

Die Entstehung der Deutschen Terminbörse und der Deutsche Börse AG¹

Die Entstehung der Deutschen Terminbörse und der Deutsche Börse AG	1
I. Internationale Entwicklungslinien	1
a. Entwicklungslinien im Kassahandel	1
b. Entwicklungslinien im Terminhandel	7
i. Überblick	7
ii. Die Entstehung der SOFFEX	10
II. Die Entstehung der Deutschen Terminbörse	13
a. Das Projekt SOFFEX als Vorbild.....	13
b. Von der Gründung bis zum Handelsbeginn	16
c. DTB und Interessen	20
III. Von der DTB zur Deutschen Börse.....	23
a. Schneller finanzieller Erfolg der DTB	23
b. IBIS, MATIS und MIDAS: Die Kontroverse um den Kassamarkt der Zukunft	24
IV. Die Entstehung der Deutsche Börse AG	27
a. Das deutsche Manko: Börse ohne Macht	27
b. Vorarbeiten: DWZ und Deutscher Kassenverein.....	30
c. Der Plan für den neuen Träger: Deutsche Wertpapierbörse AG.....	33
d. Realisierungsschritte.....	36
i. Die Frankfurter Wertpapierbörse AG.....	36
ii. Die Deutsche Börse AG	38
V. Zum Erfolg.....	42

I. Internationale Entwicklungsliniena. Entwicklungslinien im Kassahandel

Deutsche Börsen erreichten am Ende des 20. Jahrhunderts Weltklasse. Die Deutsche Terminbörse, an der 1989 der Handel begann, entwickelte sich in neun

¹ Dieser Beitrag beruht in wesentlichen Punkten auf Informationsgesprächen und auf Archivmaterial. Für Gespräche dankt der Verfasser Rolf-E. Breuer, Serge Demolière, Klaus-Jürgen Diederich, Artur Fischer, Reto Francioni, Jörg Franke, Ludger Kübel-Sorger, Friedrich von Metzler, Andreas Preuß und Manfred Zaß. Besonderen Dank schuldet der Verfasser Jörn Lindner für die Unterstützung der Arbeit an diesem Beitrag und Berenike Seib sowie Jan A. Malysch für den Zugang zu Archivmaterial.

Jahren zur größten Terminbörse der Welt. Die Deutsche Börse AG brachte acht Jahre nach ihrer Formierung ihre eigenen Aktien an die Börse und wies danach den höchsten Marktwert aller Börsen der Welt auf. Es mag vermessen sein zu glauben, man könne den Ausgangspunkt dieser Erfolge finden. Ab und an lässt sich erkennen, wer wann, wo und wie eine Weiche gestellt hat. Aber lässt sich auch erkennen, was die Voraussetzungen dafür waren? Welche früheren Weichen mussten dafür richtig gestellt sein und wo liegt letztlich der Ausgangspunkt?

Schaut man zurück auf das frühe 20. Jahrhundert, stand Berlin als größte deutsche Börse ebenbürtig neben Paris, London und Wien.² Die großen Jahre im Termin- und Kassahandel vor und nach dem Ersten Weltkrieg mögen bei führenden Börsianern nicht nur den Glauben an eine Renaissance der deutschen Börsen, sondern auch die Bereitschaft dazu erhalten haben, sich dafür einzusetzen.³ Die Größe, Vielfalt und wissenschaftliche Fundierung des damaligen Börsenhandels nimmt man noch heute mit Erstaunen zur Kenntnis.⁴

Sucht man einen Ausgangspunkt nach dem Zweiten Weltkrieg, so fällt es schwer, nicht gleich an die Special Study of Securities Markets zu denken. Diese Untersuchung der Effektenmärkte in den Vereinigten Staaten durch deren Securities and Exchange Commission schlug sich 1963 in einem niveauvollen

² Karl Otto Pöhl: Neuorientierung an den Börsen und am Kapitalmarkt, Festvortrag anlässlich der 300-Jahr-Feier der Berliner Börse, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 33 vom 7. Mai 1985, S. 1.

³ Fritz Pook, der Vorsitzende der Kommission für Fragen des Terminhandels der Frankfurter Börse, kannte den Terminhandel vor 1931 noch aus eigener Anschauung. Die Kommission setzte zunächst auf die Wiedereinführung des Ultimo-Handels (Niederschrift über die Sitzung am 11. November 1965), bereitete aber später den Optionshandel vor, der 1970 aufgenommen wurde. Dem Ausschuss gehörte Wolfgang Röllner von der Dresdner Bank an. Er setzte sich später als Präsident des Bundesverbandes Deutscher Banken für die Errichtung der Deutschen Terminbörse ein.

⁴ Wolfgang Hafner, Heinz Zimmermann (Hrsg.): Vinzenz Bronzin's Option Pricing Model. Exposition and Appraisal. Berlin 2009. In diesem Buch wird deutlich, dass Vinzenz Bronzin schon 1908 ein wissenschaftliches Niveau erreicht hat, wie man es erst um 1970 z.B. beim späteren Nobelpreisträger Myron Scholes wieder findet.

Bericht⁵ von 3.500 Seiten nieder, dem Wissenschaft und Praxis viele Anstöße verdanken. Dazu gehört eine Anregung, die damals revolutionär war: Die Marketmaker im außerbörslichen Handel sollten ihre Geld- und Briefkurse einem Zentralcomputer melden, damit diese An- und Verkaufsgebote jederzeit auf Bildschirmen im ganzen Land gesehen werden könnten.⁶

Die Vorteile einer solchen Gebotspublizität gegenüber der telefonischen Abfrage der Kursspannen bei den einzelnen Marketmakern liegen auf der Hand. Man denke nur an die Zeitersparnis bei jeder Transaktion.

Die NASD⁷ griff diese Anregung 1964 auf, entwickelte bis 1967 mit Hilfe der Beratungsfirma Arthur D. Little einen Vorschlag und fand in Bunker Ramo den einzigen Hersteller, der sich an ein solches Informationssystem für die gesamten Vereinigten Staaten heranwagte. Das System nahm am 8. Februar 1971 unter dem Namen NASDAQ⁸ seine Arbeit auf. Es deckte etwa 2 400 Aktien ab, erreichte 700 Effektenhandelsbetriebe und beantwortete schon damals 350 000 Anfragen pro Tag. Der Geschäftsabschluss erfolgte per Telefon. De facto wurde eine neue Börse geschaffen, die als neuer Wettbewerber alle anderen Börsen der USA herausforderte.⁹ Diese Börse ohne Börsensaal hatte genau genommen nur Fernmitglieder und läutete für die Börsen der USA die Phase stürmischer wettbewerblicher Entwicklungen ein.

⁵ Report of Special Study of Securities Markets of the Securities and Exchange Commission, House Document No. 95, 88th Congress, 1st Session, Washington 1963.

⁶ Ebd., Part 2, S. 668 f. Siehe hierzu auch Sidney Robbins: *The Securities Markets*, New York 1966, S. 207-212.

⁷ National Association of Securities Dealers, die Selbstverwaltungsorganisation des außerbörslichen Marktes, zuständig für dessen Ordnung (Section 15A Securities and Exchange Act). Siehe hierzu Sidney Robbins: *The Securities Markets*, New York 1966, S. 110-112.

⁸ National Association of Securities Dealers Automated Quotations.

⁹ Hartmut Schmidt: *Vorteile und Nachteile eines integrierten Zirkulationsmarktes für Wertpapiere gegenüber einem gespaltenen Effektenmarkt*, herausgegeben von der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Kollektion Studien, Reihe Wettbewerb-Rechtsangleichung Nr. 30, Brüssel 1977, S. 246 f.

Die Börsen in Europa verstanden sich um 1970 als Schwesterbörsen.¹⁰ Der Gedanke an einen Börsenwettbewerb lag fern. Selbst die Kommission der Europäischen Gemeinschaften tendierte eher zur Konzentration auf eine Europabörse¹¹, obwohl ihr auch ein Gutachten vorlag, das vor dem Hintergrund der Erfahrungen in den Vereinigten Staaten für den Börsenwettbewerb in Europa plädierte.¹²

Den Börsenwettbewerb in Europa erzwungen hat die britische Wettbewerbsbehörde, das Office of Fair Trading in London. Sie betrachtete die London Stock Exchange als Kartell und bereitete eine Klage gegen sie vor, um das Kartell zu brechen. Der Börse gelang es 1983 in Verhandlungen mit der britischen Regierung, die Klage durch das Versprechen abzuwenden, sich grundlegend selbst zu reformieren. Das Ergebnis dieser Reform war der „Big Bang“ vom 27. Oktober 1986. Seit diesem Datum herrscht an der Londoner Börse Provisionswettbewerb. Ihre Mitgliedsfirmen mussten auch Ausländer und Banken als Gesellschafter akzeptieren und durften für fremde und eigene Rechnung handeln.¹³ Das Gebotsanzeigesystem SEAQ¹⁴ nahm den Betrieb auf, das nach dem Vorbild von NASDAQ Geld- und Briefkurse der Marketmaker in den einzelnen Werten zusammenstellte und über Bildschirme verfügbar machte.

¹⁰ Benn Steil: *The European Equity Markets*, London und Copenhagen 1996, S. 4.

¹¹ Eddy Wymeersch: *Die Effektenmarktaufsicht in der Europäischen Gemeinschaft*, herausgegeben von der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Kollektion Studien, Reihe Wettbewerb-Rechtsangleichung Nr. 31, Brüssel 1978, S. 217-231. Die Kommission veranstaltete 1980 in Brüssel ein Symposium über die Errichtung einer integrierten EG-Aktienbörse (Harald Degner, *Die supranationale Zusammenarbeit der Wertpapierbörsen*, in: *Die Bank*, 20. Jg., 1980, S. 317-319, S. 319).

¹² Hartmut Schmidt: *Vorteile und Nachteile eines integrierten Zirkulationsmarktes für Wertpapiere gegenüber einem gespaltenen Effektenmarkt*, herausgegeben von der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Kollektion Studien, Reihe Wettbewerb-Rechtsangleichung Nr. 30, Brüssel 1977, S. 364-371.

¹³ Roger D. Huang und Hans R. Stoll: *Major World Equity Markets: Current Structure and Prospects for Change*, New York University Salomon Center, Monograph Series in Finance and Economics, Heft 1991-3, S. 2-7.

¹⁴ Stock Exchange Automated Quotations

Als unmittelbare Folge zogen es die Börsenhändler vor, am Bildschirm über das Telefon zu handeln. Der Börsensaal in London blieb leer.¹⁵

Tiefgreifende Folgen zeigten sich im Ausland, als die Londoner Börse das Marktsegment SEAQ International (SEAQ I) für Auslandsaktien einrichtete. Der Handel über SEAQ I war von der Börsenumsatzsteuer befreit. Die Handelszeit war länger als an den Börsen auf dem europäischen Festland. SEAQ I erreichte große Marktanteile im Handel von schwedischen, holländischen, französischen und italienischen Aktien. In deutschen Aktien kam SEAQ I immerhin auf niedrige zweistellige Marktanteile.¹⁶ Die Heimatbörsen auf dem Festland sahen sich herausgefordert, auf den Londoner Wettbewerbsvorstoß zu reagieren.¹⁷

Im Vordergrund der Diskussion zur Börsenreform stand in Deutschland damals die Frage, wie man mehr Unternehmen an die Börse bringt. Zu offensichtlich war der Widerspruch zwischen industrieller Entfaltung und Verkümmern des Aktienwesens.¹⁸ An den deutschen Börsen waren 1983 nur noch 442 inländische Aktiengesellschaften notiert, und es gab insgesamt gerade noch 2 118 inländische Aktiengesellschaften.¹⁹ Mehr als 99,5 % der deutschen Unternehmen bevorzugten nicht die AG, sondern eine andere Rechtsform.²⁰ Die

¹⁵ Robert A. Schwartz und Reto Francioni: Equity Markets in Action, Hoboken 2004, S. 244. Das Bild des leeren Londoner Börsensaals war für viele der Beweis: Börsensäle gehören zur Welt von gestern. Börsenreform musste sich aus dieser Sicht gegen Börsensäle wenden.

¹⁶ Gemessen in Prozent des Umsatzes an den deutschen Börsen und an SEAQ I.

¹⁷ Niederschrift über die Sitzung des Vorstandes der Frankfurter Wertpapierbörse vom 27. Oktober 1986, S. 2 f. Siehe auch Benn Steil: The European Equity Markets, London und Copenhagen 1996, S. 5-25.

¹⁸ Karl Otto Pöhl: Neuorientierung an den Börsen und am Kapitalmarkt, Festvortrag anlässlich der 300-Jahr-Feier der Berliner Börse, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 33 vom 7. Mai 1985, S. 1.

¹⁹ Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen, Bericht 1986, S. 68. Carsten Peter Claussen: Börse und Staat, in: Niedersächsische Börse zu Hannover (Hrsg.): Niedersächsischer Kapitalmarkttag 1980: Die Börse und ihr Umfeld, Frankfurt 1981, S. 37-59, 52, sprach von der „Vergreisung“ der Aktiengesellschaften.

²⁰ Herbert Giersch und Hartmut Schmidt: Offene Märkte für Beteiligungskapital: USA, Großbritannien, Bundesrepublik Deutschland, Studie anlässlich des 125jährigen Jubiläums der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse zu Stuttgart, Stuttgart 1986, S. 84. An der Vorbesprechung dieser

lange Entwicklung hin zu diesem Tiefpunkt rückte die Frage, welche Rolle die Börse noch für die Unternehmen spielt, über viele Jahre in den Vordergrund.²¹ Aber die schrittweise Einführung des vollelektronischen Börsenhandels in Toronto ab 1977, die Übernahme dieses Modells in Paris (Einführung des CAC-Systems im Juli 1986) und vor allem die Entwicklung in London führten zu der Einsicht, dass es weitergehende Reformschritte brauchte, um den deutschen Kapitalmarkt zu stärken.

Die Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen erhielt zum 1. Juli 1986²² eine neue Verfassung mit Mitgliederversammlung, Fachherrenbeirat und Geschäftsführung.²³ Sie nahm ihren Sitz in Frankfurt. Ihr erster Bericht²⁴ geht auf den wettbewerblichen Vorstoß des überragenden Finanzplatzes London ein²⁵ und setzt dagegen einen „Wunsch katalog“ zur Stärkung der internationalen

Studie zwischen Auftraggeberin und Autoren nahm auch Rolf-E. Breuer teil. Die Stuttgarter Börse wurde vertreten durch Gerhard Burk und Dieter Maier.

²¹ Auch nach der Umstrukturierung im Freiverkehr und dem Start des Geregelten Marktes rangierte dieses Thema noch vor dem Projekt Deutsche Terminbörse. Siehe Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörse, Bericht 1988, S. 4 f., 12 f., 88. Zu dieser Reform Torsten Schrader: Geregelter Markt und geregelter Freiverkehr, Auswirkungen gesetzgeberischer Eingriffe, Wiesbaden 1993.

²² Bemerkenswerterweise wurde CATS auch an anderen napoleonischen Börsen (z.B. Mailand, Brüssel) eingeführt. Robert A. Schwartz und Reto Francioni: Equity Markets in Action, Hoboken 2004, S. 244.

²³ Vorsitzender der Mitgliederversammlung war Gernot Ernst. Geschäftsführer war Rüdiger von Rosen, zuvor Leiter des Büros von Bundesbankpräsident Pöhl und Leiter der Hauptabteilung Presse und Information der Deutschen Bundesbank. Zur alten Verfassung der 1952 in Hamburg gegründeten Arbeitsgemeinschaft siehe Harald Degener und Rainer Flöge: Die Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen und ihrer Mitglieder, Bonn 1972. Die Arbeitsgemeinschaft war eine Gesellschaft bürgerlichen Rechts. Zu den Aufgaben siehe Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen: Jahresbericht 1986, S. 35 f. Siehe auch: Wolfgang Röller: Neuorganisation des deutschen Börsenwesens, in: Die Bank, 26. Jg., 1986, S. 392-395, sowie Herbert Giersch und Hartmut Schmidt: Offene Märkte für Beteiligungskapital: USA, Großbritannien, Bundesrepublik Deutschland, Studie anlässlich des 125jährigen Jubiläums der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse zu Stuttgart, Stuttgart 1986, S. 84-86.

²⁴ Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen, Jahresbericht 1986. Der letzte Bericht erschien 1991. Auch die Berichte für 1992 und 1993 tragen das Logo der Arbeitsgemeinschaft, den bordeauxroten Ring aus acht gleichgroßen Trapezen. Aber statt „Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen“ findet sich dort „Deutsche Börsen“. Der Bericht für 1994 ist der Geschäftsbericht der Deutsche Börse AG. Die Arbeitsgemeinschaft ging in der Deutsche Börse AG auf, die Ende 1992 entstand. Deutsche Börsen Jahresbericht 1992, S. 4, 40. Im Prüfungsbericht der KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft über den Jahresabschluss zum 31. Dezember 1995 und zum Lagebericht der Deutsche Börse AG wird auf S. 33 erwähnt, die Liquidation der Arbeitsgemeinschaft sei abgeschlossen. Die Deutsche Börse AG war als ihr Liquidator bestellt worden.

²⁵ Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen, Bericht 1986, S. 22.

Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland: Die Wünsche betreffen Unternehmensfinanzierung, Vermögensbildung, Maklerrecht und Insider-Regelungen, gewünscht werden aber auch Terminmärkte, Änderungen in der Börsenstruktur sowie die Abschaffung der Börsenumsatzsteuer.²⁶

b. Entwicklungslinien im Terminhandel

i. Überblick

Die Hinweise auf künftige Terminmärkte und eine eigene Optionsbörse „wie an anderen internationalen Finanzplätzen“²⁷ erscheinen rückblickend wie wohlverschlüsselte Signale über die Existenz eines zielbewussten neuen Machtzentrums im deutschen Börsenwesen. Es bestand aus Vertretern der großen Häuser in Frankfurt, die über Jahre zusammenarbeiten und die Börsenpolitik bestimmen sollten²⁸. Entgegen der europäischen Tradition wollten sie einen Terminmarkt an einer eigenständigen neuen Börse schaffen, statt das Termingeschäft an den bestehenden Börsen zu neuer Blüte zu führen. Sie hatten die Chance erkannt, nach dem Schweizer Vorbild binnen weniger Jahre eine deutsche Terminbörse zu schaffen.

Die Schweizer hatten sich von der European Option Exchange (EOE) in Amsterdam anregen lassen, die wiederum in der Chicago Board Options

²⁶ Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen, Bericht 1986, S. 51 f. Zur Begründung dieser Forderung siehe Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1985, S. 57, und Hartmut Schmidt: Vorteile und Nachteile eines integrierten Zirkulationsmarktes für Wertpapiere gegenüber einem gespaltenen Effektenmarkt, Brüssel 1977, S. 370 f.

