

Börsenreform

Theodor Baums/Ulrich Segna

Arbeitspapier Nr. 65

Vorwort

Die deutschen Regionalbörsen haben mir den Auftrag erteilt, zum Gutachten zur Börsenreform in Deutschland (Hopt/Rudolph/Baum [Hrsg.], Börsenreform 1997) Stellung zu nehmen. Diese Stellungnahme wird hiermit als Arbeitspapier in der Reihe des Instituts für Handels- und Wirtschaftsrecht interessierten Wissenschaftlern, Verbänden und nicht zuletzt den Förderern des Instituts zur Verfügung gestellt. Meinem Assistenten, Herrn Ulrich Segna, danke ich für seine tatkräftige Mitarbeit.

Osnabrück, im Mai 1998

Prof. Dr. Theodor Baums

Inhaltsübersicht

	Seite
A. Zusammenfassung der Empfehlungen.....	6
B. Stellungnahme	13
I. Allgemeines.....	13
II. Funktion der Börse und Aufgabe eines Börsengesetzes	13
1. Aufnahme einer Zweckbestimmung in das Börsengesetz	14
a) Der Vorschlag des Gutachtens.....	14
b) Stellungnahme	14
2. Börsendefinition	15
a) Der Vorschlag des Gutachtens.....	15
b) Geltendes Recht und rechtstatsächliche Entwicklung	16
c) Ablehnung eines rein „funktionalen“ Börsenbegriffs.....	18
d) Ergänzung des Börsenbegriffs durch "börsenähnliche Einrichtungen"	19
e) Verzicht auf eine umfassende positive Definition des Börsenbegriffs	20
3. Die Regulierung der "börsenähnlichen Einrichtungen".....	20
a) Die Vorschläge des Gutachtens	20
b) Begriffsabgrenzung	21
c) Regulierungsvorschläge.....	24
III. Börsenorganisation.....	26
1. Die Vorschläge des Gutachtens	26
2. Die Börse als Anstalt des öffentlichen Rechts.....	27
a) Errichtung	28
b) Aufhebung	29
c) Rechtsetzung durch die Börse	30
d) Erlaß von Verwaltungsakten	32
e) Staatshaftung	32
3. Privat- oder öffentlich-rechtliche Organisationsstruktur der Börsen...	34
a) Trennung zwischen Börse und Träger.....	34

b)	Bedürfnisprüfung	37
		Seite
c)	Sicherung des Anleger- und Verkehrsschutzes.....	38
aa)	Bedürfnis nach Staatshaftung	39
bb)	Geeignete privatrechtliche Organisationsform.....	40
cc)	Genehmigungsvorbehalte	43
dd)	Börsenaufsicht	43
d)	Börsenselbstverwaltung.....	44
aa)	Autonome Rechtsetzung	45
bb)	Eingriffsbefugnisse der Börsenorgane.....	48
e)	Zwischenergebnis	51
4.	Die Börse als rechtsfähige Anstalt des öffentlichen Rechts	52
5.	Verfassungsrechtliche Fragen	53
a)	Gesetzgebungskompetenz hinsichtlich der Börsenorganisation. 53	
aa)	Konkurrierende Gesetzgebungskompetenz des Bundes... 53	
bb)	Gesetzgebungskompetenz der Länder..... 56	
b)	Organisationsgewalt der Länder	58
6.	Zusammenfassung zu III.	59
IV.	Börsenhandel.....	61
1.	Handelssysteme, Handelsarten und Preisfeststellung	61
a)	Die Vorschläge des Gutachtens	61
b)	Die Verknüpfung von Preisfeststellung und Zulassung zu einem Marktsegment.....	62
c)	Wahl des Handelssystems	64
2.	Marktsegmentierung.....	65
a)	Der Vorschlag des Gutachtens.....	65
b)	Stellungnahme.....	65
3.	Verknüpfung von Märkten	66
a)	Die Vorschläge des Gutachtens	66
b)	Best execution und Intermarktverbindungen	66
c)	Handelsverbund und Dachskontro	68
4.	Börsenzwang.....	69

a)	Die These des Gutachtens	69
b)	„Absoluter“ und „relativer“ Börsenzwang.....	69
		Seite
c)	Regulierung.....	70
5.	Blockhandel	71
a)	Der Vorschlag des Gutachtens.....	71
b)	Stellungnahme.....	71
6.	Gemeinsame Zulassungsstellen	72
a)	Der Vorschlag des Gutachtens.....	72
b)	Stellungnahme.....	73
7.	Delisting.....	73
a)	Der Vorschlag des Gutachtens.....	73
b)	Stellungnahme.....	74
V.	Börsenaufsicht.....	76
1.	Zentrale oder dezentrale Börsenaufsicht.....	76
a)	Die Vorschläge des Gutachtens	76
b)	Bewährung der bisherigen Aufsichtsstruktur.....	77
c)	Dreistufige Aufsicht als Überregulierung?.....	79
d)	Internationale Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden.....	80
e)	Wettbewerb der Aufsichtssysteme	82
f)	Kosten	83
g)	Europarechtliche Vorgaben	84
h)	Schaffung einer zentralen Aufsichtsbehörde durch Gesetz.....	84
aa)	Schaffung einer selbständigen Bundesoberbehörde	84
bb)	Aufgabenzuweisung an das BAWe	86
cc)	Mitwirkung der Länder	86
i)	Integration der Handelsüberwachungsstelle	87
aa)	Die Handelsüberwachungsstelle im System der Börsenaufsicht	88
bb)	Öffentlich-rechtliche Börsenorganisation und Handelsüberwachungsstelle	90
cc)	Handelsüberwachungsstelle und privatrechtliche Börsen-	

	organisation	95
2.	Gemeinsame Handelsüberwachungsstellen	96
	a) Der Vorschlag des Gutachtens.....	96
		Seite
	b) Beibehaltung marktnaher Handelsüberwachung	96
	c) Zur Forderung einer gemeinsamen Handelsüberwachungs- stelle	97
3.	Ausweitung der aufsichtsrechtlichen Eingriffsbefugnisse	98
	a) Der Vorschlag des Gutachtens.....	98
	b) Stellungnahme.....	98
4.	Zusammenfassung zu V.....	102

A. Zusammenfassung der Empfehlungen

Seite

I. Funktion der Börse und Aufgabe eines Börsengesetzes

1. Der Gesetzgeber sollte auf die Festlegung einer Gesetzeszweck- oder Gesetzeszielbestimmung im Börsengesetz verzichten 14 - 15
2. Nach dem "funktionalen" Börsenbegriff ist es Aufgabe und Leistung einer Börse, die Organisation für den ständigen Handel mit Wertpapieren, Devisen oder anderen vertretbaren Gütern zur Verfügung zu stellen. Es empfiehlt sich nicht, diesen "funktionalen" Börsenbegriff dem zu reformierenden Börsengesetz zugrunde zu legen 18 - 19
3. Von einer umfassenden positiven Definition des Börsenbegriffs im Börsengesetz sollte wie bisher abgesehen werden. Es ist aber zu empfehlen, daß der Gesetzgeber Mindestvoraussetzungen benennt, die erfüllt sein müssen, damit eine Börse (und nicht lediglich eine börsenähnliche Einrichtung) im Sinne des Gesetzes vorliegt. Als eine solche Mindestvoraussetzung ist vor allem die qualifizierte Preisfeststellung anzusehen..... 20
4. Der Gesetzgeber sollte die "börsenähnlichen Einrichtungen" ins Gesetz aufnehmen und definieren. Eine "börsenähnliche Einrichtung" betreibt, wer, ohne Börse zu sein, mittels hierfür bestimmter Vorrichtungen den ständigen Handel mit Wertpapieren, Devisen oder vertretbaren Gütern ermöglicht oder unterstützt 22
5. Ein alternativer Ansatz wäre, einen Katalog börsenähnlicher Dienstleistungen aufzustellen und den Verordnungsgeber zu ermächtigen, diesen Katalog bei Bedarf zu erweitern..... 23 - 24

6. Es wird im einzelnen zu prüfen sein, wieweit die aufsichtsrechtlichen Vorschriften des Börsengesetzes auch auf börsenähnliche Einrichtungen zu erstrecken oder erforderlichenfalls zu modifizieren sind 25 - 26

7. Börsenähnliche Einrichtungen, die weder unmittelbar noch mittelbar für das Publikum zugänglich sind (proprietäre Transaktionssysteme im eigentlichen Sinne) sind nur auf ihren Antrag hin einer Regulierung und Aufsicht nach dem BörsG zu unterwerfen 25

8. Wer eine "börsenähnliche Einrichtung" betreibt und sie unmittelbar oder mittelbar dem Publikum - den Privatanlegern - zugänglich macht, muß anderen Anforderungen unterworfen werden. Insoweit bietet sich an, jedenfalls Transaktionssysteme, die einen Abschluß im System selbst ermöglichen oder vornehmen, nur zuzulassen, wenn sie im Sinne eines "organisierten Marktes" (vgl. § 2 Abs. 5 WpHG) geregelt und überwacht sind. Eine Alternative bestände darin, auch hier den Anbietern zu überlassen, eine entsprechende Zulassung als "organisierter Markt" zu erwirken, den nicht in dieser Weise zugelassenen Systemanbietern aber aufzuerlegen, Privatanleger in geeigneter Form darüber zu unterrichten, daß sie sich auf einen unregulierten Markt begeben 25

9. Die der Börsenaufsicht unterstellten börsenähnlichen Einrichtungen sollten aus dem Begriff der "Wertpapierdienstleistungen" gemäß § 2 Abs. 3 Nr. 4 WpHG herausgenommen werden, um eine Doppelaufsicht auszuschließen 24

10. Was die Vorschriften über den Insiderhandel (§§ 12 ff. WpHG) anbetrifft, sollte der Handel an einer börsenähnlichen Einrichtung dem Handel an einer Börse im Sinne des § 12 Abs. 1 Nr. 1 WpHG dann gleichgestellt werden, wenn es sich bei der börsenähnlichen Einrichtung um einen organisierten Markt im Sinne des § 2 Abs. 5 WpHG handelt 24 - 25

11. Soweit die Betreiber "börsenähnlicher Einrichtungen" der Börsenaufsicht unterstehen, empfiehlt es sich nicht, die §§ 31 ff. WpHG (Verhaltensregeln für Wertpapierdienstleistungsunternehmen) de lege ferenda auf sie zu erstrecken 25

II. Börsenorganisation

12. Die derzeit im BörsG angelegte Bedürfnisprüfung bei der Genehmigung neuer Börsen sollte künftig entfallen..... 37 - 38
13. Ein dringendes rechtspolitisches Bedürfnis für eine Vollrechtsfähigkeit der Börsen, z. B. durch Verleihung des Status einer rechtsfähigen Anstalt des öffentlichen Rechts, besteht nicht..... 52 - 53
14. Den Börsen sollte die Wahl einer privatrechtlichen Rechtsform eröffnet und der Wechsel von der Rechtsform der öffentlich-rechtlichen Anstalt in eine Rechtsform des Privatrechts ermöglicht werden 34 - 51
15. Der Bund hat die konkurrierende Gesetzgebungskompetenz für das Börsenwesen (Art. 74 Abs. 1 Nr. 11 GG). Nach Art. 84 Abs. 1 GG kann er in die Organisationsgewalt der Länder für den Bereich des Börsenrechts eingreifen. Er wäre deshalb nicht daran gehindert, den Rechtscharakter der Börsen im BörsG festzuschreiben. Nach dem geltenden Rechtszustand sind die Länder daran gehindert, den Rechtscharakter der in ihrem Hoheitsgebiet gelegenen Börsen zu regeln, weil dem BörsG in seiner derzeitigen Fassung insoweit ein abschließender Charakter zukommt 53 - 59
16. Die Vorteile staatlich überwachter Selbstverwaltung der Börsen, die das derzeitige öffentlich-rechtliche Börsenwesen auszeichnen, sprechen nicht zwingend gegen die Öffnung des Börsenrechts in Richtung einer privatrechtlichen Börsenverfassung. Sie können weitgehend auch in

den Rechtsformen des Privatrechts realisiert werden. Die Flexibilität, die sich aus der Rechtsetzungsbefugnis des Börsenrates ergibt, läßt sich bei privatrechtlich verfaßten Börsen im Wege eines "Erstreckungsvertrages" verwirklichen. Auf hoheitliche Eingriffsbefugnisse muß nicht verzichtet werden; hier kommt die Rechtsfigur der Beleihung in Betracht. Die Auffassung, daß die Beleihung der Handelsüberwachungsstelle mit Befugnissen, die hinter dem derzeitigen Rechtszustand nicht zurückbleiben, verfassungsrechtlich nicht möglich sei, wird nicht geteilt 44 - 51

17. Aspekte des Funktionen- und Anlegerschutzes sprechen nicht zwingend gegen die Öffnung des Börsenrechts in Richtung privatrechtlich verfaßter Börse. Keine praktische Bedeutung läßt sich in diesem Zusammenhang dem Argument beimessen, die Beibehaltung der öffentlich-rechtlichen Börsenorganisation liege wegen der damit einhergehenden Amtshaftung des Landes für amtspflichtwidriges Handeln der Börsenorgane im Interesse der Anleger. Schreibt das BörsG für privatrechtliche Börsen einen Rechtsformzwang vor, und behält es das Genehmigungserfordernis für die Börsen- und Gebührenordnung bei, läßt sich dem Anleger- und Verkehrsschutz hinreichend Rechnung tragen 38 - 44

III. Börsenhandel

18. Der Gesetzgeber sollte die Entkoppelung von Preisfeststellung und Zulassung zu einem Marktsegment erwägen. Die Wahl der Handelsart und des damit verbundenen Preisfeststellungsverfahrens sollte auch für die organisierten Märkte einschließlich des "Amtlichen Handels" der jeweiligen Börse überlassen werden 62 - 64
19. Die Wahl des Handelssystems (Parketthandel, elektronisch gestützter Parketthandel oder vollelektronischer Handel) für alle Wertpapiere, bestimmte Wertpapiergruppen, Ordergrößen oder einzelne Wert-

- papiere sollte gleichfalls den Börsen überlassen bleiben. Die Auffassung, die Art des Handelssystems müsse für jeden Wert von der Marktaufsicht genehmigt werden, ist abzulehnen 64
20. Für eine gesetzliche Abgrenzung des (bisherigen) geregelten Marktes von einem (einzuführenden) "geregelten Freiverkehr" und damit für die Schaffung von vier börslichen Marktsegmenten durch Gesetz wird kein Bedarf gesehen..... 65
21. Der Gesetzgeber sollte neben dem amtlichen Handel ("Erstes Marktsegment") von Gesetzes wegen nur ein weiteres ("Zweites Marktsegment") Segment vorsehen, das gleichfalls den Anforderungen des organisierten Marktes im Sinne von § 2 Abs. 5 WpHG entspricht. Hinsichtlich dieses Zweiten Marktsegmentes sollte sich der Gesetzgeber auf die Setzung von Mindeststandards beschränken und es den Börsen überlassen, darüber hinaus zusätzliche Anforderungen an die Emittenten, die gehandelten Papiere usw. zu stellen und so gegebenenfalls weitere "Untermärkte" in diesem Zweiten Segment zu bilden..... 65
22. Feste Intermarktverbindungen mit best execution-Verpflichtung der Orderagenten sind rechtspolitisch zu unterstützen. Vor konkreten Handlungsempfehlungen hierzu muß freilich das US-amerikanische System und die Kritik hieran in ihren Einzelheiten analysiert und gewürdigt werden 66 - 68
23. Die Praxis sieht die Schaffung eines Dachkontros bisher unangefochten als zulässig an. Insofern wird gesetzgeberischer Reformbedarf in diesem Punkt nicht gesehen. Für eine etwa erforderliche Ausnahme von den Vorschriften des GWB gibt es keine überzeugenden Gründe 68
24. Die Einführung eines absoluten Börsenzwangs wird nicht empfohlen 70

25. Ein relativer Börsenzwang ist zu befürworten. Allerdings bedarf § 10 BörsG in mehrfacher Hinsicht der Überprüfung 70 - 71
26. Für eine Regulierung des Blockhandels besteht heute kein gesetzgeberischer Bedarf mehr 71 - 72
27. Für eine weitere Änderung des Verfahrens der Mehrfachzulassung besteht kein Bedarf..... 73
28. Hinsichtlich des Delisting besteht kein gesetzlicher Handlungsbedarf mehr 74 - 75

IV. Börsenaufsicht

29. An der marktnahen Überwachung des Börsenhandels vor Ort durch die Handelsüberwachungsstellen ist ungeachtet der Entscheidung für oder gegen eine zentrale Letztaufsicht auf Bundesebene festzuhalten. Dies gilt auch unabhängig davon, ob der Gesetzgeber das Börsenrecht in Richtung privatrechtlich verfaßter Börsen öffnet oder am gegenwärtigen öffentlich-rechtlichen Charakter der Börsen festhält..... 96 - 97
30. Für die Empfehlung, im BörsG die rechtlichen Voraussetzungen für die Bildung gemeinsamer Handelsüberwachungsstellen zu schaffen, wird kein Bedarf gesehen..... 97 - 98
31. Die Einführung einer nur zweistufigen Börsenaufsicht mit einer Bundesoberbehörde als Aufsichtsbehörde begegnet keinen durchgreifenden verfassungsrechtlichen Einwänden 87 - 96
32. Der Empfehlung, das dreistufige System der Börsenaufsicht aufzugeben und unter Beibehaltung der Handelsüberwachungsstellen statt dessen eine zentrale Bundesaufsicht für den gesamten Bereich der

der Wertpapierdienstleistungen zu etablieren, ist nicht zu folgen. Ein dringendes rechtspolitisches Bedürfnis besteht hierfür nicht. Die Aufgabenverteilung zwischen den einzelnen Aufsichtsinstanzen hat sich in der Praxis weitgehend bewährt. Auch bezüglich der internationalen Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden haben sich keine gravierenden Schwächen gezeigt. Verbliebene Defizite in diesen Bereichen lassen sich durch gezielte gesetzgeberische Maßnahmen beseitigen 77 - 83

33. Für eine Ausweitung der Eingriffsbefugnisse zur Mißbrauchsbekämpfung im Börsenwesen wird kein Bedarf gesehen..... 98 - 102

B. Stellungnahme

I. Allgemeines

Das Gutachten¹ stellt seinen Empfehlungen "Ziele und Ausgangspunkte" einer Börsenreform voran². Den vom Gutachten eingenommenen Grundpositionen wird man, was die Bedeutung einer modernen Börsenverfassung für die Gesamtwirtschaft und das Verhältnis von Wettbewerb und Regulierung anbetrifft, zustimmen können. Gründe für eine Regulierung sind allerdings nicht nur Marktversagen durch Monopolbildungen oder Externalitäten³, sondern gerade im Bereich des Kapitalmarkt- und Börsenrechts auch die asymmetrisch verteilte Information⁴ sowie u. U. Kollektivhandlungsprobleme. Wie das Gutachten überzeugend hervorhebt, ist der Selbstregulierung bei gleicher Eignung der Vorzug vor staatlichen Eingriffen zu geben⁵. Insbesondere ist darauf zu achten, daß der Marktzutritt für neue Anbieter möglich, und daß Anreize erhalten bleiben, innovative Produkte und Dienstleistungen zu entwickeln. Deshalb erteilt das Gutachten mit Recht z. B. der Auffassung, daß im Interesse der Konzentration von Liquidität der Börsenwettbewerb zu beschränken sei, eine klare Absage⁶.

II. Funktion der Börse und Aufgabe eines Börsengesetzes

Das Gutachten enthält, basierend auf Untersuchungen zur Aufgabenstellung und Funktion der Börse im Kapitalmarkt, eine Reihe von Vorschlägen u. a. zur Neuformulierung des Börsenbegriffs, zur Aufnahme einer gesetzlichen Zweckbestimmung im Börsengesetz, zur Reichweite des Börsengesetzes und zur Behandlung börsenähnlicher Einrichtungen. Die Empfehlungen

¹ *Hopt/Rudolph/Baum* (Hrsg.), Börsenreform. Eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung. Stuttgart 1997 (im folgenden zit. als "Gutachten"). - Die Vorschläge des Gutachtens zu den Börsentermingeschäften (S. 12 ff. und S. 469 ff. a.a.O.) werden im folgenden nicht erörtert.

² Gutachten S. 3 ff.

³ Gutachten S. 3 und S. 362; eingehend dazu S. 249 ff. und S. 256 ff.

⁴ Vgl. dazu auch Gutachten S. 204 ff.

⁵ Gutachten S. 4 f.

⁶ Gutachten S. 3 und S. 362; vgl. dazu auch noch unten 2. c). Zur Bedeutung der Liquidität Gutachten S. 177 ff.; zum Börsenwettbewerb S. 222 ff.

werden im folgenden im einzelnen erörtert; z. T. werden ergänzende oder Alternativvorschläge entwickelt.

1. *Aufnahme einer Zweckbestimmung in das Börsengesetz*

a) *Der Vorschlag des Gutachtens*

Das Gutachten schlägt die Aufnahme einer Zweckbestimmung in das zu reformierende Börsengesetz vor: Gesetzeszweck sei die Gewährleistung eines angemessenen Anleger- und Funktionenschutzes⁷.

Der Vorschlag wird wie folgt begründet⁸: Oberziele der Regulierung von Märkten und damit auch des Marktes für Börsendienstleistungen seien die Aufrechterhaltung oder gegebenenfalls die Schaffung von Wettbewerb, der Funktionenschutz und der Anlegerschutz. Der Schutz des Wettbewerbs habe bereits in § 2 a BörsG Berücksichtigung gefunden. Unter Funktionenschutz versteht das Gutachten den Schutz der "Stabilität des Systems, d. h. der Börsen, ihrer Betreiber und ggf. der wichtigsten Intermediäre wie etwa der Makler"⁹. Beim Anlegerschutz gehe es unter anderem um den Ausgleich systembedingter Informationsasymmetrien¹⁰.

b) *Stellungnahme*

Gesetzeszweck- oder Gesetzeszielbestimmungen können sinnvoll sein, um dem Anwender bei der Auslegung einzelner Vorschriften eine Richtschnur an die Hand zu geben und ihn damit zugleich festzulegen. Insoweit gehört es freilich heute auch ohne gesetzliche Fixierung zu den gesicherten Grundsätzen methodengerechter Rechtsanwendung, Normen teleologisch, orientiert an ihrem Sinn und Zweck, auszulegen. Die Festschreibung des Gesetzeszwecks könnte

⁷ S. 6, 373 ff.

⁸ S. 374 f.

⁹ S. 374.

¹⁰ S. 375.

aber den Vorteil haben, dem Rechtsanwender die Ermittlung des Telos der Vorschriften zu ersparen. Das ist aber nur auf den ersten Blick der Fall. Die allgemein gefaßten Ziele "Funktionenschutz" und "Anlegerschutz" geben ihrerseits wenig Anhaltspunkte, wenn es um die Ermittlung der gesetzgeberischen Zwecke konkreter technischer Einzelvorschriften und Hilfsnormen geht. Hinzu kommt, daß mit "Funktionenschutz" (verstanden als Gewährleistung der "Stabilität des Systems"¹¹) und "Anlegerschutz" weder sämtliche Funktionsbedingungen effizienter Märkte explizit beschrieben noch weitere mögliche Regulierungsziele erfaßt sind. Geradezu bedenklich wäre, wenn die selbständige Gewährleistung eines "Funktionenschutzes" oder der "Stabilität des Systems" neben dem Anlegerschutz dazu verleiten würde, bestehende Marktpositionen einer Börse, ihrer Betreiber oder Teilnehmer vor der Erosion durch Wettbewerb zu schützen. Der Gesetzgeber sollte deshalb auf die Festlegung einer Zielbestimmung im Börsengesetz ebenso verzichten, wie er in anderen vergleichbaren Gesetzen (WpHG, VAG, KWG, KAGG usw.) hierauf verzichtet hat.

2. *Börsendefinition*

a) *Der Vorschlag des Gutachtens*

Das Gutachten schlägt vor, eine Börsendefinition in das Gesetz aufzunehmen. Dabei lege die technische Entwicklung einen Übergang von dem herkömmlich institutionell ausgerichteten zu einem stärker funktional geprägten Börsenbegriff nahe¹².

Dies wird wie folgt begründet: Heute sei angesichts der technischen Entwicklung fraglich, wann eine Börse im Rechtssinne vorliege. Die Regelungsadressaten des Börsengesetzes müßten aber aus Gründen der Rechtssicherheit feststehen. Die neu zu formulierende Definition müsse andererseits hinreichende Flexibilität aufweisen, um erforderlichenfalls auch börsenähnliche Veranstaltungen erfassen zu können. In der Folge erörtert das Gutachten mehrere Alternativvorschläge einer Börsendefinition, ohne sich selbst auf einen der Vorschläge festzulegen:

¹¹ Vgl. S. 374.

¹² Gutachten S. 6 und S. 377 ff.

- 1. "Börsen sind Einrichtungen zum Handel mit Finanz- und anderen Instrumenten, mit Devisen und mit vertretbaren Gütern, die einen regelmäßigen Austausch von Angeboten unter mehreren zur Teilnahme zugelassenen Wertpapierfirmen und sonstigen Kaufleuten ermöglichen und einen Vertragsabschluß zwischen ihnen bezwecken."
- 2. "Die Wertpapierbörse ist eine Einrichtung, die Kauf- und Verkaufgebote von Wertpapierfirmen regelmäßig erfaßt, damit es an ihr zu Verträgen über Finanzinstrumente kommt."
- 3. "Börsen im Sinne dieses Gesetzes sind dem Publikum direkt oder indirekt zugängliche Institutionen zur Organisation von regelmäßig stattfindenden Marktveranstaltungen für fungible Güter (Finanz- und sonstige Instrumente, Devisen oder Waren), die für eine Vielzahl von Anbietern und Nachfragern unter Einhaltung standardisierter Transaktionsprozesse (1) der Feststellung und Publikation qualifizierter Preise und (2) der Organisation von Abschlüssen von Geschäften dienen, wobei der Abschluß innerhalb des Marktes/Systems an zentraler Stelle stattfindet oder bestätigt wird und die Veranstaltung nicht lediglich der Abwicklung des interprofessionellen Handels dient."

b) Geltendes Recht und rechtstatsächliche Entwicklung

Das geltende Börsengesetz verzichtet bewußt auf eine Legaldefinition der Börse. Als entscheidend hierfür wurde bereits bei Erlass des Börsengesetzes 1896 angesehen, daß einerseits eine umfassende Definition als außerordentlich schwierig angesehen werden müsse, und daß andererseits die Einordnung der vorhandenen, als Börse geltenden Veranstaltungen ohne weiteres möglich sei¹³. Dementsprechend haben es Rechtsprechung, wissenschaftliche Literatur und Praxis unternommen, die ihnen vom Gesetzgeber überlassene Definition der Adressaten der Regeln des Börsengesetzes vorzunehmen. Nach heutigem Verständnis ist Börse "eine organi-

¹³ Begründung des Entwurfs eines Börsengesetzes, § 1 S. 17 (Stenograph. Berichte über die Verhandlungen des Reichstags, 9. Leg. Periode, IV. Session, 1895/97, 1. Anlagenband, Nr. 14 der aml. Drucksachen des Reichstags, S. 11 ff.).

sierte, regelmäßig in verhältnismäßig kurzen Zeitabständen stattfindende Zusammenführung von Angebot und Nachfrage in vertretbaren, typischerweise nicht zur Stelle gebrachten Gegenständen nach grundsätzlich einheitlichen Geschäftsbedingungen, mit dem Ziel, Vertragsabschlüsse zwischen im Regelfall allein zum Handel zugelassenen Kaufleuten zu ermöglichen¹⁴. Obwohl diese Definition bereits auf die früher als charakteristisch angesehenen Merkmale der Ortsgebundenheit¹⁵ und der Fixierung des Handels auf bestimmte Tageszeiten verzichtet, bleibt sie doch weitgehend der traditionellen Vorstellung der Börse als einer Veranstaltung professioneller Händler („Verbandsbörse“) verhaftet. Die klassische Börse ist danach gekennzeichnet durch die exklusive Teilnahme professioneller Händler, deren Zusammenschluß oder Vertretung („Börsenrat“) im Wege der Selbstregulierung die Leitung der Börse bestellt und die Regeln für den Börsenhandel festlegt.

Dieses klassische Bild der Verbandsbörse trifft zweifellos nach wie vor auf die überkommenen Vollbörsen zu, engt aber den Anwendungsbereich einzelner börsenrechtlicher Vorschriften möglicherweise zu stark ein: Wenn nur solche Einrichtungen als Börse qualifiziert und reguliert werden, die ausschließlich professionelle Marktteilnehmer zum Handel zulassen, dann fallen künftig zu erwartende Handelsplattformen im Internet mit Zugang für institutionelle und Privatanleger aus dem Begriff der Börse und damit aus dem Anwendungsbereich börsenrechtlicher Vorschriften ebenso heraus wie proprietäre elektronische Transaktionssysteme, die nicht von einer Börse, sondern von einem Dritten, der lediglich Handelsplattformen entwickelt und betreibt, dem professionellen Handel und institutionellen Investoren zur Verfügung gestellt werden. Für die Benutzung solcher Systeme (wie Institutional Network [Instinet], Portfolio Trading for Institutional Investors [POSIT], Tradepoint u.a.m.¹⁶) müssen die Benutzer dem Systemanbieter ein Entgelt entrichten. Auch hierauf paßt die dem geltenden Börsengesetz zugrundeliegende Vorstellung der klassischen Verbandsbörse, die im Wege der Selbstregulierung die Regeln und die Gebühren für die Teilnahme am Börsenhandel festlegt, nicht mehr. Tatsächlich läßt sich also die Entwicklung eines Spektrums beobachten oder doch denken, das von der klassischen Vollbörse mit ausschließlicher Beteiligung zugelassener Intermediäre und qua-

¹⁴ Schwark, Börsengesetz, 2. Aufl. 1994, § 1 Rdz. 5.

¹⁵ Vgl. jetzt ausdrücklich auch § 7 Abs. 1 S. 2 BörsG.

¹⁶ Überblick über die proprietären Transaktionssysteme in den USA in: SEC, Market 2000 - An Examination of Current Equity Market Developments. Washington D.C. 1994, S. A IV - 1 ff.

lifizierter Preisbildung bis hin zu elektronischen Plattformen mit Preisimport oder Systemen mit Zulassung institutioneller oder Privatanleger reicht.

c) *Ablehnung eines rein „funktionalen“ Börsenbegriffs*

Um die angedeutete Entwicklung einzufangen, ließe sich erwägen, sich ganz von dem überkommenen Börsenbegriff zu verabschieden und dem zu reformierenden Börsengesetz einen rein „funktionalen“ Börsenbegriff zugrunde zu legen. Eine funktionale Börsendefinition knüpft an die spezielle Intermediationsleistung einer Börse im Wertpapierhandel an. Im Kern ist es *Aufgabe und Leistung einer Börse, die Organisation für den ständigen Handel mit Wertpapieren, Devisen oder anderen vertretbaren Gütern zur Verfügung zu stellen*¹⁷. Diesen „funktionalen“ Börsenbegriff dem zu reformierenden Börsengesetz zugrunde zu legen, empfiehlt sich aber aus mehreren Gründen nicht. Zunächst einmal ergäbe sich auch bei dieser Börsendefinition weiterer Abgrenzungsbedarf: Bedeutet „Organisation“ des Wertpapierhandels, daß eine qualifizierte Preisfeststellung und -verbreitung im System selbst erfolgen muß? Dann wären Handelsplattformen, die ausschließlich Preisimporte vorsehen, aus dem Börsenbegriff ausgeblendet. Ferner: Ist der Abschluß und/oder die Bestätigung im System kennzeichnend für eine Börse? Dann erfaßt dieser Begriff elektronische Systeme, in denen der Abschluß außerhalb, z. B. über Telefon oder FAX, getätigt wird, nicht. Nun ließen sich derartige mit der Formulierung eines neuen, ausschließlich an die ökonomische Funktion der Börse anknüpfenden Börsenbegriffs verbundenen Abgrenzungsprobleme durch weitere Klarstellungen bewältigen. Letzteres mag freilich schon deshalb Bedenken erwecken, weil weitere mögliche Entwicklungen noch nicht erfaßt oder vielleicht behindert werden. Entscheidend gegen die Übernahme oder gar Festschreibung des funktionalen Börsenbegriffs im zu reformierenden Börsengesetz spricht aber dessen Weite. Mit einem einheitlichen, umfassenden Börsenbegriff wäre notwendig eine Gleichbehandlung des gesamten Spektrums von der klassischen Verbandsbörse bis hin zu elektronischen Plattformen mit Hilfsfunktionen für den professionellen Handel oder Zutritt für institutionelle und Privatanleger verbunden. Die für die klassische Verbandsbörse geltenden Regeln über deren innere Verfassung, ihre Organe und Selbstregulierung passen aber weder auf die von einem Betreiber entwickelten und angebotenen Transaktionssysteme noch auf Plattformen, die unmittelbar den Anlegern selbst Zutritt bieten. Umgekehrt besteht jedenfalls derzeit auch kein Anlaß, im Hinblick auf die angedeutete Entwicklung der Dienstleistung „Bör-

¹⁷

Gutachten S. 168 f.

se“ auch für die bisherigen klassischen Verbandsbörsen den überkommenen Regulierungsansatz bei ihrer Binnenverfassung aufzugeben und ein vollständig neues Konzept zu entwickeln.

