Finanzdienstleistungsinstituten, Maklern, Versicherungsunternehmen, Emittenten, auch die Anleger berücksichtigt.

Treten widerstreitende Interessen auf, so können diese frühzeitig im Vorfeld bedeutsamer Beschlussfassungen durch entsprechende Abstimmungsprozesse in den Ausschüssen des Börsenrates transparent gemacht und schließlich einem fairen Interessenausgleich zugeführt werden. Unter Berücksichtigung der bisherigen Erfahrungen lässt sich feststellen, dass selbst bei komplexen Projekten, zum Beispiel dem Zusammenschluss der DTB mit der Soffex zu Eurex oder der Einführung des elektronischen Handelssystems Xetra, die erforderlichen Börsenratsbeschlüsse in angemessener Zeit herbeigeführt und umgesetzt werden konnten.

Offen für innovative Entwicklungen

Die Frankfurter Börsenräte haben bisher ihre Rolle als "börsenpolitische Katalysatoren" erfolgreich wahrgenommen und ihre Offenheit für innovative Entwicklungen und zukunftsweisende Strukturänderungen eindrucksvoll unter Beweis gestellt. Dies kommt dem Finanzplatz Deutschland insgesamt zugute. Würden an die Stelle der Börsenräte Organe privatrechtlicher Gesellschaften treten, so blieben die aus dem öffentlich-rechtlichen Status der Börsenräte resultierenden Vorzüge - hervorheben möchte ich ihre "börsendemokratische Legitimation" als Interessenvertretungen und Entscheidungsgremien - nicht in diesem Umfang bestehen. Ähnlich detaillierte Organbesetzungsvorschriften, wie sie gegenwärtig im Börsengesetz und in den landesrechtlichen Wahlverordnungen enthalten sind, und Befugnisregelungen können nicht ohne gravierende Systembrüche in gesellschaftsrechtliche Regelungsgefüge interpoliert werden. Ein Organ gesellschaftsrechtlicher Prägung, wie zum Beispiel der Aufsichtsrat einer Aktiengesellschaft, ist strukturell und funktional nicht darauf ausgerichtet, die gesamte Spannungsbreite unterschiedlicher Interessen - vom Anlegerschutz bis zu den Anteilseignerinteressen - angemessen zu integrieren. Dies ist jedoch im volkswirtschaftlich so bedeutsamen Börsenbereich unverzichtbar. Der öffentlich-rechtliche Status der Börsen bietet im Vergleich zu einer privatrechtlichen Organisationsform unter anderem auch den Vorteil, dass die Börsenorgane zur Erfüllung ihrer Aufgaben öffentlich-rechtliche Handlungsformen einschließlich der entsprechenden Vollstreckungsmöglichkeiten nutzen können. Als Beispiele nenne ich die Weisungs- und Anordnungsbefugnis der Geschäftsführung gegenüber den Handelsteilnehmern und die Rechtssetzungsbefugnis des Börsenrates. Der als Satzung zu erlassenden Börsenordnung kommt einerseits auf Grund ihres hoheitlichen Charakters allgemeine Geltung gegenüber sämtlichen Handelsteilnehmern zu, andererseits kann sie in einem relativ einfachen Verfahren geändert werden, was ihre zeitnahe Anpassung unter Berücksichtigung neuer Entwicklungen und Erfordernisse ermöglicht. Die auf Grund des Börsengesetzes und der Börsenordnung bestehenden Eingriffsbefugnisse gegenüber den Handelsteilnehmern können einseitig, ohne deren Zustimmung, im Wege des Erlasses von Hoheitsakten (Verwaltungsakten) durchgesetzt werden. Sie stellen wirksame, unverzichtbare Instrumente zur Gewährleistung und Aufrechterhaltung eines ordnungsgemäßen Börsenhandels dar.

Bewährtes nicht über Bord werfen

Privatrechtliche Handlungsformen könnten ein solch hohes Maß an Effektivität nicht sicherstellen. Im Falle einer privatrechtlichen Börsenorganisation käme zum einen allenfalls eine punktuelle Verleihung hoheitlicher Befugnisse in Form einer Beleihung in Betracht, zum anderen bestünde die Notwendigkeit, die Rechtsbeziehungen zwischen Börse und Handelsteilnehmern vertraglich in Form Allgemeiner Geschäftsbedingungen zu regeln. Der damit verbundene Aufwand, dessen "Ertrag" nichts anderes wäre als ein spürbarer Flexibilitäts- und Effizienzverlust, liegt auf der Hand: Spätere Änderungen von Rechten und Pflichten müssten erneut in jedem Einzelfall konsensual mit sämtlichen Börsenteilnehmern ausgehandelt werden.

Das öffentlich-rechtliche Börsenmodell hat sich bewährt. Es garantiert ein denkbar hohes Maß an Selbstverwaltung im Sinne von Marktnähe und besitzt die für eine permanente Realisierung von Innovationen unabdingbare Flexibilität und Entwicklungsfähigkeit. Es besteht kein Grund, Bewährtes über Bord zu werfen.

(Börsen-Zeitung, 6.5.2000)