²⁷ Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen, Bericht 1986, S. 34.

²⁸ Ein ständiges Mitglied dieses Kreises, Manfred Zaß, sah zumindest zu Beginn die führende Rolle der Arbeitsgemeinschaft bei der Reorganisation der deutschen Börsen. „Es ist bereits fünf nach Zwölf“, Ein Gespräch mit Manfred Zaß, Vizepräsident der Frankfurter Wertpapierbörse und Vorstandsmitglied der Deutschen Girozentrale, in: Börsen-Zeitung, 9. September 1986, wieder abgedruckt in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 60 vom 11. September 1986, S. 6-9, 7 f. Man sähe die Arbeitsgemeinschaft gern als „die koordinierende, mit Autorität agierende Institution“. Es gehe darum, die globalen Zusammenhänge von Standort, Gesetzgebung, Technik und Marktstruktur mit einzubeziehen.

Exchange (CBOE) ihr Vorbild hatte. Die CBOE wurde 1973 eröffnet²⁹ und hatte großen Erfolg, weil für sie ein neuer Optionstyp entwickelt worden war. Im Gegensatz zum traditionellen Optionstyp ist die Optionsfrist nicht fest, sondern variabel und endet an einem einheitlichen Verfalltag. Der Ausübungskurs orientiert sich nicht einfach am Kurs des Basiswertes am Abschlusstag, er muss einer zulässigen Stufe des Ausübungskurses entsprechen. Das Recht des Käufers der Option auf Bezug oder Lieferung entsteht nicht mehr gegenüber einem individuellen Stillhalter, sondern gegenüber dem Clearinghaus; der Verkäufer der Option geht eine Verpflichtung gegenüber dem Clearinghaus ein.

Bei Geschäften auf Grundlage des traditionellen Optionskontraktes entstehen unterschiedliche Optionsrechte in unbeschränkter Zahl.³⁰ Der Stillhalter ist über die gesamte Optionsfrist gebunden.³¹ Dank ihrer Konstruktion führt die CBOE-Option dagegen zu einer begrenzten Zahl von Kombinationen von Basiswert, Verfalltag und Ausübungskurs, also zu standardisierten Optionsrechten und damit zu Optionsklassen. In diesen Optionsklassen kann sich, wie in vertretbaren Wertpapieren, ein reger börslicher Handel zu sehr geringen Transaktionskosten entwickeln.³² Der Stillhalter kann sich jederzeit durch Käufe von Optionen derselben Optionsklasse teilweise oder ganz von seiner Verpflichtung befreien.

²⁹ First Organized Puts-and-Calls Market, Board of Trade Offshoot Opens Tomorrow, in: Wall Street Journal, 25. April 1973. Die neue Börse startete mit 350 Mitgliedern nach einer Vorbereitungszeit von fünf Jahren und Investitionen von \$ 2,5 Mio. Der Antrag auf Genehmigung der Börse wurde Ende 1969 bei der SEC gestellt. Zum Handel an der CBOE siehe John C. Cox und Mark Rubinstein: Option Markets, Englewood Cliffs 1985, S. 63-82.

³⁰ An den deutschen Börsen wurde das Termingeschäft 1931 eingestellt und 1970 in Form des Optionshandels wieder aufgenommen. Bis 1978 wurden Optionen des traditionellen Typs gehandelt. Danach kam es zu einer schrittweisen Annäherung an den CBOE-Typ. Hierzu und zu den deutschen Usancen des Optionshandels vor der Gründung der Deutschen Terminbörse siehe Hartmut Schmidt: Wertpapierbörsen, München 1988, S. 71 f., 81-87, und Arbeitsgruppe Optionsgeschäft: Leitfaden für das börsenmäßige Optionsgeschäft, bearbeitet von Artur Beer und Armin Müller, Stuttgart 1978. Zum Handel des traditionellen Typs in den USA siehe Report of Special Study of Securities Markets of the Securities and Exchange Commission, Washington 1963, Part 4, S. 687-697.

³¹ Denkbar ist natürlich der Rückkauf genau des Optionsrechts, das beim Verkauf des Stillhalters entstand. Siehe hierzu Hartmut Schmidt: Wertpapierbörsen, München 1988, S. 71.

³² Das bringt die Bezeichnung „traded options“ für den CBOE-Typ zum Ausdruck.

Die Innovation der CBOE verbreitete sich weltweit. Zunächst nahmen andere amerikanische Börsen den Handel in Optionen des neuen Typs auf. In Europa führten den neuen Optionshandel 1978 die Londoner Börse und die EOE ein. Die EOE wurde eigens für den Optionshandel gegründet. Später nahm sie nach amerikanischem Vorbild auch den Handel in Financial Futures auf.

Im Zuge der Auflösung des Bretton-Woods-Systems 1971 kam es zu erheblichen Wechselkurs- und Zinsschwankungen. Diesen Anstieg der Volatilität an den Finanzmärkten sah man in Chicago als Chance. Die Absicherung gegen Preisschwankungen durch den Warenterminhandel wurde dort bereits seit hundert Jahren gepflegt, die Erfahrungen hieraus konnten nun für den Terminhandel von Finanzinstrumenten genutzt werden. Die ersten Financial Futures waren 1972 die Devisenkontrakte der Chicago Mercantile Exchange (CME).³³ Die ersten Zinsfutures wurden 1975 vom Chicago Board of Trade (CBOT) und 1976 von der CME eingeführt.³⁴ 1977 begann am CBOT der Handel eines Future auf amerikanische Staatsanleihen (T-Bond Future), der sich zum erfolgreichsten Kontrakt der Welt entwickelte.³⁵ Seit 1982 werden auch Aktienindexfutures gehandelt.³⁶ Ebenfalls 1982 wurden Optionen auf Financial Futures an den Börsen Chicagos eingeführt.

Jahr für Jahr wuchsen die Umsätze an den Terminbörsen. Das verstärkte an vielen Finanzplätzen den Wunsch, sich selbst eine Plattform für dieses

³³ David Kynaston: LIFFE: A Market and its Makers, Cambridge 1997, S. 7-9.

³⁴ Kenneth Garbade: Securities Markets, New York 1982, S. 304-311.

³⁵ Marcelle Arak und Christopher J. McCurdy: Interest Rate Futures, in: Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review, 4. Jg., 1979, Heft 4, S. 33-46. Zur Frage, was einen erfolgreichen Kontrakt ausmacht, siehe Stefan Janssen: Kontraktdesign und Kontrakterfolg von Financial Futures, Wiesbaden 1994.

³⁶ Der Kansas City Board of Trade führte Anfang 1982 seinen Kontrakt auf den Value-Line-Index ein, die CME folgte im April mit ihrem Kontrakt auf den Standard & Poor's 500. Dietrich-Kurt Frowein: Der DAX-Kontrakt bietet viele Möglichkeiten, in: Gerald Braunberger und Thomas Knipp (Hrsg.): Die Deutsche Terminbörse, Frankfurt 1989, S. 65-84, 75-77.

anspruchsvolle und aussichtsreiche Geschäft zu schaffen.³⁷ In England entstand 1982 die London International Financial Futures Exchange (LIFFE), in Schweden 1985 der Option Market Stockholm (OM) und in Paris 1986 der Marché à Terme international de France (MATIF).³⁸ 1988 sollte auch in der Schweiz eine Terminbörse den Handel aufnehmen.

ii. Die Entstehung der SOFFEX³⁹

Die Arbeiten der Börsen Basel, Genf und Zürich an einem Terminmarkt begannen 1983 mit der Absicht, einen Parketthandel wie an der EOE an den drei wichtigsten Börsen der Schweiz einzuführen. Aber das erschien nach reiflicher Überlegung gerade nicht attraktiv.⁴⁰ Eine einzige elektronische Terminbörse mit eigener Clearingstelle gewann 1985 mehr Zustimmung. Die Entscheidung für eine einzige Börse beseitigte für die Planer das Problem, wie sich die Marktanteile auf die drei Börsen verteilen würden und wie viel dort jeweils investiert werden müsste. Mit dem Votum für eine elektronische Börse war

³⁷ Mitte der achtziger Jahre überstieg der Umsatz in Financial Futures bereits den Umsatz im Warentermingeschäft. Stefan Janssen: Kontraktdesign und Kontrakterfolg von Financial Futures, Wiesbaden 1994, S. 2. Zur weiteren Umsatzentwicklung siehe Thomas Book: Elektronischer Börsenhandel und globale Märkte, eine ökonomische Analyse der Veränderungen an Terminbörsen, Wiesbaden 2001, S. 35 f.

³⁸ OM wird häufig als die erste elektronische Optionsbörse bezeichnet. Tatsächlich wurde ein Teil der Geschäfte elektronisch, der ganz überwiegende Teil aber zunächst mündlich zwischen den Händlern abgeschlossen und mit Kreide und Tafel notiert. Die erste vollelektronische Optionsbörse war die SOFFEX. Zur Gründung weiterer Terminbörsen in Europa siehe Jörg Franke: Die Deutsche Terminbörse im internationalen Wettbewerb, in: Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen (Hrsg.): Finanzmarkttheorie und Börsenstruktur, Frankfurt 1992, S. 147-154. Zum Entstehen der LIFFE siehe David Kynaston: LIFFE: A Market and its Makers, Cambridge 1997, S. 20-78.

³⁹ Dieser Abschnitt stützt sich auf Gespräche mit Rolf-E. Breuer am 18. November 2010 und mit Reto Francioni am 26. November 2010 sowie auf SOFFEX Swiss Options and Financial Futures Exchange AG, Management Summary, Januar 1987.

⁴⁰ Als Gründe wurden genannt: Zersplitterung, Kosten an drei Märkten, Mangel an Ringhändlern, Informationsbedürfnisse eines Händlers am Terminmarkt (Schreiben von Arthur Andersen an Breuer vom 19. März 1987, Anlage 1, S. 2). Siehe auch Richard T. Meier und Tobias Sigrist: Der helvetische Big-Bang, Zürich 2006, S. 79-86, 108-113. Peter Forstmoser und Urs Pulver: Der Optionshandel in der Schweiz, in: Wertpapier-Mitteilungen IV, 42. Jg., 1988, Sonderbeilage 6, S. 5, 7 f. weisen aber auch darauf hin, dass die Aufnahme des Optionshandels an einer oder allen drei öffentlich-rechtlichen Börsen eine Änderung des jeweiligen kantonalen Wertpapiergesetzes erfordert hätte, derer es bei einer abgekoppelten privatrechtlichen Börsenorganisation nicht bedurfte.

gewährleistet, dass man an jedem der drei Börsenplätze gleich gut am Handel teilnehmen könnte. Der Standort der Börse selbst würde sich leicht wählen und wechseln lassen, ein wichtiger Aspekt wegen des Wettbewerbs der Kantone als Gesetzgeber. Die elektronische Börse wies noch andere Vorzüge auf: Bildschirmfernhändler waren eher verfügbar als Parkethändler, die Informationsbedürfnisse der Händler ließen sich beim Bildschirmhandel gut erfüllen, eines Tages könnten sogar ausländische Marktteilnehmer unmittelbar an der elektronischen Börse handeln, ohne die Kosten einer Niederlassung in der Schweiz tragen zu müssen. Der letzte Gedanke nahm die später so wichtige Frage des grenzüberschreitenden Fernzugangs vorweg.⁴¹

1986 betrauten die drei Börsen (Association Tripartite Bourses) und die Großbanken Bankgesellschaft, Bankverein und Kreditanstalt die Unternehmensberatung Arthur Andersen & Co. mit dem Aufbau der elektronischen Terminbörse. Um Wirtschaft, Behörden und Politik für das Projekt zu gewinnen, musste seine Leitung Gewicht haben und koordiniert vorgehen. Geleitet wurde das Projekt von einem Ausschuss, dem drei Vertreter der Großbanken und drei Börsenvertreter angehörten. Dieser Lenkungsausschuss war stark genug, um die zukünftige Grenze zwischen börslichem und außerbörslichem Terminhandel verbindlich abzustecken⁴² und um die Anforderungen der Marktteilnehmer an die Börse in den Bereichen Technik, Handel und Clearing durchzusetzen. Zusätzlich wurden User Approval

⁴¹ Wie der Verfasser von Reto Francioni erfuhr, wurde dieser Gedanke von Jörg Fischer von der Schweizerischen Kreditanstalt eingebracht. Auch Francioni war damals bei der SKA tätig und daneben mit Rechtsfragen der SOFFEX befasst. Der Fernzugang über Grenzen hinweg erlangte nach dem Erlass der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie große Bedeutung und trug entscheidend zum späteren Erfolg der Deutschen Terminbörse bei. Siehe hierzu: Thomas Book: Elektronischer Börsenhandel und globale Märkte, eine ökonomische Analyse der Veränderungen an Terminbörsen, Wiesbaden 2001, S. 140-147; Wolfgang Bessler, Thomas Book und Andreas Preuß: Elektronischer Handel versus Parkethandel. Der Wechsel in der Marktführung im Bund-Future-Handel von der LIFFE zur DTB/Eurex, in: Wolfgang Bessler (Hrsg.): Börsen, Banken und Kapitalmärkte, Berlin 2006, S. 174-176.

⁴² Es wurde z.B. Börsenzwang vereinbart, so dass kompensierbare Aufträge und Gebote über die Börse laufen müssen. Für alle Transaktionen für die Kunden eines Marktteilnehmers wurde ein Konto im System vorgegeben, Kundendaten sieht die Börse also nicht. Ein zweites Konto erfasst den Eigenhandel.

Groups eingerichtet. Es galt, eine Terminbörse mit vollständig automatisiertem Handels- und Clearingsystem zu errichten und mit den Handels- und Abwicklungsbüros der Mitglieder zu verbinden, die Kontrakte für die Optionen und Futures zu entwickeln, die Ausbildung bei den Marktteilnehmern und der Börse zu gewährleisten, die offenen rechtlichen, steuerlichen und bankaufsichtlichen Fragen zu klären und erforderliche Gesetzesänderungen anzustoßen. Das Regelwerk der Börse war so zu formulieren, dass international anerkannte Standards nicht unterschritten wurden.

Der Lenkungsausschuss entschied sich, ein eigenes Schweizer System zu entwickeln und beauftragte die Digital Equipment Corporation mit der Lieferung der Hardware. Die Software wurde von Arthur Andersen entwickelt und getestet. Die Börse erhielt die Rechtsform einer Aktiengesellschaft und den Namen SOFFEX Swiss Options and Financial Exchange AG. Von den anderen Börsen abgekoppelt und privatrechtlich organisiert, unterlag sie keiner Börsenaufsicht.⁴³ Ihr Standort Dietikon lag im Kanton Zürich, an der Grenze zum Kanton Aargau.⁴⁴ Die Gesellschaft wurde am 15. Dezember 1986 gegründet und eröffnete am 19. Mai 1988 mit 52 Mitgliedern den Handel in Optionen auf elf Schweizer Aktien.⁴⁵

⁴³ Peter Forstmoser und Urs Pulver: Der Optionshandel in der Schweiz, in: Wertpapier-Mitteilungen IV, 42. Jg., 1988, Sonderbeilage 6, S. 5, 7 f.

⁴⁴ Das hätte es sehr erleichtert, im Fall einer problematischen Änderung des Zürcher Rechts in die Gewerbefreiheit Aargaus auszuweichen.

⁴⁵ Udo Rettberg: Erfolgreicher Soffex-Start: Die kühnsten Erwartungen wurden noch übertroffen, Handelsblatt, 29. Juni 1988. Ernst Mollet, Eugen Dempfle und Philipp Weckherlin: SOFFEX – Konzeption und Implementierung einer vollelektronischen Optionsbörse, in: Die Bank, 28. Jg. 1988, S. 622-628.

II. Die Entstehung der Deutschen Terminbörse⁴⁶

a. Das Projekt SOFFEX als Vorbild

Was wird einen Börsianer im Herbst 1986 bewegt haben, der sich mitverantwortlich fühlte für die zukünftige Wettbewerbsposition des Wertpapierhandels in Deutschland? Die Infrastruktur für den Handel in Deutschland wurde Jahr für Jahr technisch verbessert, und 1986 waren die acht deutschen Börsen unter das Dach der neuen Arbeitsgemeinschaft gebracht worden. Aber andere Finanzplätze hatten mehr dafür getan, ihre Position im internationalen Wettbewerb zu stärken und Marktanteile zu gewinnen.⁴⁷ Besonders der Londoner Vorstoß mit SEAQ I schien eine direkte Bedrohung und musste so schnell wie möglich pariert werden. Die deutschen Börsen mussten aufholen. Wer im Ausland nach Anregungen dafür suchte, wo in Deutschland die Chance für einen großen Schritt nach vorn bestand, für den konnte das Projekt SOFFEX eine Art Offenbarung sein, auch wenn mit dem Beginn des SOFFEX-Handels noch lange nicht zu rechnen war.⁴⁸

⁴⁶ Die Entstehung der Deutschen Terminbörse und der Deutsche Börse AG wird hier mit dem Blick auf Weichenstellungen dargestellt. Wer eine Darstellung der Entwicklung von Börsen im betrachteten Zeitraum aus evolutions-, wettbewerbs- und organisationstheoretischer Sicht sucht, sei verwiesen auf: Thomas Book: Elektronischer Börsenhandel und globale Märkte. Eine ökonomische Analyse der Veränderungen an Terminbörsen, Wiesbaden 2001, Dirk Niedereichholz: Die Zukunft der Börse – Verbandbetrieb oder Publikumsgesellschaft, Hamburg 2004, Stefan Prigge: Recent Developments in the Market für Markets for Financial Instruments, in: Klaus J. Hopt und Eddy Wymeersch (Hrsg.): Capital Markets and Company Law, Oxford, 2003, S. 47-85, Hartmut Schmidt, Olaf Oesterhelweg und Kai Treske: Der Strukturwandel im Börsenwesen: Wettbewerbstheoretische Überlegungen und Trends im Ausland als Leitbilder für den Finanzplatz Deutschland, in: Kredit und Kapital, 30. Jg., 1997, S. 370-411.

⁴⁷ „Es ist bereits fünf nach Zwölf“, Ein Gespräch mit Manfred Zaß, Vizepräsident der Frankfurter Wertpapierbörse und Vorstandsmitglied der Deutschen Girozentrale, in: Börsen-Zeitung, 9. September 1986, wieder abgedruckt in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 60 vom 11. September 1986, S. 6-9.