In diesem Zusammenhang verdient folgendes festgehalten zu werden: Es geht nicht etwa darum, auf einem engen Börsenbegriff deshalb zu bestehen, weil sonst eine Vielzahl von „Börsen“ entstehen könnte, was zu einer Liquidationszersplitterung und damit zu einer Beeinträchtigung der Funktionsfähigkeit des organisierten Kapitalmarkts insgesamt führen könne. Sicher ist die Liquidität des Wertpapierhandels im Sinne von Marktbreite, Markttiefe und „Erneuerungskraft“ ein positiv zu beurteilendes Leistungsmerkmal einer Börse¹⁸. Der Nutzen einer Börse als Handelsplattform für die Investoren steigt mit der Zahl der an diese Börse gerouteten Orders. Dieser „Netzeffekt“¹⁹ ist aber nicht durch eine Marktzutrittsbeschränkung (durch Verengung des Börsenbegriffs, durch eine Beschränkung der Anzahl der zugelassenen Börsen o.ä.) zu verstärken. Er ergibt sich vielmehr im Wettbewerb zugunsten derjenigen Börse, die durch eine möglichst attraktive Gestaltung der Transaktionskosten oder Zusatzleistungen möglichst viele Orders auf sich zu ziehen weiß. Mit fragmentierten Märkten verbundene Marktversagensprobleme sind nicht durch eine wettbewerbsbeschränkende Konzentration des Handels auf einen einzigen Markt, sondern auf anderem Wege, z. B. eine best execution Garantie mit festen Intermarktverbindungen, zu regulieren²⁰.

d) *Ergänzung des Börsenbegriffs durch „börsenähnliche Einrichtungen“*

Nach den vorstehenden Überlegungen empfiehlt es sich, am überkommenen (engen) Börsenbegriff, der sich am Vorbild der Verbandsbörse orientiert, festzuhalten. Soweit eine Regulierung auch für Handelssysteme als erforderlich erachtet wird, die nicht dem herkömmlichen Börsenbegriff entsprechen, könnte dies durch die punktuelle Gleichstellung solcher "börsenähnlicher Einrichtungen" mit den Börsen geschehen²¹. *Eine börsenähnliche Einrichtung betreibt, wer, ohne Börse zu sein, mittels hierfür bestimmter Vorrichtungen den ständigen Handel mit Wertpapieren, Devisen oder vertretbaren Gütern ermöglicht oder unterstützt.* Für diese „börsenähnlichen Einrichtungen“ kann flexibel Punkt für Punkt überprüft werden, wieweit sie den Regeln für Vollbörsen unterworfen werden müssen, und wo Abweichungen möglich oder erforderlich erscheinen²². Damit wird das überkommene unflexible Konzept des Börsengesetzes verlassen, dessen Anwendungsbereich ausschließlich und jeweils zur Gänze durch das Gegensatzpaar Börse - Nichtbörse eröffnet bzw. verschlossen wird.

¹⁸ Einzelheiten hierzu Gutachten S. 178.

¹⁹ Gutachten S. 179 f.

²⁰ Vgl. dazu noch unten IV. 3.

²¹ S. auch Gutachten S. 392 ff.

²² Dazu eingehend unten III.

e) *Verzicht auf eine umfassende positive Definition des Börsenbegriffs*

Die Anerkennung und Definition „börsenähnlicher Einrichtungen“ besagt noch nicht, daß das Börsengesetz künftig auch eine umfassende positive Definition der Börse enthalten müßte. Im Gegenteil, soweit künftig auch börsenrechtliche Vorschriften sowohl für Börsen wie für börsenähnliche Einrichtungen gelten, erscheint eine genaue Abgrenzung beider als praktisch unerheblich. Es bliebe also nur mehr die Abgrenzung in den Fällen, in denen einzelne Vorschriften ausschließlich für Börsen, nicht für börsenähnliche Einrichtungen gelten würden. Diese Abgrenzung erscheint freilich nicht als schwieriger als die bisherige Abgrenzung zwischen Börsen und Nichtbörsen. Außerdem ergäbe sich bereits aus der Aufnahme und Definition der „börsenähnlichen Einrichtungen“ in das Börsengesetz, daß der Gesetzgeber jedenfalls einen umfassenden, rein funktionellen Börsenbegriff abgelehnt hat. Von einer umfassenden positiven Definition des Börsenbegriffs im Börsengesetz sollte deshalb wie bisher abgesehen werden. Es ist aber zu empfehlen, daß der Gesetzgeber Mindestvoraussetzungen benennt, die erfüllt sein müssen, damit eine Börse (und nicht lediglich eine börsenähnliche Einrichtung) im Sinne des Gesetzes vorliegt. Als eine solche Mindestvoraussetzung ist vor allem die qualifizierte Preisfeststellung anzusehen. Ob daneben ausdrücklich auf den Teilnehmerkreis (Kaufleute und Wertpapierfirmen; besondere Zugangsintermediäre) sowie auf die Möglichkeit eines Abschlusses im System selbst abgehoben werden sollte, mag hier offenbleiben²³. Jedenfalls sollte sich der Gesetzgeber darauf beschränken, in dem oben erwähnten Sinne die „börsenähnliche Einrichtung“ aufzugreifen und zu definieren und desweiteren festzulegen, daß eine Börse im Sinne des Gesetzes nur vorliegt, wenn bestimmte - im Gesetz konkret zu benennende - Mindestvoraussetzungen erfüllt sind. Von einer umfassenden positiven Definition des Börsenbegriffs kann dann wie bisher abgesehen werden.

²³

Dazu Gutachten S. 168 f.

3. *Die Regulierung der „börsenähnlichen Einrichtungen“*

a) *Die Vorschläge des Gutachtens*

Das Gutachten befaßt sich eingehend mit der Reichweite des Börsengesetzes und der Einbeziehung börsenähnlicher Einrichtungen und proprietärer Transaktionssysteme²⁴. Es schlägt vor, börsenähnliche Einrichtungen einschließlich proprietärer Transaktionssysteme im Börsengesetz und nicht etwa im WpHG zu regulieren. Allerdings solle die genaue Definition und Abgrenzung einer Verordnung überlassen bleiben, die flexibel angepaßt werden könne.

Was die inhaltliche Regulierung börsenähnlicher Einrichtungen angeht, enthält das Gutachten folgende Vorschläge:

Börsenähnliche Einrichtungen können von der Aufsichtsbehörde, wenn und soweit der Gesetzeszweck dies erforderlich macht, dem Börsengesetz unterstellt werden, wobei dies entsprechend dem Grad der funktionalen Annäherung an eine Börse ganz oder teilweise geschehen kann. Die Aufsichtsbehörde hat bei ihrer Entscheidung auch darauf zu achten, daß eine Befreiung von den Vorgaben des Börsengesetzes nicht zu unangemessenen Wettbewerbsverzerrungen führt.

Proprietäre Transaktionssysteme können auch auf Antrag hin als börsenähnliche Einrichtungen anerkannt werden, wenn sie dies aus Gründen einer gesteigerten Reputation wünschen und hinreichenden Qualifikationserfordernissen entsprechen („Gütesiegel-Effekt“).

Die Aufsicht hat insbesondere Sorge dafür zu tragen, daß eine gewisse Mindestregulierung im Hinblick auf die Preisqualität gewährleistet ist. Aus Gründen des Anlegerschutzes ist das Publikum darauf hinzuweisen, daß eine Preisfeststellung in diesem System außerhalb der Börse erfolgt („Informationsmodell“).

²⁴

S. 6 und S. 392 ff.

b) *Begriffsabgrenzung*

Bevor Ob und Ausmaß einer Regulierung erörtert werden, muß über die tatsächlich zur Debatte stehenden Phänomene Einigkeit bestehen. Das Gutachten verzichtet seinerseits auf eine Definition der börsenähnlichen Einrichtung, gibt aber erläuternde Beispiele, die freilich neben deskriptiven Merkmalen auch normative Erwägungen einbeziehen. Danach sind unter börsenähnlichen Einrichtungen „vor allem proprietäre Transaktionssysteme“ zu verstehen, die ein Orderrouting und/oder die Verbreitung von Preisinformationen bezwecken, in denen also lediglich Angebote nachgewiesen, aber keine Abschlüsse getätigt werden. Umgekehrt können hierzu aber auch Sub- oder Teilsysteme von Börsen zählen, die ohne eigene Preisfeststellung etwa ein nachbörsliches crossing betreiben. Soweit innerhalb eines proprietären Transaktionssystems auch Abschlüsse getätigt werden, könne das System gleichwohl als börsenähnlich (und damit nicht als Börse) qualifiziert werden, wenn es weder direkt noch indirekt dem allgemeinen Publikum, insbesondere Privatanlegern, zugänglich sei, sondern lediglich professionellen Handesteilnehmern und institutionellen Anlegern offenstehe²⁵.

Demgegenüber dürfte es sich empfehlen, auf die oben entwickelte weite Definition der "börsenähnlichen Einrichtung" zurückzugreifen und dann in einem weiteren Schritt zu fragen, ob und für welche Fälle insoweit Regulierungsbedarf besteht. Danach "betreibt eine börsenähnliche Einrichtung, wer, ohne Börse zu sein, mittels hierfür bestimmter Vorrichtungen den ständigen Handel mit Wertpapieren, Devisen oder vertretbaren Gütern ermöglicht oder unterstützt"²⁶.

Mit dieser Definition fallen aus dem Begriff der börsenähnlichen Einrichtung zunächst einmal die Börsen selbst heraus, gleichgültig, ob es sich um Präsenz- oder Computerbörsen handelt²⁷. Gleichfalls fallen aus dem Begriff der börsenähnlichen Einrichtung elektronische Handelssysteme, die von einer zugelassenen Börse betrieben werden, einschließlich sämtlicher elektroni-

²⁵ Gutachten S. 392 f.

²⁶ Oben 2. d).

²⁷ Auch bei den Computerbörsen kommt es ausschließlich darauf an, ob sie die Mindestvoraussetzungen einer Börse (vgl. dazu oben 2.) erfüllen. Die zu anderen Zwecken getroffene Unterscheidung zwischen Computerbörsen im engeren und weiteren Sinne (vgl. dazu Gutachten S. 158) ist hier nicht maßgebend. Unter Computerbörse im engeren Sinne versteht man ein Handelssystem für Wertpapiere oder andere Finanzinstrumente, bei dem mit der Informations-, Orderrouting-, Abschluß- und Abwicklungsphase alle Phasen einer Wertpapiertransaktion vollständig automatisiert sind. Ein Beispiel für eine Computerbörse im engeren Sinne ist die DTB.

schen Hilfssysteme heraus, die von einer zugelassenen Börse zur Unterstützung ihres Handels eingesetzt werden, wie z. B. Orderrouting-, Informations- oder Abwicklungssysteme. Insoweit ist über das geltende Recht hinaus ein neuer Regulierungsbedarf nicht ersichtlich. Dies bedeutet, daß die Computerbörsen im engeren Sinne mit eigener Börsenzulassung sowie die Computerhandels- und -hilfssysteme, soweit sie von zugelassenen Börsen eingesetzt werden, nicht zu den „börsenähnlichen Einrichtungen“ rechnen. Insoweit ist nur darauf zu achten, daß hinsichtlich der Regulierung keine Wettbewerbsverzerrungen zwischen den von einer Börse und den von Dritten betriebenen Systemen entstehen.

Zu den börsenähnlichen Einrichtungen gehören demnach in der Tat im wesentlichen vor allem, aber nicht ausschließlich, die sog. proprietären Transaktionssysteme. Diese haben mit den Computerbörsen gemein, daß sie sich gleichfalls wesentlich auf elektronische Medien und Informationstechnologie stützen. Herkömmlich richten sie sich zwar in der Regel nur an den professionellen Handel und an institutionelle Investoren, denen eine Handelsplattform gegen eine Benutzungsgebühr zur Verfügung gestellt wird. Dies ist aber keineswegs zwingend der Fall, und gerade für Regulierungszwecke muß die denkbare Öffnung oder Entwicklung solcher Systeme auch für Privatanleger (Internet!) im Auge behalten werden.

Entsprechend einer Systematisierung der SEC lassen sich die proprietären Transaktionssysteme unterteilen in:

- Hit or Take Systems, bei denen Kauf- und Verkaufswünsche auf dem Bildschirm sichtbar sind und der Teilnehmer durch Anklicken eine Transaktion abschließen kann (z. B. Instinet);
- Matching Systems, die bei gegengleichen Transaktionswünschen eine Transaktion zustande kommen lassen (z. B. POSIT);
- Auction - Based - Systems, die eigenständige Auktionen durchführen (z. B. Trade-point)²⁸.

²⁸

Vgl. Gutachten S. 158 f.

Die oben vorgeschlagene weite Definition der "börsenähnlichen Einrichtung" greift allerdings über die proprietären Transaktionssysteme insofern hinaus, als sie auch Systeme umfaßt, die keinen Abschluß vorsehen oder vornehmen, sondern z. B. nur Preisinformationen vermitteln oder lediglich Angebote nachweisen. Im übrigen hängt der Anwendungsbereich von Regeln zu "börsenähnlichen Einrichtungen" maßgeblich davon ab, wie weit oder eng der Börsenbegriff selbst gefaßt wird²⁹.

Ein alternativer Regulierungsansatz, der in ähnlicher Weise in § 1 KWG oder in § 2 WpHG gewählt wurde, wäre, einen Katalog börsenähnlicher Dienstleistungen aufzustellen und analog § 1 Abs. 3 KWG den Verordnungsgeber zu ermächtigen, diesen Katalog bei Bedarf zu erweitern.

c) *Regulierungsvorschläge*

aa) Wer eine börsenähnliche Einrichtung im Sinne der obigen Definition betreibt, ist nach geltendem Recht weder Kreditinstitut noch Finanzdienstleistungsinstitut im Sinne des § 1 Abs. 1 und 2 KWG und damit auch kein Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Sinne des § 2 Abs. 4 WpHG. Allerdings kann der Betrieb einer börsenähnlichen Einrichtung im Einzelfall eine *Wertpapierdienstleistung* im Sinne des § 2 Abs. 3 Nr. 4 WpHG sein (danach sind Wertpapierdienstleistungen auch die Vermittlung oder der Nachweis von Geschäften über die Anschaffung und die Veräußerung von Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten oder Derivaten). Nach § 4 WpHG gehört es zu den Aufgaben des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel, Mißständen entgegenzuwirken, welche die ordnungsmäßige Durchführung des Wertpapierhandels von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen beeinträchtigen oder erhebliche Nachteile für den Wertpapiermarkt bewirken können. Die der Börsenaufsicht unterstellten börsenähnlichen Einrichtungen (dazu unten dd) sollten aus dem Begriff der "Wertpapierdienstleistungen" gemäß § 2 Abs. 3 Nr. 4 WpHG herausgenommen werden, um eine Doppelaufsicht auszuschließen.

²⁹ Vgl. bereits oben 2. e).

bb) Was die Vorschriften über den *Insiderhandel* (§§ 12 ff. WpHG) anbetrifft, sollte mit Bezug auf den Handel an börsenähnlichen Einrichtungen eine Ergänzung vorgenommen werden. Und zwar sollte der Handel an einer börsenähnlichen Einrichtung dem Handel an einer Börse im Sinne des § 12 Abs. 1 Nr. 1 WpHG dann gleichgestellt werden, wenn es sich bei der börsenähnlichen Einrichtung um einen organisierten Markt im Sinne des § 2 Abs. 5 WpHG handelt. Nach § 2 Abs. 5 WpHG ist organisierter Markt im Sinne des WpHG ein Markt, der von staatlich anerkannten Stellen geregelt und überwacht wird, regelmäßig stattfindet und für das Publikum unmittelbar oder mittelbar zugänglich ist. Der Begriff des „Publikums“ ist freilich nicht ganz eindeutig. Wie weiter unten (dd) noch ausgeführt wird, sollten auch proprietäre Transaktionssysteme, die ausschließlich institutionellen Investoren offenstehen, auf Antrag hin das Gütesiegel des „organisierten Marktes“ im Sinne des WpHG erhalten können. Der Terminus „Publikum“ sollte insoweit präzisiert werden, etwa im Sinne des § 2 VerkaufsprospektG. Dem wären dann in einem weiteren Schritt diejenigen ausschließlich institutionellen Investoren und dem professionellen Handel zugänglichen Märkte und Systeme gleichzustellen, denen das Gütesiegel eines „organisierten Marktes“ auf ihren Antrag hin verliehen worden ist.

cc) Was die §§ 31 ff. WpHG (*Verhaltensregeln für Wertpapierdienstleistungsunternehmen*) anbetrifft, so ist oben unter aa) bereits ausgeführt worden, daß es sich bei dem Betreiber einer "börsenähnlichen Einrichtung" nicht um ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen handelt. Es dürfte sich nicht empfehlen, diese Vorschriften de lege ferenda auch auf die Betreiber börsenähnlicher Einrichtungen, soweit sie der Börsenaufsicht unterstehen (unten dd), zu erstrecken. Denn zum einen muß die Aufsicht insoweit in einer Hand verbleiben³⁰. Zum anderen erscheinen die materiellen Verhaltensregeln der §§ 31 ff. WpHG zu wenig spezifisch.

dd) Es wird im einzelnen zu prüfen sein, wieweit die aufsichtsrechtlichen Vorschriften des *Börsengesetzes* auch auf börsenähnliche Einrichtungen zu erstrecken oder erforderlichenfalls zu modifizieren sind. Dabei ist im Auge zu behalten, daß weitreichende zwingende Regulierungsvorschläge zu Ausweichreaktionen in das "regulierungsfreundlichere" EU-Ausland führen könnten. Im Hinblick darauf sollte im einzelnen differenziert werden:

³⁰

Zu Aufsichtsfragen eingehend unten V.

- Börsenähnliche Einrichtungen, die weder unmittelbar noch mittelbar für das Publikum zugänglich sind (proprietäre Transaktionssysteme im eigentlichen Sinne) sind nur auf ihren Antrag hin einer Regulierung und Aufsicht zu unterwerfen. Da dies zur Anerkennung als "organisierter Markt" im Sinne des § 2 Abs. 5 WpHG führen soll, darf dieses Gütesiegel nur verwendet werden, wenn sie die entsprechenden Voraussetzungen erfüllen.

- Wer dagegen eine "börsenähnliche Einrichtung" betreibt und sie unmittelbar oder mittelbar dem Publikum - den Privatanlegern - zugänglich macht, muß anderen Anforderungen unterworfen werden. Insoweit bietet sich an, jedenfalls Transaktionssysteme, die einen Abschluß im System selbst ermöglichen oder vornehmen, nur zuzulassen, wenn sie im Sinne eines "organisierten Marktes" geregelt und überwacht sind (vgl. § 2 Abs. 5 WpHG). Eine vielleicht vorzugswürdige Alternative bestände darin, auch hier den Anbietern zu überlassen, eine entsprechende Zulassung als "organisierter Markt" zu erwirken, den nicht in dieser Weise zugelassenen Systemanbietern aber aufzuerlegen, Privatanleger in ähnlicher Weise wie im Fall des § 53 Abs. 2 S. 2 BörsG darüber zu unterrichten, daß sie sich auf einen unregulierten Markt begeben.

III. Börsenorganisation

1. Die Vorschläge des Gutachtens

Das Gutachten enthält zur Organisation der Börsen zwei Vorschläge, die dann im einzelnen weiter aufgefächert werden. Zunächst einmal spricht sich das Gutachten für eine Zulassung privater Börsen aus, und zum anderen empfiehlt es einen Wegfall der bisherigen Bedürfnisprüfung³¹.

Die zumindest fakultative Öffnung in Richtung einer ausschließlich privatrechtlichen Börsenstruktur wird mit den geänderten Marktverhältnissen, dem intensivierten Wettbewerb und rechtsvergleichenden Argumenten begründet.

³¹ Gutachten S. 7 und S. 400 ff.

Im einzelnen führt das Gutachten hierzu folgendes aus: Grundsätzlich ist es Aufgabe der Börsen, eine ihrer Tätigkeit angemessene Betriebs-, Verwaltungs- und Überwachungsorganisation einzurichten. Lediglich zwei Vorgaben gelten für die privatrechtliche Organisation einer Börse:

- Es besteht ein Rechtsformzwang. Eine Börse ist in Form einer juristischen Person zu betreiben, bei der durch Gesetz oder Satzung ein Aufsichtsrat einzurichten ist; die Form der Aktiengesellschaft bietet sich an.
- Eigner und Handelsteilnehmer brauchen nicht identisch zu sein, aber im Aufsichtsrat ist ähnlich dem Börsenrat eine angemessene Vertretung der verschiedenen Gruppen der Handelsteilnehmer sicherzustellen. Es bietet sich eine paritätische Besetzung an, wobei Arbeitnehmervertreter ggf. auf der Seite der Handelsteilnehmer zu berücksichtigen sind: Die Hälfte der Sitze wird von den Handelsteilnehmern (und ggf. Arbeitnehmervertretern) gestellt, die andere von Vertretern der Eignerseite, die auch den Vorsitzenden stellt. Die Wahl erfolgt durch die Hauptversammlung.
- In einem weiteren Vorschlag empfiehlt das Gutachten die Beseitigung der bisherigen Bedürfnisprüfung. Die Genehmigung einer Börse solle künftig lediglich von der Feststellung, ob alle Vorgaben des Börsengesetzes erfüllt sind, abhängen.

Die Öffnung privatrechtlicher Rechtsformen für Börsen wirft eine Reihe rechtspolitischer, verwaltungs- und verfassungsrechtlicher wie zivilrechtlicher Fragen auf, die im folgenden eingehender zu beleuchten sind.

2. *Die Börse als Anstalt des öffentlichen Rechts*

Das deutsche Börsensystem ist durch das Auseinanderfallen von Börsenträger und Börse gekennzeichnet. Die im BörsG nur beiläufig erwähnten Börsenträger³² - dies sind entweder rechtsfähige Vereine oder (wie im Fall der Deutsche Börse AG) Kapitalgesellschaften³³ - stel-

³² Vgl. etwa §§ 3 c Abs. 2 S. 1; 4 Abs. 1 S. 2, 5 Abs. 1 S. 2 BörsG.

³³ Börsen, deren Träger die jeweilige örtliche Industrie- und Handelskammer ist (Kammerbörsen), gibt es nicht mehr, s. *Peterhoff*, in: Bankrecht und Bankpraxis (BuB), 1996, Abschnitt Wertpapiergeschäfte, Rdnr. 7/443.

len die materiellen und personellen Ressourcen für den Handel an der Börse zur Verfügung. Sie sind Partner der mit den Börsenbediensteten abgeschlossenen Anstellungsverträge und aller anderen Schuldverhältnisse, die sich auf den Betrieb der Börse beziehen. Die Börse selbst, also die eigentliche Marktveranstaltung, an der der Handel mit Wertpapieren stattfindet, wird von der heute vorherrschenden Auffassung als unselbständige, nichtrechtsfähige Anstalt des öffentlichen Rechts eingestuft³⁴. In ihre inneren Angelegenheiten, die durch die Börsenorgane wahrgenommen werden, darf der Börsenträger nicht eingreifen. Dieser historisch gewachsene Dualismus zwischen Börse und Börsenträger ist den Börsensystemen der meisten anderen Länder fremd³⁵. Die künstliche Unterscheidung zwischen Börse und Träger wird in der neueren Literatur als Hindernis im Wettbewerb mit ausländischen Börsen angesehen und soll von ausländischen Investoren in zunehmendem Maße als verwirrend empfunden werden³⁶.

Die Einordnung der Börse als Anstalt des öffentlichen Rechts wirkt sich auf zentrale Aspekte der Errichtung und Aufhebung der Börse, der autonomen Rechtsetzung, der Eingriffsbefugnisse der Börsenorgane sowie der Staatshaftung aus.

a) *Errichtung*

Wer eine Börse errichten will, bedarf hierzu der Genehmigung der zuständigen obersten Landesbehörde (§ 1 Abs. 1 S. 1 BörsG). Rechtstechnisch kommt dem Genehmigungserfordernis eine Doppelfunktion zu: Es beinhaltet zunächst die Befreiung vom präventiven Verbot nicht genehmigter Börsenzusammenkünfte. Daß das Genehmigungserfordernis in § 1 Abs. 1 BörsG

³⁴ VGH Kassel, NJW-RR 1997, 110; *Schwark*, BörsG, 2. Aufl. 1994, § 1 Rdnr. 15 ff.; *Franke*, in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2. Aufl. 1997, § 2 Rdnr. 16; *Kümpel*, Börsenrecht, 1996, S. 30 ff.; *ders.*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 1995, Rdnr. 14.359; *ders.*, WM-Sonderbeilage 5/1985, Börse als verwaltungsrechtliches Problem und Rechtsinstitut, 1965, S. 142 ff.; *Beck*, WM 1996, 2313, 2315; vgl. auch *von Olenhusen*, Börsen und Kartellrecht, 1983, S. 73 ff.

³⁵ Eine dem deutschen Börsenwesen vergleichbare Trennung zwischen Börse und Börsenträger findet sich noch in Österreich. Nach § 2 des österreichischen BörsG ist die Wiener Börse eine öffentlichrechtliche Börse. Sie hat allerdings keine Rechtspersönlichkeit. Rechtsfähig ist die Börsenkammer, die einen seinesseits rechtsfähigen Vermögensfonds verwaltet, der die Börse mit den benötigten Ressourcen ausstattet, s. *Kalss*, in: Gutachten, S. 1192; *Hahn*, Organisation, Strukturen und Handelsmechanismen der Wertpapierbörsen im internationalen Vergleich, 1992, S. 82. Rechtsvergleichend s. im einzelnen die Länderberichte im Gutachten, S. 593 ff.; s. auch den Überblick bei *Schwark*, WM 1997, 293, 300 f.

³⁶ Vgl. Gutachten, S. 404; *Schwark*, WM 1997, 293, 301 f.; s. auch *Köndgen/Mues*, WM 1998, 53.

ein Verbot sog. Privatbörsen beinhaltet, ist seit der Feenpalast-Entscheidung des Preußischen Oberverwaltungsgerichts³⁷ allgemein anerkannt. Darüber hinaus hat die Errichtungsgenehmigung die Funktion, dem Börsenträger die Erlaubnis zur Errichtung und weiteren Durchführung der öffentlich-rechtlichen Einrichtung Börse zu erteilen³⁸.

Obwohl dies im Wortlaut des Gesetzes nicht eindeutig zum Ausdruck kommt, steht der Behörde bei der Erteilung der Genehmigung ein Ermessen zu, das sie nach sachlichen Gesichtspunkten unter Abwägung der öffentlichen und der Einzelinteressen auszuüben hat. Als sachliche Gesichtspunkte, die in die Ermessenserwägungen einzustellen sind, nennt *Schwark*³⁹ die wirtschaftliche Bedeutung einer Börse für Börsenplatz, Umland und Geschäftszweig; die garantierte Bereitstellung der Mittel für den ordnungsgemäßen Betrieb der Börse; die Verhinderung von geschäftsschwachen Kümmerbörsen. Wenn in diesem Zusammenhang davon gesprochen wird, die Genehmigungsbehörde habe eine Bedürfnisprüfung vorzunehmen bzw. nehme eine solche vor⁴⁰, so ist dies der Sache nach zutreffend. Denn die Genehmigungsbehörde hat es in den Grenzen fehlerfreier Ermessensausübung in der Hand, ob sie eine Börse genehmigt oder nicht. Der Antragsteller, der um eine Genehmigung für die Errichtung einer Börse nachsucht, hat lediglich einen Anspruch auf eine ermessensfehlerfreie Entscheidung der Genehmigungsbehörde (vgl. § 114 VwGO). Ein Anspruch des Börsenträgers auf Erteilung der Genehmigung besteht aber nicht. Dies liegt in der Konsequenz der von der herrschenden Auffassung vertretenen Einordnung der Börse als öffentlich-rechtliche Veranstaltung. Denn die Errichtung öffentlicher Anstalten fällt in die Organisationsgewalt der Genehmigungsbehörde, die darüber zu entscheiden hat, wem sie die Erfüllung öffentlicher Aufgaben überträgt. Ein verfassungsmäßiges Recht natürlicher oder juristischer Personen auf Übertragung hoheitlicher Aufgaben ist dem geltenden Recht fremd⁴¹. Ein Anspruch des Börsenträgers auf Erteilung der Genehmigung kann sich deshalb auch nicht aus seinen Grundrechten, etwa aus Art. 12 GG oder dem Gleichbehandlungsgrundsatz des Art. 3 Abs. 1 GG, an den im Falle bereits genehmigter Börsen insbe-

³⁷ PrOVGE 34, 315.

³⁸ *Schwark*, BörsG, § 1 Rdnr. 21.

³⁹ BörsG, § 1 Rdnr. 20.

⁴⁰ Gutachten, S. 405.

⁴¹ *von Heimburg*, Verwaltungsaufgaben und Private, 1982, S. 115; *Steiner*, Öffentliche Verwaltung durch Private, 1975, S. 252; *Ossenbühl*, VVDStRL 29 (1971), 137, 185 f.; vgl. auch BVerfGE 17, 371, 381.

sondere zu denken wäre, ergeben⁴². Aus alledem folgt, daß die Letztentscheidung über die Gründung einer Börse nicht den Börsenträgern, sondern der öffentlichen Hand überlassen bleibt. Die Ermessensbindungen, denen die Genehmigungsbehörde unterliegt und die auch marktliche Erfordernisse in Rechnung zu stellen haben, ändern daran nichts. Rechtspolitisch ist dieser Zustand zu bemängeln; darauf ist im Rahmen der späteren Ausführungen noch zurückzukommen.

b) *Aufhebung*

Ähnliche Erwägungen gelten auch für die Aufhebung der Börse (§ 1 Abs. 1 S. 2 BörsG), die nach herkömmlichen Verständnis ebenfalls in den Bereich staatlicher Organisationsgewalt fällt. Dem Börsenträger wird mit der Genehmigung nach § 1 Abs. 1 BörsG nicht nur die Erlaubnis zur Errichtung der Börse und zum Betreiben des Handels erteilt; ihm wird zugleich die Pflicht auferlegt, die Börse mit den für den Handelsbetrieb notwendigen Ressourcen auszustatten und sie in ihrem Bestand zu erhalten. Aus der öffentlich-rechtlichen Einordnung der Börse folgt, daß der Börsenträger auf die Genehmigung zur Errichtung der Börse nicht verzichten kann, weil die Entscheidung über den Fortbestand einer öffentlichen Einrichtung nicht in seinem Belieben steht⁴³. Nicht anders als die Entscheidung über die Genehmigung einer Börse steht auch die Entscheidung über die Aufhebung der Börse im pflichtgemäßen Ermessen der Behörde⁴⁴. Freilich bedeutet dies nicht, daß sich der Börsenträger seiner Betriebspflicht nicht entziehen kann; denn diese endet mit seiner Auflösung oder seinem Konkurs⁴⁵. Daß der öffentlichen Hand auch hinsichtlich des Fortbestandes der Börsen ein Entscheidungsmonopol zukommt, läßt sich also nur mit dieser Einschränkung sagen.

⁴² Schwark, BörsG, § 1 Rdnr. 20; Gutachten, S. 405; *Hopt/Baum*, WM-Sonderbeilage 4/1997, S. 18.

⁴³ Schwark, BörsG, § 1 Rdnr. 22; *ders.*, DB 1971, 949, 950; *Kümpel*, Börsenrecht, 1996, S. 43; vgl. auch *Claussen*, Bank- und Börsenrecht, 1996, S. 286; *Zahn*, AG 1978, 1, 4.

⁴⁴ Schwark, BörsG, § 1 Rdnr. 33.

⁴⁵ Schwark, BörsG, § 1 Rdnr. 22.

c) *Rechtsetzung durch die Börse*

Die öffentlich-rechtliche oder privatrechtliche Einordnung der Börse wirkt sich auch auf das Verständnis der autonomen Rechtsetzung im Rahmen der Börsenselbstverwaltung aus. Im Interesse größtmöglicher Flexibilität hat der Gesetzgeber den Börsen in weitem Umfang die Befugnis zur Selbstregulierung eingeräumt. Nach §§ 3 Abs. 2 Nr. 1, 4 Abs. 1 BörsG hat der Börsenrat eine Börsenordnung zu erlassen, welche die Börsenorganisation und den Börsenverkehr im allgemeinen regelt. Ihm obliegt zudem der Erlass der Gebührenordnung (§§ 3 Abs. 2 Nr. 1, 5 BörsG). Der Rechtscharakter dieser Regelwerke war früher umstritten. Auf der Grundlage ihres Verständnisses der Börse als öffentlich-rechtliche Veranstaltung ordnete die ganz überwiegende Auffassung Börsen- und Gebührenordnung als öffentlich-rechtliche Satzungen ein⁴⁶, nicht etwa als Rechtsverordnungen⁴⁷ oder als privatrechtliche, allgemeinen Geschäftsbedingungen vergleichbare Vereinbarungen⁴⁸. Dieser Ansicht hat sich der Gesetzgeber im Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz jedenfalls hinsichtlich der Börsenordnung ausdrücklich angeschlossen, indem er § 4 Abs. 1 BörsG mit der Klarstellung versah, der Börsenrat erlasse die Börsenordnung "als Satzung"⁴⁹. Für die Gebührenordnung gilt aber nichts anderes⁵⁰. Bei diesen Regelwerken handelt es sich folglich um Rechtsvorschriften, welche die Börse als eine dem Staat eingeordnete Institution des öffentlichen Rechts im Rahmen der ihr durch §§ 4, 5 BörsG gesetzlich verliehenen Autonomie mit Rechtswirkung für den von ihrem Tätigkeitsbereich erfaßten Personenkreis erläßt⁵¹. Aufgrund der Rechtsnatur als öffentlich-rechtliche Satzung sind

⁴⁶ *Schwark*, BörsG, § 4 Rdnr. 3; *Samm*, Börsenrecht, S. 37.