⁴⁸ Nach einem Pressebericht sagte Breuer später, man sei hierzulande mit Blick auf das Schweizer Vorhaben SOFFEX aufgewacht. (Aufgewacht? In: Börsen-Zeitung, 10. Juni 1987). Um die schweizerische Position im internationalen Wettbewerb zu verbessern, bemühte man sich dort ab 1986 um die „strukturelle Reform des Börsenplatzes Schweiz“. Es kam 1991 zur Schließung von vier Börsen und 1993 zur Gründung der Schweizerischen Effektenbörse, von der die SOFFEX und die Börsen in Basel, Genf und Zürich aufgenommen wurden (Richard T. Meier und Tobias Sigrist: Der helvetische Big-Bang, Zürich 2006, S. 95-104). Geplant wurde auch der Übergang vom Ringhandel

Das Projekt SOFFEX zeigte, wie man einen innovativen Börsenhandel etablieren kann, auch wenn es im Lande bereits mehrere unabhängige Börsen gibt: Man gründet eine neue, vollelektronische⁴⁹ Börse. Das konnte nur einem durchsetzungsstarken Gründerkreis gelingen und setzte kompetente Vorarbeiten zur Entwicklung dieser Börse voraus. Wenn die neue Börse eine Terminbörse sein sollte, erschien es zum gegebenen Zeitpunkt die beste Lösung, auf das Team der Unternehmensberatung Arthur Andersen mit seiner SOFFEX-Erfahrung zurückzugreifen, das im Laufe des Jahre 1988 für neue Aufgaben zur Verfügung stehen würde.

Es ist Rolf-E. Breuer zu verdanken, dass Deutschland dem Schweizer Vorbild folgte. Er wagte den Vorstoß in Deutschland, er kannte die Pläne und Überlegungen in der Schweiz. Wegen der engen Geschäftsbeziehung zwischen Deutscher Bank und der Schweizerischen Kreditanstalt hatte Breuer guten Kontakt zu Jörg Fischer⁵⁰, dem Architekten und Strategen der Neuordnung im Schweizerischen Börsenwesen.⁵¹ In Frankfurt konnte Breuer als Vorstandsmitglied des Branchenführers Deutsche Bank darauf bauen, dass die Wertpapiervorstände anderer großer Banken ihm folgen würden.⁵² Breuer kannte 1987 auch die anfangs geheimen Pläne der LIFFE, einen Kontrakt auf Bundesanleihen einzuführen.⁵³ Zum Handel deutscher Wertpapiere im Ausland

zum elektronischen Handel, was nach mehreren Fehlschlägen 1995 zum Erfolg führte (Ebd., S. 116-120).

⁴⁹ „It wasn't so much about technology being better than the floor. It was more about finding common ground – a place where all banks could trade, without having to think of where the physical trading floor is so you don't get the regional exchanges mad at you.“ Jörg Franke zit. n. Steve Zwick: Jörg Franke, Bringing home the Bund, in: Futures, Oktober 2007, S. 30.

⁵⁰ Gespräch mit Rolf-E. Breuer am 8. Februar 2011.

⁵¹ Richard T. Meier und Tobias Sigrist: Der helvetische Big-Bang, Zürich 2006, S. 116.

⁵² Gespräch mit Manfred Zaß am 3. Februar 2011.

⁵³ David Kynaston: LIFFE: A Market and its Makers, Cambridge 1997, S. 148-152.

sagte er später: Nicht regionale Arenen, sondern Europa sei künftig das Terrain, auf dem – härter den je – um den Anleger gekämpft werden würde.⁵⁴

Anfang 1987 fielen erste Entscheidungen. In seiner Sitzung am 19. Januar 1987 setzte der Vorstand⁵⁵ der Frankfurter Wertpapierbörse einen Arbeitsausschuss für den Optionshandel ein. In einem Schreiben an den Börsenvorstand vom 11. März 1987 schlägt der Ausschuss vor, den in der Schweiz eingeschlagenen Weg zum Aufbau eines international wettbewerbsfähigen Handels in Optionen und Financial Futures für Deutschland zu prüfen und hierzu Arthur Andersen & Co. Unternehmensberatung GmbH mit einer Studie zu beauftragen, die auch Realisierungsvorschläge beinhalten soll. Dieses Dokument, unterschrieben vom Ausschussvorsitzenden Breuer, erscheint rückblickend als die entscheidende Weichenstellung hin zur Deutschen Terminbörse. Der Börsenvorstand folgte dem Vorschlag des Ausschusses.⁵⁶

Im Juli 1987 legte Arthur Andersen & Co. der Frankfurter Börse die „Studie über die Möglichkeit zur Einrichtung einer deutschen Börse für Optionen & Financial Futures“ vor. Die Studie empfiehlt, den Schweizer Weg zu wählen und einen „Förderkreis“ zu bilden, der fachlich und finanziell⁵⁷ den Aufbau einer eigenständigen Terminbörse begleitet. Die Arbeiten an den notwendigen Gesetzesänderungen seien aufzunehmen.⁵⁸ Der Förderkreis wurde so gebildet,

⁵⁴ Rolf-E. Breuer: Der Handel im Ausland – Herausforderung für das deutsche Börsenwesen, in: Gerald Braunberger und Thomas Knipp (Hrsg.): Die Deutsche Terminbörse, Frankfurt 1989, S. 148.

⁵⁵ Dem „Börsenvorstand“ oblag nach § 3 Abs. 1 Börsengesetz die Leitung der Börse. Durch das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz vom 26. Juli 1994 wurde er abgeschafft und teils durch die neue Leitung der Börse, die Geschäftsführung nach § 15 BörsG, teils durch den Börsenrat (§ 12 BörsG) ersetzt.

⁵⁶ Breuer erklärte in der Sitzung, vor der entscheidenden Weichenstellung solle der Börsenvorstand in die Meinungsbildung einbezogen werden. Niederschrift über die Sitzung des Vorstands der Frankfurter Wertpapierbörse am 27. März 1987, S. 14.

⁵⁷ Die Gesamtkosten wurden auf 60 Mio. DM geschätzt. Die Börse sollte Ende 1989 den Betrieb aufnehmen (S. 33 der Studie).

⁵⁸ Die Bemühungen um Gesetzesänderungen waren bereits angelaufen. Zur Änderung des Börsengesetzes im Hinblick auf den Termin- und Differenzeinwand erarbeitete das Bundesfinanzministerium das „Informationsmodell“ (Bundesverband Deutscher Banken,

dass er das erforderliche Gewicht hatte. Er war auch klein und homogen genug, um koordiniert arbeiten und als Lenkungsausschuss dienen zu können. Das gewünschte Gewicht beim Einfordern und Unterstützen der Gesetzesänderungen verlangte eine Beteiligung der drei Sektoren Genossenschaftsbanken, Geschäftsbanken und Sparkassen. Dem Förderkreis gehörten an: Rolf-E. Breuer (Deutsche Bank), Piet-Jochen Etzel (Dresdner Bank), Karl-Herbert Schneider-Gädicke (Deutsche Genossenschaftsbank), Dietrich-Kurt Frowein (Commerzbank) und Manfred Zaß (Deutsche Girozentrale).⁵⁹ Die Institute der Förderkreismitglieder finanzierten das Projekt bis zur Gründung der DTB.

b. Von der Gründung bis zum Handelsbeginn

Im Juli 1988 wurde die Trägergesellschaft der künftigen Börse – die DTB Deutsche Terminbörse GmbH – mit einem Stammkapital von 10 Mio. DM gegründet.⁶⁰ Der Förderkreis übernahm davon 81 %.⁶¹ Erster Geschäftsführer wurde Jörg Franke zum 1. Januar 1989, der seine Erfahrung als Börsengeschäftsführer in Berlin einbrachte.⁶² Je eines der Mitglieder des

Umdruckschreiben vom 14. Mai 1987 zur nächsten Sitzung des Ausschusses für Wertpapier- und Börsenfragen).

Am 3. Juni 1987 versandte der Präsident des Bundesverbandes Deutscher Banken Wolfgang Röllner unter dem Betreff „Finanzplatz Deutschland“ ein Memorandum an Bundesminister, Bundestagsausschussvorsitzende, Aufsichtsbehörden und Verbände, die mit den erforderlichen Gesetzesänderungen befasst sein würden, und bat sie um Unterstützung des Vorhabens. Das Memorandum „Stärkung des Finanzplatzes Deutschland – Aufbau eines international wettbewerbsfähigen Handels in Optionen und Futures“ ist zu finden in Rolf-E. Breuer: Für eine deutsche Options- und Futuresbörse, in: Die Bank, 27. Jg., 1987, S. 367-369, 368.

⁵⁹ Diese Namen wurden am 3. Februar 2011 von Manfred Zaß genannt. Die Zusammensetzung ist auch vor dem Hintergrund der Kritik zu sehen, im deutschen Börsenwesen werde seit Jahre wenig kooperativ und koordiniert gehandelt. Außerdem würden föderative und andere Hemmnisse eine konsequente, rationale Vorwärtsstrategie verzögern (Aufgewacht? In: Börsen-Zeitung, 10. Juni 1987).

⁶⁰ Udo Rettberg: Neue Maßstäbe für das Börsenwesen, in: Handelsblatt, 27. Juli 1988, gibt Breuers Erklärung wieder, die Eintragung der Gesellschaft sei am 26. Juli 1988 beim Registergericht beantragt worden.

⁶¹ Nach § 4 des Gesellschaftsvertrages zeichneten vom Stammkapital von 10 Mio. DM die drei Großbanken je 1,7 Mio. DM, die Deutsche Girozentrale 2,0 Mio. DM, die DG Bank 1 Mio. DM, Bayerische Hypotheken- und Wechselbank und Bayerische Vereinsbank je 400.000 DM, Berliner Bank, BHF, Trinkaus, Vereins- und Westbank je 200.000 DM, Hauck, Metzler, Oppenheim, Delbrück, Merck Finck und Warburg je 50.000 DM.

⁶² Deutsche Terminbörse GmbH in Frankfurt gegründet, in: FAZ, 27. Juli 1988.

Aufsichtsrates stellten die fünf Förderkreis-Institute, ein weiteres wählten die beiden bayerischen Großbanken und eines die anderen Banken.⁶³

Mit der SOFFEX wurde ein Kooperationsvertrag abgeschlossen, der die Nutzung der konzeptionellen Vorarbeiten und der Software für den Optionshandel und die Geschäftsabwicklung erlaubte.⁶⁴ Für die Übernahme der Software wurden 13 Mio. Schweizer Franken gezahlt.⁶⁵ Die Software für den Handel von Financial Futures musste die DTB selbst entwickeln.⁶⁶ Das Handelsverfahren bei Optionen stützte sich mehr auf die Gebote von Marketmakern⁶⁷ als auf limitierte Aufträge im DTB-Orderbuch und schrieb den Marketmakern maximale Spannen vor, während für den Handel von Financial Futures gar keine Marketmaker vorgesehen waren.⁶⁸ Als Termin für den Beginn

⁶³ Den Vorsitz des Aufsichtsrates übernahm Breuer (Deutsche Bank), in den Aufsichtsrat berufen wurden Etzel (Dresdner Bank), Frowein (Commerzbank), Zaß (Deutsche Girozentrale), Schneider-Gädicke (DG Bank), Baur (Bayerische Vereinsbank) und Gräbner (BHF). Udo Rettberg: Neue Maßstäbe für das Börsenwesen, in: Handelsblatt, 27. Juli 1988.

⁶⁴ Schreiben des Geschäftsführers der Arbeitsgemeinschaft Rüdiger von Rosen an die Mitglieder des Länder-Arbeitskreises für Börsen- und Wertpapierfragen vom 22. Juli 1988, S. 2. Zweck des Schreibens war die Information über den Stand des DTB-Projekts und die erforderliche „Fortschreibung“ des Börsen- und Bankrechts. Der Inhalt war mit der Deutschen Bank über Jürgen Blitz abgestimmt (Schreiben von Rüdiger von Rosen an Breuer vom 19. Juli 1988). Der Vorsitzende des Arbeitskreises sagte mit Schreiben vom 28. Juli 1988 zu, das der Arbeitskreis an diesem börsenpolitisch so wichtigen Projekt interessiert sei und dessen Unterstützung im Bundesrat sicherstellen wolle. In diesem Sinne hat der Länder-Arbeitskreis Ende Januar 1989 in Hamburg auch votiert (Der Deutschen Terminbörse droht Verspätung, Breuer mahnt Länder zur schnellen Verabschiedung der Börsengesetzesnovelle, in: Börsen-Zeitung, 2. Februar 1989).

⁶⁵ Deutsche Terminbörse GmbH in Frankfurt gegründet, in: FAZ, 27. Juli 1988. Das Recht zur Lizenzierung dieser Software wurde der SOFFEX in dem Werkvertrag zwischen Arthur Andersen & Co. und der ATP zugeordnet.

⁶⁶ Rolf-E. Breuer: Die Deutsche Terminbörse als Vorreiter einer Börsenlandschaft der 90er Jahre? In: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 2. Jg. 1990, S. 101-104, 102.

⁶⁷ Friedrich Thießen: Was leisten Market Maker an der DTB? In: Die Bank, 30. Jg., 1990, S. 422-448. Carl Heinz Daube: Marketmaker in Aktienoptionen an der Deutschen Terminbörse, Wiesbaden 1993. Zur Einordnung der Handelsverfahren Hartmut Schmidt und André Küster Simic: Zur Theorie der Geld-Briefspanne auf Anlegerauktionsmärkten, in: Hans-Hermann Francke, Eberhart Ketzler und Hans-Helmut Kotz (Hrsg.): Finanzmärkte im Umbruch, Heft 15 der Beihefte zu Kredit und Kapital, Berlin 2000, S. 137-172, S. 139-142.

⁶⁸ Jörg Franke und Christian Imo: Anlegerschutz an der Deutschen Terminbörse, in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 2. Jg. 1990, S. 104-113. Zu den Maximalspannen siehe Hartmut Schmidt: Die Terminbörse als Förderer des Finanzplatzes Deutschland? Heft 12 der Hamburger Beiträge zum Genossenschaftswesen, Hamburg 1990, S. 16-18, 24 f. Die Hessische Börsenaufsicht hatte sich gegen Maximalspannen ausgesprochen. Edgar Müller: Die Börsenaufsicht stellt sich auf neue Produkte und Konzepte ein, in: Gerald Braunberger und Thomas Knipp (Hrsg.): Die Deutsche Terminbörse, Frankfurt 1989, S. 115-127, S. 122 f. Die Einführung von Maximalspannen wurde nach

des Handels an der DTB nannte Breuer Ende 1989. Bis dahin würden Investitionen von 60 Mio. DM auflaufen.⁶⁹

Mit der Anzeige „Wollen Sie Mann oder Frau der ersten Stunde sein?“ begann der DTB-Geschäftsführer Franke die Suche nach geeigneten Mitarbeitern und stellte Absolventen aus allen Fakultäten ein, z.B. für den IT-Bereich Physiker, Mathematiker und Philosophen.⁷⁰ Bis zum Jahresende 1989 waren 49 Personen gewonnen.⁷¹ Vor allem in das Jahr 1989 fielen auch bemerkenswerte Werbemaßnahmen für die neue Börse.⁷² Die Voraussetzung für einen Aktienindex-Future der DTB war bereits geschaffen: Seit Juli 1988 wurde nach längeren Vorarbeiten⁷³ der DAX veröffentlicht. Federführend war ein Expertenkreis der Arbeitsgemeinschaft.⁷⁴

den „Flash Crash“ vom 6. Mai 2010 in den USA gefordert. Jim Kim: Flash Crash market marker rules coming soon, in: FierceFinanceIT vom 21. Juli 2010.

⁶⁹ Deutsche Terminbörse GmbH in Frankfurt gegründet, in: FAZ, 27. Juli 1988. Siehe auch Rolf-E. Breuer: Deutsche Terminbörse liegt gut in der Zeit, in: Die Bank, 28. Jg., 1988, S. 425-428.

⁷⁰ 20 Jahre DTB: Männer und Frauen der ersten Stunde, in: Intranet Deutsche Börse Group: XO Februar 2010, S. 1 f.

⁷¹ Deutsche Terminbörse, Gespräch mit DTB-Geschäftsführer Dr. Jörg Franke, in: Handelsblatt, 19./20. Januar 1990. Zum 25. Oktober 1990 waren es bereits 91 Mitarbeiter. Zur gleichen Zeit hatte die Frankfurter Wertpapierbörse 48 Mitarbeiter. Hartmut Schmidt: Die Terminbörse als Förderer des Finanzplatzes Deutschland? Heft 12 der Hamburger Beiträge zum Genossenschaftswesen, Hamburg 1990, S. 6.

⁷² Zur grundlegenden Information wurden 70 000 Broschüren über Termingeschäfte verteilt (Deutsche Terminbörse, Gespräch mit DTB-Geschäftsführer Dr. Jörg Franke, in: Handelsblatt, 19./20. Januar 1990). Um anspruchsvolleren Informationsbedürfnissen zu entsprechen, gab es größere Veranstaltungen, z.B. der Dresdner Bank und der Frankfurter Allgemeinen Zeitung gemeinsam, auf der im Juni 1989 die amerikanischen Wissenschaftler Fischer Black und Merton Miller sprachen. Die Vorträge wurden veröffentlicht in: Optionen und Futures – Auftrieb für den Finanzplatz Deutschland durch die DTB?, Frankfurt 1989. Initiator war Serge Demolière, „one of the most active promoters of the new market“ (Jörg Franke: It all began at Bürgenstock, in: Patrick L. Young (Hrsg.): An Intangible Commodity, Petts Wood 2004, S. 18).

⁷³ Artur Fischer, Frankfurter Wertpapierbörse, schuf in KISS die technischen Voraussetzungen, Serge Demolière, Dresdner Bank, setzte sich für einen Laufindex ein und brachte ihn als Handelsobjekt eines Future ins Gespräch, Frank Mella, Börsen-Zeitung, rechnete den Index zurück und Manfred Zaß, Deutsche Girozentrale, schlug Fischer auf dem Frankfurter Börsenparkett den Namen DAX vor (Gespräch mit Serge Demolière und Artur Fischer am 15. April 2011).

⁷⁴ Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen, Bericht 1987, S. 47, 83-85, und Bericht 1988, S. 56, 88 f. Siehe auch Birgit Janßen und Bernd Rudolph, Der Deutsche Aktienindex DAX, Konstruktion und Anwendungsmöglichkeiten, Frankfurt 1992.