⁴⁷ So noch *E. R. Huber*, Wirtschaftsverwaltungsrecht, Erster Band, 2. Aufl. 1953, S. 628; *Göppert*, Das Recht der Börsen, 1932, S. 108; *Meyer/Bremer*, Börsengesetz, 4. Aufl. 1957, § 4 Anm. 1; *Rodrian*, Börsenprobleme 1989, S. 15 ff.

⁴⁸ S. die Nachweise zum alten Meinungsstand bei *Schwark*, BörsG, § 4 Rdnr. 3.

⁴⁹ Regierungsbegründung in BT-Drucks. 12/6679, S. 64: "Die Ergänzung in Absatz 1 Satz 1 ... hat klarstellenden Charakter, indem sich der Gesetzgeber eindeutig auf die Seite der in Wissenschaft, Rechtsprechung und Praxis herrschenden Meinung stellt, daß die Börsenordnung ihrem Rechts- und Regelungscharakter nach eine Satzung und keine Rechtsverordnung ist."

⁵⁰ *Kümpel*, Börsenrecht, S. 152; *ders.*, WM 1997, 1917, 1918.

⁵¹ Zum Satzungs begriff s. nur BVerfGE 33, 125, 156.

Börsenordnung und Gebührenordnung Gesetze im materiellen Sinne. Ihr Erlaß ist ein Rechtssetzungsakt, nicht bloß eine Maßnahme im Rahmen der Börsenselbstverwaltung⁵².

Es liegt im Wesen materieller Gesetze, daß sie mit ihrem Inkrafttreten ohne weiteres, ohne Zustimmung oder gar Kenntnis der Betroffenen, gelten. Auch der Erlaß der Börsenordnung oder Gebührenordnung bedarf somit keiner Zustimmung der betroffenen Handelsteilnehmer oder Emittenten. Nach geltendem Recht ist lediglich die Genehmigung durch die Börsenaufsichtsbehörde erforderlich (§§ 4 Abs. 4 S. 1, 5 Abs. 2 S. 1 BörsG). Hierin wird denn auch ein wesentlicher Unterschied zwischen der öffentlich-rechtlichen und der privatrechtlichen Organisationsform der Börse gesehen. Die Verleihung autonomer Rechtsetzungsbefugnis ermöglicht dem für Erlaß und Änderung von Börsenordnung und Gebührenordnung zuständigen Börsenrat, schnell auf Marktveränderungen reagieren zu können. Einer natürlichen oder juristischen Person des Privatrechts kann die Befugnis zu eigener, *öffentlich-rechtlicher* Normsetzung aber nicht verliehen werden. Die Rechtsetzung bleibt vielmehr dem Staat und z. T. autonomen juristischen Personen des öffentlichen Rechts vorbehalten⁵³. Es bliebe somit nur der Weg, die "Satzungen" der Börsen als privatrechtliche Vereinbarungen zu qualifizieren. In diesem Fall wären Erlaß und Änderung der entsprechenden Börsenregelwerke nach *Kümpel* jedoch regelmäßig an die Zustimmung der Börsenteilnehmer gebunden, weil es bei pflichtbegründenden Vertragsverhältnissen, wie sie bei einer privatrechtlich geregelten Inanspruchnahme der Börsendienstleistungen begründet würden, aufgrund des Grundsatzes der Privatautonomie für jede inhaltliche Änderung wiederum eines Vertrages bedürfe (§ 305 BGB). Dies gelte auch dann, wenn man die Regelwerke als Allgemeine Geschäftsbedingungen begreife⁵⁴. Die durch die Befugnis zu öffentlich-rechtlicher Normsetzung eröffnete Flexibilität wäre bei privatrechtlicher Organisationsform der Börse also möglicherweise nicht mehr gewährleistet; darauf wird noch zurückzukommen sein.

⁵² *Kümpel*, Börsenrecht, S. 148; *ders.*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 1995, Rdnr. 14.371; *ders.*, WM 1988, 1621, 1623.

⁵³ *Wolff/Bachof/Stober*, Verwaltungsrecht II, 5. Aufl. 1987, S. 413; *Hopt/Rudolph/Baum*, S. 416; vgl. auch BVerfGE 33, 125, 157.

⁵⁴ *Kümpel*, Börsenrecht, S. 151 f.; *ders.*, WM 1997, 1917, 1918.

d) *Erlaß von Verwaltungsakten*

Mit der autonomen Rechtsetzung hängt ein weiterer Aspekt eng zusammen. Den Organen der Börse hat der Gesetzgeber an verschiedenen Stellen die Befugnis zum Erlaß von (belastenden) Verwaltungsakten eingeräumt⁵⁵. Nach dem Grundsatz des Gesetzesvorbehalts bedürfen Eingriffe eines Trägers öffentlicher Verwaltung in die Sphäre einer natürlichen oder juristischen Person einer gesetzlichen Grundlage. Dieser Voraussetzung genügen - sofern nach der sog. Wesentlichkeitstheorie nicht ein formelles Gesetz erforderlich ist - alle Gesetze im materiellen Sinne, mithin auch autonome Satzungen wie die Börsen- oder die Gebührenordnung. Daß die Verleihung autonomer Rechtsetzungsbefugnis den Börsenorganen die Möglichkeit flexibler Reaktion ermöglicht, wurde bereits erwähnt. Darüber hinaus wird ein Vorteil öffentlich-rechtlicher Börsenorganisation in der grundsätzlich unbegrenzten Reichweite zur Schaffung einer für den Erlaß belastender Verwaltungsakte erforderlichen Ermächtigungsgrundlage gesehen. Privatrechtssubjekte könnten in diesem Umfang mit hoheitlichen Befugnissen nicht beliehen werden⁵⁶.

e) *Staatshaftung*

Grundlegende Unterschiede zwischen öffentlich-rechtlicher und privatrechtlicher Organisation der Börse zeigen sich schließlich im Bereich der Staatshaftung. Nach dem herkömmlichen Verständnis der Börse als öffentlich-rechtliche Einrichtung nehmen die Börsenorgane hoheitliche Aufgaben wahr. Die wesentlichen Funktionen der Börsenorgane, die Zulassung zur Börse, die amtliche Kursfeststellung sowie die Tätigkeit der Handelsüberwachungsstelle und des Sanktionsausschusses werden allgemein als öffentlich-rechtlich qualifiziert. Dies eröffnet den Weg zur Staatshaftung nach Art. 34 GG, § 839 BGB. Denn obwohl die Mitglieder der Börsenorgane nicht in einem eigentlichen Dienstverhältnis zum Staat stehen⁵⁷, sind sie Beamte im haftungsrechtlichen Sinn, weil es hierfür nicht auf die organisatorische Eingliederung oder die Rechtsstellung des Amtswalters, sondern nur darauf ankommt, ob jemand mit der Wahrneh-

⁵⁵ Vgl. die Darstellung bei *Kümpel*, Börsenrecht, S. 152 ff.

⁵⁶ *Kümpel*, Börsenrecht, S. 29; *ders.*, WM 1997, 1918, 1919.

⁵⁷ Vgl. *Schwark*, BörsG, § 3 Rdnr. 3 für die Mitglieder des Börsenvorstandes nach § 3 BörsG a. F.

mung hoheitlicher Aufgaben betraut ist⁵⁸. Haftende Körperschaft ist das Sitzland der Börse. Der Börsenträger kommt als Haftungssubjekt dagegen nicht in Betracht⁵⁹. Die Haftung des Sitzlandes für Pflichtverletzungen der Organträger an der Börse kann vor allem für den Anleger von Interesse sein. Denn zwischen ihm und der Börse besteht kein Benutzungsverhältnis, aus dem vertragliche Ansprüche erwachsen könnten; eine in diesem Fall noch denkbare deliktische Haftung nach § 823 Abs. 1 BGB, § 823 Abs. 2 BGB oder wegen vorsätzlicher sittenwidriger Schädigung nach § 826 BGB kommt kaum jemals in Betracht. Ob für die Staatshaftung nach Art. 34 GG, § 839 BGB im Interesse des Anlegerschutzes tatsächlich ein rechtspolitisches Bedürfnis besteht, mag hier zunächst offenbleiben⁶⁰. Festzuhalten bleibt nur, daß eine privatrechtliche Einordnung der Börse den Weg zur Staatshaftung grundsätzlich abschneidet⁶¹.

Abschließend ist bisher festzuhalten, daß die Einrichtung von Börsen in privatrechtlicher Rechtsform eine Vielzahl verschiedener Aspekte, von der Errichtung und Aufhebung einer Börse über ihre Befugnis zu materieller Rechtsetzung und dem Erlaß von Verwaltungsakten bis hin zur Staatshaftung berühren würde, die in die folgenden Überlegungen einzubeziehen sind. Zu fragen wird sein, ob eine Börse in privatrechtlicher Rechtsform ähnlich oder besser funktionseffizient ausgestaltet werden kann.

Fragen wirft ferner die Kompetenzabgrenzung zwischen Bund und Ländern in diesem Zusammenhang auf. Bevor auf diese Fragen eingegangen werden kann, sind zunächst die *rechtspolitischen* Argumente zu sichten und zu erörtern, die für eine Öffnung in Richtung privatrechtlicher Organisationsformen angeführt werden.

⁵⁸ Vgl. nur Palandt/Thomas, BGB, 57. Aufl. 1998, § 839 Rdnr. 29; Maurer, Allgemeines Verwaltungsrecht, 11. Aufl. 1997, S. 621.

⁵⁹ Schwark, BörsG, § 3 Rdnr. 3; vgl. auch Claussen, Festgabe Niedersächsische Börse, 1987, S. 67, 73 f.; Claussen/Hoffmann, ZBB 1995, 68, 70.

⁶⁰ Deziert bejahend Kümpel, Börsenrecht, S. 159 ff.; s. auch unten 3. c).

⁶¹ Eine Ausnahme gilt freilich, sofern eine privatrechtliche Börse mit hoheitlichen Befugnissen beliehen wird; zur Amtshaftung bei der Beleihung s. nur Maurer, Allgemeines Verwaltungsrecht, S. 583 ff.

3. *Privatrechtliche oder öffentlich-rechtliche Organisationsstruktur der Börsen*

a) *Trennung zwischen Börse und Träger*

Die institutionelle Aufspaltung der Börsenorganisation in die Börse auf der einen und den Träger auf der anderen Seite stellt, wie bereits betont worden ist, eine historisch gewachsene Besonderheit des deutschen Börsenwesens dar. Der Gesetzgeber hat das BörsG im Zuge verschiedener Novellierungen und Ergänzungen an die bestehenden organisatorischen Gegebenheiten angepaßt, ohne diese jedoch grundlegend zu verändern⁶². Änderungen im Organisationsgefüge der deutschen Börsen beruhten bisher - sieht man einmal von den Neuerungen durch das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz im Bereich der Governance-Struktur ab - weniger auf Vorgaben des Gesetzgebers als vielmehr auf der Initiative der Börsen oder ihrer Träger selbst. Die Gründung der Deutsche Börse AG bildet hierfür ein anschauliches Beispiel. In Anbetracht dessen erscheint der allgemeine Hinweis auf den rechtsvergleichenden Befund als wenig aussagekräftig. Daß die Börsen in den meisten anderen Ländern als privatrechtliche Unternehmen organisiert sind, besagt noch nichts über die Vorteile, die eine solche Organisationsform bietet. Zudem bliebe bei dieser Argumentation die historische Entwicklung des deutschen Börsenwesens unberücksichtigt.

Soweit der Trennung zwischen Börse und Träger nun entgegengehalten wird, sie sei künstlich und werde namentlich von ausländischen Investoren als verwirrend empfunden⁶³, greift auch dies als rechtspolitisches Argument für eine privatrechtliche Börsenorganisation, bei der diese Trennung entfiel, in dieser Allgemeinheit zu kurz. Es mag zwar sein, daß die deutsche Börsenorganisation juristisch komplex erscheint und dies neben der eigentümlichen Verschränkung privatrechtlicher und öffentlich-rechtlicher Elemente auch auf der organisatorischen Trennung von Börse und Träger beruht⁶⁴. Über die Attraktivität der deutschen Börsen im internationalen Wettbewerb entscheiden jedoch in erster Linie andere Faktoren, wie die Liquidität der Märkte, die Sicherung eines angemessenen Verkehrsschutzes, Marktzutritts- und Marktaustrittsschranken, eine auf die Bedürfnisse der Emittenten und Anleger zugeschnittene Marktsegmentierung,

⁶² *Schwark*, WM 1997, 293, 302.

⁶³ S. die Nachweise in Fußn. 36.

⁶⁴ *Köndgen/Mues*, WM 1998, 53.

Preistransparenz, attraktive Gebührenpolitik der Börsen usw. Organisationsrechtliche Aspekte, die diese Wettbewerbsfaktoren nicht unmittelbar beeinflussen, treten dahinter in ihrer Bedeutung und in ihrer Wahrnehmung von außen her zurück. Wenn demgemäß behauptet wird, die öffentlich-rechtliche Struktur der deutschen Börsen sei kein entscheidendes Asset im internationalen Wettbewerb⁶⁵, so ist dies sicher richtig. Richtig ist aber auch, daß sie kein entscheidendes Hindernis darstellt, sofern nicht die Vorteile einer privatrechtlichen Organisationsstruktur deutlich überwiegen.

Eine privatrechtliche Börsenorganisation ist - entgegen der Ansicht des Gutachtens⁶⁶ - auch nicht deshalb unbedingt notwendig, um den Börsen die Möglichkeit zu geben, sich zu marktorientierten Dienstleistern entwickeln zu können. Die Möglichkeit, von vornherein die gewünschte Rechtsform wählen zu können, brächte für die Börsen sicherlich Vorteile mit sich, wengleich zu bedenken ist, daß wegen eines aus Gründen des Verkehrsschutzes gegebenenfalls vorzusehenden Rechtsformzwanges ohnehin eine nur beschränkte Wahlmöglichkeit bestünde⁶⁷. Als ernstes Hindernis für die Entwicklung der Börsen zur Dienstleistungsunternehmen hat sich die öffentlich-rechtliche Organisationsform indes nicht erwiesen. Als Beispiel läßt sich wiederum die Gründung der Deutsche Börse AG anführen, die zu dem Zweck erfolgte, den Börsenplatz Frankfurt als Dienstleistungszentrum im Wettbewerb mit ausländischen Börsen zu stärken⁶⁸.

Auch schwerwiegende rechtliche Probleme hat die Trennung zwischen Börse und Börsenträger in der Vergangenheit offenbar nicht aufgeworfen. Wie künstlich diese Unterscheidung anmutet, wird zwar immer wieder deutlich, wenn davon gesprochen wird, der Börsenträger sei Vertragspartner der mit den Börsenbediensteten abgeschlossenen Anstellungsverträge, habe aber selbst keinen Einfluß auf die inneren Angelegenheiten der Börse. Auch wurde vor kurzem im Zusammenhang mit der geplanten Neufassung des § 7 a BörsG durch das Dritte Finanzmarkt-

⁶⁵ Gutachten, S. 404.

⁶⁶ WM-Beilage 4/1997, S. 17.

⁶⁷ Gutachten, S. 403.

⁶⁸ Vgl. *Hahn*, Organisation, Strukturen und Handelsmechanismen der Wertpapierbörsen im Vergleich, 1992, S. 41; s. auch das Gespräch mit dem Vorstandsvorsitzenden der Deutschen Börse AG in FAZ v. 20. März 1998, S. 22. Pläne für einen Börsengang hat die Deutsche Börse AG zur Zeit nicht, s. FAZ v. 8. April 1998, S. 29.

förderungsgesetz die Frage nach dem Normadressaten dieser Vorschrift sowie danach aufgeworfen, wem - der Frankfurter Wertpapierbörse oder der Deutschen Börse AG als deren Träger - eigentlich die Rechte an der Software für das elektronische Handelssystem XETRA und die Verfügungsrechte über die in Betrieb genommene Handelsplattform zustehen⁶⁹. Probleme dieser Art resultieren aus der herkömmlichen Trennung zwischen Börse und Träger, erscheinen jedoch nicht unlösbar. Andere Aspekte, wie etwa die Parteifähigkeit der Börsen im Prozeß oder ihre Beteiligungsfähigkeit im Verwaltungsverfahren, haben in der Praxis nicht zu Schwierigkeiten geführt oder sind mittlerweile durch den Gesetzgeber - wenn vielleicht auch an systematisch unbefriedigender Stelle - geklärt worden (vgl. nur § 4 Abs. 5 BörsG).

Allerdings mögen praktische Erwägungen auf der Ebene der Börsen selbst durchaus für eine Aufgabe der Trennung zwischen Börse und Träger sprechen. Das Nebeneinander dieser Einrichtungen führt oftmals - nicht zuletzt wegen der aus der Errichtungsgenehmigung resultierenden Betriebspflicht des Börsenträgers, die Börse mit den benötigten Ressourcen auszustatten - zu schwerfälligen Entscheidungsabläufen, weil etliche die Börse betreffenden Maßnahmen in den verschiedenen Gremien sowohl der Börse als auch des Trägers diskutiert und zwischen ihnen abgestimmt werden müssen. Verfahren dieser Art verursachen bisweilen einen hohen Zeit- und Kostenaufwand. Reibungsverluste werden zwar an einigen Börsen durch eine Personalunion zwischen der Börsengeschäftsführung und dem Leitungsgremium des Trägers vermieden, doch ist dies nicht durchgängig so. Eine Öffnung des deutschen Börsenrechts in Richtung privatrechtlicher Organisationsformen ließe die Unterscheidung zwischen Börse und Träger entfallen und könnte zur Vereinfachung der Entscheidungsabläufe beitragen. Allerdings ist zu bedenken, daß sich die Vorteile einer Verschlankung der Leitungsstrukturen ebenso dadurch erreichen lassen, daß den Börsen der Status als rechtsfähige Anstalt des öffentlichen Rechts verliehen wird.

b) Bedürfnisprüfung

Es entspricht den Erfordernissen eines globalen und sich ständig wandelnden Börsenwettbewerbs, die Letztentscheidung über die Errichtung und den Fortbestand der Börsen nicht der

⁶⁹ Köndgen/Mues, WM 1998, 53, 56 ff.

öffentlichen Hand, sondern privaten Unternehmen und damit letztlich dem Markt zu überlassen. Rechtspolitischen Stellungnahmen, die im Interesse der Wettbewerbssteigerung der deutschen Börsen die Einführung privatrechtlicher Börsenstrukturen empfehlen⁷⁰, ist deshalb im Grundsatz zuzustimmen. Die durch die im heutigen BörsG angelegte Bedürfnisprüfung errichteten Marktzutrittsschranken für die Anbieter von Börsendienstleistungen sollten abgebaut werden, weil sie sich vor dem Hintergrund eines effizienten Börsenwettbewerbs nicht länger rechtfertigen lassen. Eine solche Entscheidung entspräche auch am ehesten der Entwicklung neuerer börsenähnlicher Handelssysteme, die in Konkurrenz zu den bereits bestehenden Börsen treten und auf diese Weise zur Belebung des Wettbewerbs beitragen⁷¹.

Erkennt man diese rechtspolitischen Vorgaben für eine Börsenreform an, so trägt ihnen zunächst eine Öffnung des Börsenrechts in Richtung privatrechtlicher Organisationsformen ohne weiteres Rechnung. Denn unter diesen Umständen stellt sich nicht mehr das Problem, daß nach organisationsrechtlichen Grundsätzen des öffentlichen Rechts die Entscheidung über die Übertragung hoheitlicher Aufgaben an eine Privatperson einzig und allein der öffentlichen Hand obliegt und es keine subjektiven Rechte Privater auf die Übertragung derartiger Aufgaben gibt. Das Zulassungsverfahren wäre in der Weise auszugestalten, daß die Errichtungsgenehmigung von der Börsenaufsichtsbehörde nach Abschluß eines Verfahrens erteilt wird, in dem die Einhaltung der Vorgaben des BörsG sowie verschiedener, gegebenenfalls im BörsG festzuschreibender Anforderungen an den Schutz der Handelsteilnehmer und des Publikums geprüft wird⁷². Die Errichtungsgenehmigung hätte also weiterhin den Charakter einer "gebundenen Erlaubnis" zu tragen, freilich mit dem Unterschied, daß der Antragsteller einen Anspruch auf Genehmigungserteilung hat, sofern er die vom BörsG geforderten Voraussetzungen erfüllt.

Ob die Börsenveranstaltung jedoch von einer staatlichen zu einer privaten Aufgabe werden muß, um dem Staat aus Wettbewerbsgründen sein Entscheidungsmonopol zu nehmen, erscheint danach allerdings noch nicht als zwingend. Im Gutachten wird nämlich vorgeschlagen, der Gesetzgeber solle, falls sich die Öffnung auf privatrechtliche Börsen nicht durchsetzen lasse, die Erteilung der Börsenerrichtungsgenehmigung nur von der Erfüllung im BörsG festzulegender, den Verkehrsschutz sichernden Vorgaben abhängig machen⁷³. Die Errichtungsgeneh-

⁷⁰ Gutachten, S. 400 ff.; *Schwark*, WM 1997, 293, 302.

⁷¹ Vgl. *Hopt/Baum*, WM-Sonderbeilage 4/1997, S. 16.

⁷² Gutachten, S. 405.

⁷³ Gutachten, S. 405.

migung wäre also auch in diesem Fall als gebundene Erlaubnis auszugestalten, so daß der Aufsichtsbehörde keine Möglichkeit mehr bliebe, nach ihrem Ermessen den Antrag des Börsenbetreibers abzulehnen, sofern dieser die gesetzlichen Vorgaben erfüllt. Dies bedeutete der Sache nach einen Verzicht auf die in § 1 Abs. 1 BörsG angelegte Bedürfnisprüfung und einen Schritt in Richtung subjektiver Rechte der Börsenbetreiber auf Erteilung der Genehmigung, mithin auf die Übertragung staatlicher Aufgaben. Vorschläge dieser Art müßten allerdings mit dem geltenden öffentlichen Recht in Einklang gebracht werden. Dies erscheint auf den ersten Blick als rechtlich zweifelhaft, wurde ein Rechtsanspruch der Börsenbetreiber auf Erteilung der Errichtungsgenehmigung doch stets verneint, namentlich im Hinblick auf die Anstaltseigenschaft der Börsen. Zu bedenken ist jedoch, daß es im Falle einer gebundenen Erlaubnis im Sinne des Vorschlages des Gutachtens gar nicht um die Frage grundrechtlicher Ansprüche auf die Übertragung staatlicher Aufgaben, sondern darum geht, daß der Staat von sich aus kraft einfachgesetzlicher Anordnung ein subjektives Recht der Antragsteller schafft, ohne daß zu dessen Fundierung noch auf deren Grundrechte zurückgegriffen werden müßte. Ein Novum wäre zwar, daß mit dem Anspruch auf Erteilung der Börsenerrichtungsgenehmigung zugleich im Grunde auch ein Anspruch darauf verbunden wäre, eine (nichtrechtsfähige) Anstalt des öffentlichen Rechts zu errichten⁷⁴. Es ist aber nicht ersichtlich, warum der allein an die Verfassung gebundene Gesetzgeber (Art. 20 Abs. 3 GG) nicht einen solchen Anspruch soll schaffen können. Die Parallele zum Bankenaufsichtsrecht, auf die sich das Gutachten beruft⁷⁵, gibt für die Beantwortung der Frage, ob und inwieweit staatliche Aufgaben im Wege der gebundenen Erlaubnis auf Private übertragen werden können, freilich nichts her. Zwar ordnete auch das KWG früher eine Bedürfnisprüfung an⁷⁶. Private Kreditinstitute waren jedoch auch damals nicht, wie traditionell die Börsen, in den öffentlich-rechtlichen Bereich eingegliedert. Bei ihnen stellte sich das im Börsenwesen auftretende Problem also nicht. Nach alledem erscheint die Zulassung privatrechtlicher Börsen keineswegs zwingend, um das Problem der Bedürfnisprüfung zu lösen.

c) *Sicherung des Anleger- und Verkehrsschutzes*

Daß ein ausreichender Anleger- und Verkehrsschutz auch bei Zulassung privatrechtlicher Börsen sichergestellt werden muß, ist eine Selbstverständlichkeit und hier nicht weiter zu begründen. Zu zeigen ist vielmehr, daß eine privatrechtliche Börsenorganisation der öffentlich-rechtlichen im Hinblick auf den Schutz der Anleger, Handelsteilnehmer und Emittenten nicht notwendigerweise unterlegen ist. Insofern kann von entscheidenden Vorteilen der öffentlich-rechtlichen Börsenorganisation nicht gesprochen werden, wie die folgenden Überlegungen zeigen.

⁷⁴ Zur Doppelfunktion der Errichtungsgenehmigung s. nochmals *Schwark*, BörsG, § 1 Rdnr. 21.

⁷⁵ S. 405 in Fußn. 492.

⁷⁶ Nach § 4 Abs. 1 Nr. b KWG (in der Fassung vom 25. September 1939 und der Verordnungen vom 23. Juli 1940 und 18. September 1944) durfte die Erlaubnis u.a. nur versagt werden, "wenn die Erlaubnis unter Berücksichtigung der örtlichen und gesamtwirtschaftlichen Bedürfnisse nicht gerechtfertigt" erschien, s. *Consbruch/Möller*, KWG-Textsammlung, 1954.

aa) *Bedürfnis nach Staatshaftung*

Das gilt vor allem hinsichtlich der Staatshaftung nach Art. 34 GG, § 839 BGB. Dem Argument, die Beibehaltung der öffentlich-rechtlichen Organisation der Börsen liege wegen der damit einhergehenden Amtshaftung des Landes für amtspflichtwidriges Handeln der Börsenorgane im Interesse der Anleger, läßt sich kaum praktische Bedeutung beimessen. Als "schwerwiegender" Grund gegen eine privatrechtliche Organisationsform der Börsen taugt es schon deshalb nicht⁷⁷, weil Amtshaftungsfälle, die zu gerichtlichen Auseinandersetzungen geführt haben, in der Praxis bisher kaum aufgetreten sind⁷⁸. Zudem läßt sich der an Grundsatzentscheidungen zu dieser Frage deshalb armen Rechtsprechung eine wenig anlegerfreundliche Haltung entnehmen. So hatte sich das LG Hamburg⁷⁹ im Jahre 1987 mit einer auf Art. 34 GG, § 839 BGB gestützten Schadensersatzklage eines Anlegers zu befassen, der den Mitgliedern des Börsenvorstandes der Hanseatischen Wertpapierbörse vorwarf, sie hätten nicht die amtliche Kursnotierung eines Papiers ausgesetzt, obwohl seiner (des Klägers) Auffassung nach ein ordnungsgemäßer Handel in diesen Papieren nicht mehr gewährleistet war. Das Gericht wies die Klage u.a. mit der Begründung ab, nach dem Willen des Gesetzgebers bestünden die sich aus dem BörsG und den Börsenordnungen ergebenden Amtspflichten der Börsenorgane nicht gegenüber einzelnen Anlegern, sondern nur der Allgemeinheit gegenüber. Mangels Drittbezogenheit der Amtspflichten kam eine Haftung des Staates für behauptete Pflichtverletzungen des Börsenvorstandes somit nach Auffassung des Gerichts nicht in Betracht. In der damals geltenden Fassung des BörsG war eine diesbezügliche Begrenzung der Staatshaftung freilich nicht zu finden. Das Gericht leitete sie aus einer Parallele zu §§ 6 Abs. 3 KWG, 81 Abs. 1 S. 3 VAG her. Es entspreche dem Willen des Gesetzgebers, daß die Amtspflichten im Bereich des Börsenwesens ebenso wie im Bereich der Banken- und Versicherungsaufsicht nur gegenüber der Allgemeinheit, nicht jedoch gegenüber dem einzelnen Anleger bestünden. Der Schutzbedürftigkeit der Anleger sei dadurch Genüge getan, daß sie nicht unmittelbar am Börsenverkehr teilnehmen könnten, sondern sich hierfür fachkundiger, zum Börsenhandel zugelassener Kreditinstitute zu bedienen

⁷⁷ So aber *Kümpel*, Börsenrecht, S. 161; wie hier Gutachten, S. 404.

⁷⁸ So auch die Beobachtung von *Claussen*, Festgabe Niedersächsische Börse, 1987, S. 67, 74.

⁷⁹ WM 1989, 336 = WuB I G 5 5.89 (*Walter*); s. auch LG Düsseldorf, WM 1991, 1501 = WuB I G 5 11.91 (*Ledermann*).

hätten. Diese Begründung weckt Bedenken⁸⁰, weil die entsprechenden Vorschriften des KWG und VAG⁸¹ Pflichtverletzungen der *Aufsichtsbehörden* betreffen, während im konkreten Fall eine Pflichtverletzung eines *Börsenorgans* in Rede stand. Gleichwohl zeigt die Entscheidung, daß das Interesse der Anleger an einer Staatshaftung bei Pflichtverletzung der Börsenorgane in Deutschland rechtlich nicht geschützt ist.

Ohnehin wäre im Fall des Verbleibens der Börsen in den Rechtsformen des öffentlichen Rechts nicht auszuschließen, daß der Gesetzgeber eine dem § 1 Abs. 4 BörsG entsprechende Ergänzung in das Gesetz einfügt, welche die Drittbezogenheit der den Börsenorganen obliegenden Amtspflichten und damit jede Haftung des Sitzlandes des Börsenträgers ausdrücklich ausschließt⁸². Trotz aller verfassungsrechtlichen und europarechtlichen Vorbehalte gegen diese Vorgehensweise⁸³ ist die grundsätzliche Möglichkeit einer solchen Haftungsfreizeichnung jedenfalls gegeben. Ob die öffentliche Hand nun ein Haftungsvermeidungsinteresse⁸⁴ hat oder nicht: Das Anlegerinteresse an einer Staatshaftung ist jedenfalls ein schwaches rechtspolitisches Argument für den Verbleib der Börsen in den Organisationsformen des öffentlichen Rechts⁸⁵.

bb) Geeignete privatrechtliche Organisationsform

Abgesehen von der wegfallenden, aus den erwähnten Gründen freilich ohnedies zu vernachlässigenden Staatshaftung bringt die Zulassung einer privatrechtlichen Börsenstruktur auch nicht notwendigerweise weitere Nachteile für den Verkehrsschutz mit sich. Wie das Gutachten zu Recht bemerkt, ist Zwecken des Verkehrsschutzes Genüge getan, wenn das BörsG einen Rechtsformzwang vorschreibt, wie er etwa in §§ 7 Abs. 2 VAG, 1 Abs. 3 KAGG, 2

⁸⁰ Ablehnend *Schwark*, BörsG, § 43 Rdnr. 12; s. auch *Rodrian*, Börsenprobleme 1989, S. 33 ff.

⁸¹ Vgl. nunmehr auch §§ 1 Abs. 4 BörsG, 4 Abs. 2 WpHG.

⁸² Das erkennt auch *Kümpel* a.a.O.

⁸³ S. *Habscheid*, Staatshaftung für fehlsame Bankenaufsicht, 1988, S. 129 ff.; *Nicolaysen*, Keine Staatshaftung für die Bankenaufsicht?, in: Gedächtnisschrift für Wolfgang Martens, 1987, S. 663 ff.; *Schenke/Ruthig*, NJW 1994, 2324 ff.

⁸⁴ Dies wird von *Claussen/Hoffmann*, ZBB 1995, 68, 72, als Grund für eine privatrechtliche Börsenorganisation angeführt.

⁸⁵ Vgl. auch Gutachten, S. 404.

HypBankG vorgesehen ist. So kommen als Rechtsformen für die Börse namentlich die *Aktiengesellschaft*, aber auch die *GmbH* in Betracht, wobei die Aktiengesellschaft für die deutschen Wertpapierbörsen am naheliegendsten sein dürfte, nicht zuletzt wegen der Möglichkeit der Eigenkapitalbeschaffung am organisierten Kapitalmarkt. Unterschieden zwischen diesen Gesellschaftsformen bezüglich der Kapitalaufbringung und -erhaltung und der Unternehmensverfassung wäre gegebenenfalls durch vereinheitlichende Sonderregeln im BörsG Rechnung zu tragen⁸⁶. Zu entscheiden wäre dann, ob die Handelsteilnehmer Mitglieder der Börse werden oder nur durch ein privatrechtliches Benutzungsverhältnis mit dieser verbunden sein sollen. Eine Mitgliedschaft der Handelsteilnehmer in der Börsengesellschaft wird nicht unbedingt notwendig und auch nicht immer wünschenswert sein⁸⁷. Machte man die Mitgliedschaft sämtlicher Handelsteilnehmer in der Börsengesellschaft zur Voraussetzung der Teilnahme am Börsenhandel, brächte dies, wenn sich die Stimm- und Beteiligungsverhältnisse nicht durch Anteilsveräußerung verändern sollen, den praktischen Nachteil mit sich, daß sich im Falle des Ein- oder Austritts eines Handelsteilnehmers die Beteiligungsstruktur der Gesellschaft ändern würde und gegebenenfalls eine Kapitalerhöhung oder -herabsetzung durchzuführen wäre. Der hiermit verbundene Aufwand fällt bei einer Börse, deren Handelsteilnehmer nicht zugleich ihre Mitglieder sind, nicht an. Dem Interesse der Handelsteilnehmer, Einfluß auf die Börsengeschicke zu nehmen, läßt sich durch gesetzliche Regelungen hinreichend Rechnung tragen, etwa dadurch, daß ihnen in den Aufsichtsgremien der Börse anteilig Sitz und Stimme eingeräumt wird⁸⁸.

Dagegen kommt der *eingetragene Verein* (§ 21 BGB) als Rechtsform für die deutschen Wertpapierbörsen kaum in Betracht. Zwar kennt das deutsche Börsenwesen die Rechtsform des eingetragenen Vereins (Trägervereine), und sie ist auch im Ausland anzutreffen. So ist die Schweizer Börse ein privatrechtlicher Verein gem. Art. 60 ff. ZGB, der vorrangig den Betrieb der elektronischen Börse EBS bezweckt und keinen Erwerbszweck verfolgt. Seine Mitglieder sind knapp 60 Banken⁸⁹. In ganz ähnlicher Weise ist die New York Stock Exchange als "non-for-profit private company" organisiert. Zudem brächte diese Rechtsform wegen der Möglich-

⁸⁶ Gutachten, S. 406.

⁸⁷ Zur Börsenmitgliedschaft in Europa s. *Hahn*, Organisation, Strukturen und Handelsmechanismen der Wertpapierbörsen im internationalen Vergleich, 1992, S. 49 ff.

⁸⁸ Dazu im einzelnen Gutachten, S. 406 f.

⁸⁹ *Blanchard*, in: Gutachten, S. 933.

keiten flexibler Gestaltung der Binnenbeziehungen Vorteile vor allem gegenüber der starren Rechtsform der Aktiengesellschaft mit sich. Die Regelwerke der Börse könnten als für alle Mitglieder verbindliches Innenrecht in der Satzung selbst oder einer sog. Vereinsordnung niedergelegt werden. Der Erlaß einer solchen Nebenordnung könnte aus Gründen der Flexibilität einem anderen Organ als der Mitgliederversammlung übertragen werden⁹⁰. Zudem könnten die Börsenvereine bei Verstößen gegen die Regularien der Börse Vereinsstrafen verhängen und eine Schiedsgerichtsbarkeit einrichten, wie sie in vielen Vereinen üblich ist. Werden die Handelsteilnehmer Mitglieder des Börsenvereins, treten auch die erwähnten Probleme hinsichtlich der Kapitalstruktur nicht auf, weil es einen wie auch immer gearteten Anteil der Mitglieder am Vereinsvermögen nicht gibt⁹¹.

Indes erscheint die Rechtsform des Idealvereins ungeeignet, weil sie nicht im selben Maße wie die Rechtsform der Aktiengesellschaft oder GmbH Verkehrsschutz gewährleistet. Sie ermöglicht auch nicht die Eigenkapitalaufnahme an der Börse. Hinsichtlich der governance-Struktur der Börsen kann sich Flexibilität des inneren Vereinsrechts (vgl. § 40 BGB) auch nachteilig auswirken, sofern sie nicht durch zwingendes Gesetzesrecht preisgegeben würde. Nach deutschem Recht stellt sich zudem das Problem der Eintragungsfähigkeit eines derartigen Börsenvereins. Diese erscheint zumindest zweifelhaft. Eintragungsfähige Vereine sind solche, deren Zweck nicht auf einen wirtschaftlichen Geschäftsbetrieb gerichtet ist (§ 21 BGB). Die im deutschen Vereinsrecht herrschende Ansicht stellt für die Abgrenzung des Idealvereins vom (eintragungsunfähigen) wirtschaftlichen Verein im Sinne des § 22 BGB nicht vordergründig auf das Gewinnstreben des Vereins oder seiner Mitglieder ab. Das in der Satzung verankerte Bekenntnis, der Börsenverein verfolge keinen Erwerbszweck, macht einen Verein deshalb noch nicht zum eintragungsfähigen Idealverein⁹². Vielmehr kommt es darauf an, ob der Verein nach teleologisch-typologischer Betrachtung einer der drei anerkannten Fallgruppen des wirtschaftlichen Vereins zuzuordnen ist. Ein am Markt für Börsendienstleistungen agierender Börsenverein dürfte der Fallgruppe des unternehmerisch tätigen Vereins zuzurechnen sein, der durch eine

⁹⁰ Zur Änderungsflexibilität bei Vereinsordnungen s. *Kohler*, Mitgliedschaftliche Regelungen in Vereinsordnungen, 1992, S. 28 f. Zur Abgrenzung zwischen zwingenden Satzungsmaterien und solchen, die auch in einer Nebenordnung geregelt werden können, s. dort S. 86 ff.

⁹¹ *Reichert/van Look*, Handbuch des Vereins- und Verbandsrechts, 6. Aufl. 1995, Rdnr. 521.

⁹² Die sog. subjektive Theorie ist heute obsolet, s. *K. Schmidt*, Verbandszweck und Rechtsfähigkeit im Vereinsrecht, 1984, S. 100; zu diesbezüglichen Unterschieden zwischen dem deutschen und dem schweizerischen Vereinsrecht a.a.O. S. 101; *Heini*, Das Schweizerische Vereinsrecht, 1988, S. 12 ff.

anbietende, dauerhafte, planmäßige und entgeltliche Tätigkeit am Markt gekennzeichnet ist⁹³. Denn er agiert wie ein Unternehmen am Markt, indem er Börsendienstleistungen entwickelt und anbietet. Ob einer als Verein verfaßten Börse unter diesen Umständen das sog. Nebenzweckprivileg zugute kommen kann, ist zweifelhaft, soll hier jedoch nicht weiter verfolgt werden. Aus den geschilderten Erwägungen sollte von der Rechtsform des eingetragenen Vereins jedenfalls abgesehen werden.

cc) *Genehmigungsvorbehalte*

Nach geltendem Börsenrecht bedürfen die Börsen- und die Gebührenordnung der Genehmigung durch die Börsenaufsichtsbehörde (§§ 4 Abs. 4 S. 1, 5 Abs. 2 BörsG). Diese Genehmigungsvorbehalte lassen sich auch bei privatrechtlicher Börsenorganisation beibehalten, und zwar unabhängig davon, ob die Regelwerke in der Satzung oder separat niedergelegt werden. Das Gutachten weist für den Bereich des Versicherungsaufsichtsrechts zu Recht auf §§ 5, 13 VAG hin, wonach der Geschäftsplan, dessen Bestandteil u.a. die Satzung und die allgemeinen Versicherungsbedingungen des Versicherungsunternehmens sind, von der Aufsichtsbehörde zu genehmigen ist⁹⁴. Unterschiede zwischen öffentlich-rechtlicher oder privatrechtlicher Börsenorganisation sind in dieser Hinsicht folglich nicht zu verzeichnen.

dd) *Börsenaufsicht*

Nach den Gesetzesmaterialien zum Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz erfordert die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland eine effiziente Marktaufsicht über den börsenmäßig organisierten Wertpapierhandel, die staatlichen Charakter haben muß. Eine den internationalen Anforderungen genügende staatliche Marktaufsicht wird als Gütesiegel für den Finanzplatz Deutschland angesehen⁹⁵. Im Zuge des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes hat der Gesetzgeber deshalb eine dreistufige staatliche Marktaufsicht etabliert,

⁹³ S. hierzu *K. Schmidt*, *Verbandszweck und Rechtsfähigkeit im Vereinsrecht*, 1984, S. 144 ff.

⁹⁴ S. 405.

⁹⁵ Regierungsbegründung zum Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drucks. 12/6679, S. 36, 59, 62; s. auch *Kümpel*, *Börsenrecht*, S. 161 f.; *ders.*, WM 1997, 1917, 1921..

welche die Aufsicht über den Wertpapierhandel dem Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel, den Börsenaufsichtsbehörden der Länder und den Handelsüberwachungsstellen an den Börsen zuweist. Es besteht im Grunde und zu Recht Einigkeit darin, daß die Qualität der staatlichen Marktaufsicht auch bei der Öffnung des Börsenrechts für privatrechtlich organisierte Börsen gewahrt bleiben muß, auch und gerade dann, wenn sich der Gesetzgeber - jüngsten Empfehlungen folgend - zur Einführung einer zweistufigen Aufsichtsstruktur entschließen sollte, die auf die Mitwirkung der Länderbehörden bei der Aufsicht verzichtet und sich auf die Rechts- und Marktaufsicht durch eine zentrale Bundesbehörde und die Handelsüberwachungsstellen an den jeweiligen Börsen beschränkt. Inwieweit das Vertrauen namentlich ausländischer Investoren in die Wirksamkeit der staatlichen Börsenaufsicht und damit letztlich auch die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Börsen im Falle privatrechtlich verfaßter Börsen beeinträchtigt werden könnte, läßt sich nicht pauschal sagen, sondern hängt maßgeblich von der konkreten Ausgestaltung einer zweistufig aufgebauten Börsenaufsicht ab⁹⁶. Einzelheiten hierzu sind an dieser Stelle nicht auszubreiten⁹⁷. Es mag vorerst der Hinweis genügen, daß sich bei der Öffnung des Börsenrechts in Richtung privatrechtlich organisierter Börsen Schwierigkeiten vor allem im Hinblick auf die Integration der Handelsüberwachungsstelle ergeben, die nach geltendem Recht über umfassende, öffentlich-rechtliche Eingriffsbefugnisse verfügt. Da die Tätigkeit der Handelsüberwachungsstelle im Bereich der Selbstverwaltung der Börsen angesiedelt ist, ist auf die in diesem Zusammenhang auftretenden rechtlichen Probleme im nächsten Abschnitt über die Börsenselbstverwaltung einzugehen.

d) *Börsenselbstverwaltung*

Bei der Abwägung der Vor- und Nachteile einer privatrechtlichen Organisationsverfassung für Börsen spielen Fragen der Börsenselbstverwaltung eine gewichtige Rolle.

Ungeachtet der unterschiedlichen rechtlichen Rahmenbedingungen zeichnen sich die börsenmäßig organisierten Wertpapiermärkte durchweg durch ein hohes Maß an autonomer, staatlich

⁹⁶ Anders *Schwark*, WM 1997, 293, 302, der meint, eine Reduzierung des Vertrauens in die Selbstkontrolle der Börse wären mit der privatrechtlichen Rechtsform nicht verbunden.

⁹⁷ Dazu unten V.

überwachter Selbstregulierung aus⁹⁸. Die den deutschen Börsen durch das BörsG eingeräumte Befugnis zu autonomer Rechtsetzung gewährleistet in Verbindung mit den hoheitlichen Eingriffsbefugnissen Sachnähe und Flexibilität, die erforderlich sind, um schnell auf Marktveränderungen in einer auf die jeweilige Börse abgestimmten Weise reagieren zu können. Zugleich eröffnen die Befugnisse im Rahmen der Börsenselbstverwaltung den Börsen die Möglichkeit, im nationalen und internationalen Wettbewerb ein eigenes Profil bei der Marktorganisation, der Gebührenpolitik oder der Entwicklung neuartiger Börsendienstleistungen gewinnen zu können, um nur einige Beispiele zu nennen. Ordnungspolitische Zielsetzung des BörsG muß es sein, den Börsen im Kern ihre Selbstverwaltungsautonomie zu belassen, diese aber in ein ausgewogenes Verhältnis zu der unverzichtbaren Staatsaufsicht zu setzen⁹⁹. Rechtspolitische Vorschläge, die auf die Etablierung privatrechtlicher Organisationsformen im Börsenwesen drängen, haben sich vor diesem Hintergrund die Frage zu stellen, ob und inwieweit den Börsen auch in den Rechtsformen des Privatrechts die Vorteile staatlich überwachter Selbstregulierung eingeräumt werden können. Sie haben dabei insbesondere die gewachsene, durch die Verzahnung öffentlich-rechtlicher und privatrechtlicher Elemente gekennzeichnete Börsenstruktur in Deutschland in Rechnung zu stellen. In diesem Bereich dürften sich die größten Schwierigkeiten ergeben, auf die das Gutachten nur am Rande eingeht.

aa) Autonome Rechtsetzung

Was zunächst die autonome Rechtsetzung durch den Börsenrat in Form der Börsen- und Gebührenordnung betrifft, wurde schon oben darauf hingewiesen, daß einer als Verein, GmbH oder Aktiengesellschaft organisierten Börse die Befugnis zu eigener, öffentlich-rechtlicher Normsetzung nicht im Wege der Beleihung eingeräumt werden kann. Denn es handelt sich bei einer privatrechtlich verfaßten Börse nicht um eine demokratisch legitimierte, in den öffentlich-rechtlichen Bereich eingliederte Einrichtung. An diesem Befund ist aus öffentlich-rechtlicher Sicht nicht zu rütteln. Fraglich ist nur, ob der Vorteil der durch die Rechtsetzungsbefugnis gewährten Flexibilität tatsächlich nur bei öffentlich-rechtlicher Organisation der Börsen gewahrt

⁹⁸ Hahn, S. 38.

⁹⁹ Dies war auch ein Grundanliegen der Schweizerischen Börsenreform, die zur Schaffung des Gesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (BEHG) führte, s. Blanchard, in: Gutachten, S. 927.

bleiben kann, wie dies offenbar *Kümpel* meint¹⁰⁰. Dies hängt davon ab, ob und inwieweit den Börsenorganen auch unter Geltung des Privatrechts einseitige Rechtsetzungs- und Gestaltungsbefugnisse eingeräumt werden können.

Geht man davon aus, daß die Handelsteilnehmer und Emittenten nicht Gesellschafter der privatrechtlichen Börse werden sollen, so wären ihre mit der Börse abgeschlossenen Benutzungsverhältnisse als privatrechtliche Verträge einzustufen¹⁰¹. Dies hätte in der Tat grundsätzlich zur Folge, daß für jede Änderung des Benutzungsvertrages nach allgemeinen zivilrechtlichen Grundsätzen wiederum ein Vertrag erforderlich wäre (§ 305 BGB). Es wäre einem Börsenorgan somit nicht möglich, die Börsen- und Gebührenordnung, die von *Kümpel*¹⁰² als praktisch wichtiges Beispiel genannt wird, ohne Zustimmung der Betroffenen zu ändern, weil sie Bestandteil des Benutzungsvertrages geworden sind. Es ist allerdings zu erwägen, die Benutzungsverhältnisse in der Weise auszugestalten, daß die Handelsteilnehmer und Emittenten die von einem Börsenorgan verabschiedeten Regelwerke der Börse in ihrer jeweils geltenden Fassung durch einen sog. Unterwerfungs- oder Erstreckungsvertrag anerkennen. Verträge dieser Art sind vor allem aus dem Vereinsrecht bekannt. Hingewiesen sei beispielsweise auf den Lizenzvertrag, den der Deutsche Fußball-Bund mit den Berufsfußballspielern schließt, die die DFB-Vereinseinrichtung "Bundesliga" nutzen wollen. Mit diesem Vertrag erwirbt der Spieler nicht nur die Berechtigung, am Spielbetrieb der DFB-Vereinseinrichtung "Bundesliga" teilzunehmen, er erkennt in ihm zugleich die Benutzungsregelungen, die vom DFB als Vereinsregelungen aufgestellt werden, in ihrer jeweils gültigen Fassung als für sich verbindlich an¹⁰³. Hierbei handelt es sich um eine sog. "dynamische Verweisung", die rechtstechnisch als Leistungsbestimmungsrecht im Sinne des § 315 BGB ausgestaltet ist¹⁰⁴. Diese Vorschrift findet anerkanntermaßen nicht nur für die Bestimmung der Hauptleistung, sondern auch für alle denkbaren Nebenregelungen Anwendung¹⁰⁵. Daß ein Nichtmitglied die Geltung von Vereinsnormen

¹⁰⁰ *Kümpel*, Börsenrecht, S. 148 ff.

¹⁰¹ Vgl. nur *Nußbaum*, BörsG, 1910, § 4 Anm. II, § 36 Anm. III.

¹⁰² Börsenrecht, S. 151 f.

¹⁰³ S. das Muster des Lizenzvertrages im Anhang Nr. 4 zum DFB-Lizenzspielerstatut.

¹⁰⁴ Hierzu ausführlich *Edenfeld*, Die Rechtsbeziehungen des bürgerlich-rechtlichen Vereins zu Nichtmitgliedern, 1996, S. 212 ff.

¹⁰⁵ *Lukes*, in: Festschrift für Harry Westermann, 1974, S. 325, 335 m. w. N.

nicht nur in ihrer gegenwärtigen, sondern auch in der jeweils gültigen Fassung vertraglich anerkennen kann, wird denn auch nicht mehr bestritten¹⁰⁶.

Einer Übertragung dieser Grundsätze auf das zwischen Börse und Handelsteilnehmer bzw. Emittent bestehende Benutzungsverhältnis stehen grundlegende Bedenken nicht entgegen. Entsprechend den bisherigen Regelungen wäre in das BörsG also eine Vorschrift aufzunehmen, durch die ein bestimmtes Börsenorgan einer privatrechtlich verfaßten Börse zum Erlaß bzw. zur Änderung der Börsen- und Gebührenordnung ermächtigt wird. Diesen Regelwerken hätten sich die Börsenbenutzer durch einen privatrechtlichen Erstreckungsvertrag zu unterwerfen. Diese Konstruktion entspricht im Grunde der privatrechtlichen Einordnung der Börse und ihrer Regelwerke, wie sie etwa von *Nußbaum* vertreten worden ist¹⁰⁷, ergänzt durch die dem Vereinsrecht entlehnte "dynamische Verweisung" auf die Börsen- und Gebührenordnung in ihrer jeweils geltenden Fassung. Sollte diese Lösung als zu weitgehend empfunden werden, wäre ebenso vorstellbar, nur einzelne bestimmte Vertragsmodalitäten, wie etwa die Erhebung von Gebühren, einem einseitigen Bestimmungsrecht der Börse zu unterwerfen. Der Einwand, ein solches einseitiges Bestimmungsrecht der Börse im Sinne des § 315 BGB erscheine wegen eines möglichen Mißbrauchseinwandes angreifbarer als die Ausübung der der Börse heute zustehenden Rechtsetzungsbefugnisse beim Erlaß der Gebührenordnung¹⁰⁸, überzeugt nicht. Denn die Mißbrauchsgefahr wird nicht nur durch die gerichtliche Billigkeitskontrolle nach § 315 Abs. 3 BGB gebannt, sondern auch durch das Genehmigungserfordernis durch die Börsenaufsicht, auf das auch bei privatrechtlicher Börsenorganisation nicht verzichtet werden sollte (entsprechend § 5 Abs. 2 S. 1 BörsG)¹⁰⁹. Qualifiziert man die Börsen- und Gebührenordnung als Allgemeine Geschäftsbedingungen, käme noch eine Inhaltskontrolle nach dem AGBG hinzu.

¹⁰⁶ BGHZ 128, 93; *Edenfeld*, Die Rechtsbeziehungen des bürgerlich-rechtlichen Vereins zu Nichtmitgliedern, S. 214; *Lukes*, in: Festschrift für Harry Westermann, 1974, S. 325, 335.

¹⁰⁷ *Nußbaum*, BörsG, 1910, § 4 Anm. II: "Die Unterwerfung unter die Anstaltsordnung erfolgt durch privatrechtlichen Vertrag: die der Angestellten durch den Dienstvertrag, die der Anstaltsbenutzer durch die Annahme des Benutzungsangebotes, das ihnen nur unter den aus der Anstaltsordnung ersichtlichen Bedingungen gemacht wird ... Die BörsO hat danach nicht den Charakter einer Rechtsnorm und kann daher Rechte und Pflichten nicht unmittelbar, sondern nur durch Vermittlung eines dazukommenden privatrechtlichen Vertrages begründen".

¹⁰⁸ So *Kümpel*, Börsenrecht, S. 152.

¹⁰⁹ Es ist anerkannt, daß die Genehmigungsbehörde bei der Genehmigung der Gebührenordnung Zweckmäßigkeitgesichtspunkte, die im recht verstandenen Eigeninteresse der Börse und ihres Trägers liegen, in ihrer Entscheidung mitberücksichtigen darf, s. *Schwark*, BörsG, § 5 Rdnr. 6.

Im Falle der Mitgliedschaft der Handelsteilnehmer in der privatrechtlichen Börse müssen sich nicht zwangsläufig Unterschiede hierzu ergeben. Zwar wäre denkbar, die Börsen- und Gebührenordnung in die Satzung der Gesellschaft zu integrieren mit der Folge, daß sie im Hinblick auf die für eine Satzungsänderung notwendigen Voraussetzungen einer erschwerten Abänderbarkeit unterworfen wären¹¹⁰. Der Vorteil der Flexibilität wäre damit preisgegeben. Vorstellbar wäre aber auch hier, die Befugnis zum Erlaß der Börsen- und Gebührenordnung einem anderen Börsenorgan als der Haupt- bzw. Gesellschafterversammlung zuzuweisen. Die Konstruktion des privatrechtlichen Unterwerfungsvertrages könnte auch hier gewählt werden, was freilich eine Trennung zwischen dem Mitgliedschafts- und dem Benutzungsverhältnis mit sich bringen könnte¹¹¹.

Was schließlich Erlaß und Änderung der praktisch überaus wichtigen Börsengeschäftsbedingungen (s. § 3 Abs. 2 Nr. 5 BörsG) betrifft, wirft die Einführung privatrechtlicher Organisationsformen keinerlei Schwierigkeiten auf. Bei ihnen handelt es sich nämlich nicht um im Rahmen der Börsenautonomie gesetztes Recht, sondern um vom Börsenrat erlassene Vertragsbedingungen, die den an der Börse abgeschlossenen Geschäften auch ohne ausdrückliche Vereinbarung zugrunde liegen, falls keine anderweitige Vereinbarung getroffen ist¹¹². Erlaß und Änderung der Geschäftsbedingungen einem Organ einer privatrechtlichen Börse - entweder dem Vorstand oder dem Aufsichtsrat - zu überlassen, begegnet keinen Bedenken, weil die Handelsteilnehmer nicht an sie gebunden sind.

Damit bleibt als Zwischenergebnis festzuhalten, daß auch das Privatrecht Möglichkeiten bietet, den Börsenorganen die Rechtsetzungsbefugnisse zu bewahren, die zur Wahrung einer hinreichenden Flexibilität der Börsen wünschenswert sind.

¹¹⁰ Vgl. Gutachten, S. 402 in Fußn. 482.

¹¹¹ S. in diesem Zusammenhang § 41 Abs. 3 VAG.

¹¹² *Nußbaum*, BörsG, 1910, vor § 50 Anm. I d; *Schwark*, BörsG, Einl. § 50 Rdnr. 42; zur Natur der Geschäftsbedingungen umfassend und teilweise von der h. M. abweichend v. *Olenhusen*, Börsen und Kartellrecht, 1983, S. 62 ff.

bb) Eingriffsbefugnisse der Börsenorgane

Dagegen ergeben sich hinsichtlich der Eingriffsbefugnisse der Börsenorgane größere Schwierigkeiten. Als ein besonders neuralgischer Punkt, der insbesondere auch von *Kümpel*¹¹³ hervorgehoben wird, erscheint in diesem Zusammenhang die Integration der Handelsüberwachungsstelle in eine privatrechtlich organisierte Börse¹¹⁴.

Nach geltendem Börsenrecht ist die Handelsüberwachungsstelle als Börsenorgan Teil der Börsenselbstverwaltung. Sie verfügt über umfassende öffentlich-rechtliche, den Befugnissen der Börsenaufsichtsbehörde entsprechende Informations-, Kontroll- und Durchsetzungsbefugnisse. Die Bediensteten dieses Börsenorgans können von den Handelsteilnehmern Auskünfte und die Vorlage von Unterlagen verlangen sowie Prüfungen vornehmen. Zu diesem Zweck ist es ihnen gestattet, während der üblichen Arbeitszeit die Grundstücke und Geschäftsräume der Börse und der Handelsteilnehmer zu betreten (§ 1 b Abs. 3 BörsG). Es handelt sich hierbei mithin um Maßnahmen, die in Grundrechte der Börse und der Handelsteilnehmer eingreifen, so in das Grundrecht auf informationelle Selbstbestimmung (Art 2 Abs. 1 GG)¹¹⁵, die Unverletzlichkeit der Wohnung (Art. 13 GG) und die Berufsfreiheit (Art. 12 GG).

In der Reformdiskussion besteht - soweit ersichtlich - Einigkeit darin, daß an der Handelsüberwachungsstelle als marktnaher Kontrollinstanz auch bei der Öffnung des Börsenrechts für privatrechtliche Börsen festgehalten werden sollte, und zwar möglichst mit Kontrollbefugnissen, die in ihrem Umfang nicht hinter dem derzeitigen Rechtszustand zurückbleiben¹¹⁶. Es wird deshalb darüber nachgedacht, die privaten Börsen im Wege der Beleihung mit hoheitlichen Eingriffsbefugnissen auszustatten, um so im Kern an der staatlichen Marktaufsicht vor Ort festhalten zu können. Da es hier nicht um die Übertragung von Rechtssetzungsbefugnissen, sondern von Verwaltungsaufgaben geht, kommt eine Beleihung an sich durchaus in Betracht. Doch wird gegen derartige Überlegungen das Bedenken erhoben, ein Privater könne nur mit eng begrenzten Eingriffsbefugnissen beliehen werden; die umfassenden Eingriffsbefugnisse der

¹¹³ WM 1997, 1917, 1921 ff.

¹¹⁴ Die folgenden Ausführungen beschränken sich deshalb auf dieses Börsenorgan.

¹¹⁵ Entwickelt in BVerfGE 65, 1 (Volkszählungsurteil).

¹¹⁶ Gutachten, S. 368; *Kümpel*, WM 1997, 1917, 1921 ff.

Handelsüberwachungsstelle gingen jedoch über diese Grenzen hinaus¹¹⁷. Hierzu ist zunächst zu bemerken, daß sich eine starre *quantitative* Grenze, bis zu der eine Privatperson mit hoheitlichen Eingriffsbefugnissen beliehen werden kann, nicht ziehen läßt. Richtig ist zwar, daß mit Rücksicht auf Art. 33 Abs. 4 GG, wonach die Ausübung hoheitsrechtlicher Befugnisse als ständige Aufgabe in der Regel Angehörigen des öffentlichen Dienstes zu übertragen ist, jeweils nur einzelne enumerierte Zuständigkeiten auf einen Privaten übertragen werden können. Die Delegation von Verwaltungskompetenzen und Hoheitsbefugnissen muß von Verfassungs wegen stets auf einen Teilbereich der den staatlichen Behörden zugeteilten Aufgaben und Befugnisse beschränkt bleiben¹¹⁸. Diese verfassungsrechtliche Begrenzung bedeutet aber keinen Verfassungszwang zur Minimalisierung der Kompetenzübertragung im Einzelfall¹¹⁹. Insofern würde die Übertragung von im BörsG enumerativ aufgezählten Eingriffsbefugnissen an die Handelsüberwachungsstelle einer privatrechtlich organisierten Börse keinen Bedenken begegnen.

Wegen der Grundrechtsrelevanz der Eingriffsbefugnisse der Handelsüberwachungsstelle fragt sich aber, ob die Grenze zulässiger Beleihung nicht in *qualitativer* Hinsicht überschritten würde. Nun ist zwar nicht zu leugnen, daß die derzeitigen Befugnisse der Handelsüberwachungsstelle in ihrer Eingriffsintensität durchaus das Maß überschreiten, das aus den Bereichen bekannt ist, in denen sich der Staat der Rechtsfigur des Beliehenen bedient¹²⁰. Das kann aber nicht darüber hinwegtäuschen, daß sich eine Schranke der Delegation von Hoheitsbefugnissen auch in qualitativer Hinsicht wiederum nur aus der Verfassung ergeben kann. Eine solche Schranke ist jedoch nicht ersichtlich. Der Verfassungssatz, ein Privater könne nur mit eng begrenzten Eingriffsbefugnissen beliehen werden, erstreckt sich nicht auf die Intensität dieser Befugnisse¹²¹. In dieser Hinsicht reicht es aus, wenn der Gesetzgeber neben der quantitativen Begrenzung die für eine Beleihung erforderlichen formellen Voraussetzungen beachtet. Als Übertragung von Hoheitsrechten muß die Beleihung durch Gesetz oder aufgrund eines Gesetzes erfol-

¹¹⁷ So wohl *Kümpel*, WM 1997, 1917, 1922; s. auch *Beck*, WM 1996, 2313, 2315.

¹¹⁸ *Wolff/Bachof/Stober*, Verwaltungsrecht II, 5. Aufl. 1987, S. 415; *E. R. Huber*, Wirtschaftsverwaltungsrecht, Erster Band, 2. Aufl. 1953, S. 544.

¹¹⁹ *Steiner*, Öffentliche Verwaltung durch Private, 1975, S. 273 ff.

¹²⁰ *Kümpel*, WM 1997, 1917, 1922 nennt in diesem Zusammenhang die Schiffs- und Flugzeugkapitäne sowie die Jagd- und Fischereiaufseher.

¹²¹ So wohl auch *E. R. Huber*, Wirtschaftsverwaltungsrecht, Erster Band, 2. Aufl. 1953, S. 544.

gen. Hierbei hat der Gesetzgeber zu bedenken, daß er nach Maßgabe der vom BVerfG entwickelten Wesentlichkeitstheorie die grundlegenden Entscheidungen in einem formellen Gesetz selbst zu treffen hat. In vielen Bereichen hat der Gesetzgeber auf diesem Wege Hoheitsbefugnisse auf Beliehene übertragen und diese auch zu Grundrechtseingriffen ermächtigt. Hingewiesen sei etwa auf die Bezirksschornsteinfegermeister, die zum Zwecke der Feuerstättenschau berechtigt sind, Grundstücke und Räume zu betreten und Verwaltungsakte zu erlassen, durch die den Grundstückseigentümern aufgegeben wird, etwaige Mängel zu beseitigen¹²². Wenn diese Befugnisse auch in ihrem Umfang und ihrer Intensität hinter denen der Handelsüberwachungsstelle zurückbleiben, so zeigt dieses Beispiel doch, daß der Gesetzgeber Grundrechtseingriffe im Rahmen der Beleihung grundsätzlich für zulässig hält. Dies ergibt sich auch schon daraus, daß Beliehene zum Erlaß belastender Verwaltungsakte ermächtigt werden können, die in jedem Fall mindestens einen Eingriff in die allgemeine Handlungsfreiheit (Art. 2 Abs. 1 GG) beinhalten.

Damit bleibt festzuhalten: Soll die bei einer privatrechtlich verfaßten Börse angesiedelte Handelsüberwachungsstelle mit Hoheitsbefugnissen ausgestattet werden, die in ihrem Umfang dem derzeitigen Rechtszustand entsprechen, bietet sich als Weg hierfür das Instrument der Beleihung an. Bedenken, die im Hinblick auf die Eingriffsintensität der Informations-, Kontroll- und Durchsetzungsrechte erhoben werden, lassen sich bei näherer Betrachtung ausräumen. Im Hinblick auf die Integration der Handelsüberwachungsstelle muß an der öffentlich-rechtlichen Börsenorganisation also nicht unbedingt festgehalten werden.

e) *Zwischenergebnis*

Die vorstehenden Überlegungen führen zu dem Ergebnis, daß für die Öffnung des Börsenrechts in Richtung privatrechtlich verfaßter Börsen, wie sie im Gutachten empfohlen wird, kein unabweisbares rechtspolitisches Bedürfnis besteht. Die die Börsenorganisation betreffenden Schwächen des deutschen Börsenrechts lassen sich auch unter Beibehaltung der öffentlich-rechtlichen Organisationsverfassung beseitigen; dies haben insbesondere die Ausführungen zur Bedürfnisprüfung ergeben. Die sicherlich künstliche Trennung zwischen Börse und Börsenträ-

¹²² S. von Heimburg, Verwaltungsaufgaben und Private, 1982, S. 119.

ger führt in der heutigen Praxis nicht zu unüberwindbaren Schwierigkeiten. Verbleibenden Defiziten ließe sich durch eine weitere Verbesserung der Governance-Struktur Rechnung tragen. Auf der anderen Seite muß betont werden, daß sich die Vorteile der öffentlich-rechtlichen Organisationsform, namentlich die einseitige Rechtsetzungsbefugnis und die verschiedenen Eingriffsbefugnisse der Börsenorgane, bei entsprechender Ausnutzung der zivilrechtlichen und öffentlich-rechtlichen Gestaltungsmöglichkeiten auch in privatrechtlich verfaßten Börsen verwirklichen lassen. Ebensowenig ist eine privatrechtliche Struktur der öffentlich-rechtlichen im Hinblick auf den Anleger- und Funktionenschutz unterlegen. Letzten Endes sprechen aber der Umstand, daß es nicht zwingend einer öffentlich-rechtlichen Form bedarf, sowie die Entwicklung börsenähnlicher Einrichtungen durch Betreiber in privater Rechtsform dafür, auch den Börsen die Wahl einer privaten Rechtsform zu eröffnen und den Wechsel von der Rechtsform der Anstalt des öffentlichen Rechts in eine private Rechtsform zu ermöglichen.

4. *Die Börse als rechtsfähige Anstalt des öffentlichen Rechts*

Zum Abschluß der Rechtsformdiskussion und ergänzend soll die Frage der Verleihung des Status einer rechtsfähigen Anstalt erörtert werden.

Während sich das Gutachten der rechtspolitischen Forderung nach der Öffnung des Börsenrechts in Richtung privatrechtlicher Börsenstrukturen recht umfassend widmet, geht es auf den Vorschlag, die Börsen *de lege ferenda* als vollrechtsfähige Anstalten des öffentlichen Rechts auszugestalten, nur am Rande ein. Ein solche Forderung könne, so das Gutachten, durchaus in Betracht gezogen werden, da eine Abgrenzung und Verselbständigung gegenüber der staatlichen Verwaltung im Hinblick auf die Zuweisung von Aufgaben, Mitteln, Verantwortung und Haftung rechtspolitische Vorteile hätte¹²³. Die rechtspolitische Empfehlung, den Börsen Vollrechtsfähigkeit zu verleihen, ist nicht neu. Sie wurde bereits Mitte der 60er Jahre erhoben¹²⁴ und im wesentlichen damit begründet, die rechtliche Verselbständigung sei das geeignete Mittel, die Rechtssicherheit im Börsenrecht zu fördern. In vielen Fällen werde die Trennungslinie zwischen Börse und Börsenträger nicht scharf genug gezogen, so daß die rechtlichen Konturen

¹²³ Gutachten, S. 408.