Erst mit der Börsengesetznovelle vom 11. Juli 1989 kam der Gesetzgeber der DTB in drei Punkten entgegen: Das „Informationsmodell“ schränkte Termin- und Differenzeinwand hinreichend ein, im Börsenhandel wurden auch Willenserklärungen durch elektronische Datenübertragung gestattet, und als Gegenstand des Terminhandels wurden auch Kontrakte zugelassen, die nicht auf die Erfüllung durch Lieferung von Wertpapieren ausgerichtet sind.⁷⁵ Die Börsenumsatzsteuer wurde durch das Erste Finanzmarktförderungsgesetz vom 22. Februar 1990 zum 1. Januar 1991 abgeschafft.

Die DTB, die einzige Börse, die im 20. Jahrhundert in Deutschland entstehen würde, bedurfte der staatlichen Genehmigung. Der Träger der Börse, erstmalig für Deutschland eine Kapitalgesellschaft, musste das Genehmigungsverfahren nach § 1 des Börsengesetzes betreiben. Genehmigungsbehörde war das Hessische Ministerium für Wirtschaft und Technik (HMWT). Es gedachte seine Aufgabe „keineswegs lediglich wie Notare zu erfüllen“⁷⁶ und wollte sich nicht darauf beschränken, die erforderlichen öffentlich-rechtlichen Teile des Regelwerks zu prüfen. Bei der Genehmigung als Börse käme es auf das Bild der DTB insgesamt an.⁷⁷ Im Laufe des Verfahrens hatte die DTB u.a. zur einschlägigen Rechtsprechung des Reichsgerichtes vor dem Ersten Weltkrieg Stellung zu nehmen und alle wichtigen Regelungen zum Schutz von Kundenaufträgen vor dem Eigenhandel an den Börsen in London, Paris, Chicago und an der SOFFEX darzustellen. Dabei wurde sie von den

⁷⁵ Hierzu und zu fortbestehenden Hürden Jörg Franke: Die Deutsche Terminbörse – der Weg nach vorn, in: FAZ und Dresdner Bank (Hrsg.): Optionen und Futures – Auftrieb für den Finanzplatz Deutschland durch die DTB? Frankfurt 1989, S. 86-94, 86 f. Der Aufklärungstext zu Termingeschäftsrisiken findet sich bei Thomas Knipp: Wie die Banken sich und ihre Kunden auf die deutsche Terminbörse vorbereiten, in: Gerald Braunberger und Thomas Knipp (Hrsg.): Die Deutsche Terminbörse, Frankfurt 1989, S. 199-204. Ausführlich zur Novelle: Stephan Steuer: Börsenreform – Startschuss für den Terminhandel, in: Die Bank, 29. Jg., 1989, S. 364-374.

⁷⁶ HMWT-Kurzprotokoll vom 7. April 1989 über das Gespräch am 6. April mit zehn Herren von Banken, Arthur Andersen, Frankfurter Wertpapierbörse und DTB, S. 1. Das HMWT war „nicht glücklich“ über den späten Kontakt. Da es hier um den ersten Fall der Genehmigung einer Börse nach dem Börsengesetz von 1896 ging, sah die Behörde allen Grund, im Verfahren überzeugende Maßstäbe zu setzen.

⁷⁷ Ebd., S. 2.

Rechtsabteilungen der Förderkreisinstitute unterstützt. Am 11. September 1989 erteilte der Minister der DTB Deutsche Terminbörse GmbH die Genehmigung, eine Börse zu errichten. Am 14. November 1989 bestellte das HMWT den ersten Börsenvorstand⁷⁸. Er konstituierte sich am 20. November 1989. Während seiner 2. Sitzung am 20. Januar 1990 beschloss er, den Handel an der DTB am 26. Januar zu eröffnen. Breuer sprach vom „Sprung in ein neues Börsenzeitalter“ und davon, dass der Finanzplatz Bundesrepublik durchaus noch eine neue Architektur vertragen könne.⁷⁹

Ab dem 26. Januar 1990 wurden Optionen auf 14 Aktien im DAX gehandelt. Vom 16. August 1991 an konnte man neben diesen Optionen auf Einzelwerte auch die Option auf den DAX handeln,⁸⁰ die bald die Optionsumsätze dominierte. Der Handel von Financial Futures begann am 23. November 1990 in zwei Kontrakten: dem DAX-Kontrakt und dem Bund Future, der bereits an der LIFFE große Bedeutung erlangt hatte.⁸¹ Am 4. Oktober 1991 wurde der Future auf Bundesobligationen eingeführt.⁸²

c. DTB und Interessen

⁷⁸ Landesregierung bestellt DTB-Börsenvorstand, in: Börsen-Zeitung, 15. November 1989. Dort werden auch die Namen der 14 Mitglieder genannt. Grundlage der Ernennung war § 3 Abs. 4 Börsengesetz. Die erste Wahl des DTB-Börsenvorstandes fand im Oktober 1990 statt.

⁷⁹ Ein neues Börsenzeitalter, in: Börsen-Zeitung, 27. Januar 1990. Im Jahresbericht 1990 der Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen wird auf S. 92 von einer neuen „Epoche der deutschen Börsengeschichte“ gesprochen.

⁸⁰ Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen, Jahresbericht 1991, S. 31. Am selben Tag wurde auch die Option auf den Bund Future eingeführt (ebd., S. 30). Eine Option auf den DAX Future folgte am 24. Januar 1992.

⁸¹ Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen Jahresbericht 1990, S. 27, 92 f. Dort wird auch auf die Kontraktsspezifikation und die kürzere Erfüllungsfrist beim Bund Future der DTB eingegangen. Der Handel des Bund Future an der LIFFE hatte am 29. September 1988 begonnen.

⁸² Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen, Jahresbericht 1991, S. 46. Zur Diskussion vor der Entscheidung über die Einführung des Bobl Future siehe Niederschrift über die Sitzung des Vorstands der Deutschen Terminbörse am 10. Juni 1991, S. 9 f. Die LIFFE nahm später den Handel in Bobl Future auf, hatte damit aber keinen Erfolg und stellte den Handel ein. Ausführlich zu den genannten und weiteren Einführungen sowie dem Erfolg der Kontrakte Lars O. Walter: Derivatisierung, Computerisierung und Wettbewerb – Die Entwicklung der deutschen Terminbörse DTB/Eurex zwischen 1990 und 2001 im Kontext der europäischen Terminbörsen, Wiesbaden 2009.

Am weltweit wachsenden Termingeschäft besser teilzuhaben lag im Interesse aller, die an den Finanzmärkten handelten. Dieses Interesse in Deutschland für die DTB zu nutzen gelang dem Förderkreis, indem er an der Trägergesellschaft Banken aus allen Regionen beteiligte und allen deutschen Instituten den Zugang zur DTB öffnete. Von jedem deutschen Börsenplatz aus konnte man an der DTB handeln. Regional bedingte Konflikte kamen nicht auf.⁸³

Der DTB-Handel verlagerte aber Termingeschäfte vom außerbörslichen Markt in den transparenteren börslichen Markt, was besonders bei den privaten Banken Ertragseinbußen befürchten ließ. Weitere Einbußen waren zu erwarten, falls die DTB damit beginnen sollte, Fernmitglieder im Ausland zu gewinnen. Beide Probleme konnten an der DTB, ähnlich wie in der Schweiz, durch eine starke Stellung der privaten Banken im Gesellschafterkreis und im Börsenvorstand beherrscht und behutsam gelöst werden. Als Preis hierfür war zunächst nur die Teilnahme von Instituten aus dem Inland und ein gedämpftes Wachstum der DTB zu erwarten, obwohl die Chance einer Wachstumsexplosion durch Aufnahme von Teilnehmern mit Sitz im Ausland bestand.

Mit der Entscheidung für das Schweizer Vorbild war auch die Entscheidung für den elektronischen Handel gefallen. Anders als in der Schweiz hatten in Deutschland die Kursmakler und Freimakler wichtige Funktionen. Das elektronische Handelssystem führte die Gegenparteien ohne Makler zusammen. Das Entgelt dafür ging an die DTB GmbH. Die Börse wurde damit zum Unternehmen.⁸⁴ Die Makler verloren im elektronischen Handel an Funktion und Einkommen, mit ihrem Widerstand war von Anfang an zu rechnen, nicht aber

⁸³ Das war zu erwarten, denn es entsprach der Intention des Schweizer Vorbilds.

⁸⁴ Hartmut Schmidt: Regional and Transregional Exchanges in Europe, in: Shoken Keizai Kenkyu, The Japan Securities Research Institute Journal of Financial and Securities Markets, No. 40, Dezember 2002, S. 108-111.

mit der Schärfe der jahrelangen Auseinandersetzung.⁸⁵ Breuer hielt die Kursmakler für überflüssig und ging so weit, eine einheitliche EDV-Plattform für den Kassa- und Terminhandel zu fordern.⁸⁶ Die empirische Kapitalmarktforschung bescheinigte den Kursmaklern dagegen die Marktnähe ihrer Kurse und einen Beitrag zum Anlegerschutz.⁸⁷

Wie der Blick auf die Interessenlagen zeigt, hatte die Entscheidung für den elektronischen Terminhandel wichtige Auswirkungen: Sie brachte die deutschen Börsenplätze zu einem Miteinander, das sonst eher nicht gegeben war. Sie eröffnete die Chance auf einen Wachstumsschub über Auslandsfernmitgliedschaften.⁸⁸ Sie führte aber auch zu starken Spannungen zwischen Banken und Maklern.

⁸⁵ Ein Kursmakler hatte beim Zechen in der Frankfurter Freßgasse darauf hingewiesen, sein Einkommen sei höher als das der Großbankenvorstände. Öffentlich griff Breuer die Kursmakler erstmals am 14. Oktober 1987 beim Börsen-Seminar der Tandem Computers GmbH in Gravenbruch an und sprach sich dafür aus, die Kursmakler und mindestens einige der kleineren Börsen abzuschaffen (Breuer: Bonn fehlt das Gespür für den Kapitalmarkt, in: Börsen-Zeitung, 15. Oktober 1987, S. 3). In seinem Schreiben an Breuer vom 19. Juli 1988 empfiehlt von Rosen wegen der politischen Brisanz proaktives Entgegenkommen gegenüber der starken Maklerlobby. Es ist davon auszugehen, dass der Widerstand der Makler sich auf das Genehmigungsverfahren des HMWT auswirkte (HMWT-Kurzprotokoll über das DTB-Gespräch am 20. April 1989).

⁸⁶ Rolf-E. Breuer: Zum aktuellen Stand der Börsenstrukturdiskussion in Deutschland, in: Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen (Hrsg.): Finanzmarkttheorie und Börsenstruktur, Frankfurt 1992, S. 12-23, 22 f.; Rolf-E. Breuer: Einheitliche Plattform für Kassa- und Terminhandel, in: Handelsblatt vom 20./21. Dezember 1991, S. 25. Siehe auch Breuer ist Programm, in: Börsen-Zeitung, 4. September 1992, S. 1. Der Kursmakler wurde 2002 nominell abgeschafft.

⁸⁷ Empirische Untersuchungen führten zu dem Ergebnis, dass den Anlegern bei der Ausführung ihrer Aufträge über Kursmakler bemerkenswert gute Kurse abgerechnet werden. Diese Kurse liegen sehr oft innerhalb der IBIS-Geld-Brief-Spanne. Hartmut Schmidt: Die Rolle der Regionalbörsen am deutschen Kapitalmarkt heute und morgen, in: Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen, Finanzmarkttheorie und Börsenstruktur, Frankfurt 1992, S. 119-136, S. 131 f. (siehe auch die Langfassung in: Kredit und Kapital, 25. Jg., 1992, S. 240-242); Hartmut Schmidt und Peter Iversen: Geld-Brief-Spannen deutscher Standardwerte in IBIS und MATIS, in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 3. Jg., 1991, S. 209-226; Hartmut Schmidt, Olaf Oesterhelweg und Kai Treske: Deutsche Börsen im Leistungsvergleich – IBIS und BOSS-CUBE, in: Kredit und Kapital, 29. Jg. 1996, S. 90-122; Olaf Oesterhelweg: Anlegerorientierte Handelsverfahren für den deutschen Kapitalmarkt, Wiesbaden 1998, S. 97-206; Thorsten Freihube, Carl-Heinrich Kehr, Jan P. Krahn und Erik Theissen: Was leisten Kursmakler? Eine empirische Untersuchung am Beispiel der Frankfurter Wertpapierbörse, in: Kredit und Kapital, 32. Jg., 1999, S. 426-460.

⁸⁸ Für den Kassamarkt blieb dieser Aspekt wenig beachtet, aber einige Autoren sprachen ihn deutlich an. Schubert schrieb, es sei im Interesse „des Finanzplatzes Deutschland, frühzeitig für die Integration Europas ein Handelssystem zur Verfügung zu haben, das im supranationalen Handel einsetzbar ist. [...] Daher beschäftigt sich die Bremer Börse mit dem Cross-Border-Handelssystem Midas, das das einzige verfügbare, einsatzfähige System für einen supranationalen Handel ist.“ Axel H. Schubert:

III. Von der DTB zur Deutschen Börse

a. Schneller finanzieller Erfolg der DTB

DM 81 Mio. waren bis Ende 1989 in die DTB GmbH investiert worden⁸⁹. Schon in der Sitzung des Aufsichtsrats am 11. Juni 1990 konnte der stellvertretende DTB-Geschäftsführer Friedrich Wilhelm Wahl⁹⁰ berichten, dass die Transaktionserlöse über den Planwerten liegen.⁹¹ Diese Erlöse beliefen sich 1990 und 1991 auf DM 54,2 Mio. bzw. 99,2 Mio.⁹² In den Jahren 1991 und 1992 wurden die aktivierten Aufwendungen für die Inangsetzung des Geschäftsbetriebes in Höhe von DM 62,4 Mio. völlig abgeschrieben.⁹³ Der Jahresüberschuss 1990 von DM 9,8 Mio. erlaubte eine erste Rückführung des Verlustvortrages, der dank des Jahresüberschusses 1991 von DM 14,1 Mio. getilgt werden konnte. DM 2,2 Mio. wurden 1991 in die Rücklage gestellt.⁹⁴

Die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten wurden 1991 von DM 55 Mio. auf DM 25 Mio. zurückgeführt.⁹⁵ Schon 1992 konnte die DTB ihre Bankkredite

Bremer Börse – innovativ und kooperativ, in: Börsen-Zeitung, 22. Februar 1992, S. 15. Siehe hierzu auch: Wachsende Kritik an der Deutschen Wertpapierdaten-Zentrale, in: FAZ, 16. April 1992, S. 25. Thomas Knipp: Die Börse am Bildschirm, in: FAZ, 26. Juni 1992, S. 15, schreibt: „Jener Platz wird die besten Chancen im Wettbewerb haben, der ortsfernen Investoren den schnellsten, preiswertesten und mithin effizientesten Zugriff zum Markt ermöglicht.“ S. hierzu auch: Arbeitsgemeinschaft Deutscher Wertpapierbörsen, Jahresbericht 1990, S. 108 f.

⁸⁹ DTB GmbH, Jahresbericht 1991, S. 35.

⁹⁰ Wahl war primär verantwortlich für Technik und damit für den Auf- und Ausbau des DTB-Handelssystems. Für den Erfolg der DTB war das eine der wichtigsten Aufgaben, bei der er besonders von Michael Kuhn unterstützt wurde. Friedrich Wahl wurde in Düsseldorf infolge der Übernahme der BDW durch die BDZ arbeitslos, konnte dann aber von Franke für die DTB gewonnen werden.

⁹¹ Niederschrift über die Sitzung des Aufsichtsrats der DTB Deutsche Terminbörse GmbH am 11. Juni 1990, S. 6.

⁹² DTB GmbH, Jahresbericht 1991, S. 34.

⁹³ Ebd., S. 42.

⁹⁴ Ebd., S. 50 f.

⁹⁵ Ebd., S. 43.

ganz zurückzahlen.⁹⁶ Der Jahresüberschuss betrug 1992 DM 7,4 Mio. und 1993 DM 25 Mio.⁹⁷ 1993 senkte die DTB die Transaktionsentgelte um 23 %.⁹⁸

Vom Beginn des Handels an brachte die DTB Gewinn. Das Wall Street Journal schrieb später: „The attention to the bottom line is a novelty among exchanges.“⁹⁹ Mit dem Betreiben einer Börse Gewinn zu erwirtschaften, das widersprach damals jeder Erfahrung. Es trug zum Umdenken bei jenen bei, die Gewinne dieser Größenordnung brauchten, um die Infrastruktur des deutschen Kassahandels zu verbessern.

b. IBIS, MATIS und MIDAS: Die Kontroverse um den Kassamarkt der Zukunft

Anfang 1990 wurde an den deutschen Börsen noch von 11.30 bis 13.30 Uhr gehandelt. Für den Optionshandel an der DTB war aber eine längere Handelszeit¹⁰⁰ vorgesehen und im Januar 1990 auf 10.30 bis 15.00 Uhr festgelegt worden. Der Optionshandel kann nur florieren, wenn gleichzeitig auch am Kassamarkt gehandelt wird, und zwar möglichst so, dass auch die Geld- und Briefkurse erkennbar sind. Schon bei der Gründung der DTB wies Breuer darauf hin, die Vor- und Nachbörse müsse nach dem Vorbild von NASDAQ organisiert werden.¹⁰¹ Dieses deutsche NASDAQ-System wurde von der Deutschen Wertpapierdaten-Zentrale (DWZ) entwickelt und betrieben, veranlasst durch eine Gruppe von Banken (IBIS-Sponsorenbanken). Unter dem

⁹⁶ DTB GmbH Jahresbericht 1992, S. 34, 45.

⁹⁷ DTB GmbH Jahresbericht 1993, S. 54 f.

⁹⁸ Ebd., S. 42.

⁹⁹ Silvia Ascarelli: How Werner Seifert Shakes Up Markets From Frankfurt Base, in: Wall Street Journal, 10. November 1998, S. 6.

¹⁰⁰ Die Geschäftsführer der Frankfurter Wertpapierbörse konstatierten, eine Verlängerung der Börsenzeit liege im EG-Trend, laufe aber der Intention der Banken zuwider, möglichst viel außerhalb der Börse zu handeln (Protokoll der Geschäftsführer-Sitzung am 25. Mai 1988).

¹⁰¹ Deutsche Terminbörse GmbH in Frankfurt gegründet, in: FAZ, 27. Juli 1988. Später im Jahr 1988 hat sich Breuer abermals für eine außerbörsliche Lösung ausgesprochen und eine Verlängerung der Börsenzeit abgelehnt. Breuer: Deutsche Terminbörse in Zeit- und Kostenplan, in: FAZ, 13. Dezember 1988.

Namen Inter-Banken-Informationssystem (IBIS I) verbreitete es ab dem 1. Dezember 1989 von 8.30 bis 17.00 Uhr Geld- und Briefkurse¹⁰² in den 14 Basiswerten der DTB-Optionen.¹⁰³ Abschlüsse erfolgten über das Telefon.

IBIS I war ein außerbörsliches System der Sponsorenbanken und allein Banken vorbehalten. Es kostete Lehrgeld, hatte aber keinen Erfolg¹⁰⁴ und wurde am 5. April 1991 durch IBIS II abgelöst, das Integrierte Börsenhandels- und Informationssystem. IBIS II war bereits ein elektronisches Handelssystem, ein Segment der Frankfurter Wertpapierbörse und der Vorläufer von XETRA.¹⁰⁵ IBIS II bildete im Kern den fortlaufenden Handel zu Einzelkursen auf dem Parkett elektronisch nach. Marketmaker mit Quotierungspflicht wie bei NASDAQ und SEAQ gab es nicht.¹⁰⁶

Der Bundesverband der Kursmakler hatte zur Unterstützung des Optionshandels an der DTB eine Verlängerung der Börsenzeit vorgeschlagen. Im September 1989 unterstützten die Wirtschaftsminister der Länder einstimmig diesen Vorschlag.¹⁰⁷ Es fiel aber eine Entscheidung für das maklerlose IBIS I. Der Verband betrieb deshalb ab dem 15. Dezember 1989 das Makler-Tele-

¹⁰² Die Kurse stellten Banken als „freiwillige Marketmaker“.

¹⁰³ Ulrich Gottschalk, IBIS – Inter-Banken-Informationssystem, in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 3. Jg., 1991, S. 23-27. Hartmut Schmidt und Peter Iversen, Geld-Brief-Spannen deutscher Standardwerte in IBIS und MATIS, in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 3. Jg., 1991, S. 209-226, 211-214. Ab Mai 1990 wurden alle DAX-Werte über IBIS gehandelt, ab September 1990 auch Bundesanleihen. Hartmut Schmidt und Peter Iversen, Automating German Equity Trading: Bid-Ask-Spreads on Competing Systems, in: Journal of Financial Services Research, 6. Jg. 1992, S. 373-397, 375.

¹⁰⁴ Franz-Joseph Ebel: Speerspitze in Europa? In: Handelsblatt, 24. Januar 1991, S. 23, schreibt: „Trotz aller Visionen und dem Start des Kursinformationssystems Ibis vor über einem Jahr klebt die Uhr im Bereich EDV-Kassahandel weiter auf der Stunde Null.“ Siehe auch: Thomas Knipp: Pläne zur Deutschen Wertpapierbörsen AG, in: FAZ, 16. Juni, S. 12, und Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen, Jahresbericht 1990, S. 73, 78-80.

¹⁰⁵ Siegfried Kümpel, Zur Aufnahme des elektronischen Handels an der Frankfurter Wertpapierbörse, in: Wertpapier-Mitteilungen, 45. Jg., 1991, Beilage 4. Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen, Jahresbericht 1990, S. 41 f.

¹⁰⁶ Hartmut Schmidt, Peter Iversen und Kai Treske: Parkett oder Computer? In: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 4. Jg., 1993, S. 209-221, 210 f.

¹⁰⁷ Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen, Jahresbericht 1989, S. 103.

Informationssystem (MATIS).¹⁰⁸ Geld- und Briefkurse für die dreißig DAX-Werte, zwölf weitere Aktien und zehn Bundesanleihen wurden von 8.00 bis 17.30 Uhr über Reuters verbreitet. Abschlüsse erfolgten auch hier über das Telefon. Das System wurde 30 Minuten vor der Börsenzeit abgeschaltet und 30 Minuten danach wieder eingeschaltet. Zum 15. Januar 1990 wurde der Börsenbeginn auf 10.30 Uhr vorgezogen.¹⁰⁹

Der Bundesverband der Freien Börsenmakler hat im August 1990 bei allen Landesregierungen Antrag auf Genehmigung seines elektronischen Handelssystems MIDAS (Marketmaker-Information-and-Dealing-System) als Börse gestellt. Schließlich wollte die Bremer Börse das System einführen.¹¹⁰ 600 Titel sollten darüber gehandelt werden, auch von Teilnehmern im Ausland.¹¹¹ Der Druck aus Frankfurt hat dazu geführt, die Vorbereitungen auf MIDAS kurz vor dem geplanten Handelsbeginn zu beenden.¹¹²

Weil die DTB eine längere Börsenzeit vorsah als die acht deutschen Kassabörsen, kam es zur Kontroverse darüber, welcher Kassamarkt die DTB begleiten und absichern sollte. Von der Antwort hing es ab, welcher deutsche Kassamarkt in Zukunft dominant sein und welche Marktteilnehmer davon profitieren würde. Es beim Status quo zu belassen wurde im Sommer 1989 mit der Entscheidung gegen die Börsenzeitverlängerung abgelehnt. Damit kamen

¹⁰⁸ Klaus-Jürgen Diederich und Gerhard Commichau: MATIS – Makler-Tele-Informationssystem, in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 2. Jg., 1990, S. 114-117, 117.

¹⁰⁹ Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen, Jahresbericht 1989, S. 103.

¹¹⁰ Bremer Börse integriert das EHS „Midas“, Ergänzung von IBIS für den Cross-Border-Handel, in: Börsen-Zeitung, 25. Oktober 1991, S. 3. Axel H. Schubert, Bremer Börse – innovativ und kooperativ, in: Börsen-Zeitung, 22. Februar 1992, S. 16.

¹¹¹ Hartmut Schmidt, Die Terminbörse als Förderer des Finanzplatzes Deutschland? In: Hamburger Beiträge zum Genossenschaftswesen, Heft 12, Hamburg 1990, S. 15.

¹¹² Am 2. November 1991 brachte die FAZ hierzu zwei Artikel: „Bremen, Börse, Banken“ und „Zentrale Aufsicht für Börsengeschäfte, Sitzung des Frankfurter Börsenpräsidiums/Drohung gegen Bremen“. Das Präsidium beschloss auch das Angebot an die sieben Regionalbörsen, sich direkt an der Deutsche Börse AG zu beteiligen. Der Vorstand der FWB AG befasste sich ebenfalls mit möglichen Sanktionen gegen die Börse in Bremen, um potentielle IBIS-Teilnehmer nicht zu verlieren und um die Investitionen der IBIS-Sponsorenbanken zu schützen. Vermerk zur Sitzung des Vorstands der FWB AG am 28. Oktober 1991.

elektronische Alternativen – IBIS, MATIS und MIDAS – ins Spiel. Mit der Aufgabe von IBIS I und der Integration von IBIS II zunächst in die Frankfurter Wertpapierbörse, dann aber auch in die sieben anderen Kassabörsen¹¹³ wurden die Weichen endgültig gestellt. Damit erhielten alle Börsenmitglieder, also auch die Makler, nach dem gegebenen Börsenrecht Zugang zum elektronischen Kassamarkt, dem deutschen Kassamarkt der Zukunft.

IV. Die Entstehung der Deutsche Börse AG

a. Das deutsche Manko: Börse ohne Macht

IBIS I, MATIS und MIDAS machten deutlich, wie unkoordiniert nach dem deutschen Kassamarkt der Zukunft gesucht wurde und wie wenig die deutschen Börsen zunächst zu diesem Entdeckungswettbewerb beitrugen.¹¹⁴ Die Börsen waren überfordert. Sie hatten einen öffentlich-rechtlichen Status, ohne selbstständig zu sein, wurden von ehrenamtlichen Börsenvorständen und hauptamtlichen Syndici mit kleinem Mitarbeiterkreis geführt (an der Frankfurter Börse unter 50, sonst meist unter 10 Personen¹¹⁵). Dieses Personal für öffentlich-rechtliche Aufgaben musste mangels Rechtsfähigkeit der Börse vom Börsenträger angestellt werden, in Frankfurt von der Industrie- und Handelskammer (IHK).

Bei dieser Lage wurden nicht öffentlich-rechtliche Aufgaben auf selbstständige Gesellschaften oder auf die Mitgliedsbanken übertragen. Börsennahe Betriebe

¹¹³ Siegfried Kümpel, Die IBIS-Integration in die Regionalbörsen aus börsenrechtlicher Sicht, in: Wertpapier-Mitteilungen, 46. Jg., 1992, S. 249-257.

¹¹⁴ Die Führungsrolle hätte nach ihrer Satzung der Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen zugestanden. Siehe hierzu: Hartmut Schmidt: Die Rolle der Regionalbörsen am deutschen Kapitalmarkt heute und morgen (Teil II), in: Kredit und Kapital, 25. Jg. 1992, S. 233-258, 237-239.

¹¹⁵ Hartmut Schmidt: Die Terminbörse als Förderer des Finanzplatzes Deutschland? Heft 12 der Hamburger Beiträge zum Genossenschaftswesen, Hamburg 1990, S. 6.

wie Kassenverein und DWZ führten ein Eigenleben. Der im Juli 1989 gewählte Börsenpräsident Friedrich von Metzler formulierte, die unbefriedigende operative Leistungskraft dürfe auf keinen Fall strukturellen Charakter erlangen.¹¹⁶ Die DWZ galt wegen ihrer Kosten- und Terminüberschreitungen als Hindernis für den Fortschritt.¹¹⁷ Die DTB innerhalb eines so lockeren Verbundes aufzubauen wäre ein Alptraum gewesen. Sie wurde außerhalb der Frankfurter Börse mit deren Segen vom Förderkreis und Arthur Andersen geschaffen. Was im nationalen und erst recht im internationalen Wettbewerb so große Schritte wie die DTB erschwerte, machte auch kleinere Änderungen mühevoll, wenn sie zugleich Handel, Informationsströme und Abwicklung betrafen.

Erfolg im internationalen Wettbewerb konnte bei dieser Marktinfrastruktur niemand erwarten. Die Londoner Börse hatte weit über 1000 Mitarbeiter¹¹⁸, die Pariser Börse mehr als 500.¹¹⁹ Um den Finanzplatz Deutschland zu sichern, brauchte man als Träger und Kern der Börse eine ebenbürtige Institution, ein von Kaufleuten geführtes Unternehmen mit Kompetenz in allen zentralen Börsendienstleistungen.¹²⁰

In Frankfurt bestand im Börsenvorstand schon früh ein breiter Konsens, sich möglichst bald von der Industrie- und Handelskammer als Träger zu lösen und

¹¹⁶ Makler verweigern von Rosen die Entlastung, in: Börsen-Zeitung, 8. Juli 1992, S. 3.

¹¹⁷ Thomas Knipp: Die Börse am Bildschirm, in: FAZ, 26. Juni 1992, S. 15, schreibt: „Solange es die DWZ gibt, will daher eine noch schweigende Mehrheit der Bankenvorstände die Arbeit an der Computerbörse nicht aufnehmen.“ Die DWZ verweigerte sich gelegentlich sogar der Börse und berief sich auf Datenschutz. Der Börsenvorstand musste durch ein DTU-Gutachten klären lassen, dass die DWZ ihre Umsätze mit Börsenmitgliedern der Börse für Planungszwecke offen zu legen hat.

¹¹⁸ Herbert Giersch und Hartmut Schmidt, Offene Märkte für Beteiligungskapital: USA, Großbritannien, Bundesrepublik Deutschland, Studie anlässlich des 125jährigen Jubiläums der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse zu Stuttgart, Stuttgart 1986, S. 85, geben 1364 Mitarbeiter für Ende März 1985 an.

¹¹⁹ Gerhard Laule, Zwischenbericht an die Mitglieder des Börsenvorstandes vom 21. Mai 1990, S. 13. Für London werden dort 2800 Mitarbeiter angegeben.

¹²⁰ Herbert Giersch und Hartmut Schmidt, Offene Märkte für Beteiligungskapital: USA, Großbritannien, Bundesrepublik Deutschland, Studie anlässlich des 125jährigen Jubiläums der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse zu Stuttgart, Stuttgart 1986, S. 85 f. Sie empfehlen, „nach angelsächsischem Vorbild alle Funktionen des Unternehmens Börse unter einem Dach zusammenzufassen.“ Vgl. Deutsche Börsen, Jahresbericht 1992, S. 40 f.

eine Kapitalgesellschaft als neuen Träger zu errichten. Diese Vorstellung zeigte sich erstmals in der Gründung der DTB GmbH. Verstärkt wurde die Tendenz zum neuen Träger durch die Erfahrung beim Umbau des Börsengebäudes in Frankfurt von 1985 bis 1990.¹²¹ Die Finanzierung des Umbaus durch Umlagen stieß bei den Mitgliedern auf so starke Vorbehalte, dass es nicht ratsam erschien, in Zukunft wieder auf Umlagen zurückzugreifen, zum Beispiel zur Finanzierung eines elektronischen Handelssystems. Ziel musste ein Träger sein, der die Infrastrukturinvestitionen selbst finanzieren konnte.¹²²

Das Finanzierungsproblem stellte sich auch an den sieben anderen Börsenplätzen. Die Großbanken und die Institute aus dem Sparkassen- und Genossenschaftsbereich zählten an allen deutschen Börsen zu den dominierenden Mitgliedern. Sie hätten Investitionen für wettbewerbliche Vorstöße der einzelnen Börsen bezahlen müssen. Gerade bei den Wertpapiervorständen der Großbanken bestanden Anreize, sich keine Händlergruppen mehr an den Börsen außerhalb Frankfurts zu leisten. Das legte eine Konzentration, eine Bündelung aller Kräfte nahe. Das neue Trägerunternehmen könnte Kern der Frankfurter Börse, aber auch der anderen Börsen sein. Je mehr Aufgaben und Ressourcen sich in Frankfurt konzentrieren ließen, desto eher könnte die Größe, Kompetenz und Macht der Konkurrenten im Ausland erreicht werden.

Eigentlich sollte die Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen überregionale und internationale Fragen des Börsenhandels klären. Seit 1986 hatten die elf Vertreter der deutschen Börsen, die ihre Mitgliederversammlung bildeten, die Kompetenz, diese Fragen mehrheitlich zu entscheiden. DTB und IBIS zeigten jedoch: Die Entscheidungen fallen nicht in der

¹²¹ Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen, Jahresbericht 1987, S. 43 und Jahresbericht 1988, S. 57.

¹²² Gespräch mit Friedrich von Metzler am 7. Januar 2011.

Arbeitsgemeinschaft, tatsächlich liegt die Macht bei den großen Banken im Präsidium des Frankfurter Börsenvorstandes. Dem Präsidium gehören neben dem Börsenpräsidenten seine fünf Stellvertreter an, die Wertpapiervorstände der drei Großbanken, der Deutschen Girozentrale und der DG Bank. Werden beim neuen Träger Börsenvertreter oder Bankenvertreter die entscheidende Rolle spielen?

b. Vorarbeiten: DWZ und Deutscher Kassenverein

Schon die ersten Schritte zur Computerunterstützung des Börsengeschäfts hatten dazu geführt, dass sich EDV-Betriebe an den Börsen oder in ihrem Umfeld bildeten. Jahre später wünschte man sich die Vereinheitlichung der Börsengeschäfts- und Kassenvereinsabwicklung. Am 6. August 1985 kam es zu einer Vereinbarung der Börsen Düsseldorf und Frankfurt zur Zusammenarbeit und Rationalisierung der Börsen-Daten-Zentrale GmbH (BDZ) in Frankfurt und der Betriebsgesellschaft Datenverarbeitung für Wertpapiergeschäfte (BDW) in Düsseldorf, einem Gemeinschaftsbetrieb der Börsen Berlin, Düsseldorf, München und Stuttgart.¹²³ Neuentwicklungen sollte die Deutsche Gesellschaft für Wertpapiersysteme (DGW) durchführen.¹²⁴ Die Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen sah 1986 in der DGW ihr Instrument zum Aufbau neuer Informations- und Handelssysteme.¹²⁵ Die DGW blieb aber inaktiv.

Die Arbeitsgemeinschaft beauftragte, um eine möglichst breite Akzeptanz herzustellen, im Juli 1987 die Deutsche Treuhand-Unternehmensberatung

¹²³ Otto Lersch, Überregionale Börsen-EDV in Düsseldorf, in: Börsen-Zeitung, 23. April 1983, S. 18.

¹²⁴ Aus steuerlichen Gründen schlug der Düsseldorfer Börsenpräsident von Oppenheim dem Frankfurter Börsenpräsidenten Hauck mit Schreiben vom 7. Mai 1987 vor, BDZ und BDW in der DGW mbH zu verschmelzen. Die Börsenträger sollten die Anteile an der DGW übernehmen. An der BDW beteiligt waren die oben genannten vier Börsen. Die DGW wurde treuhänderisch vom Rheinisch-westfälischen Börsenverein und von der Frankfurter Kassaveren AG gehalten.

¹²⁵ Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen, Jahresbericht 1986, S. 38. Rölller wollte in der DGW die Aktivitäten von BDZ und BDW bündeln. Wolfgang Rölller: Neuorganisation des deutschen Börsenwesens, in: Die Bank, 26. Jg., 1986, S. 392-395, 395.

GmbH (DTU) mit einem Strategiegutachten zur Börsen-EDV. In dem Gutachten wird auf die kaum übersehbare Zahl von Börsen-EDV-Gremien hingewiesen, zwischen denen es zu nachhaltigen Missverständnissen und kontroversen Situationen gekommen sei.¹²⁶

Die DTU schlug vor, für Neuentwicklungen nicht die DGW zu nutzen, sondern eine neue Börsen-EDV-Firma zu gründen. Die vorhandenen Systeme solle die DGW übernehmen. Dazu seien die BDW und BDZ zum 1. Januar 1988 auf die DGW zu verschmelzen. Die DGW sei nach fünf Jahren aufzulösen und die neue Börsen-EDV-Firma solle entscheiden, welche alten Systeme dann weiter zu pflegen wären.¹²⁷ Die Kosten erforderlicher Anwendungssysteme¹²⁸ schätzte die DTU auf mindestens DM 157 Mio.