¹²⁴ *Wiede*, Die Börse als verwaltungsrechtliches Problem und Rechtsinstitut, 1965, S. 168 ff.

beider Kompetenzbereiche oft verschwommen seien. Diese Schwierigkeiten würden beseitigt, wenn der Börse Rechtsfähigkeit verliehen würde, sie also als rechtsfähige öffentliche Anstalt einen festen juristischen Rahmen aufweisen würde, der sie auch nach außen eindeutig als rechtlich selbständige Verwaltungseinheit charakterisierte. Zudem würde durch die Verleihung der Rechtsfähigkeit eindeutig dokumentiert werden, daß die Börsenverwaltung der Börse zur Erledigung in eigener Verantwortung übertragen worden ist. Die Börse würde sich begrifflich klar von der unmittelbaren Staatsverwaltung abheben und der formellen Selbstverwaltung zugeordnet werden.

Zu diesen Argumenten ist aus heutiger Sicht zu bemerken, daß ein dringendes rechtspolitisches Bedürfnis für die Vollrechtsfähigkeit im Hinblick auf die Rechtssicherheit jedenfalls insoweit nicht besteht, als das Außenverhältnis der Börsen betroffen ist. Die Beteiligtenfähigkeit der Börsen im Verwaltungsverfahren und ihre Parteifähigkeit im verwaltungsgerichtlichen Verfahren ist anerkannt. Die Unterscheidung zwischen Börse und Börsenträger hat zwar, wie am Beispiel des Handelssystems XETRA bereits erwähnt, rechtliche Zweifel an der Zuordnung bestimmter Rechtspositionen aufkommen lassen. Rechtsunsicherheit im Zivilrechtsverkehr besteht jedoch nicht, weil nach langer Börsentradition unzweifelhaft ist, daß der Börsenträger mangels Rechtsfähigkeit der Börse Eigentümer bzw. Gläubiger der börsenzugehörigen Vermögensgegenstände und Schuldner der rechtsgeschäftlich begründeten Verbindlichkeiten aus den börsenbezogenen Rechtsgeschäften ist. Für die Börsen hat sich dies nicht als Hindernis erwiesen¹²⁵. Der Verleihung der Vollrechtsfähigkeit an die Börsen bedarf es auch nicht, um die Verselbständigung gegenüber der staatlichen Verwaltung deutlicher zu machen. Die Selbstverwaltung der Börsen wird im Grunde nicht in Abrede gestellt. Namentlich im Zusammenhang mit den Änderungen des Börsenrechts durch das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz hat auch der Gesetzgeber die Selbstverwaltung der Börsen wiederholt hervorgehoben¹²⁶.

Den Börsen Vollrechtsfähigkeit zu verleihen, könnte freilich noch deshalb erwogen werden, um die künstliche Trennung zwischen Börse und Träger zu beseitigen, ohne zugleich die öffentlich-rechtliche Struktur des Börsenwesens aufzugeben. Rechtspolitisch erscheint dies, wie

¹²⁵ Kämpel, Börsenrecht, S. 33 ff.

¹²⁶ Regierungsbegründung zum Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drucks. 12/6679, S. 36, 60.

die obigen Ausführungen zur privatrechtlichen Rechtsform ergeben haben, allerdings nicht dringend erforderlich.

5. *Verfassungsrechtliche Fragen*

a) *Gesetzgebungskompetenz hinsichtlich der Börsenorganisation*

aa) *Konkurrierende Gesetzgebungskompetenz des Bundes*

Möchte der Bundesgesetzgeber die Rechtsform der Börsen im Zuge eines geplanten Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes im BörsG verankern, bedarf er hierzu der Gesetzgebungskompetenz. Grundsätzlich haben die Länder das Recht der Gesetzgebung, soweit das GG nicht dem Bund Gesetzgebungsbefugnisse verleiht (Art. 70 GG). Nach Art. 74 Abs. 1 Nr. 11 BörsG besitzt der Bund die konkurrierende Gesetzgebungskompetenz für das Recht der Wirtschaft, zu dem auch das Börsenwesen gehört. Die staatsrechtliche Literatur versteht darunter die Gestaltung eines bestimmten Stellen vorbehaltenen Marktes, an dem Angebot und Nachfrage hinsichtlich bestimmter Gegenstände, insb. Wertpapiere und Rohstoffe, zusammentreffen und abgewickelt werden. Das Börsenrecht regelt also die Börsen und Börsengeschäfte¹²⁷.

Entschließt sich der Gesetzgeber zur Einführung privatrechtlicher Börsenstrukturen, läßt sich dem Kompetenztitel des Art 74 Abs. 1 Nr. 11 GG eine Bundeskompetenz auch zur Ausgestaltung der Börsenorganisation ohne weiteres entnehmen. Der in diesem Fall vorzusehende Rechtsformzwang würde zwar die Wahlfreiheit der Börsendienstleister hinsichtlich der ihnen am geeignetsten erscheinenden Unternehmensform einschränken, doch hätte dies - abgesehen davon, daß die bestehenden öffentlich-rechtlichen Börsen gegebenenfalls in eine privatrechtliche Rechtsform wechseln und somit aus der Hoheit der Länder entlassen würden - keinen Einfluß auf Länderbelange. Überdies greift der Gesetzgeber auch in anderen Wirtschaftsbereichen (KAGG, VAG etc.) auf das Mittel des Rechtsformzwanges zurück, ohne daß hiergegen verfassungsrechtliche Bedenken erhoben werden könnten.

¹²⁷ *Kunig*, in: v. Münch, GG, 3. Aufl. 1996, Art. 74 Rdnr. 53; *Rengeling*, Handbuch des Staatsrechts, Bd. IV, 1990, § 100 Rdnr. 178, S. 800.

Dieses Bild ändert sich allerdings möglicherweise, sollte sich der Bundesgesetzgeber dazu entschließen, am öffentlich-rechtlichen Rechtscharakter der Börsen festzuhalten und diesen im BörsG ausdrücklich festzuschreiben, etwa in dem Sinne, daß die Börsen als rechtsfähige Anstalten des öffentlichen Rechts organisiert sind. Zwar ist es dem Bundesgesetzgeber grundsätzlich nicht verwehrt, von seiner konkurrierenden Gesetzgebungskompetenz nach Art. 74 Abs. 1 Nr. 11 GG auch bezüglich der öffentlich-rechtlichen Formen wirtschaftlicher Betätigung Gebrauch zu machen. Das "Recht der Wirtschaft" kann nämlich grundsätzlich privatrechtlicher als auch öffentlich-rechtlicher Natur sein; auf die Rechtsform der wirtschaftlichen Betätigung kommt es nicht an¹²⁸. Zweifel an der Gesetzgebungskompetenz des Bundes rühren in diesem Fall jedoch daher, daß der Bundesgesetzgeber eine Organisationsfrage regelt, indem er den Ländern zur Ausführung des BörsG eine Organisationsform zwingend vorschreibt. Im Ergebnis erweist sich die Regelung der Organisationsform der Börsen durch den Bund allerdings als unbedenklich. Zwar kommt die Einrichtung der Börsen den Ländern, nicht dem Bund zu. Dies ergibt sich zum einen aus § 1 Abs. 1 BörsG, der die Zuständigkeit zur Genehmigung einer Börse den jeweiligen obersten Landesbehörden zuweist, und zum anderen aus der grundgesetzlichen Kompetenzverteilung der Art. 30, 83, 84 Abs. 1 GG, nach denen die Länder die Bundesgesetze grundsätzlich als eigene Angelegenheit ausführen und in diesem Fall auch die Einrichtung der Behörden und das Verwaltungsverfahren regeln¹²⁹. Verwaltungskompetenzen und Gesetzgebungskompetenzen sind nach der Vorstellung des GG klar zu trennen. Art. 84 Abs. 1 GG zeigt jedoch, daß der Bund Organisationsfragen einer gesetzlichen Regelung zuführen kann, dies freilich nur mit Zustimmung des Bundesrates. Die Vorschrift des Art. 84 Abs. 1 GG, eine kompetenzbegründende Norm zugunsten des Bundes, ist als Annex zu einer anderweitig begründeten Gesetzgebungskompetenz des Bundes zu begreifen¹³⁰. Sie versetzt den Bund in die Lage, in die grundsätzlich unbeschränkte Organisationsgewalt der Länder einzugreifen. Geht man davon aus, daß die Länder nach der Regelvermutung des Art. 83 GG das BörsG als

¹²⁸ Maunz, in: Maunz/Dürig/Herzog/Scholz, GG, Art. 74 Rdnr. 135; Kunig, in: v. Münch, GG, 3. Aufl. 1996, Art. 74 Rdnr. 45.

¹²⁹ Die Einrichtung der Behörden umfaßt deren Errichtung und Ausgestaltung wie auch die Festlegung ihrer Aufgaben und Befugnisse. Unerheblich ist es dabei, daß sich die bundesgesetzliche Regelung auf Behörden der unmittelbaren oder mittelbaren Landesverwaltung oder auf sonstige selbständige Rechtsträger bezieht, s. BVerfGE 39, 96, 109; 75, 108, 149 ff.; Dittmann, in: Sachs (Hrsg.), GG, 1996, Art. 84 Rdnr. 7.

¹³⁰ BVerfGE 22, 180, 211; Dittmann, in: Sachs (Hrsg.), GG, 1996, Art. 84 Rdnr. 5.

eigene Angelegenheit auszuführen haben¹³¹, so kann der Bund also in Ergänzung seiner konkurrierenden Gesetzgebungskompetenz für das Börsenwesen durch zustimmungsbedürftiges Gesetz die Organisationsform der öffentlich-rechtlichen Börsen als Träger mittelbarer Staatsverwaltung regeln. Entsprechenden Vorhaben im Rahmen eines Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes stehen also von dieser Seite her verfassungsrechtliche Bedenken nicht entgegen, unterstellt, daß auch die Voraussetzungen des Art. 72 Abs. 2 GG vorliegen. Dieses Ergebnis wird bestätigt durch einen Blick in andere Regelungsbereiche öffentlicher Verwaltung, für die das Gesetz eine bestimmte Organisationsform zwingend vorschreibt. So sind Universitäten, für die dem Bund nach Art. 75 Abs. 1 Nr. 1a GG die Rahmengesetzgebungskompetenz zusteht, nach § 58 Abs. 1 HRG Körperschaften des öffentlichen Rechts. In dieser Rechtsform sind auch Industrie- und Handelskammern (§ 3 Abs. 1 IHK-G) sowie Handwerksinnungen und Handwerkskammern organisiert (§§ 53 S. 1, 90 Abs. 1 2. Hs. HandwO).

bb) Gesetzgebungskompetenz der Länder

Sollte sich der Bundesgesetzgeber zu einer Neuordnung der Börsenorganisation nicht verstehen, stellt sich die Frage, ob den Ländern die Möglichkeit offensteht, den Rechtscharakter der in ihrem Hoheitsgebiet gelegenen Börsen gesetzlich zu verankern. Dem könnte indessen entgegenstehen, daß der Bundesgesetzgeber von der ihm durch Art. 74 Abs. 1 Nr. 11 BörsG eingeräumten konkurrierenden Gesetzgebungskompetenz bereits durch Erlaß des BörsG Gebrauch gemacht hat. Solange und soweit der Bund von seiner Gesetzgebungszuständigkeit im Bereich der konkurrierenden Gesetzgebung durch Gesetz Gebrauch gemacht hat, sind die Länder aber von der Gesetzgebung ausgeschlossen (Art. 72 Abs. 1 GG). Somit kommt es darauf an, ob der Bundesgesetzgeber mit dem BörsG eine erschöpfende Regelung für den gesamten Bereich des Börsenrechts getroffen hat. In diesem Fall wären aufgrund der sachlichen Sperrwirkung Landesgesetze auch in den Punkten unzulässig, die der Bundesgesetzgeber nicht positiv entschieden hat¹³².

¹³¹ Vgl. *Samm*, WM 1990, 1265, 1266.

¹³² Vgl. BVerfGE 1, 283, 296; 20, 238, 248; 21, 106, 115; 34, 9, 28; *Degenhart*, in: Sachs (Hrsg.), GG, 1996, Art. 72 Rdnr. 20.

Wann eine bundesrechtliche Regelung erschöpfend ist, ist einer Gesamtwürdigung des betreffenden Normenkomplexes zu entnehmen¹³³. Dabei ist davon auszugehen, daß eine Regelung dann als erschöpfend anzusehen ist, wenn neben ihr objektiv kein Raum mehr für eine landesrechtliche Regelung übrigbleibt¹³⁴. Doch rechtfertigt der Erlaß eines Bundesgesetzes noch nicht die Annahme, daß ein Gegenstand erschöpfend geregelt ist oder geregelt werden sollte, selbst dann nicht, wenn durch das Gesetz ein Sachgebiet kodifiziert wird. Denn ungeachtet der gesetzlichen Regelung und selbst der Kodifizierung können immer noch Gebiete übrig bleiben, deren Regelung offen geblieben ist¹³⁵. Läßt sich ein Gesetzgebungswerk nach einzelnen Sachmaterien differenzieren, so ist zu fragen, ob der Gesetzgeber, bezogen auf den Gesetzeszweck, nur einen Teilausschnitt aus den hierfür in Betracht kommenden Tatbeständen erfassen wollte, so daß, wiederum bezogen auf den Gesetzeszweck, relevante Gruppen von Tatbeständen offenbleiben, für die eine gesetzgeberische Entscheidung nicht getroffen ist¹³⁶. Allerdings ist von einer erschöpfenden und damit abschließenden Regelung auszugehen, wenn ergänzende Vorschriften, die der Sache nach an sich möglich wären, ausgeschlossen sein sollen; der Landesgesetzgeber darf sich nicht in Widerspruch setzen zu einem erkennbar gewordenen Willen des Bundesgesetzgebers, ein Landesgesetz nicht zuzulassen¹³⁷.

Vor diesem Hintergrund wird man davon auszugehen haben, daß den Ländern jedenfalls hinsichtlich des Börsenbegriffs kein Raum für eigenständige Regelungen verbleibt. Denn wenn der Gesetzgeber eine Börsendefinition letztlich für zu schwierig hielt und sie Wissenschaft, Rechtsprechung und Verwaltung überließ, so zeigt dies, daß eine Definition nach seinem Willen im Interesse größtmöglicher Flexibilität generell unterbleiben sollte. Zu diesem erkennbar gewordenen Willen des Gesetzgebers dürfen sich die Länder nicht durch die Festschreibung eigener Börsendefinitionen in Widerspruch setzen.

Nicht so eindeutig ist die Rechtslage freilich hinsichtlich des Rechtscharakters der Börsen. Landesrechtliche Regelungen in diesem Punkt scheinen nicht von vornherein undenkbar zu sein

¹³³ BVerfGE 1, 283, 296; 7, 342, 347; 67, 299, 324.

¹³⁴ *Maunz*, in: Maunz/Dürig/Herzog/Scholz, GG, Art. 72 Rdnr. 14.

¹³⁵ BVerfGE 56, 110, 119; *Maunz*, in: Maunz/Dürig/Herzog/Scholz, GG, Art. 72 Rdnr. 14.

¹³⁶ *Degenhart*, in: Sachs (Hrsg.), GG, 1996, Art. 72 Rdnr. 22.

¹³⁷ BVerfGE 32, 319, 327.

und sind im Interesse eines vertikalen Interbörsenwettbewerbs möglicherweise auch erwünscht. Der Verzicht des Gesetzgebers auf die Festschreibung der Organisationsform der Börsen steht hier in auffälligem Gegensatz zu anderen Regelungsbereichen öffentlicher Verwaltung, für die das Gesetz eine bestimmte Organisationsform zwingend vorschreibt und damit zu erkennen gibt, daß für landesrechtliche Regelungen kein Raum bleiben soll. Als Beispiele wurden die §§ 58 Abs. 1 HRG, 3 Abs. 1 IHK-G und die §§ 53 S. 1, 90 Abs. 1 2. Hs. HandwO bereits erwähnt. Der Verzicht des Börsengesetzgebers auf eine entsprechende Klarstellung der Rechtsform der Börsen ließe sich nun in dem Sinne deuten, daß die Fortentwicklung gewachsener Börsenstrukturen, die bereits bei Erlass des BörsG vorzufinden waren, nicht durch eine erschöpfende bundeseinheitliche Regelung behindert werden sollte.

Diese Deutung ginge jedoch fehl. Vielmehr ergibt eine Gesamtwürdigung der Vorschriften des BörsG, daß diesem auch bezüglich der Organisationsform der Börsen ein abschließender Charakter zukommt. Fraglich ist schon, ob das BörsG in seiner aktuellen Fassung den Ländern überhaupt objektiv Raum für eigenständige Regelungen läßt. Was die Wahl zwischen privatrechtlicher und öffentlich-rechtlicher Organisationsform der Börsen anbetrifft, ist dies im Grunde schon zu verneinen. Wenn nämlich das Gesetz die herkömmliche Trennung zwischen Börse und Börsenträger an verschiedenen Stellen erwähnt und damit eine Konstruktion voraussetzt, die bei einer rein privatrechtlichen Börsenstruktur entfielen, so zeigt dies, daß der Gesetzgeber eine abschließende Entscheidung für die öffentlich-rechtliche Rechtsform getroffen hat. Dies wird bestätigt durch den schon mehrfach erwähnten § 4 Abs. 1 S. 1 BörsG, der den Börsen Satzungsautonomie verleiht, also eine Befugnis, mit der Privatpersonen nicht beliehen werden können. Verschiedene Änderungen und Ergänzungen des BörsG haben zudem zu einer Einbindung der Börsen in das öffentliche Recht geführt, die in jüngster Zeit eher noch enger geworden ist¹³⁸. Versuche, den Börsen schon de lege lata einen privatrechtlichen Rechtscharakter beizulegen, haben sich denn auch als nicht überzeugend erwiesen. Aber auch hinsichtlich der Einordnung der Börsen in die Organisationstypen des öffentlichen Rechts bietet das BörsG den Ländern kaum noch Ausgestaltungsspielräume. Die Gesamtheit der die öffentlich-rechtliche Organisationsform der Börsen begründenden Vorschriften des BörsG, die Trennung zwischen Börse und Börsenträger sowie die Ausgestaltung des Benutzungsverhältnisses zwischen Börse und Handelsteilnehmer rechtfertigen die Einordnung der Börsen als Anstalt des

¹³⁸ Vgl. *Schwark*, WM 1997, 293, 302.

öffentlichen Rechts. Allenfalls könnte den Ländern noch die Wahl zwischen teilrechtsfähiger oder vollrechtsfähiger Börse verbleiben. Diesbezüglich wird man aber vom Willen des Gesetzgebers ausgehen müssen, den Ländern keinen Raum für eigenständige Regelungen zu überlassen. Dieser Wille hat in den Gesetzesmaterialien zum Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz seinen Ausdruck gefunden. Mit der Einführung des als Klarstellung zu verstehenden § 4 Abs. 5 BörsG hat der Gesetzgeber bekräftigt, daß er Börsen nicht als vollrechtsfähige Anstalten betrachtet¹³⁹. Im Ergebnis bleibt damit festzuhalten, daß der Gesetzgeber hinsichtlich der Organisationsformen der Börse in erschöpfender Weise von seinem Gesetzgebungsrecht nach Art. 74 Abs. 1 Nr. 11 GG Gebrauch gemacht hat. Den Ländern steht nicht die Möglichkeit offen, wenigstens den Rechtscharakter der in ihrem Hoheitsgebiet gelegenen Börsen gesetzlich zu verankern.

b) Organisationsgewalt der Länder

Aus den Ausführungen zur Verteilung der Gesetzgebungskompetenzen zwischen Bund und Ländern im Bereich des Börsenwesens folgt, daß die Länder die Rechtsform ihrer Börsen auch nicht kraft ihrer Organisationsgewalt eigenständig regeln können. Zwar regeln die Länder bei der Ausführung von Bundesgesetzen als eigene Angelegenheit die Einrichtung der Behörden und das Verwaltungsverfahren, dies jedoch nur, soweit nicht Bundesgesetze etwas anderes bestimmen (Art. 84 Abs. 1 GG). Das Börsengesetz in seiner derzeitigen Fassung läßt den Ländern für die eigenständige Organisation des Börsenwesens allerdings keinen Raum.

6. Zusammenfassung zu III.

1. Die deutschen Wertpapierbörsen sind nach geltendem Recht als teilrechtsfähige Anstalten des öffentlichen Rechts organisiert. Für die Einordnung in das öffentliche Recht de lege lata sprechen die enge Verzahnung der Börsen mit dem Staat sowie die zahlreichen ihnen durch das BörsG verliehenen Hoheitsbefugnisse. Für die im Börsengesetz gleichfalls nicht ausdrücklich ausgesprochene Einordnung als Anstalten des

¹³⁹ BT-Drucks. 12/6679, S. 64.

öffentlichen Rechts sprechen die externe Trägerschaft, die organisatorische Zusammenfassung sachlicher wie persönlicher Mittel zu einem bestimmten Zweck sowie die an den Börsen bestehenden Benutzungsverhältnisse.

2. Daß die das deutsche Börsenwesen kennzeichnende Trennung zwischen Börse und Börsenträger künstlich anmutet, läßt sich nicht in Abrede stellen. Daß sie der Attraktivität der deutschen Börsen im internationalen Wettbewerb abträglich ist, darf jedoch bezweifelt werden. Gravierende Probleme für die Praxis haben sich aus ihr in jüngster Zeit jedenfalls nicht ergeben. Soweit sich hinsichtlich der Zusammenarbeit zwischen Börse und Träger Defizite des gegenwärtigen Systems gezeigt haben, lassen sich diese in erster Linie durch die Börsen selbst, ansonsten durch eine weitere Verbesserung der Governance-Struktur der Börsen beseitigen.
3. Die derzeit im BörsG angelegte Bedürfnisprüfung bei der Genehmigung neuer Börsen sollte künftig entfallen. Dieser Empfehlung kann de lege ferenda jedoch nicht nur durch die Zulassung privatrechtlicher Börsen, sondern auch dadurch entsprochen werden, daß unter Beibehaltung der öffentlich-rechtlichen Rechtsform ein Rechtsanspruch des Börsenbetreibers auf Erteilung der Genehmigung im BörsG verankert wird.
4. Aspekte des Funktionen- und Anlegerschutzes sprechen nicht zwingend gegen die Öffnung des Börsenrechts in Richtung privatrechtlich verfaßter Börsen. Keine praktische Bedeutung läßt sich in diesem Zusammenhang dem Argument beimessen, die Beibehaltung der öffentlich-rechtlichen Börsenorganisation liege wegen der damit einhergehenden Amtshaftung des Landes für amtspflichtwidriges Handeln der Börsenorgane im Interesse der Anleger. Schreibt das BörsG für privatrechtliche Börsen einen Rechtsformzwang vor, und behält es das Genehmigungserfordernis für die Börsen- und Gebührenordnung bei, läßt sich dem Anleger- und Verkehrsschutz hinreichend Rechnung tragen.
5. Die Vorteile staatlich überwachter Selbstverwaltung der Börsen, die das derzeitige öffentlich-rechtliche Börsenwesen auszeichnen, sprechen nicht zwingend gegen die Öffnung des Börsenrechts in Richtung einer privatrechtlichen Börsenverfassung. Sie

können weitgehend auch in den Rechtsformen des Privatrechts realisiert werden. Die Flexibilität, die sich aus der Rechtsetzungsbefugnis des Börsenrates ergibt, läßt sich bei privatrechtlich verfaßten Börsen im Wege des oben vorgestellten "Erstreckungsvertrages" verwirklichen. Auf hoheitliche Eingriffsbefugnisse muß, sofern man sie für sachgerecht hält, nicht verzichtet werden; hier kommt die Rechtsfigur der Beleihung in Betracht, wie am Beispiel der Handelsüberwachungsstelle gezeigt wurde. Die Auffassung, daß die Beleihung der Handelsüberwachungsstelle mit Befugnissen, die hinter dem derzeitigen Rechtszustand nicht zurückbleiben, verfassungsrechtlich nicht möglich sei, wird nicht geteilt.

6. Ein dringendes rechtspolitisches Bedürfnis für eine Vollrechtsfähigkeit der Börsen besteht nicht.
7. Der Bund hat die konkurrierende Gesetzgebungskompetenz für das Börsenwesen (Art. 74 Abs. 1 Nr. 11 GG). Nach Art. 84 Abs. 1 GG kann er in die Organisationsgewalt der Länder für den Bereich des Börsenrechts eingreifen. Er wäre deshalb nicht daran gehindert, den Rechtscharakter der Börsen im BörsG festzuschreiben. Nach dem geltenden Rechtszustand sind die Länder daran gehindert, den Rechtscharakter der in ihrem Hoheitsgebiet gelegenen Börsen zu regeln, weil dem BörsG in seiner derzeitigen Fassung insoweit ein abschließender Charakter zukommt.
8. Den Börsen sollte die Wahl einer privatrechtlichen Rechtsform eröffnet und der Wechsel von der Rechtsform der öffentlich-rechtlichen Anstalt in eine Rechtsform des Privatrechts ermöglicht werden.

IV. Börsenhandel

In weiteren Abschnitten befaßt sich das Gutachten mit den Handelssystemen, Handelsarten und Preisfeststellungsverfahren, mit der Zulassung und Entlassung von Handelsobjekten, mit der Marktsegmentierung und der Verknüpfung von Märkten sowie mit dem Zugang zum Börsenhandel. Die Vorschläge im einzelnen sind im folgenden getrennt zu erörtern.

1. *Handelssysteme, Handelsarten und Preisfeststellung*

a) *Die Vorschläge des Gutachtens*

Nach dem Gutachten entspricht die bestehende Verknüpfung der Zulassung der Wertpapiere in einem Marktsegment mit für dieses Segment geltenden Preisfeststellungsregeln nicht den Marktbedürfnissen. Da innerhalb der Marktsegmente durchaus Raum für eine Trennung von Marktzutritts- und Kursfeststellungsbedingungen bestehe, soll nach Auffassung des Gutachtens die im Börsengesetz noch vorgeschriebene feste Verknüpfung der Zulassung zum amtlichen Handel wie auch zum geregelten Markt mit einer speziellen Preisfeststellungsregel aufgelöst werden. Die Wahl der für das jeweilige Marktsegment geltenden Preisfeststellungsregeln, jedenfalls aber die Entkoppelung von Kursfeststellungs- und Zulassungsbedingungen, sei also in das Ermessen der Börsen zu stellen¹⁴⁰.

Zur Wahl des Handelssystems und zu dem Preisfeststellungsverfahren führt das Gutachten folgendes aus: Die Preisfeststellung im amtlichen Handel hat gegenwärtig durch amtlich bestellte Kursmakler bzw. im geregelten Markt durch Makler zu erfolgen. Ist die Preisqualität anderweitig gesichert, kann durch vollständig definierte, öffentlich bekanntgemachte und kontrollierte Kursfeststellungsregeln auch in einem elektronischen Handelssystem ein Kurs höchster Qualität erreicht werden. In weniger liquiden Märkten könnte sich möglicherweise im Vergleich zum Auktionssystem ein Marktmachersystem als angemessener herausstellen.

Börsen sollten die Wahl des Handelssystems für die bestehenden und sich noch entwickelnden Marktsegmente grundsätzlich frei vornehmen können. Marktmacher müßten sachgerechte Preisfeststellungsregeln beachten.

Gegebenenfalls könnten Wholesale- und Retail-Märkte für Standardwerte parallel nach unterschiedlichen Kursfeststellungsregeln arbeiten.

Ergeben sich im Wettbewerb in Teilmärkten Präferenzen für Kursmaklerkurse, sollten diese selbstverständlich zulässig sein. Alle Regeln der Kursfeststellung und Zuteilung durch Kurs-

¹⁴⁰ Gutachten S. 7 f. und S. 409.

makler sollten ebenso vorab vollständig transparent sein wie die in einem elektronischen Handelssystem abgebildeten Regeln.

Die Regeln für die verschiedenen Preisfeststellungsmöglichkeiten werden von den Börsen eigenständig, aber hinreichend detailliert formuliert, um für die Aufsicht nachvollziehbar zu sein.

Die Art des Handelssystems muß für jeden Wert von der Marktaufsicht genehmigt werden¹⁴¹.

b) Verknüpfung von Preisfeststellung und Zulassung zu einem Marktsegment

Im ökonomischen Teil des Gutachtens heißt es in einer zusammenfassenden Würdigung der einschlägigen Literatur, daß zur Zeit keine konkreten Gestaltungsempfehlungen zur Preisfeststellung in einem Markt abgeleitet werden könnten¹⁴². Wie ferner die rechtsvergleichenden Teile des Gutachtens zeigen, sind an den ausländischen Plätzen verschiedene Handelsarten (Auktionsverfahren mit amtlichen und nichtamtlichen Intermediären, automatisierte Systeme mit fortlaufendem Orderausgleich; Marktmacher-Systeme und Mischverfahren) verbreitet. So nennt § 56 Abs. 1 des österreichischen Börsengesetzes sowohl für den amtlichen Handel als auch den geregelten Freiverkehr mehrere Handelsarten, die überdies nur beispielhaft aufgezählt sind, also weitere Formen zuließen. Die genannten Handelsablaufarten sind:

- Handel durch Vermittler (Sensal oder Freier Makler);
- Handel durch ein automatisiertes System;
- Handel durch Zuruf;
- Handel durch Market-Maker (verbindliche Nennung von Kauf- und Verkaufspreisen)¹⁴³.

¹⁴¹ Gutachten S. 8 f. und S. 421.

¹⁴² S. 214; ausführlich zu den verschiedenen Preisfeststellungsverfahren dort S. 211 ff.

¹⁴³ Gutachten S. 1219.

Die Kursermittlung richtet sich nach der Art des Handelsablaufs, also je nachdem, ob der Handel durch Vermittler, durch Market-Maker oder direkt erfolgt¹⁴⁴. Entscheidend ist, daß die Auswahl der jeweiligen Handelsart von der Börsekammer (einer Selbstverwaltungskörperschaft, der die Leitung und Verwaltung der Wiener Börse obliegt) "unter Bedachtnahme auf das volkswirtschaftliche Interesse an einem funktionsfähigen Börsenhandel, die schutzwürdigen Interessen des anlaufsuchenden Publikums, die Wirtschaftlichkeit, die Art des Handelsgegenstands und das Ausmaß der Umsätze" getroffen wird¹⁴⁵.

Eine entsprechende Entkoppelung von Preisfeststellung und Zulassung zu einem Marktsegment ist nach den obenstehenden ökonomischen und rechtsvergleichenden Hinweisen auch für das deutsche Recht in Betracht zu ziehen. Im Grundsatz sollte die Wahl der Handelsart und das damit verbundene Preisfeststellungsverfahren auch für die organisierten Märkte einschließlich des „Amtlichen Handels“ der jeweiligen Börse überlassen werden und damit einen weiteren Wettbewerbsparameter schaffen. Allerdings würde diese Deregulierung die Stellung der Kursmakler elementar betreffen, weil damit ihr gesetzliches Preisfeststellungsmonopol den Anforderungen des Wettbewerbs weichen müßte. Zum anderen dürfte diese Entkoppelung und die Zulassung gleichwertiger Handelsarten und Preisfeststellungsverfahren einen nicht unerheblichen gesetzgeberischen Aufwand erfordern. Rechtstechnisch würde zunächst eine Änderung derjenigen Vorschriften des Börsengesetzes notwendig sein, die eine Verknüpfung der Preisfeststellung mit der Zulassung vorsehen (§§ 29, 30, 75 BörsG). In § 4 Abs. 2 BörsG müßte festgelegt werden, daß die Wahl der Handelsart für das jeweilige Börsensegment und des Preisfeststellungsverfahrens dem Börsenrat obliegt und demgemäß der Genehmigung durch die Börsenaufsichtsbehörde bedarf. § 11 BörsG müßte in der Weise geändert werden, daß unter Börsenpreisen alle nach den genehmigten Börsenpreisfeststellungsregeln gebildeten bzw. festgestellten Preise zu verstehen sind. Dabei müßten die in § 11 BörsG enthaltenen Regeln über das Zustandekommen der Börsenpreise entweder ersetzt werden durch Standards, die für sämtliche Preisbildungsverfahren Geltung beanspruchen würden, oder ergänzt werden um für andere Verfahren passende Standards. Das hätte Folgen auch für § 78 Abs. 2 S. 3 BörsG. Die Formulierung der Preisbildungs- und -feststellungsverfahren im einzelnen sollte dagegen wie

¹⁴⁴ Gutachten S. 1224.

¹⁴⁵ Gutachten S. 1219.

bisher den Börsen selbst überlassen bleiben¹⁴⁶. Ferner bedürften die Vorschriften über die Kursmakler (§§ 30 ff. BörsG) einer Anpassung. Neben den Rechten und Pflichten der Kursmakler müßten entsprechende Vorschriften für die bei anderen Handelsarten mit für den amtlichen Handel oder geregelten Markt qualifizierenden Preisbildungsverfahren mitwirkenden Personen (insbesondere market maker) vorgesehen werden. Da insbesondere der zuletzt genannte Punkt wohl nicht unerheblichen Neuregulierungsaufwand mit sich bringen dürfte, wird sich insoweit die Frage nach dem Bedarf speziell nach dieser Handelsart stellen. Insoweit könnte es sich empfehlen, die betreffenden Vorschriften einer Verordnung zu überlassen, die bei Bedarf erlassen werden könnte.

c) *Wahl des Handelssystems*

Die Wahl des Handelssystems (Parketthandel, elektronisch gestützter Parketthandel oder voll-elektronischer Handel) für alle Wertpapiere, bestimmte Wertpapiergruppen, Ordergrößen oder einzelne Wertpapiere sollte gleichfalls im Grundsatz den Börsen überlassen bleiben. Voraussetzung muß freilich sein, daß die für die in Frage kommenden Marktsegmente festgelegten Voraussetzungen an einen ordnungsgemäßen Handel einschließlich einer qualifizierten Preisfeststellung erfüllt werden. Die im Gutachten vertretene Auffassung, die Art des Handelssystems müßte für jeden Wert von der Marktaufsicht genehmigt werden¹⁴⁷, ist aus Anlegerschutzgründen nicht geboten und daher abzulehnen.

2. *Marktsegmentierung*

a) *Der Vorschlag des Gutachtens*

Das Gutachten empfiehlt, die Möglichkeiten des Freiverkehrs (§ 78 BörsG) besser zu nutzen. Dessen Potential sei - bei entsprechender Aufsicht - wegen seiner inhärenten Flexibilität positiv

¹⁴⁶ Vgl. nur - neben der Börsenordnung - die „Norminterpretierende Verwaltungsvorschrift der Regeln für die Börsenpreisfeststellung im Präsenzhandel an der Frankfurter Wertpapierbörse“ vom 19. Dezember 1995, abgedruckt bei *Kümpel/Ott*, Kapitalmarktrecht, Bd. 2, Loseblattausgabe, S. 443 ff.

¹⁴⁷ Gutachten S. 9 und S. 421.

einzuschätzen, da die Möglichkeit einer Marktoptimierung durch ein eigenes Informationsmodell, einen eigenen Preisbildungsmechanismus und eigene Publizitätsanforderungen unter dem Dach der Börse bestehe. Im Hinblick auf den wünschenswerten Status eines „organisierten Marktes“ im Sinne der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (jetzt § 2 Abs. 5 WpHG) sei zu überlegen, ob die frühere Unterscheidung zwischen dem geregelten und dem ungeregelten Freiverkehr wieder aufleben und der erstere als organisierter Markt ausgestaltet werden sollte¹⁴⁸.

b) Stellungnahme

Der Vorschlag des Gutachtens, den Freiverkehr in einen „geregelten“ und einen „ungeregelten“ börslichen Freiverkehr aufzuteilen, würde dazu führen, daß das Börsengesetz allein für den börslichen Handel von Wertpapieren vier verschiedene Marktsegmente mit entsprechend abgestuften Anforderungen und Standards festlegen würde. Es ist fraglich, ob hierfür ein Bedürfnis besteht. Es erscheint überzeugender, neben dem Amtlichen Handel ("Erstes Marktsegment") von Gesetzes wegen nur mehr ein weiteres ("Zweites Marktsegment") Segment vorzusehen, das gleichfalls den Anforderungen des organisierten Marktes im Sinne von § 2 Abs. 5 WpHG entspricht. Hinsichtlich dieses Zweiten Marktsegmentes sollte sich der Gesetzgeber auf die Setzung von Mindeststandards beschränken und es den Börsen überlassen, darüber hinaus zusätzliche Anforderungen an die Emittenten, die gehandelten Papiere usw. zu stellen und so gegebenenfalls weitere "Untermärkte" in diesem zweiten Segment zu bilden. Für eine gesetzliche Abgrenzung des (bisherigen) geregelten Marktes von einem (einzuführenden) "geregelten Freiverkehr" und damit für die Schaffung von vier börslichen Marktsegmenten durch Gesetz wird kein Bedarf gesehen.

3. Verknüpfung von Märkten

a) Die Vorschläge des Gutachtens

Das Gutachten enthält Vorschläge zur Verknüpfung von Märkten durch eine best execution-Verpflichtung und durch Bildung von Dachkontren.

¹⁴⁸ Gutachten S. 10 und S. 433.

Im einzelnen:

Nach Auffassung des Gutachtens könnte es sich empfehlen, die Handelsteilnehmer zu verpflichten, ihren Kunden die jeweils beste Quotierung (nicht Preis) an den einbezogenen Handelsplattformen zu sichern (best execution). Allerdings wären Umgehungsmöglichkeiten schwer ausschließbar.

Zum Handelsverbund mit Dachkontren führt das Gutachten aus, ein solcher Handelsverbund, der die Bildung eines Dachkontros vorsehe, führe anders als ein best execution-System zur Bildung eines einheitlichen Preises und schließe damit den Wettbewerb über differenzierte Preisbildungsverfahren aus. Das Börsengesetz solle die Möglichkeit zur Bildung von Dachkontren einräumen. Die wettbewerbsrechtliche Zulässigkeit im Einzelfall werde dadurch nicht präjudiziert¹⁴⁹.

b) Best execution und Intermarktverbindungen

Ist ein Wertpapier an mehreren Börsen zugelassen und wird es demzufolge an mehreren Märkten gehandelt, so können sich Preisdifferenzen auf den verschiedenen Märkten ergeben. Demzufolge können zumindest theoretisch insbesondere die Zugangsintermediäre und Kursmakler risikolose Arbitragegewinne erzielen. Das wäre nur dann anders, wenn die Investoren über die Möglichkeit verfügten, ihre Orderagenten danach einzuschätzen, ob eine bessere Ausführungsmöglichkeit an einer anderen Börse bestand. Davon ist jedenfalls bei Privatanlegern nicht ohne weiteres auszugehen. Eine best execution-Verpflichtung soll in einem fragmentierten, auf mehrere Börsenplätze und Handelssysteme zersplitterten Handel helfen sicherzustellen, daß die Investoren zu den jeweils besten Bedingungen abschließen können. Systematisch gesehen gehört diese Verpflichtung zum Kommissionsrecht bzw. zu den Verhaltensregeln für Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Sinne des §§ 31 ff. WpHG. An dieser Stelle ist nicht zu überprüfen, wieweit eine best execution-Verpflichtung insoweit bereits de lege lata besteht oder zu begründen wäre. Hier geht es vielmehr um die börsenrechtliche Effektivierung einer solchen Pflicht durch die Einrichtung fester Intermarktverbindungen. Erst durch solche Intermarktverbindungen kann ausgeschlossen werden, daß sich Wertpapierdienstleistungs-

¹⁴⁹ Gutachten S. 9 und S. 425, 427.

ternehmen auf ihr Nichtwissen berufen können, daß an anderen Marktplätzen oder in anderen Handelssystemen bessere Ausführungsmöglichkeiten bestanden hätten¹⁵⁰.

Entsprechend wurde vor allem in den USA, um die negativen Konsequenzen der Marktfragmentierung durch verbesserte Informationsverbreitung zu überwinden, mit dem „National Market System“ (NMS) ein landesweites Kursinformationssystem (CTA - Consolidated Tape Association), eine landesweite Anzeige der aktuellen Geld- und Briefgebote (CQS Consolidated Quotation System) und ein elektronischer Handelsverbund IST (Intermarket Trading System) aller US-Börsen und der NASD mit dem Ziel geschaffen, alle Börsen in den USA miteinander zu verbinden. Das System stellt sicher, daß die Quotierungen an allen Börsen abgelesen werden können, ein Orderrouting an andere Börsen möglich ist, und die Kurse der abgeschlossenen Geschäfte marktweit mitgeteilt werden¹⁵¹. Ziel des Systems ist nicht, einen zentralisierten Börsenplatz oder ein einheitliches Handelssystem herbeizuführen, in dem alle Kauf- bzw. Verkaufsaufträge einlaufen. Vielmehr soll der Wettbewerb der Börsenplätze bestehen bleiben, und aufgrund der damit geschaffenen Transparenz der Wettbewerb der Börsenplätze und Handelssysteme sowie die Kontrolle des Geschäftsgebarens der Handelsteilnehmer im Interesse der Anleger intensiviert und verbessert werden.

Im Grundsatz sind feste Intermarktverbindungen zur Effektivierung der best execution-Verpflichtung der Orderagenten rechtspolitisch zu unterstützen. Sie tragen unmittelbar zur Verbesserung des Anlegerschutzes bei. Außerdem intensivieren sie den Börsenwettbewerb. Marktbeherrschende Positionen werden leichter angreifbar. Unabhängig davon könnten sie sich deshalb künftig in dem Maße als nützlich erweisen, in dem durch die Entwicklung börsenähnlicher Systeme und die Zunahme des internationalen Börsenwettbewerbs die Orderströme fragmentiert werden.

Vor konkreten Handlungsempfehlungen hierzu muß freilich das US-amerikanische System und die Kritik hieran¹⁵² in den Einzelheiten analysiert und gewürdigt werden. Das ist an dieser Stelle nicht möglich.

¹⁵⁰ Gutachten S. 215 sowie eingehend S. 257 ff. zur Frage, ob es sich bei Börsenkursen um ein "öffentliches Gut" handelt.

¹⁵¹ Darstellung Gutachten S. 763 ff.

¹⁵² Vgl. die Nachweise im Gutachten S. 425 f. Fn. 560, 566.

c) *Handelsverbund und Dachskontren*

Ein Dachskontro bewirkt die einheitliche Feststellung der gerechneten Kurse (Eröffnungs-, Einheits- und Schlußpreis).

Sinn eines Zusammenschlusses mehrerer Börsen u. a. zur Schaffung eines Dachskontos ist es, die gerechneten Kurse einheitlich auf der Basis der Orderlage an allen Kooperationsbörsen an der jeweiligen Heimatbörse zu ermitteln. Damit verfolgt die Einführung eines Dachskontos ähnliche Ziele wie die oben erwähnte feste Intermarktverbindung mit best execution-Verpflichtung. Anders als in diesem letzteren System unterbleibt im Handelsverbund mit Dachskontren allerdings jede Preisfeststellung bei den anderen Kooperationspartnern. Dies hat Kosteneinsparungen, auf der anderen Seite freilich auch eine Beschränkung des Preisfeststellungswettbewerbs zur Folge. Ob dies kartellrechtlich aufgewogen wird durch den Vorteil, daß der gerechnete Kurs auf der Basis der Orderlage an sämtlichen beteiligten Börsen ermittelt wird, mag hier dahinstehen. Wettbewerbspolitisch sind feste Intermarktverbindungen mit best execution-Verpflichtung jedenfalls einem Handelsverbund mit Dachskontro vorzuziehen.

In börsenrechtlicher Hinsicht könnten gegen ein gemeinschaftliches Dachskontro Bedenken etwa aus § 29 Abs. 3 S. 1 BörsG abgeleitet werden (nach dieser Vorschrift ist als Börsenpreis derjenige Preis amtlich festzustellen, welcher der wirklichen Geschäftslage des Handels an der Börse entspricht). Die Praxis sieht die Schaffung eines Dachskontos allerdings bisher unan-gefochten als börsenrechtlich zulässig an¹⁵³. Insoweit wird ein gesetzgeberischer Reformbedarf in diesem Punkt derzeit nicht gesehen. Für eine etwa erforderliche Ausnahme von den Vorschriften des GWB gibt es keine überzeugenden Gründe.

¹⁵³ Vgl. den Kooperationsvertrag vom 2.5.1995 zwischen der Frankfurter Börse und einzelnen Regionalbörsen.

4. Börsenzwang

a) Die These des Gutachtens

Nach Auffassung des Gutachtens ist die Einführung eines Börsenzwanges aus Anlegerschutzgründen nicht erforderlich, aus ökonomischer Sicht abzulehnen und wettbewerbsrechtlich zweifelhaft¹⁵⁴.

b) "Absoluter" und "relativer" Börsenzwang

Unter "Börsenzwang" läßt sich verschiedenes verstehen, und je nach dem gewählten Blickwinkel sind die Begründungen und die potentielle Reichweite eines "Börsenzwanges" verschieden. Schlagwortartig lassen sich die verschiedenen Blickwinkel mit den Begriffen "absoluter Börsenzwang" (oder Börsenzwang im Interesse des Funktionenschutzes) und "relativer Börsenzwang" (oder Börsenzwang im Verhältnis zum einzelnen Anleger) bezeichnen.

Das Konzept des *absoluten Börsenzwangs*, wie es z. B. in Frankreich verwirklicht ist¹⁵⁵, besagt, daß bestimmte Finanzinstrumente grundsätzlich nur auf regulierten Märkten und nicht außerhalb gehandelt werden dürfen. Absoluter Börsenzwang bedeutet demnach ein Verbot des außerbörslichen Wertpapierhandels. Dies betrifft insbesondere die Zugangsintermediäre (Kreditinstitute, Broker). Ihnen wird dadurch ein hausinterner oder außerbörslicher Ausgleich von Orders verwehrt. Ein Orderausgleich bei den Zugangsintermediären würde zu einer Fragmentierung des Orderstroms führen, dies wiederum zu einer Verschlechterung der Liquidität an den Börsen und dies zu einer Erhöhung der Transaktionskosten¹⁵⁶. Der absolute Börsenzwang dient demnach primär dem *Funktionenschutz*; er bezweckt den Anlegerschutz mittelbar, durch Gewährleistung einer leistungsstarken und kosteneffizienten Marktorganisation.

¹⁵⁴ Gutachten S. 9 und S. 429.

¹⁵⁵ Vgl. die rechtsvergleichende Darstellung im Gutachten S. 1040.

¹⁵⁶ Vgl. dazu auch Gutachten S. 250.

Der "*relative Börsenzwang*" setzt demgegenüber unmittelbar am Verhältnis zwischen Zugangsintermediär und Anleger an. Er konstituiert kein absolutes Verbot des außerbörslichen Handels, sondern verpflichtet den Zugangsintermediär im Verhältnis zum Anleger, dessen Aufträge für den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, die zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind, über den Handel an der Börse auszuführen, es sei denn, daß der Auftraggeber ausdrücklich eine andere Weisung erteilt. Dieses Konzept ist im deutschen Börsenrecht verwirklicht (§ 10 BörsG).

c) *Regulierung*

aa) Ein *absoluter Börsenzwang* verfehlt das Ziel, eine Fragmentierung des Orderstroms auszuschließen, in dem Maße, in dem miteinander im Wettbewerb stehende Börsen den Orderstrom unter sich aufteilen. Aus der Perspektive jeder einzelnen Börse ist der Handel in an ihr zugelassenen Papieren an anderen Börsenplätzen oder in elektronischen Systemen ein „außerbörsliches Geschäft“. Der damit verbundenen Bedrohung der Marktfunktionen sollte mit anderen Mitteln gewehrt werden¹⁵⁷

Im übrigen trägt der im deutschen Börsenrecht verwirklichte relative Börsenzwang (s. unten bb) mittelbar auch zu dem hier in Rede stehenden Funktionenschutz bei. Soweit ein absoluter Börsenzwang darüber hinaus sogar den interprofessionellen außerbörslichen Handel in börsenzugelassenen Papieren verbietet, legt er dem Handel Transaktionskosten auf, die im Hinblick auf die angedeuteten Regulierungsalternativen nicht gerechtfertigt erscheinen. Auf die Schranken, die sich bei Einführung eines Börsenzwangs aus Art. 14 der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie ergäben, sei an dieser Stelle nur hingewiesen.

bb) Ein nur *relativer Börsenzwang* ist demgegenüber uneingeschränkt zu befürworten. Allerdings bedarf § 10 BörsG in mehrfacher Hinsicht der Überprüfung.

Nach § 10 Abs. 1 BörsG sind Aufträge für den Kauf und Verkauf von Wertpapieren, die an einer Börse gehandelt werden, im Zweifel auch über den Handel an der Börse auszuführen. Der Auftraggeber bestimmt den Ausführungsplatz und darüber, ob der Auftrag im Präsenzhandel

¹⁵⁷ Vgl. dazu insbesondere oben 3.

oder im elektronischen Handel auszuführen ist. Systematisch gesehen gehören diese Vorschriften zu den Verhaltensregeln für Wertpapierdienstleistungsunternehmen (§§ 31 ff. WpHG) und sollten dort eingestellt werden. Außerdem sollten in § 10 Abs. 1 BörsG den Börsen solche börsenähnlichen Einrichtungen gleichgestellt werden, die als "organisierte Märkte" anerkannt sind¹⁵⁸. Ferner sollte § 10 Abs. 2 BörsG überprüft werden. Nach § 10 Abs. 2 BörsG ist ein Auftrag mangels anderweitiger Bestimmung des Auftraggebers vorrangig im Präsenzhandel auszuführen. Wenn die in einem elektronischen System gebildeten Kurse in ihrer Qualität denjenigen des Präsenzhandels entsprechen, besteht für die mit § 10 Abs. 2 BörsG verbundene Privilegierung des Präsenzhandels kein Grund mehr¹⁵⁹.

5. *Blockhandel*

a) *Der Vorschlag des Gutachtens*

Nach dem Gutachten sollte die Herausbildung von Regeln für den Blockhandel dem Wettbewerb der Systeme überlassen bleiben; dafür wären die gesetzlichen Voraussetzungen zu schaffen. Das Gutachten verweist insofern auf die in Art. 21 Abs. 2 der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie zugelassene Ausnahmeregelung für den Blockhandel¹⁶⁰.

b) *Stellungnahme*

Blockorders lösen im Gegensatz zu den weitgehend kleinen Orders privater Anleger einen Mengen-Preis-Effekt („market impact“) aus¹⁶¹. Das kann zu für den Auftraggeber nachteiligen Preisveränderungen und damit dazu führen, daß Blocktransaktionen weitgehend außerbörslich abgewickelt, und die damit verbundenen Informationen dem Markt nur verspätet und selektiv zur Verfügung gestellt werden. Um dem entgegenzuwirken, hat der Gesetzgeber inzwischen

¹⁵⁸ Dazu oben II. 3. c); ebenso Gutachten S. 430.

¹⁵⁹ Ebenso Gutachten S. 430.

¹⁶⁰ Gutachten S. 9 und S. 431 f.

¹⁶¹ Gutachten S. 172.

von der durch die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie eingeräumten Gestaltungsmöglichkeit Gebrauch gemacht. Nach § 4 Abs. 2 S. 3 BörsG n.F. kann die Börsenordnung vorsehen, daß die Veröffentlichung der Preise und der ihnen zugrundeliegenden Umsätze mit angemessener zeitlicher Verzögerung erfolgt, soweit dies im Interesse der Vermeidung einer unangemessenen Benachteiligung der am Geschäft Beteiligten notwendig erscheint; die Börsenordnung muß Merkmale zur Bestimmung der Geschäfte enthalten. § 11 Abs. 2 S. 6 BörsG n.F. sieht eine entsprechende Regelung für die Bekanntgabe der Börsenpapiere und der ihnen zugrundeliegenden Umsätze vor. Für den außerbörslichen Blockhandel gelten die Mitteilungspflichten gem. §§ 21 ff. WpHG. Wegen dieser Regulierung des Blockhandels besteht gesetzgeberischer Handlungsbedarf heute nicht mehr.

6. *Gemeinsame Zulassungsstellen*

a) *Der Vorschlag des Gutachtens*

Das Gutachten schlägt vor, die gesetzlichen Voraussetzungen dafür zu schaffen, daß gemeinsame Zulassungsstellen eingeführt werden können¹⁶². Der Vorschlag wird wie folgt begründet: Das derzeitige Zulassungsverfahren sei bei Mehrfachzulassungen kostenträchtig und wenig sinnvoll, da die Zulassungsvoraussetzungen weitgehend EG-rechtlich vorgeschrieben und identisch seien. Ökonomisch sei daher eine Mehrfachzulassung wegen des damit verbundenen Aufwands nicht sinnvoll, da ein Wettbewerb über die Zulassungsbedingungen ohnedies nicht bestehe. Die im Kooperationsvertrag vom 2.5.1995¹⁶³ vorgesehene Kooperation der Zulassungsstellen sei im Hinblick auf die §§ 36, 37 BörsG rechtlich fragwürdig (die §§ 36, 37 BörsG gehen davon aus, daß über die Zulassung zum amtlichen Handel an einer bestimmten Börse jeweils deren Zulassungsstelle entscheidet). Daher empfehle es sich, die gesetzlichen Voraussetzungen dafür zu schaffen, daß gemeinsame Zulassungsstellen eingerichtet werden könnten. In der Folge erörtert das Gutachten dann die verfassungsrechtlichen Probleme, die sich aus der Einrichtung einer im Börsengesetz und erforderlichenfalls einem Staatsvertrag zwischen den betroffenen Bundesländern verankerten, länderübergreifend tätigen gemeinsamen Börsenzulassungsstelle ergäben.

¹⁶² Gutachten S. 8 und S. 412.

¹⁶³ Vgl. oben Fn. 153.

b) *Stellungnahme*

Durch das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz ist dem § 36 BörsG folgender Absatz 6 angefügt worden:

"Die Börsenordnung kann vorsehen, daß Wertpapiere, die bereits an einer anderen inländischen Börse zur amtlichen Notierung zugelassen sind, abweichend von Absatz 2 Satz 1 und Absatz 3 auf Antrag des Emittenten zuzulassen sind; Absatz 5 gilt entsprechend".

Die in § 36 Abs. 6 BörsG n.F. in Bezug genommenen Absätze 2 Satz 1 und 3 enthalten die bei einer (Erst-)Zulassung üblicherweise vom Emittenten zu erfüllenden Voraussetzungen. § 36 Abs. 6 BörsG n.F. eröffnet demnach den Börsen im Rahmen eines vereinfachten Zulassungsverfahrens die Möglichkeit, bei Emittenten, deren Wertpapiere bereits im amtlichen Handel an einer inländischen Börse notiert sind, auf ein umfangreiches Verwaltungsverfahren und insbesondere die Erstellung und Veröffentlichung eines Börsenzulassungsprospekts zu verzichten. Machen die Börsen von der ihnen eingeräumten Möglichkeit Gebrauch, bedarf es für die Zulassung lediglich eines Antrags dieser Emittenten, ohne daß weitere Voraussetzungen zu erfüllen sind. § 73 Abs. 3 BörsG n.F. sieht eine entsprechende Vereinfachung der Mehrfachzulassung für den geregelten Markt vor.

Diese Deregulierung der bisherigen Mehrfachzulassung erscheint als sachgerecht. Insoweit wird weiterer Änderungsbedarf nicht gesehen.

7. *Delisting*

a) *Der Vorschlag des Gutachtens*

Das Gutachten schlägt vor, einheitliche Regeln für eine Marktentlassung (Delisting) auf Wunsch des Emittenten zu schaffen. Der Wechsel in ein anderes Marktsegment oder an eine andere inländische Börse sei zumindest dann, wenn dort vergleichbare laufende Publizitätsvor-

schriften gelten, ohne weitere Voraussetzungen möglich (alternatives Listing vergleichbarer Qualität); bestimmte Fristen könnten einzuhalten sein. Für einen Wechsel in ein Segment oder ein Handelssystem, die keinen vergleichbaren Publizitätspflichten unterliegen, wie auch für ein vollständiges (inländisches) Delisting sollen nach dem Vorschlag des Gutachtens bestimmte anlegerschützende Mindestanforderungen aufgestellt werden. Ein Rückzug ausländischer Emittenten an ihre Heimatbörse müsse - im Prinzip - zu den gleichen Bedingungen möglich sein wie ein alternatives Listing vergleichbarer Qualität¹⁶⁴.

b) Stellungnahme

Durch das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz ist in das Börsengesetz in § 43 Abs. 4 eine Vorschrift über die Zulassung zur amtlichen Notierung eingefügt worden. § 43 Abs. 4 BörsG n.F. lautet:

"Die Zulassungsstelle kann die Zulassung zur amtlichen Notierung auf Antrag des Emittenten widerrufen. Der Widerruf darf nicht dem Schutz der Anleger widersprechen. Die Zulassungsstelle hat den Widerruf auf Kosten des Emittenten unverzüglich in mindestens einem überregionalen Börsenpflichtblatt zu veröffentlichen. Der Zeitraum zwischen der Veröffentlichung und der Wirksamkeit des Widerrufs darf zwei Jahre nicht überschreiten. Nähere Bestimmungen über den Widerruf sind in der Börsenordnung zu treffen".

Die neue Vorschrift betrifft sowohl den vollständigen Rückzug vom Börsenhandel, den Rückzug von einzelnen Börsenplätzen als auch den Wechsel vom amtlichen Handel in ein anderes Marktsegment. § 75 Abs. 3 BörsG n.F. trifft eine entsprechende Regelung für den Widerruf der Zulassung im Bereich des geregelten Markts.

Der Widerruf der Zulassung durch die Zulassungsstelle auf Antrag des Emittenten ist in das pflichtgemäße Ermessen der Zulassungsstelle gestellt. Der Widerruf darf nicht dem Schutz der Anleger widersprechen. Nähere Bestimmungen sind in der Börsenordnung vorzusehen. Dies

¹⁶⁴

Gutachten S. 8 und S. 417.

betrifft zum einen die Regelung des Zeitpunkts, zu dem der Widerruf wirksam wird. Zum anderen wird dies auch die Aufstellung gewisser gesellschaftsrechtlicher Grundsätze umfassen. Haben sämtliche Aktionäre dem Delisting zugestimmt (z. B. der Einzelaktionär nach Erwerb der Anteile), so ist der Schutz der Anleger in jedem Fall gewahrt. Fraglich ist im übrigen aus gesellschaftsrechtlicher Sicht insbesondere, ob das Delisting einer entsprechenden Hauptversammlungsentscheidung bedarf, und, wenn ja, mit welcher Mehrheit dieser Beschluß zu fassen ist¹⁶⁵. Unabhängig von der Frage, ob der Vorstand aktienrechtlich, aufgrund der sog. Holzmlücker-Rechtsprechung (BGHZ 83, 122) verpflichtet ist, eine Hauptversammlungsentscheidung einzuhalten, wird die Börsenordnung aber festlegen können, daß der Schutz der Anleger regelmäßig erfordert, daß der Vorstand einen Beschluß der Hauptversammlung gemäß § 119 Abs. 2 AktG erwirkt hat. Was die erforderlichen Mehrheiten anbelangt, ist folgendes im Auge zu behalten: Die Börsenordnungen sollten jedenfalls keine über die Vorschriften des Umwandlungsgesetzes hinausgehenden Anforderungen, insbesondere hinsichtlich der erforderlichen Mehrheiten, aufstellen, da sonst das "Delisting" über eine formwechselnde Umwandlung in eine nichtbörsennotierte Gesellschaft oder eine Verschmelzung auf eine nichtbörsennotierte Gesellschaft dem Weg über § 43 Abs. 4 BörsG vorgezogen werden wird¹⁶⁶. Aus börsenrechtlicher Sicht kommt es weniger auf die - in der gesellschaftsrechtlichen Literatur umstrittene - Frage der erforderlichen Mehrheit für einen solchen Delisting-Beschluß an als auf die Frage, ob der Schutz der Anleger, und zwar gerade auch der überstimmten, hinreichend gewahrt ist. Das wird regelmäßig dann der Fall sein, wenn auch nach dem Wirksamwerden des Widerrufs ein ordnungsgemäßer Börsenhandel in dem Wertpapier an einem organisierten Markt im Sinne von § 2 Abs. 5 WpHG, z. B. im selben Marktsegment an einer anderen Inlandsbörse, gewährleistet erscheint. Ist das nicht der Fall, z. B. bei einem völligen Rückzug von allen Inlandsbörsen oder sogar bei einem vollständigen Delisting, so wird es im Einzelfall auf die Möglichkeit der Veräußerung zu tunlichst vom Delisting unbeeinflussten Marktpreisen, z. B. an den Mehrheitsaktionär, ankommen. Besteht für die Anleger lediglich die Möglichkeit der Veräußerung über die Börse, so wird schon die Ankündigung des Delisting die Kurse sinken lassen. Ob hier genügt, daß das Wirksamwerden des Widerrufs (maximal 2 Jahre, § 34 Abs. 4 BörsG n.F.) hinausge-

¹⁶⁵ Eingehender dazu *Vollmer/Grupp*, ZGR 1995, 459 ff.; *Schwark/Geiser*, ZHR 161 (1997), 739 ff.; *Baums/Vogel*, Rechtsfragen der Eigenkapitalfinanzierung im Konzern, in: Lutter/Scheffler/Schneider (Hrsg.), Handbuch der Konzernfinanzierung (1998), Tz. 10.62, je m.w.Nachw.

¹⁶⁶ Vgl. *Steck*, "Going private" über das UmwG. Das Gesellschaftsrecht des "kalten Delisting" (Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht Universität Osnabrück. Arbeitspapiere 3/98).

schoben wird, ist an dieser Stelle nicht zu erörtern. Jedenfalls besteht ein weiterer gesetzlicher Regelungsbedarf hinsichtlich des Delisting nicht mehr.

V. Börsenaufsicht

Das Gutachten enthält mehrere Empfehlungen zur Veränderung des gegenwärtigen Aufsichtssystems. Sie betreffen die Frage einer zentralen, bundesweiten Börsenaufsicht, die Ausdehnung der Eingriffsbefugnisse sowie die Schaffung gemeinsamer Handelsüberwachungsstellen.

1. Zentrale oder dezentrale Börsenaufsicht

a) Die Vorschläge des Gutachtens

Nach dem Gutachten ist als Ausgleich für die vorgeschlagene Liberalisierung des gesetzlichen Regelwerkes in bezug auf Zugang, Preisfeststellung etc. zum einen eine ausreichende Unabhängigkeit und finanzielle Ausstattung der börseneigenen Überwachung - gleichgültig ob zentral oder dezentral ausgestattet - durch eine angemessene institutionelle Verankerung innerhalb der Börsenverfassung sicherzustellen. Zum anderen empfiehlt sich die Schaffung einer effizienten staatlichen Letztaufsicht in Form einer Markt- und Rechtsaufsicht, um in dem Maße, wie dies nicht über den Wettbewerb geschieht, die Einhaltung anleger- und funktionenschützender Mindeststandards gewährleisten zu können.

Die staatliche Markt- und Rechtsaufsicht ist nach Auffassung des Gutachtens zentral zu organisieren. Eine Aufsicht auf Ebene der Länder ist aufgrund von Größen- und Verbundvorteilen einer zentralen Marktüberwachung redundant. Der gegenwärtige Zustand einer auf drei Ebenen aufgesplitterten Aufsicht stellt eine aus der Materie heraus nicht gerechtfertigte Überregulierung dar.

Unter sachlichen Gesichtspunkten empfiehlt es sich - soweit es die verfassungsrechtlichen und politischen Vorgaben erlauben -, eine bundesweite Aufsicht für den gesamten Bereich der Wertpapierdienstleistungen einschließlich der Börsendienstleistungen für Wertpapierfirmen, börsenähnliche Einrichtungen und Börsen bei einer oder zwei selbständigen Bundesoberbehör-

den (Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen, Bundeaufsichtsamt für den Wertpapierhandel) zu schaffen¹⁶⁷.

b) *Bewährung der bisherigen Aufsichtsstruktur*

Jeder rechtspolitische Vorschlag hat von dem Befund auszugehen, daß sich die Aufteilung der Aufsichtsaufgaben zwischen dem BAWe, den Börsenaufsichtsbehörden der Länder und den Handelsüberwachungsstellen an den Börsen in der Praxis weitgehend bewährt hat. So richtig es ist, daß das derzeitige deutsche System der Börsenaufsicht international keine Vorbilder hat, möglicherweise auch in Deutschland selbst als kompliziert empfunden wird und tatsächlich nur eine Kompromißlösung zwischen Bund und Ländern darstellt, so richtig ist es auch, daß es sich nach den bisherigen Erfahrungen der Praxis eingespielt hat¹⁶⁸. So haben sich insbesondere hinsichtlich der Abgrenzung der Zuständigkeiten der verschiedenen Aufsichtsinstanzen keine nennenswerten Defizite ergeben. Kompetenz- und Kommunikationsprobleme zwischen den einzelnen Behörden sind nicht zu verzeichnen. Von einer ineffizienten Überwachungspraxis kann also nicht gesprochen werden¹⁶⁹. Die Erwartung des Gesetzgebers, durch die Fassung des § 4 Abs. 1 S. 1 WpHG Abgrenzungsschwierigkeiten zwischen den Aufgaben des Bundesaufsichtsamtes und denen der Börsenaufsichtsbehörden der Länder auszuschließen¹⁷⁰, hat sich in der Praxis erfüllt. Das gleiche gilt für das Verhältnis zwischen Länderaufsichtsbehörden und den Handelsüberwachungsstellen. Wenn es hier auch zu Überschneidungen der Ermittlungsbefugnisse kommen kann, so hat sich doch gezeigt, daß - der Absicht des Gesetzgebers entsprechend - die Marktüberwachung durch die Handelsüberwachungsstellen durchweg eigenverantwortlich wahrgenommen wird¹⁷¹. Vor diesem Hintergrund ist der rechtsvergleichende Hinweis auf das ebenfalls fragmentierte Aufsichtssystem in Großbritannien nicht geeignet, die Reformbedürftig-

¹⁶⁷ Gutachten S. 11 und S. 449.

¹⁶⁸ So auch v. *Rosen*, in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2. Aufl. 1997, § 2 Rdnr. 221; *Fischer*, Die Sparkasse 1995, 7, 9.

¹⁶⁹ S. den Jahresbericht der hessischen Börsenaufsicht 1997, S. 13; anders freilich *Picot/Bortenlänger/Röhrl*, Börsen im Wandel, 1996, S. 165 in Fußn. 537; *Röhrl*, Börsenwettbewerb, 1996, S. 171 in Fußn. 92.

¹⁷⁰ Regierungsbegründung zum 2. Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drucks. 12/6679, S. 40.

¹⁷¹ Vgl. v. *Rosen*, in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 2 Rdnr. 223.

keit des deutschen Systems zu belegen. Denn die dort infolge der zersplitterten Aufsichtsstruktur und unklaren Kompetenzzuweisungen aufgetretenen Schwierigkeiten bei der Abgrenzung der Zuständigkeiten der einzelnen Aufsichtseinrichtungen, die als gravierende Schwäche des britischen Systems gelten¹⁷², lassen sich für Deutschland in dieser Schärfe nicht ausmachen.