Das Präsidium der Frankfurter Wertpapierbörse behandelte das Gutachten bereits während seiner Sitzung am 30. Oktober 1987. Gesellschafter der neuen Börsen-EDV-Firma sollten entgegen den Wünschen von Düsseldorf, Berlin, München und Stuttgart nicht die Börsen werden. Die Kassenvereine seien zu fusionieren und der „Deutsche Kassenverein“ solle Mutter der Börsen-EDV-Gesellschaft werden. So werde eine direkte Verantwortung der Banken¹²⁹ für die Börsen-EDV hergestellt. Die relevanten Banken seien von je einem der Vizepräsidenten der Frankfurter Börse anzusprechen.¹³⁰

¹²⁶ DTU-Gutachten über die Realisierung einer zukunftsorientierten EDV-Konzeption für Börsen- und Kassenvereinsabwicklung, November 1987, S. 5 f. Sie auch Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen, Jahresbericht, S. 76 f.

¹²⁷ DTU-Gutachten über die Realisierung einer zukunftsorientierten EDV-Konzeption für Börsen- und Kassenvereinsabwicklung, November 1987, S. 7 f.

¹²⁸ Handelssystem für die Präsenzbörse, Handelssystem für den außerbörslichen Handel, Elektronische Informationsdienste, Kassenverein/Auslandskassenverein, Bankenservice. Ebd. S. 9-14.

¹²⁹ Aktionäre der Kassenvereine waren traditionsgemäß die größten Kreditinstitute des jeweiligen regionalen Börsenbezirks. Otto Gellert: Kassenvereine, Hamburg 1958, S. 131. Eine Fusion zu einer „deutschen Kassenvereins-AG“ wurde bereits gefordert von Wolfgang Rölller: Neuorganisation des deutschen Börsenwesens, in: Die Bank, 26. Jg., 1986, S. 392-395, 394 f.

¹³⁰ Protokoll der Sitzung des Präsidiums des Börsenvorstands der Frankfurter Wertpapierbörse am 30. Oktober 1987, S. 2. Alternativ wurde daran gedacht, die neue Börsen-EDV-Gesellschaft zur Mutter der Kassenvereine oder des Kassenvereins zu machen.

Breuer übernahm als Vizepräsident die Aufgabe, die Aktionäre der Kassenvereine und deren Anteile zu ermitteln und eine geeignete Persönlichkeit für die Führung der Börsen-EDV-Gesellschaft zu gewinnen.¹³¹ Der Vizepräsident Piet-Jochen Etzel übernahm es, Gespräche mit der Düsseldorfer Börse über die Einbringung der BDW in die neue Börsen-EDV-Gesellschaft zu führen.¹³²

Am 31. Oktober 1988 wurde die BDZ¹³³ umfirmiert, um als DWZ Deutsche Wertpapierdaten-Zentrale GmbH die BDW aufzunehmen. Die DWZ, jetzt eine Tochter der Kassenvereine¹³⁴, erhielt den Auftrag zur kompletten Reorganisation des Kassenvereinswesens.¹³⁵

Die Verschmelzung der Kassenvereine wurde am 29. Dezember 1989 beim Amtsgericht Frankfurt eingetragen. Aufnehmende Gesellschaft war die Frankfurter Kassenverein AG, die nun als Deutscher Kassenverein AG firmierte.¹³⁶ Aufgenommen wurden die Bayerische Wertpapiersammelbank AG, die Berliner Kassenverein AG, die Norddeutsche Kassenverein AG, die Wertpapiersammelbank Baden-Württemberg AG und die Wertpapiersammelbank Nordrhein-Westfalen AG.¹³⁷

Die Deutscher Auslandskassenverein AG, 1970 von den Kassenvereinen gegründet, wurde damit zur Tochter in vollem Besitz der Deutscher Kassenverein AG.

¹³¹ Ebd. S. 3.

¹³² Vermerk über die Sitzung des Präsidiums am 17. Dezember 1987, S. 2. Zum Verkauf der BDW an die BDZ wurde von Frankfurt der Termin 15. Mai 1988 gesetzt (Schreiben des Münchener Börsenpräsidenten Bayer vom 22. April 1988, der von einem „Frankfurter Termin-Diktat“ spricht).

¹³³ Zu den damaligen Aufgaben der BDZ siehe Bernhard Schüller: Szenario Finanzplatz Deutschland, in: Die Bank, 28. Jg., 1998, S. 252-256.

¹³⁴ Gernot Ernst: Miteinander von Computer- und Präsenzbörse, in: Börsen-Zeitung, Jahresschlussausgabe 1988, S. 10.

¹³⁵ Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen, Jahresbericht 1988, S. 97 f.

¹³⁶ Ab 1997 in Deutsche Börse Clearing umbenannt, 2000 mit Cedel in der Clearstream International S.A. aufgegangen.

¹³⁷ Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen, Jahresbericht 1989, S. 116 f.

c. Der Plan für den neuen Träger: Deutsche Wertpapierbörse AG¹³⁸

Mit der Deutschen Terminbörse, der Deutschen Wertpapier-Datenzentrale und dem Deutschen Kassenverein hatte Frankfurt sein Gewicht als Börsenplatz deutlich erhöht. Seine Banken hatten an Einfluss gewonnen. Aber die Frankfurter Börse war nach wie vor auf ihren kleinen Kreis von Mitarbeitern und auf die Kammer als ihren Träger angewiesen. Wie sollte sie zu Börsen wie London und Paris aufschließen? Der Plan hierfür musste vom Börsenpräsidenten, vom Präsidium kommen. Dem Präsidium arbeitete der Präsidialarbeitskreis zu, der sich aus Vertretern der Präsidiumsmitglieder zusammensetzte. Eine wichtige Rolle spielten auch der langjährige Berater und Notar der Börse, Gerhard Laule, und sein Mitarbeiter Matthias Kasch.

Der Börsenpräsident Friedrich von Metzler entwickelte schon bald sehr konkrete Vorstellungen zur Umstrukturierung der Frankfurter Börse. Hintergrund waren aktuelle Erfahrungen von Bankiers in London, Paris und Zürich mit den Börsenreformen dort. Auch auf die Erfahrungen seines Vaters Albert von Metzler konnte er zurückgreifen, der von 1961 bis 1967 Börsenpräsident gewesen war¹³⁹ und schon damals die Zersplitterung der Frankfurter Börse auf verschiedene Teilbetriebe bedauerte. Hintergrund war aber auch, wie bei anderen Präsidiumsmitgliedern, die Geschichte Frankfurts als Reichs- und Königsstadt und als Stadt des Deutschen Bundes, seines Bundestags und seiner Nationalversammlung. Frankfurt war größter¹⁴⁰ deutscher Finanzplatz in der Zeit vor dem Deutschen Reich. In Frankfurt, dem Sitz der Verwaltungen der Bizone, entstand die Deutsche Mark und dort erhielten die Bank deutscher

¹³⁸ Hintergrund der folgenden Abschnitte ist das Gespräch mit Friedrich von Metzler und Ludger Kübel-Sorger am 7. Januar 2011.

¹³⁹ Stefan Ohmeis: Einblicke, Geschichte und Geschichten über das Bankhaus Metzler, Frankfurt 2009, S. 109 f.

¹⁴⁰ Karl Heinrich Kauffhold: Der Übergang zu Fonds- und Wechselbörsen vom ausgehenden 17. Jahrhundert bis zum ausgehenden 18. Jahrhundert, in: Hans Pohl (Hrsg.): Deutsche Börsengeschichte, Frankfurt 1992, S. 105. Siehe auch: Otto Wormser: Die Frankfurter Börse. Ihre Besonderheiten und ihre Bedeutung. Ein Beitrag zur Frage der Börsenkonzentration, Tübingen 1919S, S. VII, S. 1-29.

Länder und die Bundesbank ihren Sitz.¹⁴¹ In Frankfurt sollte nun auch aus der Börse eine große deutsche Institution entstehen.¹⁴²

Die Pläne hierfür durchliefen einen längeren Abstimmungsprozess, bevor sie dem Präsidium vorgelegt wurden. In seiner Bank arbeitete von Metzler eng mit Ludger Kübel-Sorger zusammen, der für ihn dem Präsidialarbeitskreis angehörte. Zu den Beratungen im engsten Kreis wurden oft Laule¹⁴³ und Kasch hinzugezogen. Auch mit Breuer stimmte sich von Metzler immer wieder ab und nahm Anregungen von anderen Mitgliedern des Präsidiums und des Arbeitskreises auf.

Bereits am 9. und 30. April 1990 befasste sich das Präsidium mit dem Plan, der in diesem Prozess entstand. Er wurde von Laule in einem Vermerk vom 25. April 1990 formuliert, der überschrieben ist: „Deutsche Wertpapierbörse Aktiengesellschaft, Sitz: Frankfurt/Main“. Teile des Plans waren bereits durch Gutachten abgesichert worden.

Um finanzielle Engpässe der Frankfurter Börse zu vermeiden, bietet sich nach dem Vermerk eine Neuordnung an. Die Börse führe mit ihrem Handel und ihrer Dienstleistungsnachfrage zu bemerkenswerten Erträgen bei der Deutscher Kassenverein AG (DKV) und der DWZ.¹⁴⁴ Es biete sich deshalb und auch aus steuerlichen Gründen ein Verbund von Börse, DKV und DWZ in einer AG an.

¹⁴¹ Karl-Ludwig Holtfrenrich: Finanzplatz Frankfurt. Von der mittelalterlichen Messestadt zum europäischen Bankenzentrum, München 1999, S. 225-243.

¹⁴² Das entsprach auch Pöhls Forderung, eine Organisation der Börsen zu schaffen, die Rang und Bedeutung des Finanzplatzes Deutschland entspricht. Karl Otto Pöhl: Neuorientierung an den Börsen und am Kapitalmarkt, Festvortrag anlässlich der 300-Jahr-Feier der Berliner Börse, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 33 vom 7. Mai 1985, S. 1.

¹⁴³ Der Börsenvorstand erteilte Laule am 16. Oktober 1989 den Auftrag, die Umstrukturierung der Börse rechtlich, vermögensmäßig und betriebswirtschaftlich zu untersuchen. An Laule übergab die Deutsche Treuhand-Unternehmensberatung auch eine Reihe von Gutachten zur Klärung von Teilaspekten.

¹⁴⁴ Auf S. 10 des Vermerks wird ausgeführt, dass bei der Preispolitik von DKV und DWZ stärker auf die Erzielung von Gewinnen geachtet werden könne, während bisher der Vorteil der Geschäftspartner im Vordergrund gestanden habe. Das deutet auf die Abkehr von einem verbandbetrieblichen oder genossenschaftlichen Selbstverständnis hin, das nicht auf Gewinne abzielt.

Dafür sei die Zustimmung der Banken in der Region erforderlich. Um diese Zustimmung zu erleichtern, könne die neue AG anbieten, als Trägerin der anderen deutschen Börsen zu dienen oder deren Träger als Tochtergesellschaften zu führen. Die Integration der Schwesterbörsen könne bei entsprechender Bereitschaft aller Beteiligten Ende 1994 abgeschlossen sein.¹⁴⁵ Das Zusammenlegen aller Zulassungsstellen könnte zu besonderen Rationalisierungsmöglichkeiten führen.¹⁴⁶

Als erster Realisierungsschritt wurde vorgeschlagen, sofort eine Deutsche Wertpapierbörse AG zu errichten, die noch im Jahr 1990 die Trägerschaft von der IHK übernehmen und in ihre Gremien auch regionale Kräfte einbinden solle.¹⁴⁷ In einem späteren Schritt sei der Verbund mit dem DKV und seinen Töchtern DWZ und Auslandskassenverein zu schaffen.¹⁴⁸

Im Vermerk Laules vom 25. April 1990 wurde die noch kleine DTB nicht als Teil des Verbundes genannt. Führende Börsenvertreter in den USA beurteilten jedoch in Gesprächen mit von Metzler die rechtliche und organisatorische Trennung von Kassa- und Terminmarkt als Konstruktionsschwäche des amerikanischen Börsensystems. Von Metzler konnte Breuer sofort davon überzeugen, diese Schwäche in Deutschland zu vermeiden und die DTB in den Verbund einzubringen.¹⁴⁹ Die große Bedeutung dieser Entscheidung, einem Träger Kassabörse *und* Terminbörse anzuvertrauen, wurde erst nach Jahren des Wachstums der DTB deutlich. Schon im Zeitpunkt der Entscheidung war aber

¹⁴⁵ S. 15 des Vermerks.

¹⁴⁶ S. 8 des Vermerks.

¹⁴⁷ S. 11 f. des Vermerks.

¹⁴⁸ Alternative Wege zu diesem Verbund stellen die Seiten 14 f. des Vermerks vor.

¹⁴⁹ Vermutlich fand dieses Gespräch mit Breuer vor Mitte Juni 1990 statt. Über den Plan zu einem Verbund erfuhren die Öffentlichkeit und etliche Mitglieder des Börsenvorstandes erstmals durch Thomas Knipp: Pläne zur Deutschen Wertpapierbörsen AG, in: FAZ, 16. Juni 1990. Dort wird auch die DTB als Teil des Verbundes genannt. In seiner Presseerklärung vom 18. Juni 1990 zu diesem Artikel bezeichnete der Börsenvorstand die Überlegungen zum Verbund als „nicht aktuell“.

klar, dass die DTB den zur Kernbelegschaft der AG den größten Teil beisteuern würde.

d. Realisierungsschritte

i. Die Frankfurter Wertpapierbörse AG

Nachdem 1985 das Jubiläum 400 Jahre Frankfurter Wertpapierbörse gefeiert werden konnte, gab es viel Verbundenheit mit ihrem vertrauten Namen und spürbaren Widerstand dagegen, den Frankfurter Börsenträger als Deutsche Wertpapierbörse AG firmieren zu lassen. Es gab aber auch Bedenken, ob das Registergericht eine Deutsche Wertpapierbörse AG eintragen würde, da sie zunächst nur als Träger einer von neun deutschen Börsen dienen sollte. Am 22. Mai 1990 sandte der Börsenpräsident den Mitgliedern des Börsenvorstandes zur Vorbereitung der Sitzung am 5. Juli einen Zwischenbericht Laules zur Umstrukturierung.

Der zukünftige Träger wird im Zwischenbericht als FWB AG bezeichnet. Die Begründung für den Trägerwechsel ist trotz Verzichts auf das Wort „Deutsche“ ortsübergreifend. Die IHK Frankfurt, Träger seit 1808, habe das Gesamtinteresse der Gewerbebetreibenden allein im Kammerbezirk zu vertreten. Der technische Fortschritt habe die Börse aus der Ortsgebundenheit gelöst und zur platzübergreifenden Systemgebundenheit der Marktteilnehmer geführt.¹⁵⁰ Der internationale Wettbewerb verlange vom Träger beim Angebot von Börsendienstleistungen mehr, als von einem öffentlich-rechtlichen Träger wie der Kammer erwartet werden könne.¹⁵¹ Die FWB AG solle von einem kleinen Kreis mit dem Mindestkapital errichtet werden und später die anderen

¹⁵⁰ S. 4 f. und S. 15 f. des Zwischenberichts.

¹⁵¹ Ebd., S. 14.

Börsenmitglieder als Aktionäre an sich binden.¹⁵² Die Kammer begegnete diesem Plan mit Verständnis, zumal sie im Betreiben der Börse keine zentrale Aufgabe sah.¹⁵³

Der Börsenvorstand folgte diesen Vorschlägen am 5. Juli 1990. Am Tag darauf wurde die Frankfurter Wertpapierbörse AG (FWB AG) errichtet¹⁵⁴ und am 1. August 1990 in das Handelsregister eingetragen.¹⁵⁵ Den Aufsichtsratsvorsitz übernahm Friedrich von Metzler. Am 5. November 1990 schlossen FWB AG und IHK einen Überleitungsvertrag, nach dem der Betrieb gewerblicher Art der Frankfurter Wertpapierbörse mit allem beweglichen Vermögen, aber auch sämtlichen Verbindlichkeiten zum 1. Januar 1991 von der Kammer auf den neuen Träger überging. Der Börsenträger trat auch in alle Verträge ein, die von der Kammer für die Börse abgeschlossen worden waren.¹⁵⁶

Eine außerordentliche Hauptversammlung der FWB AG am 16. November 1990 beschloss eine Grundkapitalerhöhung auf DM 21 Mio. bei einem Aufgeld von 300 %. Sie stimmte dem Überleitungsvertrag zu und wählte den Aufsichtsrat neu.¹⁵⁷ Dem ausgeklügelten Zeichnungsschlüssel entsprechend, zeichneten die Inlandsbanken 79 % der Aktien, die Auslandsbanken 10 %, 5 % die Kursmakler und 6 % die Freimakler.¹⁵⁸

¹⁵² Siehe auch Gerhard Laule: Die Umstrukturierung der Frankfurter Wertpapierbörse – ein Modell, in: Friedrich Kübler, Hans-Joachim Mertens, Winfried Werner: Festschrift für Theodor Heinsius, Berlin 1991, S. 437-456, S. 441.

¹⁵³ In diesem Zusammenhang sei hingewiesen auf die Grundsätze für die Zusammenarbeit der IHK und der FWB vom 4. Dezember 1985.

¹⁵⁴ Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen, Jahresbericht 1990, S. 40.

¹⁵⁵ Zu den neun Gründern zählten sieben Inlandsbanken, die Kursmaklerkammer und der Freimakler Fritz Nols. Schreiben der FBW AG an die Gründer vom 8. November 1990. Jeder Gründer übernahm 400 Aktien im Nominalbetrag von je 50 DM und stellte ein Mitglied im Aufsichtsrat.

¹⁵⁶ Überleitungsvertrag vom 5. November 1990.

¹⁵⁷ Tagesordnung und Pressemitteilung der Gesellschaft vom 16. November 1990.

¹⁵⁸ Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen, Jahresbericht 1990, S. 40.

ii. Die Deutsche Börse AG

Die Frankfurter Börse hielt an dem Ziel fest, die sieben Regionalbörsen zu integrieren und den Verbund mit DTB und DKV zu schaffen. Alle Arbeiten hierzu liefen ab 1991 unter dem Namen „Deutsche Börse AG“, den von Metzler geprägt hatte. Er sah „die Chance, den Grundstein für eine leistungsfähige Börsenorganisation der Zukunft zu legen.“¹⁵⁹ Als Deutsche Börse AG zu firmieren setzte ein gewisses Zusammengehen mit den Regionalbörsen voraus.¹⁶⁰ Sie wurden in den Frankfurter Dokumenten wieder öfter zu Schwesterbörsen.¹⁶¹ Mit ihnen und den Landesministern, zu deren Ressort die Börsenaufsicht gehörte, wurden auf verschiedenen Ebenen Gespräche geführt. Sie waren durch die bisherige Konfrontation und durch den Plan belastet, in Frankfurt möglichst schnell ein elektronisches Handelssystem einzuführen und das Parkett zu schließen, der auch in Frankfurt umstritten war und über Jahre mit wechselnder Intensität verfolgt wurde.¹⁶² So fand sich keine Bereitschaft an den anderen Börsenplätzen, einen Träger mit Sitz in Frankfurt zu akzeptieren.¹⁶³

¹⁵⁹ Friedrich von Metzler: Europäischer Finanzplatz Frankfurt, in: Deutschland als Finanzplatz, Heft 33 der Schriftenreihe des Instituts für Kapitalmarktforschung, Frankfurt 1992, S. 155-173, S. 169. Siehe auch: Börsen in Europa. Frankfurt kann führende Position erlangen, in: Handelsblatt, 15. Januar 1991, S. 29.