Zu bemerken ist überdies, daß der Gesetzgeber die Handelsüberwachungsstellen nunmehr unmittelbar in den "Informationsverbund" zwischen BAWe, Börsenaufsichtsbehörden und dem Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen einbezogen hat. Während die genannten Bundesoberbehörden solche Informationen, deren Kenntnis für die Erfüllung ihrer Aufgaben erforderlich war, früher nur auf dem Umweg über die Börsenaufsicht von den Handelsüberwachungsstellen erlangen konnten (s. § 6 Abs. 3 WpHG), sind letztere nach der neuen Rechtslage befugt und verpflichtet, diese Informationen unverzüglich und direkt weiterzugeben (§ 1 b Abs. 5 S. 4 BörsG)¹⁷³. Dem Informationsverlangen der Bundesoberbehörden kommen die Handelsüberwachungsstellen in der Praxis schnell und unbürokratisch nach. Korrekturbedarf besteht hier nur insoweit, als das BörsG nicht sicherstellt, daß das BAWe und das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen ihrerseits den Handelsüberwachungsstellen direkt - ohne den Umweg über die Länderaufsichtsbehörden - die erforderlichen Informationen zur Verfügung stellen. In diesem Punkt wäre eine entsprechende Ergänzung des BörsG zu begrüßen.

Im Zusammenhang mit der Genehmigung neuer, bundesweit agierender Börsen und elektronischer Handelssysteme sind in der jüngeren Vergangenheit allerdings rechtliche Unsicherheiten aufgetreten. Schwierigkeiten resultierten dabei zum einen aus den Unschärfen des Börsenbegriffs, zum anderen aber aus der vermeintlich unklaren Kompetenzverteilung zwischen den Ländern bzw. zwischen dem Bund und den Ländern hinsichtlich der Genehmigung solcher Marktveranstaltungen. So wurde bei der Gründung der Deutschen Terminbörse (DTB) im Jahre 1989 die Frage aufgeworfen, ob man angesichts der länderübergreifenden Organisation dieser Börse, an die die Börsenteilnehmer bundesweit über ein elektronisches Netzwerk angeschlossen sind, eigentlich noch von einer der Genehmigungszuständigkeit des Landes Hessen unterfallenden Landesbörse sprechen könne, oder ob es sich vielmehr um eine "Bundesbörse" handele, für deren Genehmigung dem Bund wegen des eindeutigen Wortlauts des § 1 Abs. 1

¹⁷² Ellger/Kalls, in: Gutachten, S. 726 f.; Hopt/Baum, WM-Sonderbeilage 4/1997, S. 7.

¹⁷³ Meixner, WM 1998, 431, 435.

BörsG allerdings die Kompetenz fehle¹⁷⁴. Zum Teil wurde auch vertreten, diese Börse sei als Gemeinschaftseinrichtung der Länder anzusehen; entsprechend wurde zu ihrer Errichtung eine Vereinbarung in Form eines Verwaltungsabkommens oder eines Staatsvertrages derjenigen Länder gefordert, auf deren Gebiet sich das Handelssystem erstreckt¹⁷⁵. Ähnliche Diskussionen wurden auch bei der Einführung der elektronischen Handelssysteme IBIS und XETRA geführt¹⁷⁶, wobei hier noch zusätzlich darüber gestritten wurde, ob es sich bei diesen Systemen schon um eigenständige Börsen handle, die einer gesonderten Genehmigung nach § 1 Abs. 1 BörsG bedürfen¹⁷⁷.

Diese Diskussionen in der Literatur haben in der Praxis freilich nicht zu Problemen geführt. Die DTB wurde vom Wirtschaftsminister des Landes Hessen am 11.9.1989 ohne Mitwirkung der anderen Bundesländer und des Bundes genehmigt¹⁷⁸. Die elektronischen Handelssysteme IBIS und XETRA wurden nicht als eigenständige Börsen im Sinne des § 1 Abs. 1 BörsG genehmigt, sondern genehmigt wurde jeweils nur die entsprechende Fassung der Börsenordnung der FWB, die sich auch auf die Einrichtung des Handelssystems erstreckt (s. § 4 Abs. 4 S. 1 BörsG). Damit wurde faktisch eine Vorrangstellung der Hessischen Börsenaufsichtsbehörde begründet. Juristische Unwägbarkeiten der geschilderten Art zeigen zwar, daß die Entwicklung neuerer Handelssysteme trotz verschiedener Ergänzungen des BörsG noch keine hinreichende Berücksichtigung im deutschen Börsenrecht gefunden hat. Eine Gesetzesänderung, die neben einer Präzisierung des Börsenbegriffs die Schaffung einer zentralen Aufsichtsbehörde auf Bundesebene zum Inhalt hätte, könnte hier Abhilfe schaffen. Die Zuständigkeit für die Genehmigung neuer Börsen und gegebenenfalls börsenähnlicher Einrichtungen wäre in diesem Fall der zentralen Aufsichtsbehörde zuzuweisen, so daß juristische Auseinandersetzungen über Kompetenzfragen entfielen. Rechtspolitisch besteht hierfür jedoch kein unabweisbares Bedürfnis. Schwierigkeiten bei der Erfassung bundesweit agierender Börsen läßt sich ebensogut durch eine Klarstellung im BörsG Rechnung tragen.

¹⁷⁴ Vaupel, RIW 1993, 733.

¹⁷⁵ Schwark, BörsG, § 1 Rdnr. 25; Samm, WM 1990, 1265; ablehnend Dreyling, WM 1990, 1529.

¹⁷⁶ Schwark, BörsG, § 1 Rdnr. 26; zur Genehmigungszuständigkeit für den grenzüberschreitenden Computerhandel s. Vaupel, RIW 1993, 733.

¹⁷⁷ S. den Jahresbericht der hessischen Börsenaufsicht 1997, S. 9; Schwark, BörsG, § 1 Rdnr. 26; Kümpe, WM 1989, 45, 46; Köndgen/Mues, WM 1998, 53, 54.

¹⁷⁸ Kreditwesen 1989, 919.

c) *Dreistufige Aufsicht als Überregulierung?*

Wie erwähnt, wird im Rahmen der Reformdiskussion gegen das geltende dreistufige System der Börsenaufsicht eingewandt, es stelle eine aus der Materie heraus nicht gerechtfertigte Überregulierung dar, die zumal für ausländische Marktteilnehmer unverständlich sei¹⁷⁹. Dieser Einwand wird mitunter noch durch das Argument ergänzt, die vielen Überwachungsinstanzen würden auf die Anleger abschreckend und somit auf die angestrebte Verbreiterung des privaten Aktienbesitzes eher kontraproduktiv wirken¹⁸⁰. Nun kann der Vorwurf der augenscheinlichen Kompliziertheit dem deutschen System der Börsenaufsicht angesichts des rechtsvergleichenden Befundes wohl nicht ganz erspart bleiben. Ob dieses System einer weiteren Verbreiterung des privaten Aktienbesitzes entgegensteht, ist allerdings, bezogen auf die Perspektive des privaten Investors, im Hinblick auf die für dessen Anlageentscheidung maßgeblichen Gesichtspunkte nachhaltig zu bezweifeln. Die in Deutschland nach wie vor verbreitete Zurückhaltung privater Investoren gegenüber einem Engagement in Aktien dürfte sich eher auf andere Umstände zurückführen lassen. Was die Ausgestaltung der Börsenaufsicht anbetrifft, so dürfte allenfalls von Interesse sein, daß eine internationalen Standards gerecht werdende Aufsicht überhaupt existiert. Insofern vermag die Umgestaltung der Börsenaufsicht kaum dazu beizutragen, die Attraktivität der Aktie als Anlageform zu erhöhen¹⁸¹. Dagegen ist der Einwand, das deutsche Aufsichtssystem sei vor allem für ausländische Marktteilnehmer unverständlich, ernster zu nehmen. Die Aufteilung der Börsenaufsicht auf die Ebenen Börsen, Länder und Bund, die in den meisten anderen Ländern keine Parallele findet, mag dabei um so weniger verständlich sein, als nur wenige europäische Länder eine dem deutschen Regionalbörsensystem vergleichbare Börsenlandschaft besitzen¹⁸².

¹⁷⁹ In diese Richtung auch *Claussen*, DB 1994, 969, 972.

¹⁸⁰ Gutachten S. 451; *Claussen*, DB 1994, 969, 972.

¹⁸¹ So auch *Wermuth*, Die Sparkasse 1994, 19, 20 f.

¹⁸² *Degner*, Die Bank 1979, 421.

d) *Internationale Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden*

Defizite des zersplitterten deutschen Aufsichtssystems haben sich darüber hinaus im Zusammenhang mit der internationalen Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden gezeigt, deren Notwendigkeit immer wieder betont wird¹⁸³ und angesichts der zunehmenden Globalisierung und Computerisierung des Marktgeschehens auch gar nicht von der Hand zu weisen ist. Wie *v. Rosen*¹⁸⁴ berichtet, haben ausländische Aufsichtsbehörden in der Vergangenheit an deutsche Stellen zunehmend Wünsche auf Abschluß sog. "Memoranda of Understanding" herangetragen, also auf Abschluß bilateraler Vereinbarungen zwischen Aufsichtsbehörden mit dem Ziel der Zusammenarbeit bei der Verfolgung unrechtmäßiger Verhaltensweisen im grenzüberschreitenden Wertpapiergeschäft sowie des regelmäßigen Informationsaustausches. Auch hat es des öfteren Einzelanfragen betreffend bestimmte, in Deutschland abgewickelte Wertpapiertransaktionen gegeben. Das Fehlen einer zentralisierten Aufsicht in Deutschland wirkte sich hier als Wettbewerbsnachteil aus. So soll die amerikanische Securities and Exchange Commission (SEC) ihre Zurückhaltung, den Börsenhandel mit deutschen Index-Futures und -Optionen zu genehmigen, mit dem Fehlen eines Memorandum of Understanding mit den für die Börsenaufsicht zuständigen Gremien auf dem Gebiet des Informationsaustauschs begründet haben.

Hindernisse dieser Art hat der Gesetzgeber inzwischen jedoch im wesentlichen beseitigt, indem er die Voraussetzungen für eine Kooperation mit ausländischen Aufsichtsbehörden geschaffen hat. Mit der Errichtung des BAWe hat er einen bedeutenden Schritt getan, um die internationale Akzeptanz des deutschen Aufsichtssystems zu erhöhen¹⁸⁵. So obliegt dem BAWe die Zusammenarbeit mit den für die Überwachung von Börsen und anderen Wertpapiermärkten und den Wertpapierhandel zuständigen Stellen anderer Staaten (§ 7 Abs. 1 WpHG). Die Zusammenarbeit des BAWe mit den Aufsichtsbehörden anderer Länder umfaßt auch Angelegenheiten, die der Börsenaufsicht der Länder unterliegen. Zu diesem Zweck ist das Aufsichtsamt zur Weitergabe überwachungsrelevanter Tatsachen an ausländische Aufsichtseinrichtungen befugt (§ 7 Abs. 2 WpHG). Damit steht in Börsenaufsichtsangelegenheiten nunmehr ein zentraler An-

¹⁸³ Gutachten, S. 369 m.w.N.

¹⁸⁴ WM 1991, 623.

¹⁸⁵ Zu den Defiziten bei der Verfolgung von Insiderverstößen vor Schaffung des BAWe s. *v. Rosen*, Kreditwesen 1992, 276.

sprechpartner in Deutschland zur Verfügung¹⁸⁶. Auch insofern kann die Errichtung des Bundesaufsichtsamts als Erfolg gewertet werden.

Zudem hat der Gesetzgeber der Handelsüberwachungsstelle mit der Ergänzung des § 1 b Abs. 4 BörsG eine Ermächtigungsgrundlage für die Weitergabe von Daten an ausländische Börsen bereitgestellt. Damit ist die Rechtsgrundlage für eine Verbesserung der internationalen Zusammenarbeit auch der Überwachungsinstanzen an den einzelnen Börsen selbst geschaffen. Inwieweit diese Ergänzung die in sie gesetzten Erwartungen erfüllt, bleibt abzuwarten. Rechtspolitisch mag sich hier - wie auch bezüglich der Zusammenarbeit des BAWe mit ausländischen Behörden¹⁸⁷ - in Zukunft noch Änderungsbedarf ergeben; mit der Forderung einer zweistufigen Börsenaufsicht hat dies allerdings nichts zu tun.

e) *Wettbewerb der Aufsichtssysteme*

Nach den bisherigen Feststellungen trifft der Vorwurf der Ineffizienz auf das deutsche Aufsichtssystem nicht zu. In Anbetracht dessen ist eine Reform der derzeitigen Aufsichtsstruktur aus ökonomischer Sicht nicht angezeigt. Im Gegenteil sprechen ökonomische Argumente eher für die Beibehaltung der Börsenaufsicht auf der Ebene der Länder. Denn sie ermöglicht es, einen regulatorischen Wettbewerb zwischen den Bundesländern zu entfachen, wie es im Grundsatz der Idee des Föderalismus entspricht¹⁸⁸. Man mag dagegen einwenden, ein solcher Wettbewerb könne in Deutschland kaum entstehen, weil der Spielraum der Länder bei der Organisation und praktischen Handhabung der Aufsicht angesichts der Regelungsdichte des Börsenrechts ganz erheblich eingeengt ist. Ein solcher Einwand wäre jedoch nur teilweise berechtigt. Richtig ist, daß der normativen Ausgestaltung des Aufsichtssystems die Vorstellung einer einheitlichen Aufsichtspraxis an allen deutschen Börsen zugrunde liegt¹⁸⁹. Andererseits trägt das BörsG den unterschiedlichen Gegebenheiten an den deutschen Börsen durchaus Rechnung. Einige Vorschriften des BörsG enthalten Ermächtigungen zugunsten des Landesgesetzgebers,

¹⁸⁶ S. die Regierungsbegründung zum 2. Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drucks. 12/6679, S. 41 f.

¹⁸⁷ Zur Praxis der internationalen Zusammenarbeit s. den Jahresbericht des BAWe 1996, S. 34.

¹⁸⁸ Vgl. nur *Giersch/Hartmut Schmidt*, Offene Märkte für Beteiligungskapital, 1986, S. 67.

¹⁸⁹ *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rdnr. 14.515.

bestimmte börsenbezogene Sachverhalte durch Rechtsverordnung zu regeln. Zu nennen sind in diesem Zusammenhang § 3a Abs. 3 S. 1, § 9 Abs. 1, § 30 Abs. 7, 8 BörsG. Dies versetzt die Länder in die Lage, auf die jeweilige Börse abgestimmte Regelungen zu schaffen, und wird von den Ländern offenbar auch als Vorzug verstanden¹⁹⁰. Überdies ist zu bemerken, daß den Länderaufsichtsbehörden bei der Entwicklung börsenbezogener Vorhaben, die auf die jeweilige Börse zugeschnitten und insofern den Interbörsenwettbewerb zu fördern geeignet sind, eine wichtige Aufgabe zukommen kann. Der Jahresbericht der hessischen Börsenaufsicht erwähnt beispielsweise die begleitende Funktion dieser Behörde bei der Planung des Projektes EUREX, das eine Verbindung der Terminmärkte der Deutschen Terminbörse und der Schweizer Soffex zum Gegenstand hat¹⁹¹.

f) *Kosten*

Für das hier diskutierte Modell einer zweistufigen Börsenaufsicht könnte allenfalls sprechen, daß es möglicherweise kostengünstiger als das derzeitige dreistufige System wäre. So wurde behauptet, das im Zuge des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes geschaffene Aufsichtssystem bringe im Vergleich zur zentralen Aufsichtsamtlösung mit regionaler Selbstverwaltung einen jährlichen Mehraufwand von 10 Millionen DM mit sich¹⁹². Auf der anderen Seite gibt es Stellungnahmen, die die Kosten der dreistufigen Aufsicht als im internationalen Vergleich eher gering einstufen. Der Personalstand des BAWe, der Landesaufsichtsbehörden und der Handelsüberwachungsstellen dürfte insgesamt nicht mehr als 200 erreichen¹⁹³. Diese Einschätzung hat sich wohl als realistisch erwiesen. So beschäftigt das BAWe zur Zeit 93 Mitarbeiter. Seine Kosten beliefen sich im Jahre 1996 auf annähernd 15 Millionen DM, wobei etwa 6,4 Millionen DM auf Personalausgaben entfielen¹⁹⁴. Die Kosten der hessischen Börsenaufsichtsbehörde, die zur Zeit 15 Personen beschäftigt, beliefen sich im Jahre 1997 auf etwa 2,5 Millionen DM. Davon entfielen auf Personalausgaben ca 1,9 Millionen DM und auf Sachausgaben etwa 600.000

¹⁹⁰ S. den Jahresbericht der hessischen Börsenaufsicht 1997, S. 6.

¹⁹¹ Jahresbericht der hessischen Börsenaufsicht 1997, S. 10.

¹⁹² *Claussen*, DB 1994, 969, 972.

¹⁹³ *Wermuth*, Die Sparkasse 1994, S. 19, 22.

¹⁹⁴ Jahresbericht des BAWe 1996, S. 39.

DM¹⁹⁵. Auf der Basis dieser Angaben läßt sich freilich nicht die Frage beantworten, welche Aufsichtsstruktur die geringsten Kosten verursacht. Hierfür wären eingehendere Untersuchungen erforderlich, die im Rahmen dieses Gutachtens nicht geleistet werden können.

g) *Europarechtliche Vorgaben*

Die gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben für die Struktur der Börsenaufsicht lassen dem nationalen Gesetzgeber einen weiten Spielraum für die Ausgestaltung der Marktaufsicht¹⁹⁶. Die kapitalmarktbezogenen Richtlinien, insbesondere die Insider-Richtlinie¹⁹⁷, die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie¹⁹⁸ sowie die Transparenz-Richtlinie¹⁹⁹, überlassen es den Mitgliedsstaaten, wie sie die Aufsicht institutionell organisieren. So ist es europarechtlich zulässig, die Zuständigkeit für die Börsenaufsicht einer oder mehreren Verwaltungsbehörden der unmittelbaren oder mittelbaren Staatsverwaltung zu übertragen. Es können hierfür auch neue Verwaltungsträger errichtet werden. Mit Aufsichtsaufgaben können ferner natürliche oder juristische Personen des Privatrechts oder ein beliehenes Unternehmen betraut werden. Die Mitgliedsstaaten sind nur verpflichtet, die für die Marktaufsicht zuständigen Stellen zu benennen und sie mit den für eine wirksame Aufgabenerfüllung erforderlichen Befugnissen auszustatten²⁰⁰. Mit diesen Vorgaben steht die Neuordnung der deutschen Börsenaufsicht im Zuge des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes ohne weiteres in Einklang. Das gleiche gilt für den hier diskutierten rechtspolitischen Vorschlag einer bundesweiten Aufsicht für den gesamten Bereich der Wertpapierdienstleistungen in Deutschland, und zwar unabhängig davon, in welcher (öffentlich-rechtlichen oder privatrechtlichen) Rechtsform die Börsen künftig organisiert sein sollen.

¹⁹⁵ Jahresbericht der hessischen Börsenaufsicht 1997, S. 22.

¹⁹⁶ Vgl. hierzu Gutachten, S. 324 f.; *Kümpel*, WM 1994, 229.

¹⁹⁷ Richtlinie vom 13. November 1989 zur Koordinierung von Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte, 89/592/EWG, ABl. EG 1989, L 334/50.

¹⁹⁸ Richtlinie vom 10. Mai 1993 über Wertpapierdienstleistungen, 93/22/EWG, ABl. EG 1993, L 141/27.

¹⁹⁹ Richtlinie vom 12. Dezember 1988 über die bei Erwerb oder Veräußerung einer bedeutenden Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft zu veröffentlichenden Informationen, 88/627/EWG, ABl. EG 1988, L 348/62.

²⁰⁰ S. Art. 22 - 24 der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie.

h) *Schaffung einer zentralen Aufsichtsbehörde durch Gesetz*

aa) *Schaffung einer selbständigen Bundesoberbehörde*

Verfassungsrechtlichen Bedenken begegnet die Empfehlung des Gutachtens, eine bundesweite Aufsicht für den gesamten Bereich der Wertpapierdienstleistungen für Wertpapierfirmen, börsenähnliche Einrichtungen und Börsen zu schaffen, grundsätzlich nicht. Organisationsrechtlich könnte diese Empfehlung einmal durch die Schaffung einer zentralen Börsenaufsichtsbehörde neben dem BAWe und dem Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen umgesetzt werden. Diese Behörde wäre als selbständige Bundesoberbehörde auszugestalten. Ihr wären sämtliche, derzeit den Ländern zugewiesenen Aufsichtsbefugnisse einzuräumen. Dies entspräche dem Weg, den der Gesetzgeber im Jahre 1961 bei der Errichtung des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen beschritten hat. Für die Errichtung eines zentralen Aufsichtsamtes für das Börsenwesen durch Gesetz ist der Bund zuständig, weil er die konkurrierende Gesetzgebungskompetenz für das Börsenwesen besitzt (Art. 87 Abs. 3 S. 1 i. V. m. Art. 74 Abs. 1 Nr. 11 GG)²⁰¹. Ein besonderes Bedürfnis für die Errichtung einer Bundesoberbehörde ist nach der Rechtsprechung des BVerfG nicht erforderlich²⁰². Denn wenn die Inanspruchnahme einer Verwaltungskompetenz durch den Bund ein Gesetz voraussetzt, wie dies Art. 87 Abs. 3 GG ausdrücklich verlangt, handelt es sich um eine ausschließliche Bundeskompetenz auf dem Gebiet des Organisationsrechts, die von der Sachkompetenz zu trennen ist. Auf die Organisationskompetenz ist der Grundgedanke des Art. 72 Abs. 2 GG jedoch nicht anwendbar²⁰³. Die Errichtung einer Bundesoberbehörde für die Börsenaufsicht würde auch nicht gegen den ungeschriebenen Grundsatz der Bundestreue verstoßen. Dieser bindet als Schranke für die Ausübung einer Kompetenz

²⁰¹ Für die Übertragung der Börsenaufsicht auf den Bund einen Staatsvertrag der Länder zu verlangen (so *Schneider-Gädicke*, Kreditwesen 1990, S. 336, 338), findet im geltenden Verfassungsrecht keine Stütze. Dagegen ist es eher vorstellbar, die zentrale Letztaufsicht über den Börsenhandel einer Gemeinschaftseinrichtung der Länder zu übertragen, wie dies die Länder im Vorfeld des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes forderten; auch hierfür wäre ein Staatsvertrag erforderlich; rechtspolitisch empfehlenswert erscheint die Schaffung eines solchen gemeinsamen "Börsenamtes" jedoch nicht, s. *Claussen*, ZBB 1992, 267, 283.

²⁰² BVerfGE 14, 197, 213 f. (zu Art. 72 Abs. 2 GG a. F.).

²⁰³ BVerfGE 14, 197, 213 f.; auch *Blümel*, in: Handbuch des Staatsrechts, Band IV, 1990, § 101 Rdnr. 108; *J. Ipsen*, Staatsrecht I (Staatsorganisationsrecht), 6. Aufl. 1994, Rdnr. 620.

zwar auch den Bund, doch vermag das bloße Gebrauchmachen einer dem Bund durch das Grundgesetz eingeräumten Kompetenz einen Verstoß gegen die Pflicht zur Bundestreue noch nicht zu begründen, auch dann nicht, wenn durch die Errichtung einer selbständigen Bundesoberbehörde den Ländern Aufgaben entzogen werden, welche die landeseigene Verwaltung längere Zeit hindurch wahrgenommen hat. Von einer Verletzung könnte nur bei einer mißbräuchlichen Inanspruchnahme der Kompetenz nach Art. 87 Abs. 3 GG durch den Bund²⁰⁴ oder bei einem Verstoß gegen prozedurale Anforderungen gesprochen werden, die aus dem Grundsatz der Bundestreue herzuleiten sind²⁰⁵. Eine mißbräuchliche Inanspruchnahme der Kompetenz nach Art. 87 Abs. 3 GG läge bei Schaffung einer zentralen Börsenaufsicht jedoch nicht vor.

bb) Aufgabenzuweisung an das BAWe

Rechtspolitisch zu empfehlen wäre die Zuweisung der Aufsichtsaufgaben an eine neu zu errichtende Bundesoberbehörde allerdings nicht. Ein anderer, näherliegender Weg besteht darin, mit den Aufgaben einer zentralen Markt- und Rechtsaufsicht über die Börsen das bereits bestehende BAWe zu betrauen. Das BAWe würde in diesem Fall sämtliche Aufsichtsaufgaben über den börslichen wie den außerbörslichen Wertpapierhandel wahrnehmen. Das entspräche im Ergebnis dem Vorschlag, der von seiten des Bundes schon im Vorfeld des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes gemacht worden war²⁰⁶. Auch dies ist verfassungsrechtlich ohne weiteres möglich. Die Organisationskompetenz aus Art. 87 Abs. 3 GG deckt auch die Übertragung neuer Aufgaben auf bestehende Behörden, wenn diese Aufgaben bisher in der Verwaltungskompetenz der Länder lagen. Freilich ist auch für die Übertragung von Verwaltungsaufgaben auf eine bestehende Behörde ein Gesetz erforderlich²⁰⁷.

²⁰⁴ BVerfGE 14, 197, 214 f.; 81, 310, 337.

²⁰⁵ Auch das *procedere* und der Stil der Verhandlungen, die zwischen dem Bund und seinen Gliedern und zwischen den Ländern erforderlich werden, stehen unter dem Gebot bundesfreundlichen Verhaltens, s. BVerfGE 12, 205, 255 (1. Rundfunkurteil).

²⁰⁶ S. Claussen, ZBB 1992, 267, 282.

²⁰⁷ Jarass/Pieroth, GG, 3. Aufl. 1995, Art. 87 Rdnr. 12; Blümel, in: Handbuch des Staatsrechts, Band IV, 1990, § 101 Rdnr. 108.

cc) *Mitwirkung der Länder*

Die Diskussionen über die Neuordnung der Börsenaufsicht im Zuge des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes haben nachhaltig vor Augen geführt, auf welche politischen Durchsetzungsschwierigkeiten Reformbemühungen stoßen können, die sich letztendlich zu Lasten der Länder auswirken. Die Schaffung einer zentralen Rechts- und Marktaufsicht für den Bereich des gesamten Kapitalmarktes bzw. die Zuweisung der bisher den Ländern obliegenden Aufsichtsaufgaben an das BAWe hätte eine nicht unwesentliche Kompetenzverlagerung auf den Bund zur Folge. Seit Erlaß des BörsG im Jahre 1896 ist die Börsenaufsicht ohne Unterbrechung Sache der Länder gewesen. Dieser Umstand begründet jedoch nicht die Zustimmungspflichtigkeit eines entsprechenden Neuordnungsgesetzes, vorausgesetzt, dieses enthielte nicht weitere, zustimmungsbedürftige Teile²⁰⁸. Einen Verfassungssatz des Inhalts, daß Gesetze, die Länderbelange in besonderer Weise berühren, zustimmungsbedürftig sind, gibt es nicht. Die Fälle der Zustimmungspflichtigkeit sind vielmehr im Grundgesetz abschließend geregelt (Enumerationsprinzip). Gesetze nach Art. 87 Abs. 3 GG bedürfen nicht der Zustimmung des Bundesrates²⁰⁹. Etwas anderes ergibt sich auch nicht aus Art. 84 Abs. 1 GG, wonach Gesetze zustimmungsbedürftig sind, durch die der Bund die Einrichtung der Behörden und das Verwaltungsverfahren im Bereich der landeseigenen Verwaltung regelt. Von einer Einrichtung der Behörden und einer Regelung des Verwaltungsverfahrens im Sinne dieser Vorschrift kann aber nicht gesprochen werden, wenn das Verwaltungshandeln der Länder auf einem bestimmten Gebiet beendet wird, wie dies bei der geplanten Zentralisierung der Börsenaufsicht der Fall wäre²¹⁰.

i) *Integration der Handelsüberwachungsstelle*

Die vorstehenden Ausführungen haben bislang allerdings noch die Frage ausgeblendet, wie die Tätigkeit der Handelsüberwachungsstelle in das System einer zentralisierten Letztaufsicht im

²⁰⁸ Anders offenbar *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 1995, Rdnr. 14.529.

²⁰⁹ *Sachs*, in: Sachs (Hrsg.), GG, 1996, Art. 87 Rdnr. 71.

²¹⁰ Vgl. BVerfGE 14, 197, 219 f.

Börsenwesen einzubetten wäre. Diese Frage ist vor allem deshalb von Bedeutung, weil nicht auszuschließen ist, daß bei einer nur noch zweistufigen Aufsicht die Handelsüberwachungsstellen eine Aufwertung erfahren würden²¹¹. Hier stellen sich verfassungsrechtliche Probleme insbesondere dann, wenn es bei der derzeitigen öffentlich-rechtlichen Organisation der Börsen bleibt.

aa) Die Handelsüberwachungsstelle im System der Börsenaufsicht

Um die in diesem Zusammenhang auftretenden verfassungsrechtlichen Probleme beurteilen zu können, ist es ratsam, sich zunächst Klarheit über die Rechtsstellung der Handelsüberwachungsstelle im geltenden System der Börsenaufsicht zu verschaffen. Die Handelsüberwachungsstelle ist ausweislich des Wortlauts des § 1 b Abs. 1 BörsG als Börsenorgan einzurichten und zu betreiben. Wie bereits erwähnt, wollte der Gesetzgeber damit zu erkennen geben, daß er die Marktaufsicht als wesentlichen Teil der den Börsen im Rahmen der Selbstverwaltung zugewiesenen Aufgaben ansieht. Er hat damit die Selbstverantwortung der Börsen für transparente und attraktive Marktplätze, auf denen faire Handelsbedingungen gesichert sind, betont²¹². Zugleich hat er aber der staatlichen Marktaufsicht eine starke Einflußmöglichkeit auf die Handelsüberwachung der Börsen verschafft, was auf eine hierarchische Einordnung der Handelsüberwachungsstellen in die Börsenaufsicht der Länder hindeutet. Aus dieser Kompromißlösung erklären sich die Schwierigkeiten bei der juristischen Einordnung der Handelsüberwachungsstelle²¹³.

Göppert, der mit seiner 1932 erschienenen Schrift "Das Recht der Börsen" das öffentlich-rechtliche Verständnis der Börse mitbegründete, ordnete die Börsenaufsicht der unmittelbaren Staatsverwaltung zu. Er qualifizierte die Börsenorgane als "amtliche Stellen mit behördlichem Charakter, die ihnen unmittelbar durch die Rechtsordnung übertragene Aufgaben ausüben", obwohl sie "nicht streng in den hierarchischen Behördenaufbau des Staates eingegliedert sind". Demgemäß vertrat er die Auffassung, die Landesregierung sei bei der Berücksichtigung der

²¹¹ *Kümpel*, WM 1997, 1917, 1921.

²¹² Regierungsbegründung zum 2. Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drucks. 12/6679, S. 60.

²¹³ Nach *Claussen*, Bank- und Börsenrecht, 1996, S. 292, ist die Handelsüberwachungsstelle in den Dialog der Börsenaufsicht zwischen Selbstverwaltung und Staatsaufsicht nicht präzise einzuordnen.

von ihr im Aufsichtswege zu wahren Interessen grundsätzlich unbeschränkt. Die Befugnisse des Staates über die Börsen stellten sich nur formell als Aufsicht, der Sache nach als eigene Verwaltung dar²¹⁴. Dem heutigen Verständnis der Börse als Selbstverwaltungseinrichtung entspricht diese Ansicht nicht mehr. Es kann als anerkannt gelten, daß die Börsen nicht in die unmittelbare Landesverwaltung eingebunden, sondern der mittelbaren Staatsverwaltung zuzurechnen sind²¹⁵. Der Gesetzgeber hat das Recht der Börsen zur Selbstverwaltung insbesondere im Zuge der Novelle von 1975 gestärkt²¹⁶ und dieses auch später, so zuletzt im Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz, immer wieder hervorgehoben. Unter der Selbstverwaltung der Börsen versteht man die dezentralisierte Verwaltung der Börse als eigene Angelegenheit und die selbstverantwortliche, grundsätzlich von Zweckmäßigkeitseinsparungen freie Wahrnehmung öffentlicher Angelegenheiten²¹⁷. Um eine der kommunalen Selbstverwaltung vergleichbare Erfüllung eigener öffentlicher Angelegenheiten handelt es sich allerdings nicht. Denn die Börse verfügt im Unterschied zur kommunalen Selbstverwaltung über keinen eigenen, schon seiner Natur nach vor- oder nichtstaatlichen Aufgaben- und Wirkungskreis; notwendiges und originäres Zuordnungssubjekt des gesamten Börsenwesens ist vielmehr der Staat. Dementsprechend wird gesagt, bei den Befugnissen der Börsenorgane handele es sich um "derivative" Staatsgewalt im Gewand der Selbstverwaltung²¹⁸.

Vor diesem Hintergrund wird man davon auszugehen haben, daß auch die Handelsüberwachungsstelle Teil der mittelbaren Landesverwaltung ist²¹⁹. Zwischen ihr und der Länderbörsenaufsicht besteht zwar im Grunde kein anderes Verhältnis als das zwischen einer über- und un-

²¹⁴ Göppert, Das Recht der Börsen, 1932, S. 182, 250.

²¹⁵ Zum Verhältnis zwischen Selbstverwaltung und mittelbarer Staatsverwaltung s. Forsthoff, Verwaltungsrecht, Allgemeiner Teil, 10. Aufl. 1973, S. 478.

²¹⁶ BT-Drucks. VI/1683, S. 8, zu 2.