¹⁶⁰ Gerhard Laule: Deutsche Wertpapierbörse Aktiengesellschaft, Vermerk vom 25. April 1990, S. 6; Axel H. Schubert: Bremer Börse – innovativ und kooperativ, in: Börsen-Zeitung, 22. Februar 1992, S. 15.

¹⁶¹ Die Regionalbörsen außerhalb Frankfurts wurden gelegentlich „Hauptstadtbörsen“ genannt. Anders als die Frankfurter Börse hatten sie ihren Sitz in der Hauptstadt eines Bundeslandes.

¹⁶² Gerhard Eberstadt: Plädoyer für ein duales System von Präsenz- und Computer-Börse, in: Handelsblatt, 16. Mai 1991, S. 34, Wie revolutionär soll die Börsenreform sein? In: Börsen-Zeitung, 8. November 1991 (Auseinandersetzung Breuers und Haucks). Der Frankfurter Börsenvorstand entschied sich dafür, Präsenzhandel und Computerhandel weiter zu entwickeln und dem Markt die Entscheidung zwischen beiden zu überlassen (Duales System). Niederschrift über die Sitzung am 20. Januar 1992, S. 9. Keine Große Eile mehr mit neuem EHS, in: Handelsblatt, 26. März 1992, S. 37. Thomas Knipp: Die Börse am Bildschirm, in: FAZ, 26. Juni 1992, S. 15, führt die plötzliche Zurückhaltung auf den Einspruch der EDV-Vorstände in den Banken zurück, die auf hohe Kosten und auf Pannen bei der DWZ hinwiesen. Zur Entwicklung der Anteile der beiden Teilsysteme von 1990 bis 2003 siehe Lars O. Walter: Derivatisierung, Computerisierung und Wettbewerb – Die Entwicklung der deutschen Terminbörse DTB/Eurex zwischen 1990 und 2001 im Kontext der europäischen Terminbörsen, Wiesbaden 2009, S. 53.

¹⁶³ Nach Ansicht der Düsseldorfer Börse war das ein „anmaßende(r) Konfrontationsvorschlag“. Beteiligung an der „Deutschen Börse AG“, in: FAZ, 25. Juni 1991.

Eine Frankfurter Muttergesellschaft für den eigenen Träger konnte man sich ebenfalls nicht vorstellen. Die Börsen in den Landeshauptstädten wechselten erst Jahre später von einer Trägerkammer oder einem Trägerverein zur Träger-AG. Darauf zu warten hätte die Deutsche Börse sehr verzögert. Es erwies sich auch als zu schwierig, Börsenpräsidenten anderer Plätze für entsprechende Aufgaben in Frankfurt zu gewinnen. Einem Bremer Vorschlag, statt sich der FWB AG anzuschließen gemeinsam eine neue „Deutsche Börsen AG“ zu gründen, schlossen sich die Regionalbörsen an.¹⁶⁴

Ein Ausweg konnte gefunden werden. In einem Schreiben des Frankfurter Börsenpräsidiums an die Börsenpräsidenten und Börsenfachminister vom 30. September 1991¹⁶⁵ wurde auf den Anteil regionaler Banken von 21,9 % am Grundkapital der FWB AG hingewiesen und den noch unbeteiligten Banken und Maklern an den Schwesterbörsen je 10 bzw. je 1 Aktie der FWB AG angeboten. Dieses Angebot erhöhte den zulässigen Anteil der Region von knapp unter 22 % auf knapp darüber.¹⁶⁶ In dem Schreiben wurde auch angesprochen, es sei möglich, die Aktien in einem Pool zusammenzufassen.

Der Ministerpräsident Baden-Württembergs hatte 33 %¹⁶⁷, der Bremer Wirtschaftssenator und die Bremer Börse einen Anteil von 25,1 % bis 33 % gefordert.¹⁶⁸ Der frühe „Integrationsvorschlag“ der Düsseldorfer Börse akzeptierte den geplanten Verbund und sah eine direkte Beteiligung der sieben

¹⁶⁴ Bremen befürwortet eine Deutsche Börsen AG, in: Börsen-Zeitung, 8. August 1991; Deutsche Regionalbörsen wollen Dachgesellschaft, in: Süddeutsche Zeitung, 3. September 1991. Ausführlich hierzu Axel H. Schubert: Bremer Börse – innovativ und kooperativ, in: Börsen-Zeitung, 22. Februar 1992, S. 15 f.

¹⁶⁵ Abgedruckt in: Börsen-Zeitung, 3./4. Oktober 1991, S. 3.

¹⁶⁶ Es wurde etwa von der Hälfte der Adressaten angenommen. Zustimmung für Frankfurter Börsen-Angebot, in: FAZ, 8. November 1991.

¹⁶⁷ Finanzplatz braucht Regionalbörsen, in: Börsen-Zeitung vom 13. Juli 1991, S. 5.

¹⁶⁸ Nein zu zentralistischer Börsenstruktur mit „Monopolstellung“ Frankfurts, in: Handelsblatt, 8. August 1991, S. 21. Der Hamburger Wirtschaftssenator Krupp forderte 25,5 %. Es geht um den Finanzplatz Deutschland, in: FAZ, 11. September 1991, S. 17.

Regionalbörsen vor.¹⁶⁹ Im Oktober bekräftigten die Börsen in den Landeshauptstädten gemeinsam mit ihren Börsenfachministern diesen Vorschlag und forderten mindestens 25 %.¹⁷⁰ Im November 1991 bot die FWB AG den sieben Börsen 10 % an. Damit kam die Region insgesamt auf fast 33 %. Im Gegenzug sollte die Region den Verbund von FWB AG mit dem Kassenverein und der DTB mittragen.¹⁷¹ Nach der Annahme dieses Angebotes beschloss der Vorstand der Frankfurter Wertpapierbörse „mit den anderen Börsen die Deutsche Börse AG in Angriff zu nehmen.“¹⁷²

Am 9. April 1992 wurde in Düsseldorf die Deutsche Börsen Beteiligungsgesellschaft mbH zu dem Zweck gegründet, als Pool der sieben Börsen 10 % des Grundkapitals der Deutsche Börse AG zu halten, die durch Umbenennung der FWB AG entstehen sollte.¹⁷³ Die Anteile an diesem Pool sollten sich für die sieben Börsen¹⁷⁴ wider Erwarten als äußerst wertvoll erweisen und sie als Wettbewerber stärken. Zunächst stieß man aber auf die Ansicht, die sieben Börsen bezahlten den Sarg selbst, in dem sie beerdigt werden würden.¹⁷⁵

Die Gefahr war gebannt, dass die Banken außerhalb Frankfurts sich als Aktionäre des DKV in großer Zahl gegen dessen Übernahme durch die FWB AG stimmen und damit den geplanten Verbund verhindern würden. Zugleich waren auch die Hürden dafür beseitigt, die FWB in Deutsche Börse AG umzubenennen. Für die weitere Planung musste von gegebenen Anteilen am Grundkapital ausgegangen werden: Börsenbeteiligungsgesellschaft 10 %,

¹⁶⁹ Beteiligung an der „Deutschen Börse AG“, in: FAZ, 25. Juni 1991.

¹⁷⁰ Regionalbörsen streben Kapitalbeteiligung an, in: FAZ, 8. Oktober 1991, S. 25.

¹⁷¹ Franz-Josef Ebel: Frankfurt läutet im Disput mit den Regionalbörsen jetzt den Rückzug ein, in: Handelsblatt, 7. November 1991, S. 33.

¹⁷² Niederschrift über die Sitzung am 13. Dezember 1991, S. 5 f.

¹⁷³ Niederschrift über die Sitzung des Vorstandes der Frankfurter Wertpapierbörse am 4. Mai 1992.

¹⁷⁴ Am Stammkapital der GmbH hielten Düsseldorf 44 %, München 18 %, Hamburg und Stuttgart je 13 %, Berlin 6 %, Bremen und Hannover je 3 %. Deutsche Börsen, Jahresbericht 1992, S. 41.

¹⁷⁵ Udo Perina und Frank Schumacher: Der deutsche Börsen-Filz, in: Die Zeit, 27. November 1992, S. 23. Zuerst würden die Börsen in Bremen, Hannover und Hamburg schließen.

Makler 10 % und in- und ausländische Kreditinstitute 80 %.¹⁷⁶ Als einzig gangbarer Erwerbsweg für die DKV- und DTB-Anteile bot sich deren Kauf gegen Barzahlung an. Jetzt mussten Bewertungsgutachten eingeholt, das Finanzierungskonzept erarbeitet und die Entscheidungsgremien einberufen werden.¹⁷⁷

Als sehr schwierig erwies es sich, einen Termin für die außerordentliche Hauptversammlung der FWB AG abzustimmen. Auch in großen Häusern neigte man dazu, den Verbund zumindest zu verzögern. Für den 11. Dezember 1992 war seit langer Zeit eine Sitzung des Präsidiums vereinbart. Diesen Termin konnte von Metzler schließlich für die Hauptversammlung nutzen. Sie beschloss die Umfirmierung in Deutsche Börse AG und den Kauf von 100 % der Anteile an DKV und DTB. Für die Deutsche Börse AG versprach man sich einen entscheidenden Wettbewerbsvorsprung, wenn es anders als im Ausland gelänge, Kassa- und Terminmarkt mit der dazugehörigen Abwicklung optimal abzustimmen. Die Versammlung beschloss auch eine Erhöhung des Grundkapitals der Dachgesellschaft. Von der Erhöhung um DM 16 Mio. nominal entfielen DM 12 Mio. auf eine Emission mit Bezugsrecht der Altaktionäre, DM 4 Mio. nominal gingen ohne Bezugsrecht an die Deutsche Börsen Beteiligungsgesellschaft. Wegen des Agios von 300 % flossen der Deutsche Börse AG so DM 64 Mio. zu.¹⁷⁸

Für DKV und DTB zahlte die Deutsche Börse AG je DM 60 Mio., was durch die Kapitalerhöhung, aus Rücklagen und mit Fremdkapital finanziert wurde.¹⁷⁹ Alle Anteile der Deutschen Wertpapierdaten Zentrale GmbH und der Deutscher

¹⁷⁶ Niederschrift über die Sitzung des Vorstandes der Frankfurter Wertpapierbörse am 4. Mai 1992.

¹⁷⁷ Niederschrift über die Sitzung des Vorstandes der Frankfurter Wertpapierbörse am 4. Mai 1992.

Deutsche Börse AG wird realisiert, in: Börsen-Zeitung, 9. Oktober 1992, S. 1. Die Geschäftsführung der Deutsche Börsen Beteiligungsgesellschaft mbH wurde vom Vorstand der FWB AG mit Schreiben vom 10. November 1992 informiert.

¹⁷⁸ Deutsche Börsen, Jahresbericht 1992, S. 40 f.

¹⁷⁹ Deutsche Börse AG wird realisiert, in: Börsen-Zeitung, 9. Oktober 1992, S. 1.

Auslandskassenverein AG hielt die Deutscher Kassenverein AG. Mit ihr wurden auch diese beiden Gesellschaften in die Deutsche Börse AG integriert. Zu den Aktionären der Deutsche Börse AG zählten 234 Banken und 146 Makler.¹⁸⁰ Der Konzern Deutsche Börse AG beschäftigte über 1200 Mitarbeiter.¹⁸¹ Endlich gab es ein Börsenunternehmen in einer Größenordnung, von der man das dauerhaft erwarten konnte, was Deutschland brauchte: eine international wettbewerbsfähige Infrastruktur für den Wertpapierhandel.

Als er sein Ziel in bemerkenswert kurzer Zeit erreicht hatte und die Deutsche Börse AG geschaffen war¹⁸², legte Friedrich von Metzler, wie er es selbst wünschte, seine Ämter als Vorsitzender des Aufsichtsrates und Vorsitzender des Börsenvorstandes nieder. Er war davon überzeugt, es sei für die Deutsche Börse AG am besten, wenn der Vorsitz im Aufsichtsrat und im Börsenvorstand in den Händen eines der Marktteilnehmer liege, der an allen deutschen Börsen in den Leitungs- und Aufsichtsgremien vertreten sei.¹⁸³ Auf seinen Vorschlag wurde Breuer in beiden Gremien zu seinem Nachfolger gewählt.¹⁸⁴

V. Zum Erfolg¹⁸⁵

Woran erkennt man, ob eine Börse ihre Funktion erfüllt? Man muss den Blick auf den außerbörslichen Markt der börsengehandelten Titel richten und die börslichen mit den außerbörslichen Umsätzen vergleichen. Daran können die

¹⁸⁰ Deutsche Börsen, Jahresbericht 1992, S. 41.

¹⁸¹ Deutsche Börse AG, Geschäftsbericht 1993, S. 23.

¹⁸² Friedrich von Metzler: Das Ende eines Irrwegs, in: Börsen-Zeitung, 15. Dezember 1992. Von Metzler: „Wir haben zum Sprung in ein neues Börsenzeitalter angesetzt.“, in: Handelsblatt, 8. Oktober 1992.

¹⁸³ Börse: Breuer soll von Metzler ablösen, in: FAZ, 3. September 1992. Grundlage der Meldung ist die zweiseitige Erklärung von Metzlers vom 2. September 1992.

¹⁸⁴ Deutsche Börsen, Jahresbericht 1992, S. 41. Beide Gremien wählten von Metzler zum stellvertretenden Vorsitzenden. Breuer war Aufsichtsratsvorsitzender bis 2005.

¹⁸⁵ Hintergrund dieses Abschnitts sind die Gespräche mit Andreas Preuß am 6. Dezember 2010 und mit Jörg Franke am 3. Februar 2011.

Börsen erkennen, wie gut sie sind¹⁸⁶, abgesehen von Börsenzwängen und anderen Verzerrungen durch Marktregeln.

Woran erkennt man, wie gut ein Finanzplatz ist? Es ist ein schlechtes Zeichen, wenn Märkte im Ausland einen hohen Anteil der Umsätze in heimischen Finanztiteln gewinnen, zumal der Informationsvorsprung der Händler an den inländischen Märkten gegen Umsätze im Ausland spricht.¹⁸⁷ Der Erfolg von SEAQ I war ein hochwirksames Alarmzeichen für die Finanzplätze auf dem europäischen Festland. Für den Finanzplatz Deutschland viel erschreckender war aber der Erfolg der LIFFE mit dem Bund Future. Sie dominierte eindeutig den Terminhandel in Bundesanleihen. London hatte auch einen sehr großen Anteil am Kassamarkt in Bundesanleihen.¹⁸⁸ Heute, nach der Staatsschuldenkrise des Jahres 2010, versteht jeder, in welche Abhängigkeit selbst ein Staat geraten kann, wenn er sich auf ausländische Finanzmärkte stützen muss. Mit dem Erfolg der LIFFE nahm die Unterstützung des DTB-Projektes durch Bundesbank¹⁸⁹ und Bundesregierung merklich zu.

¹⁸⁶ Herbert Giersch und Hartmut Schmidt: Offene Märkte für Beteiligungskapital: USA, Großbritannien, Bundesrepublik Deutschland, Studie anlässlich des 125jährigen Jubiläums der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse zu Stuttgart, Stuttgart 1986, S. 88. An dieser Stelle sei an die kurze deutsche Börsenzeit vor 1990 erinnert und an den Erfolg von IBIS als börsliches Segment. Zu differenzierten Kriterien Thomas Book: Elektronischer Börsenhandel und globale Märkte. Eine ökonomische Analyse der Veränderungen an Terminbörsen, Wiesbaden 2001, S. 77-99.

¹⁸⁷ Rolf-E. Breuer: Zum aktuellen Stand der Börsenstrukturdiskussion in Deutschland, in: Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen (Hrsg.): Finanzmarkttheorie und Börsenstruktur, Frankfurt 1992, S. 12-23, 19, Robert A. Schwartz und Reto Francioni: Equity Markets in Action, Hoboken 2004, S. 238 f. Weitere Quellen hierzu bei G. Geoffrey Booth, Orkunt M. Dalgic und Juha-Pekka Kallunki: Cultural Networks in an Upstairs Financial Market, in: Wolfgang Bessler (Hrsg.): Börsen, Banken und Kapitalmärkte, Berlin 2006, S. 187-204, und bei Hartmut Schmidt: Regional and Transregional Exchanges in Europe, in: Shoken Keizai Kenkyu, The Japan Securities Research Institute Journal of Financial and Securities Markets, No. 40, Dezember 2002, S. 115 f.

¹⁸⁸ David Kynaston: LIFFE: A Market and its Makers, Cambridge 1997, S. 152 und 194.

¹⁸⁹ Gespräch mit Manfred Zaß am 3. Februar 2011. Anfang der 1980er Jahre fragte die Hamburger Börse bei der Bundesbank an, ob die Einführung des Terminhandels in Bundesanleihen mit ihrer Zustimmung rechnen könnte. Hintergrund war Interesse in London, geäußert gegenüber dem Vorstandsmitglied Jens Uwe Müller. Die Anfrage wurde abschlägig beschieden. Damit war der geplante Vorstoß aussichtslos. Zur Bedeutung von Bundesbank und Bankaufsicht für die Rückständigkeit der deutschen Finanzmärkte siehe David Kynaston: LIFFE: A Market and its Makers, Cambridge 1997, S. 148 f.

Selbst viele Fachleute gingen aber davon aus: An der Unterlegenheit des Finanzplatzes Deutschland wird sich nichts ändern. Im Mai 1988 konnte man auf der ersten Seite der Börsen-Zeitung lesen, viel zu große Hoffnungen würden an die DTB geknüpft. Die wirklich interessanten Märkte seien schon vergeben. Glaube man wirklich, der LIFFE in gut eingeführten DM-Kontrakten Marktanteile abnehmen zu können?¹⁹⁰ Ohne politisches Eingreifen liege die Zukunft des Terminhandels in DM-Papieren in London.¹⁹¹

In der Tat handelten deutsche Banken bald nach der Einführung des Bund Future am 29. September 1988 an der LIFFE in London.¹⁹² Als die DTB dann mit dem Optionshandel begann, war das ein „Start mit den falschen Produkten“.¹⁹³ Auf den 1012 Seiten der Festschrift „Die Deutsche Bank 1870 – 1995“ werden der DTB zehn kritische Zeilen gewidmet. Die Bank habe sich vor 1990 für eine Terminbörse zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland engagiert und maßgeblich den Aufbau der DTB unterstützt. Die Privatkunden der Bank nähmen die neuen Geschäftsmöglichkeiten nur wenig in Anspruch.¹⁹⁴

Nach Beginn des Handels in Financial Futures an der DTB wurde der Anteil an den Umsätzen im Bund Future zum meistbeachteten Indikator für den Erfolg oder Misserfolg des Finanzplatzes Deutschland. Der DTB-Anteil stieg vom November 1990 bis zum Sommer 1991 auf gut 10 %. Man sah die DTB weit

¹⁹⁰ Frank Mella: Good-bye Goffex? In: Börsen-Zeitung, 6. Mai 1988, S. 1. Die Presse verwendete statt DTB lange die Bezeichnung GOFFEX, angelehnt an das Vorbild SOFFEX, wobei das „G“ wohl für „German“ stehen sollte.

¹⁹¹ Die Chancen zum Eingreifen wurden auf deutscher Seite gerade nicht genutzt. David Kynaston: LIFFE: A Market and its Makers, Cambridge 1997, S. 195-199.

¹⁹² Etliche Banken mit Sitz in Frankfurt hatten die LIFFE ermutigt und dabei unterstützt, einen Kontrakt auf Bundesanleihen aufzulegen. David Kynaston: LIFFE: A Market and its Makers, Cambridge 1997, S. 148-152 und 191-202.

¹⁹³ Bruno Hidding: DTB setzt Zeichen, in: Börsen-Zeitung, 20. Januar 1990, S. 1.

¹⁹⁴ Hans-E. Büschgen: Die Deutsche Bank von 1957 bis zur Gegenwart, in: Lothar Gall et al.: Die Deutsche Bank 1870-1995, München 1995, S. 795. Der Name Breuer wird auf dieser Seite nicht genannt.

abgeschlagen¹⁹⁵ oder sprach vom Misserfolg der DTB.¹⁹⁶ Noch für Jahre dominierte die LIFFE den Handel im Bund Future. Bis Ende 1996 kam die DTB nur gelegentlich über einen Anteil von 30 % hinaus.¹⁹⁷ Auch wenn der Umsatz im Bund Future insgesamt stieg und stieg, der Anteil der DTB stagnierte fünf Jahre lang in einem Korridor zwischen 25 und 30 %.¹⁹⁸

Die Erwartungen der Öffentlichkeit an die DTB blieben lange gedämpft,¹⁹⁹ zumal es damals schwierig war, die Chancen vollelektronischer Handelsplattformen zu beurteilen. Da die DTB „international noch bis 1997“²⁰⁰ belächelt und unterschätzt wurde, griff sie auch kein Konkurrent an. Für die DTB war das ein Vorteil. Franke stellte mehr und mehr leistungsstarke Mitarbeiter ein, denen er als Ansporn viel Freiraum ließ. Er verstand es, Aufbruchstimmung zu verbreiten und zu erhalten. Gemeinsam wollte man das Handels- und Abwicklungssystem Schritt für Schritt technisch verbessern und ökonomisch attraktiver machen, um sich im Markt durchzusetzen. Experimente konnte man wagen, zumal man nicht so genau beobachtet wurde. So entstand ein „Hochleistungsunternehmen eigener Art“.²⁰¹ Man kam beim Anteil an den Bund-Future-Umsätzen zwar nicht voran, führte aber neue Kontrakte ein, steigerte die Jahresüberschüsse und überflügelte andere Optionsmärkte. Schon 1991 war die DTB in Europa die größte Aktienoptionsbörse, 1992 die größte

¹⁹⁵ Franz-Josef Ebel: Speerspitze in Europa? In: Handelsblatt, 24. Januar 1991, S. 23.

¹⁹⁶ Günter Franke: Schlappen vermeiden, in: Wirtschaftswoche, 45. Jg., Nr. 27, 28. Juni 1991, S. 85.

¹⁹⁷ Schon in diesem nicht trivialen Anteil, der von der Theorie her gar nicht zu erwarten war, sahen drei ausländische Wissenschaftler einen ermutigenden Erfolg der DTB. Paul Kofman, Tony Bouman und James T. Moser: Is there LIF(F)E after DTB? Second draft, Januar 1994, vorgetragen im März 1994 bei der Tagung „Competition for Orderflow“ an der University of Memphis, Tennessee.

¹⁹⁸ Wolfgang Bessler, Thomas Book und Andreas Preuß: Elektronischer Handel versus Parketthandel. Der Wechsel in der Marktführung im Bund-Future-Handel von der LIFFE zur DTB/Eurex, in: Wolfgang Bessler (Hrsg.): Börsen, Banken und Kapitalmärkte, Berlin 2006, S. 157-168, S. 167 f. Siehe auch Thomas Book: Elektronischer Börsenhandel und globale Märkte, Eine ökonomische Analyse der Veränderungen an Terminbörsen, Wiesbaden 2001, S. 129-131.

¹⁹⁹ Steve Zwick: Jörg Franke, Bringing home the Bund, in: Futures, Oktober 2007, S. 31.

²⁰⁰ Robert von Heusinger: Ein Denkmal für Jörg Franke, in: Börsen-Zeitung, 7. September 2000, S. 1.

²⁰¹ Diese Formulierung verdankt der Verfasser dem Gespräch mit Andreas Preuß am 6. Dezember 2010.

Optionsbörse.²⁰² Unter den Terminbörsen Europas lag sie auf dem dritten Platz hinter LIFFE und MATIF.²⁰³

Zu dieser Zeit sprachen sich im Börsenvorstand der DTB zunächst nur ein Mitglied und die Geschäftsführung dafür aus, DTB-Handelsbildschirme im Ausland aufzustellen, um die Zahl der Börsenteilnehmer zu erhöhen. Die Banken wollten Auslandsinstitute als Kunden behalten und deren Geschäft selbst an die DTB bringen. Zugang zu DTB-Handelsbildschirmen sollten die Ausländer nicht bekommen.²⁰⁴ Die umsatz erhöhenden Effekte der direkten Handelsteilnahme über Terminals waren noch wenig bekannt.²⁰⁵ Erst 1992 kam die hessische Börsenaufsicht ins Spiel. Sie wollte zu Auslandsanbindungen beitragen, musste sich aber mit den Aufsichtsbehörden im Ausland abstimmen. Großbritannien blieb beim Nein.²⁰⁶ Die Niederlande und Frankreich²⁰⁷ ließen die DTB schon früh ins Land (1993 bzw. 1994).²⁰⁸

Die Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie der Europäischen Union vom 10. Mai 1993 stellte klar, dass es jeder Börse in einem Mitgliedsland ab dem 1. Januar

²⁰² Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen, Jahresbericht 1991, S. 31 und Deutschen Börsen: Geschäftsbericht 1993, S. 25.

²⁰³ Deutsche Börse AG, Geschäftsbericht 1994, S. 7. Weltweit stand sie unter den Terminbörsen an siebter Stelle.

²⁰⁴ Niederschrift über die Sitzung des Vorstands der Deutschen Terminbörse vom 11. Juni 1990, S. 13, vom 16. August 1990, S. 14, vom 12. November 1990, S. 10, vom 1. Februar 1991, S. 12 f. und vom 10. Juni 1991, S. 16. Die Banken in der Schweiz dachten genauso: Dort wurden die deutschen Banken als Kunden der SOFFEX-Mitglieder geschätzt. Trotz Kooperationsvertrags mit der DTB und vieler Anläufe kam es deshalb bis 1996 nicht zur Zusammenarbeit. Dann lockte aber dank der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie die Chance, die SOFFEX-Leistungen über das Zusammengehen mit der DTB in der ganzen Europäischen Union anzubieten. Richard T. Meier und Tobias Sigrist: Der helvetische Big-Bang, Zürich 2006, S. 160.

²⁰⁵ Till Gombert: Buchliquidität, Präsenzliquidität und Bietverhalten, Wiesbaden 2005. Selbst Quote machines waren anfangs noch nicht üblich, und die DTB musste sich erst einmal darauf einstellen.

²⁰⁶ Steve Zwick: Jörg Franke, Bringing home the Bund, in: Futures, Oktober 2007, S. 31.

²⁰⁷ Die Initiative zur Aufstellung von DTB-Bildschirmen ging vom Geschäftsführer des MATIF aus, der eine Kooperation mit der DTB anstrebte. Die MATIF-Mitglieder lehnten die Verbindung zur DTB letztlich aber wegen der Installationskosten ab. Jörg Franke: It all began at Bürgenstock, in: Patrick L. Young (Hrsg.): An Intangible Commodity, Petts Wood 2004, S. 16-22, S. 18 f.

²⁰⁸ In der Schweiz gab es keine rechtlichen Beschränkungen, so dass dort Terminals ohne Genehmigung aufgestellt werden konnten. Zu den USA siehe Howell Jackson, Mark Gurevich und Andreas Fleckner: Foreign trading screens in the United States, in: Capital Markets Law Journal, 1. Jg., 2006, S. 54 – 76.

1996 zustand, Börsenteilnehmer im EU-Ausland auch ohne Genehmigung der dortigen Aufsichtsbehörde zuzulassen. Die DTB nutzte die große Chance, die sich damit für sie ergab. Als vollelektronische Börse konnte sie durch Terminals im Ausland beliebig vielen Interessenten den direkten Zugang zum Handel ermöglichen. Da die Parkettbörse LIFFE sich solche Anbindungsmöglichkeiten nicht geschaffen hatte, lag es in der Hand der DTB, die LIFFE trotz ihres Pioniervorsprungs beim Bund Future einzuholen, indem sie viele ausländische Börsenteilnehmer anwarb. Die Mitarbeiter der DTB überzeugten Bank für Bank im Ausland davon, dass der Handel über die DTB dauerhaft erheblich günstiger sei als der an der LIFFE.²⁰⁹ Untersuchungen bei Banken, die den Bund Future an der LIFFE und an der DTB handelten, hatten ergeben, dass für einen bestimmten Kontraktumsatz an der LIFFE verglichen mit der DTB die sechsfache Zahl an Mitarbeitern erforderlich war.²¹⁰ Um die Entscheidung für elektronischen Bund-Future-Handel so schnell wie möglich herbeizuführen, bot die DTB den Häusern im Ausland gegen Ende ihrer Marketingkampagne an, die Handelsterminals kostenlos bereitzustellen und zu installieren.

Die Zahl der DTB-Börsenteilnehmer stieg zwischen Dezember 1995 bis Dezember 1998 von 138 auf 312. Im Jahr 1998 gab es erstmals mehr DTB-Teilnehmer im Ausland als Börsenteilnehmer mit Sitz in Deutschland. Ab Juli 1998 trugen die ausländischen Börsenteilnehmer mehr als die inländischen zum Umsatz der DTB im Bund Future bei. Ende 1997 erreichte die DTB einen Anteil von 50 %, den sie 1998 so schnell ausbauen konnte, dass der Handel im Bund

²⁰⁹ Andreas Preuß eröffnete dem Verfasser im November 1997, der Marktanteil der DTB am Bund Future werde binnen weniger Monate deutlich über 50 % liegen. Mit ausreichend vielen guten Adressen sei die Teilnahme am DTB-Handel bereits jetzt vereinbart. Preuß war damals Marketingchef der DTB und „rechte Hand“ Frankes (Robert von Heusinger: Ein Denkmal für Jörg Franke, in: Börsen-Zeitung, 7. September 2000, S. 1).

²¹⁰ Hall of Fame Biographies: Jörg Franke – Turning the Exchange World Upside Down, in: Derivatives Strategy, 3. Jg., März 1999, S. 18. Differenzierter Thomas Book: Elektronischer Börsenhandel und globale Märkte. Eine ökonomische Analyse der Veränderungen an Terminbörsen, Wiesbaden 2001, S. 136-139.

Future an der LIFFE Ende 1998 zusammenbrach.²¹¹ Mit diesem Wachstum der Börsenteilnehmer und Umsätze ist der weitere Aufstieg der DTB vorbereitet. 1998 rückt die DTB hinter dem Chicago Board of Trade zur zweitgrößten Terminbörse der Welt auf.²¹² 1998 kommt es zudem durch die Fusion mit der SOFFEX zur Eurex und damit zur ersten Mehrländerbörse. Das Zusammengehen wurde im September 1996 beim Bürgenstock-Treffen vereinbart. Der Eurex-Handel begann am 28. September 1998, als die Eurex in beiden Jurisdiktionen sicher verankert war und alle technischen und organisatorischen Probleme gelöst werden konnten.²¹³ 1999 wurde die Eurex die größte Terminbörse der Welt, wozu der Bund Future, jetzt der weltweit umsatzstärkste Terminkontrakt, viel beigetragen hat.²¹⁴

Breuer, der mit anderen Mitgliedern des DTB-Förderkreises Tennis spielte, wählte 1989 als Ansporn folgendes Bild: Die ausländischen Börsenplätze hätten den ersten „Aufschlag“ gemacht, der bundesdeutschen Finanzwelt bliebe der „Return“.²¹⁵ Der Return mit Breuers DTB ist geglückt, und auch bei der Deutsche Börse AG stimmte der Return. Sie ging Anfang 2001 an die Börse.²¹⁶ Im selben Jahr boten auch Euronext und die Londoner Börse dem Publikum ihre

²¹¹ Wolfgang Bessler, Thomas Book und Andreas Preuß: Elektronischer Handel versus Parketthandel, der Wechsel in der Marktführung im Bund-Future-Handel von der LIFFE zur DTB/Eurex, in: Wolfgang Bessler (Hrsg.): Börsen, Banken und Kapitalmärkte, Berlin 2006, S. 157-186, 167 f., 176-178.

²¹² Silvia Ascarelli: How Werner Seifert Shakes Up Markets From Frankfurt Base, in: Wall Street Journal, 10. November 1998, S. 1.

²¹³ Richard T. Meier und Tobias Sigrist: Der helvetische Big-Bang, Zürich 2006, S. 160 f. Zum Entstehen der Eurex siehe auch Albert Michael Geiger: Konsolidierung der europäischen Börsenlandschaft am Beispiel der Eurex, Oestrich-Winkel 2000. Träger der öffentlich-rechtlichen Börse Eurex Deutschland, der Nachfolgerin der DTB, wurde die Eurex Frankfurt AG, eine Tochter der Börse Eurex Zürich AG, die zu gleichen Teilen der Deutschen Börse AG und der SWX Swiss Exchange AG gehörte.

²¹⁴ Richard T. Meier und Tobias Sigrist: Der helvetische Big-Bang, Zürich 2006, S. 162; Jörg Franke: It all began at Bürgenstock, in: Patrick L. Young (Hrsg.): An Intangible Commodity, Petts Wood 2004, S. 16-22, S. 22; Udo Rettberg: Wunderkind: Die Eurex schreibt Geschichte, in: Handelsblatt 25. März 1999, S. 37.

²¹⁵ Rolf-E. Breuer: Der Handel im Ausland – Herausforderungen für das deutsche Börsenwesen, in: Gerald Braunberger und Thomas Knipp (Hrsg.): Die Deutsche Terminbörse, Frankfurt 1989, S. 148.

²¹⁶ Bereinigt betrug der Ausgabekurs € 16,75, was einem Marktwert der AG von € 2,7 Milliarden entsprach. Der höchste Marktwert wurde Ende 2007 mit € 26,3 Milliarden erreicht. Zehn Jahre deutsche Börse an der Börse, in: Deutsche Börse Group Newsletter, März 2011.

Aktien an. Was der Markt für eine Gesellschaft bezahlt, spiegelt zukünftige Einzahlungsüberschüsse wider und zeigt so den Nutzen, den die Kunden von ihr erwarten. Welche der drei Börsen hatte den größten Marktwert? Die Deutsche Börse lag deutlich vor Euronext und London.²¹⁷ Im März 2006 ging auch die New York Stock Exchange (NYSE) an die Börse, ein Jahr später fusionierte sie mit Euronext. Obwohl inzwischen auch andere große Börsenbetreiber notiert wurden, erreichte 2007 keiner den Marktwert der Deutschen Börse. Selbst der Marktwert von NYSE Euronext blieb hinter dem der Deutschen Börse zurück.²¹⁸ Zuletzt wurde das in den Fusionsvereinbarungen zwischen Deutsche Börse AG und NYSE Euronext bestätigt: Von den Anteilen an der Dachgesellschaft sollen den Aktionären der Deutsche Börse AG 60 %, den Aktionären der NYSE Euronext 40 % gehören.²¹⁹

Die Gründer der Deutsche Börse AG wollten den Finanzplatz Deutschland im internationalen Wettbewerb nach vorn bringen. Nach dem Gründerwillen sollte sie für den Kassa- und Terminhandel dauerhaft eine Infrastruktur vorhalten, die Frankfurt eine respektable Position unter den Finanzplätzen der Welt sichert. Das ist bis heute gelungen.

²¹⁷ Hartmut Schmidt: Regional and Transregional Exchanges in Europe, in: Shoken Keizai Kenkyu, The Japan Securities Research Institute Journal of Financial and Securities Markets, No. 40, Dezember 2002, S. 112, nennt für Ende Oktober 2002 für die Deutsche Börse € 4,0 Milliarden, für Euronext und LSE € 2,4 bzw. € 1,6 Milliarden. Ähnliche Werte nennt Walter für Mitte Dezember 2001 (Lars O. Walter: Derivatisierung, Computerisierung und Wettbewerb – Die Entwicklung der deutschen Terminbörse DTB/Eurex zwischen 1990 und 2001 im Kontext der europäischen Terminbörsen, Wiesbaden 2009, S. 264). Der Marktwert der Deutsche Börse AG wurde von keiner anderen börsennotierten Börse erreicht.

²¹⁸ Ende 2007 betrug der Marktwert der NYSE Euronext US-\$ 23,3 Milliarden, der der Deutsche Börse AG US-\$ 39,5 Milliarden (Ende 2010 7,8 bzw. 13,6 Milliarden). Ende 2010 hatten Hongkong Exchange, CME und Bovespa höhere Marktwerte als die Deutsche Börse AG. Für diese Angaben bedankt sich der Verfasser bei der Boston Consulting Group GmbH.

²¹⁹ Deutsche Börse und NYSE Euronext besiegeln den Zusammenschluss, in: Börsen-Zeitung, 16. Februar 2011, S. 5.