²¹⁷ Schwark, BörsG, § 1 Rdnr. 44; Samm, Börsenrecht, 1978, S. 50.

²¹⁸ Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, 1995, Rdnr. 14.356; Samm, Börsenrecht, 1978, S. 49 ff.; Schwark, BörsG, § 1 Rdnr. 46; Wiede, Die Börse als verwaltungsrechtliches Problem und Rechtsinstitut, 1965, S. 156 ff.

²¹⁹ Brockhausen, WM 1997, 1924, 1928; Peterhoff, in: Bankrecht und Bankpraxis, Grundzüge des Börsenwesens, 1997, Rdnr. 7/558.

tergeordneten Behörde²²⁰, doch ist sie nicht der unmittelbaren Staatsverwaltung zugeordnet. Dieser Einschätzung steht das Weisungsrecht der Länderaufsicht und deren Befugnis zur Übernahme der Ermittlungen nicht entgegen. Rechte dieser Art sind für die mittelbare Staatsverwaltung, bei der sich die Aufsicht des Staates grundsätzlich auf die Rechtsaufsicht beschränkt, zwar untypisch, aber nicht per se unzulässig²²¹. Dagegen vertritt das VG Frankfurt in einem unveröffentlichten Beschluß²²² die Auffassung, die Handelsüberwachungsstelle nehme ihre Aufgaben nach § 1 b BörsG nicht im Wege der Selbstverwaltung wahr. Die entsprechenden Äußerungen des Gesetzgebers seien im "untechnischen Sinne" zu verstehen. Der Gesetzgeber habe nur deutlich machen wollen, daß die Handelsüberwachungsstelle als Kontrollinstanz bei der Börse selbst und nicht bei der Börsenaufsichtsbehörde angesiedelt werden sollte. Unter Selbstverwaltungsangelegenheiten könnten nur die weisungsfreien Angelegenheiten des eigenen Wirkungskreises verstanden werden, nicht dagegen die Auftragsangelegenheiten bzw. die Pflichtaufgaben nach Weisung. Das überzeugt schon deshalb nicht, weil die Handelsüberwachungsstelle nach dem eindeutigen Gesetzeswortlaut als Börsenorgan einzurichten und zu betreiben und insofern in die Selbstverwaltung der Börse integriert ist²²³. Der Gesetzgeber wollte damit verdeutlichen, daß die Handelsüberwachungsstelle Funktionen, die sich auf die Börse beziehen, selbständig wahrzunehmen hat²²⁴. Verfehlt ist auch der Rückgriff auf die aus dem Kommunalrecht bekannte Unterscheidung zwischen Selbstverwaltungs- und Auftragsangelegenheiten. Wie soeben erwähnt, ist diese Unterscheidung dem Börsenrecht unbekannt. Daran hat sich auch mit der Schaffung der Handelsüberwachungsstelle nichts geändert.

²²⁰ *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 1995, Rdnr. 14.612. Damit ist jedoch noch nicht gesagt, daß die Handelsüberwachungsstelle tatsächlich Behörde im Sinne der verschiedenen Behördenbegriffe ist, dazu sogleich unter bb).

²²¹ S. *Forsthoff*, Verwaltungsrecht, Allgemeiner Teil, 10. Aufl. 1973, S. 478; *Schwark*, BörsG, § 1 Rdnr. 44; nach der Gesetzesbegründung (BT-Drucks. 12/6679, S. 60) ergibt sich das Weisungsrecht der Länderaufsichtsbehörde gegenüber der Handelsüberwachungsstelle bereits aus der Rechtsstellung der Börse.

²²² Beschluß vom 10. 9. 1997, 15 G 323/97(1).

²²³ Ebenso *Brockhausen*, WM 1997, 1924, 1928 in Fußn. 64a.

²²⁴ Regierungsbegründung zum 2. Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drucks. 12/6679, S. 60.

bb) Öffentlich-rechtliche Börsenorganisation und Handelsüberwachungsstelle

Aus dem Begriff der selbständigen Bundesoberbehörde im Sinne des Art. 87 Abs. 3 S. 1 GG ergibt sich, daß sie nur für Aufgaben errichtet werden kann, die der Sache nach für das ganze Bundesgebiet von einer Oberbehörde **ohne Mittel- und Unterbau** und **ohne Inanspruchnahme von Verwaltungsbehörden der Länder** - außer für reine Amtshilfe - wahrgenommen werden können²²⁵. Vor diesem Hintergrund sind die verfassungsrechtlichen Bedenken gegen eine zentralisierte Börsenaufsicht unter Beibehaltung der Handelsüberwachungsstellen zu sehen, die im Gutachten²²⁶ angedeutet werden: Je nachdem, wie im künftigen Börsengesetz die Zusammenarbeit zwischen Handelsüberwachungsstelle und zentraler Börsenaufsicht ausgestaltet wird, könnte es zu Kollisionen mit den von Art. 87 Abs. 3 S. 1 GG geforderten Voraussetzungen kommen.

(1) Die Schaffung einer selbständigen Bundesoberbehörde bzw. die Zuweisung bestimmter Überwachungsaufgaben an eine bestehende Bundesoberbehörde wäre von der Ermächtigung nach Art. 87 Abs. 3 S. 1 GG nicht gedeckt, soweit diese Behörde zur Erfüllung ihrer Aufgaben bereits bestehende Landesverwaltungsbehörden in Anspruch nehmen müßte. Der Grund hierfür ist in dem Bestreben nach Wahrung der grundgesetzlichen Kompetenzverteilung bei der Ausführung der Bundesgesetze sowie in verwaltungsökonomischen Gesichtspunkten zu sehen²²⁷. Geht man davon aus, daß den Handelsüberwachungsstellen ihre derzeitigen Befugnisse erhalten bleiben und sämtliche Aufsichtsbefugnisse der Länder dem Bund zugewiesen werden, so würde die Zusammenarbeit zwischen der Börsenaufsichtsbehörde des Bundes und den Handelsüberwachungsstellen an den Börsen in dieser Hinsicht allerdings keine Schwierigkeiten aufwerfen. Die Handelsüberwachungsstellen der Börsen ließen sich nämlich - ihre Behördeneigenschaft einmal unterstellt - nicht (mehr) als Verwaltungsbehörden der Länder einstufen. Institutionen der mittelbaren Staatsverwaltung leiten ihre Existenz und ihre Aufgaben vom Staat ab. Bei den Aufgaben einer Handelsüberwachungsstelle, die unmittelbar einer Aufsichtsbehörde des Bundes untersteht, kann es sich jedenfalls nicht (mehr) um Verwaltungsaufgaben der Länder handeln, weil diesen keinerlei Kompetenzen im Bereich der Börsenaufsicht verbleiben.

²²⁵ BVerfGE 14, 197, 211; *Jarass/Pieroth*, GG, Art. 87 Rdnr. 8.

²²⁶ S. 451 f.

²²⁷ Vgl. *J. Ipsen*, Staatsrecht I, Rdnr. 618.

(2) Art. 87 Abs. 3 S. 1 GG gestattet dem Bund nur die Errichtung einer Bundesoberbehörde ohne eigenen Verwaltungsunterbau, d. h. ohne bundeseigene Mittel- und Unterbehörden. Die Vereinbarkeit einer Zusammenarbeit zwischen einer Bundesoberbehörde für die Börsenaufsicht und den Handelsüberwachungsstellen mit dieser Vorschrift hängt somit davon ab, ob letztere als Behörden anzusehen wären.

Einen einheitlichen Behördenbegriff gibt es nicht²²⁸. Unter einer Behörde im verwaltungsrechtlichen Sinne versteht man eine Stelle, die zur Durchführung konkreter Verwaltungsmaßnahmen im Außenverhältnis berufen ist und gerichtlich überprüfbare Verwaltungsakte erlassen kann²²⁹. Danach ist die Handelsüberwachungsstelle ebenso wie etwa die Börsengeschäftsführung²³⁰ oder die Zulassungsstelle²³¹ eine Behörde (vgl. § 1 b Abs. 3 BörsG)²³², wobei dem nicht entgegensteht, daß sie Organ einer nichtrechtsfähigen Anstalt des öffentlichen Rechts ist²³³; der Behördenbegriff kann nämlich auch auf die Einrichtungen selbständiger Verwaltungseinheiten angewendet werden, sofern das Merkmal der Außenwirkung der Einrichtung gegeben ist²³⁴.

Der verwaltungsrechtliche Behördenbegriff und der Behördenbegriff des Grundgesetzes sind jedoch nicht identisch. Das BVerfG hatte den Behördenbegriff im Sinne des Art. 87 Abs. 3 S. 2 GG noch denkbar weit verstanden und umschrieb ihn als "eine in den Organismus der Staatsverwaltung eingeordnete, organisatorische Einheit von Personen und sächlichen Mitteln, die mit einer gewissen Selbständigkeit ausgestattet dazu berufen ist, unter öffentlicher Autorität für die Erreichung der Zwecke des Staates oder von ihm geförderter Zwecke tätig zu sein"²³⁵.

²²⁸ Zum Behördenbegriff ausführlich *Wolff/Bachof*, Verwaltungsrecht II, 4. Aufl. 1976, S. 81 ff.

²²⁹ Zum verwaltungsrechtlichen Behördenbegriff vgl. nur *Maurer*, Allgemeines Verwaltungsrecht, 10. Aufl. 1995, S. 499 ff.; vgl. auch *Wiede*, Die Börse als verwaltungsrechtliches Problem und Rechtsinstitut, 1965, S. 111 ff.

²³⁰ Vgl. *Kümpel*, Börsenrecht, S. 52.

²³¹ Vgl. *Schwark*, BörsG, § 37 Rdnr.1.

²³² So auch *Brockhausen*, WM 1997, 1924, 1926.

²³³ Als solche stuft die h.M. die Börsen ein, s. *Schwark*, BörsG, § 1 Rdnr. 14 ff. m.w.N.

²³⁴ *Schwark*, BörsG, § 3 Rdnr. 2 m.w.N.

²³⁵ BVerfGE 10, 20, 48; s. auch *Lerche*, in: Maunz/Dürig/Herzog/Scholz, GG, Art. 87 Rdnr. 217 in Fußn. 22. Ganz ähnlich *Wolff/Bachof*, Verwaltungsrecht II, 4. Aufl. 1976, S. 89: Eine Behörde im

In Anlehnung hieran werden für das Verhältnis zwischen Bundesoberbehörde und ihrem eigenen Verwaltungsunterbau heute allgemein folgende Merkmale als kennzeichnend angesehen: Eine hinreichende Verselbständigung der Verwaltungseinheit, die regionale Begrenzung ihres Zuständigkeitsbereichs sowie ihre hierarchische Unterordnung unter eine Bundesbehörde²³⁶.

Beläßt man es bei der derzeitigen Aufgabenzuweisung und organisatorischen Ausgestaltung der Handelsüberwachungsstelle, ließen sich die beiden ersten Merkmale bejahen. Die Handelsüberwachungsstelle stellt als mit persönlichen und sachlichen Mitteln ausgestattetes Börsenorgan innerhalb der Börsenorganisation eine abgegrenzte Einheit dar, der durch das BörsG Überwachungsaufgaben zur selbständigen Erledigung übertragen worden sind. Man wird ferner von einer regional begrenzten Zuständigkeit der Handelsüberwachungsstellen sprechen können, weil sich die Aufsichtstätigkeit auf den Börsenhandel, die Handelsteilnehmer und die elektronischen Hilfseinrichtungen der jeweiligen Börse beschränkt²³⁷. Insoweit läßt sich die Handelsüberwachungsstelle unter den staatsrechtlichen Behördenbegriff subsumieren²³⁸.

Angesichts der Stellung der Handelsüberwachungsstelle im System der Börsenselbstverwaltung ist jedoch zweifelhaft, ob sie dem BAWe als Bundesoberbehörde hierarchisch untergeordnet wäre. Im Hinblick auf die Weisungsrechte, die der zentralen Letztaufsicht entsprechend § 1 b Abs. 1 S. 3 BörsG einzuräumen wären, liegt der Schluß auf eine hierarchische Organisation der Börsenaufsicht zunächst nahe. Dabei bliebe jedoch unberücksichtigt, daß die Ausübung der Marktaufsicht durch die Handelsüberwachungsstelle nach dem Willen des Gesetzgebers wesentlicher Teil der den Börsen im Rahmen der Selbstverwaltung zugewiesenen Aufgaben sein soll. Möchte man hieran auch bei einer zweistufig organisierten Börsenaufsicht festhalten, so stellt sich mithin die Frage, wie das Spannungsverhältnis zwischen der Einordnung der Handelsüberwachungsstelle in die Börsenselbstverwaltung und den Weisungsrechten der zentralen Börsenaufsichtsbehörde aufzulösen wäre. Hier ist nun auf die vorstehenden Ausführungen zur

Sinne des Art. 87 Abs. 3 GG ist "jede bürokratische Dienststelle des Staates oder eines anderen Trägers öffentlicher Verwaltung".

²³⁶ *Lerche*, in: Maunz/Dürig/Herzog/Scholz, GG, Art. 87 Rdnr. 217 in Fußn. 22; *Sachs*, in: Sachs (Hrsg.), GG, 1996, Art. 87 Rdnr. 74.

²³⁷ Vgl. *Brockhausen*, WM 1997, 1924, 1926.

²³⁸ Daß die Handelsüberwachungsstelle in die Börse als nichtrechtsfähige Anstalt des öffentlichen Rechts eingebunden ist, spricht dabei wiederum nicht gegen ihre Behördeneigenschaft.

Stellung der Handelsüberwachungsstelle im derzeitigen System der Börsenaufsicht zurückzugreifen. Wenn es sich bei der Tätigkeit dieses Börsenorgans um die selbständige Erfüllung von öffentlichen Aufgaben der Börse im Rahmen ihrer Selbstverwaltung handelt, so folgt daraus, daß die Handelsüberwachungsstelle nicht als "Unterbehörde" im Sinne des Art. 87 Abs. 3 S. 2 BörsG angesehen werden kann. Es fehlt im Hinblick auf die Einflußmöglichkeiten der Letzt-aufsicht zwar im Grunde nicht an der hierarchischen Einordnung der Handelsüberwachungsstelle in das staatliche System der Börsenaufsicht. Die Handelsüberwachungsstelle wäre jedoch nicht eine Behörde des "Rechtsträgers Bund", sondern in die Börse als teilrechtsfähige Anstalt des öffentlichen Rechts integriert. Die Qualifikation der Überwachungstätigkeit als Selbstverwaltungsaufgabe verbietet es, die Handelsüberwachungsstelle als eine Bundesbehörde anzusehen, die Verwaltungsaufgaben des Bundes wahrnimmt. Auch der Zweck des Art. 87 Abs. 3 S. 2 GG, das Eindringen des Bundes in regionale Verwaltungsbereiche zu verhindern²³⁹, fordert nicht die Qualifikation der Handelsüberwachungsstellen als Behörden im Sinne dieser Vorschrift. Denn das Eindringen in regionale Verwaltungsbereiche steht bei den Börsen als Teil der mittelbaren Staatsverwaltung nicht zu befürchten. Damit bleibt festzuhalten, daß die Handelsüberwachungsstellen nicht als Unterbehörden im Sinne des Art. 87 Abs. 3 S. 2 GG anzusehen wären, sofern es bei ihrer Einordnung in die Börsenselbstverwaltung und bei der derzeitigen Aufgabenverteilung bleibt.

Folgt man dem nicht, so ließe sich eine zentrale Aufsichtsbehörde mit den jeweiligen Handelsüberwachungsstellen als eigenem Verwaltungsunterbau nur auf dem Wege über Art. 87 Abs. 3 S. 2 GG durchsetzen²⁴⁰. Dies hat allerdings die Zustimmungspflicht eines entsprechenden Bundesgesetzes zur Konsequenz. In diesem Zusammenhang meint das Gutachten²⁴¹, die Länder könnten sich zur Zustimmung deshalb veranlaßt sehen, weil sie wegen der fortschreitenden Börsenkonzentration faktisch nur die Wahl hätten zwischen der Zuständigkeit einer Bundesoberbehörde und der Vorrangstellung der hessischen Börsenaufsichtsbehörde. Dies mag zutreffen. Fraglich ist allerdings, ob die materiellen Voraussetzungen des Art. 87 Abs. 3 S. 2 GG überhaupt gegeben wären. Die Errichtung neuer bundeseigener Mittel- und Unterbehörden

²³⁹ *Lerche*, in: Maunz/Dürig/Herzog/Scholz, GG, Art. 87 Rdnr. 217.

²⁴⁰ Je nach Fall dürfen auch nur Unterbehörden (ohne Mittelbehörden) etabliert werden, s. *Lerche*, in: Maunz/Dürig/Herzog/Scholz, GG, Art. 87 Rdnr. 216 in Fußn. 17.

²⁴¹ S. 452 in Fußn. 684.

setzt nach dieser Vorschrift einen dringenden Bedarf und überdies voraus, daß dem Bund auf Gebieten, für die ihm die Gesetzgebung zusteht, neue Aufgaben erwachsen. Neu ist eine Aufgabe nicht schon deshalb, weil sie bisher nicht vom Bund, sondern von anderen Verwaltungsträgern wahrgenommen worden ist. Neu ist sie erst dann, wenn sie erstmals aufgetreten ist. Sie muß also gewissermaßen "von außen" an den Bund herangetragen worden sein²⁴². Die Erfüllung dieser Voraussetzung erscheint zweifelhaft, weil es sich bei Börsenaufsicht um eine Aufgabe handelt, die bisher von den Ländern wahrgenommen worden ist. Daß für die Einrichtung bundeseigener Mittel- und Unterbehörden ein dringender Bedarf besteht, läßt sich dagegen schon eher bejahen, wenn man sich auf den Standpunkt stellt, daß gerade diese Form der Bundesverwaltung für die sachgerechte Erledigung der neuen Aufgabe notwendig, d. h. anderen Möglichkeiten deutlich überlegen ist²⁴³.

(3) Das Gutachten²⁴⁴ hält für den Fall, daß die Übertragung von Überwachungsaufgaben an die Handelsüberwachungsstellen im Hinblick auf Art. 87 Abs. 3 S. 2 GG auf unüberwindbare verfassungsrechtliche Bedenken stößt, die Ausgestaltung der Handelsüberwachungsstellen als bloße Außenstellen der Börsenaufsichtsbehörde für vorstellbar²⁴⁵. Der Unterschied zwischen der Bundesverwaltung durch eine selbständige Bundesoberbehörde mit eigenem Verwaltungsunterbau und durch eine Bundesoberbehörde mit dislozierten Außenstellen besteht darin, daß diesen Außenstellen mangels einer gewissen Eigenständigkeit der Behördencharakter fehlt. Die Abgrenzung kann schwierig sein und läßt sich jeweils nur im Einzelfall vornehmen²⁴⁶. Nach der derzeitigen Ausgestaltung der Handelsüberwachungsstellen käme eine Einordnung als schlichte Außenstelle indes nicht in Betracht. Dies hätte - wie auch das Gutachten erkennt - nachteilige Auswirkungen bezüglich der organisatorischen Ausgestaltung der Handelsüberwachungsstellen und ihrer Befugnisse zur Folge. Dies wäre rechtspolitisch problematisch und könnte als weiteres Argument gegen die Aufgabe des derzeitigen dreistufigen Aufsichtssystems ins Feld geführt werden. Nach der hier vertretenen Auffassung stellt sich das Problem freilich nicht; die Schaf-

²⁴² Stern, Das Staatsrecht der Bundesrepublik Deutschland, Band II, 1980, S. 827; ähnlich Sachs, in: Sachs (Hrsg.), GG, 1996, Art. 87 Rdnr. 75.

²⁴³ Vgl. hierzu Sachs, in: Sachs (Hrsg.), GG, 1996, Art. 87 Rdnr. 76.

²⁴⁴ S. 452 in Fußn. 683.

²⁴⁵ S. hierzu nur Dittmann, Die Bundesverwaltung, 1983, S. 256.

²⁴⁶ Lerche, in: Maunz/Dürig/Herzog/Scholz, GG, Art. 87 Rdnr. 217.

fung einer zweistufigen, durch eine Bundesoberbehörde und die Handelsüberwachungsstellen an den Börsen gekennzeichneten Aufsicht ist verfassungsrechtlich möglich.

cc) *Handelsüberwachungsstelle und privatrechtliche Börsenorganisation*

Bei einer privatrechtlichen Verfassung der Börsen, wie sie rechtspolitisch in zunehmendem Maße für wünschenswert gehalten und auch vom Gutachten empfohlen wird²⁴⁷, stellen sich die rechtlichen Probleme in anderem Gewande dar. Wie erwähnt, lautet die rechtspolitische Vorgabe, die Handelsüberwachungsstelle bei einer privatrechtlichen Börse solle nach Möglichkeit mit den Eingriffsbefugnissen ausgestattet werden, die nicht hinter dem derzeitigen, in § 1 b BörsG geregelten Rechtszustand zurückbleiben. Als (öffentlich-rechtlicher) Weg hierzu bietet sich das Rechtsinstitut der Beleihung an. Soweit dem entgegengehalten wird, eine Beleihung sei angesichts der umfassenden Informations-, Durchsetzungs- und Kontrollrechte der Handelsüberwachungsstelle nicht möglich, weil auf einen Privaten stets nur eng begrenzte Eingriffsbefugnisse übertragen werden dürften, ist dies eine Behauptung, die einer plausiblen Begründung entbehrt und zudem auf einer mißverständlichen Deutung des Art. 33 Abs. 4 GG beruht. Das wird an anderer Stelle dieses Gutachtens näher ausgeführt²⁴⁸. Es genügt festzuhalten, daß die Vorzüge einer Handelsüberwachung vor Ort, die sich öffentlich-rechtlicher Handlungsformen bedient, bei einer privatrechtlichen Börsenverfassung nicht unbedingt preisgegeben werden müßten. Auch mit Blick auf Art. 87 Abs. 3 GG lassen sich gegen die Delegation von Hoheitsbefugnissen auf eine private Stelle keine Einwände erheben. Das überwiegende Schrifttum und die Rechtsprechung gehen davon aus, daß auch im Bereich der bundeseigenen Verwaltung beliehene Unternehmer zulässig sind²⁴⁹. Einer in eine privatrechtliche Börse integrierten Handelsüberwachungsstelle ließen sich im Wege der Beleihung Hoheitsbefugnisse also selbst dann übertragen, wenn man ihre Tätigkeit der bundeseigenen Verwaltung zurechnen würde.

²⁴⁷ Gutachten, S. 400 ff.; in diesem Sinne auch oben III. 3. e).

²⁴⁸ S. oben B. III. 3. d) bb) (S. 48 ff.).

²⁴⁹ *Blümel*, in: Handbuch des Staatsrechts, Band IV, 1990, § 101 Rdnr. 88; *Lerche*, in: Maunz/Dürig/Herzog/Scholz, GG, Art. 87 Rdnr. 202.

2. *Gemeinsame Handelsüberwachungsstellen*

a) *Der Vorschlag des Gutachtens*

Das Gutachten schlägt vor, rechtliche Möglichkeiten dafür zu schaffen, daß gemeinsame Handelsüberwachungsstellen eingerichtet werden können²⁵⁰.

b) *Beibehaltung marktnaher Handelsüberwachung*

Wie das Gutachten zu Recht hervorhebt, muß eine Deregulierung des Börsengesetzes, die dem Bedürfnis der Börsen nach weitgehender Autonomie Rechnung trägt, mit der Notwendigkeit einer wirksamen Börsenaufsicht in Einklang gebracht werden²⁵¹. An der Überwachung des Börsenhandels vor Ort durch die Handelsüberwachungsstelle sollte im Grundsatz festgehalten werden²⁵², und zwar unabhängig davon, ob die Börsen in Zukunft öffentlich-rechtlich oder privatrechtlich organisiert sein werden. Sollten sich die weitgehenden Eingriffsbefugnisse der Handelsüberwachungsstelle bei einer in privatrechtlicher Rechtsform organisierten Börse nicht in dem benötigten Umfang realisieren lassen, müßten hier gegebenenfalls Abstriche gemacht werden, ohne daß allerdings von der grundsätzlichen Forderung einer marktnahen Handelsüberwachung abzurücken wäre. Die Einrichtung der Handelsüberwachungsstellen hat sich im Kern bewährt. Das Mißtrauen des Gesetzgebers, Aufsichtsrechte teilweise den Börsen selbst zu übertragen²⁵³, hat sich als unbegründet erwiesen bzw. konnte durch Regelungen überwunden werden, die eine weitgehende Unabhängigkeit, Objektivität und Neutralität der Handelsüberwachungsstelle garantieren. Auf die staatliche Letztüberwachung darf allerdings nicht verzichtet werden, weil nicht auszuschließen ist, daß die Marktaufsicht vor Ort durch die in die Börsenselbstverwaltung integrierte Handelsüberwachungsstelle von opportunistischen Überlegungen und einer einseitigen Besetzungspraxis dieses Börsenorgans geleitet wird²⁵⁴.

²⁵⁰ Gutachten, S. 11 und S. 445.

²⁵¹ Gutachten, S. 367 ff.

²⁵² So auch v. Rosen, WM 1991, 623.

²⁵³ S. hierzu Brockhausen, WM 1997, 1924 m. weiteren Ausführungen zur Entstehungsgeschichte der Börsenaufsicht in Fußn. 20.

²⁵⁴ Gutachten, S. 368; Röhr, Börsenwettbewerb, 1996, S. 169 ff.

c) *Zur Forderung einer gemeinsamen Handelsüberwachungsstelle*

Die Forderung nach einer zentralisierten Börsenaufsicht und in diesem Zusammenhang nach gemeinsamen Handelsüberwachungsstellen wird damit begründet, die Bildung gemeinsamer Handelsüberwachungsstellen könne sinnvoll sein, um Transaktionskostensparnisse zu erzielen und eine effizientere Erfassung des Marktgeschehens auch über die einzelne Börse hinaus zu ermöglichen. Derzeit könne eine Handelsüberwachungsstelle nur den Handel an ihrer Börse und die dort zugelassenen Teilnehmer überwachen, was z. B. im platzübergreifenden elektronischen Handel Zuständigkeits- und andere Schwierigkeiten mache. Eine länderübergreifende Kooperation der Börsen mit dem Ziel einer gemeinsamen Handelsüberwachungsstelle stoße aber auf das Bedenken, daß § 1 b BörsG in seiner derzeitigen Fassung lediglich vorsieht, daß jede Wertpapierbörse eine eigene Handelsüberwachungsstelle einzurichten und zu betreiben hat. Wenn es auch nicht ausgeschlossen erscheine, daß die Börsen einen organisatorischen und rechtlichen Weg finden, auf dem der Effekt einer gemeinsamen Handelsüberwachungsstelle erreicht werden kann, so sei es doch sicherer, bei der Börsenreform die entsprechenden Voraussetzungen zu schaffen²⁵⁵.

Es mag hier dahinstehen, ob die gegen die Zulässigkeit einer gemeinsamen Handelsüberwachungsstelle gerichteten Bedenken *de lege lata* begründet sind. Zuzugeben ist, daß das BörsG auf diese Frage keine eindeutige Antwort gibt. Es ist jedoch daran zu zweifeln, daß für eine Ergänzung des BörsG, die die Errichtung gemeinsamer Handelsüberwachungsstellen auf eine einwandfreie rechtliche Grundlage stellt, eine Notwendigkeit besteht. Denn Zuständigkeitschwierigkeiten der in dem Gutachten erwähnten Art sind in der Praxis bisher nicht aufgetreten, auch nicht im elektronischen Handel. Dieser wird vor Ort von der Handelsüberwachungsstelle der Börse überwacht, die das elektronische Handelssystem betreibt. Hiervon in Zukunft zugunsten der Überwachung durch eine gemeinsame Handelsüberwachungsstelle Abstand zu nehmen, besteht somit kein Anlaß. Der Präsenzhandel muß ohnedies vor Ort überwacht werden. Einer wünschenswerten Zusammenarbeit der Handelsüberwachungsstellen steht schon *de lege lata* nichts entgegen.

²⁵⁵

Gutachten, S. 445 f.

3. *Ausweitung der aufsichtsrechtlichen Eingriffsbefugnisse*

a) *Der Vorschlag des Gutachtens*

Im Zusammenhang mit dem Vorschlag einer zentralen Börsenaufsicht durch eine Bundesoberbehörde empfiehlt das Gutachten eine entsprechende Ausweitung der Aufsichtsbefugnisse nach dem WpHG. Insbesondere seien über die §§ 4 und 35 WpHG hinaus eine Ermächtigungsgrundlage und operationale Eingriffsbefugnisse zur Mißbrauchsbekämpfung zu schaffen²⁵⁶.

b) *Stellungnahme*

Dem Vorschlag einer Ausweitung der Aufsichtsbefugnisse nach dem WpHG ist gesondert nachzugehen, da er auch unabhängig vom - hier abgelehnten - Vorschlag einer bundeseinheitlichen zentralen Aufsicht von Bedeutung sein könnte. Jedenfalls beschränkt sich das Gutachten nicht auf die Empfehlung, einfach die Kompetenzen der Börsenaufsichtsbehörde nach dem Börsengesetz auf eine Bundesoberbehörde (das BAWe) zu übertragen. Eine Stellungnahme hierzu setzt die Sichtung und Prüfung des gegenwärtigen börsenaufsichtsrechtlichen Instrumentariums voraus.

Die Überwachungstätigkeit der Länder beschränkte sich vor den Änderungen des BörsG durch das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz auf die Rechtsaufsicht über die Selbstverwaltung der Börsenorgane²⁵⁷. Deren Verhalten - insbesondere das des früheren Börsenvorstandes - wurde auf Recht- und Ordnungsmäßigkeit am Maßstab der Gesetze, Verordnungen, behördlichen Anordnungen und der Börsenordnung, nicht aber auf Zweckmäßigkeit überprüft. Im Gesetz (§ 1 Abs. 2, 3 BörsG a. F.) kam diese Beschränkung der Aufsicht zwar nicht eindeutig zum Ausdruck, jedoch entsprach sie der Praxis und der herrschenden Auffassung im Schrifttum²⁵⁸. Was das Handeln der Börsenorgane im Hinblick auf die Übereinstimmung mit dem geltenden

²⁵⁶ Gutachten, S. 11 f. und S. 449 f.

²⁵⁷ Zur Aufsicht über die Kursmakler und freien Makler s. § 8 a BörsG. Diese Aufsicht gehört nicht zur Börsenaufsicht im engeren Sinn und bleibt deshalb im folgenden außer Betracht.

²⁵⁸ Vgl. nur *Schwark*, BörsG, 2. Aufl. 1994, § 1 Rdnr. 44, 47.

Recht betrifft, hat sich dieser Rechtszustand auch nach Erlass des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes nicht geändert. Auch nach neuem Recht steht der Aufsichtsbehörde eine Befugnis zur sog. Fachaufsicht nicht zu²⁵⁹. Nur diese Auffassung wird dem Selbstverwaltungsrecht der Börse gerecht, das heute allenthalben anerkannt ist.

Seit 1994 erstreckt sich die Aufsicht jedoch nicht nur auf die Einhaltung der börsenrechtlichen Vorschriften und Anordnungen durch die Börsenorgane, sondern auch auf "die ordnungsgemäße Durchführung des Handels an der Börse und der Börsengeschäftsabwicklung" (§ 1 Abs. 2 S. 3 BörsG). Der Aufsicht unterliegen auch alle Einrichtungen, die sich auf den Börsenverkehr beziehen (§ 1 Abs. 2 S. 2 BörsG). Die bisherige Rechtsaufsicht der Länder über die Börse ist damit um eine Markt- oder Handelsaufsicht des jeweiligen Landes vor Ort über das Marktverhalten der Handelsteilnehmer erweitert worden²⁶⁰. Die Aufsichtsbehörde ist berechtigt, das Handelsgeschehen an den Börsen unmittelbar und vor Ort zu beaufsichtigen. Ungeachtet der primären Verantwortung der Börsenselbstverwaltung für die Handelsüberwachung ist es der Börsenaufsichtsbehörde nunmehr möglich, sämtliche Angelegenheiten der Handelsaufsicht an sich zu ziehen und eigene Ermittlungen durchzuführen. Dies kommt etwa in § 1 b Abs. 1 S. 3 BörsG zum Ausdruck, wonach die Börsenaufsichtsbehörde der Handelsüberwachungsstelle Weisungen erteilen und die Ermittlungen übernehmen kann.

Zur Durchsetzung einer wirksamen Rechts- und Marktaufsicht hat der Gesetzgeber im Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz den Aufsichtsbehörden umfassende Auskunfts- und Einsichtsrechte verliehen, die durch das "Begleitgesetz zum Gesetz zur Umsetzung von EG-Richtlinien zur Harmonisierung bank- und wertpapieraufsichtsrechtlicher Vorschriften"²⁶¹ erst kürzlich erweitert und mit Inkrafttreten der Änderungen des BörsG durch das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz²⁶² am 1. April 1998 zusätzlich ausgedehnt worden sind. Nach der bisherigen Fassung des § 1 a BörsG konnte die Aufsichtsbehörde, soweit dies zur Erfüllung ihrer Aufgaben erforderlich war, auch ohne besonderen Anlaß von der Börse sowie den Handelsteilnehmern, d. h.

²⁵⁹ v. *Rosen*, in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2. Aufl. 1997, § 2 Rdnr. 190; anders *Schwark*, BörsG, Einl. Rdnr. 22.

²⁶⁰ Regierungsbegründung zum 2. Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drucks. 12/6679, S. 59; zum Unterschied zwischen Rechts- und Marktaufsicht vgl. *Kümpel*, WM 1994, 229.

²⁶¹ BGBl. I, S. 2567. Das Gesetz ist am 1. Januar 1998 in Kraft getreten.

²⁶² BR-Drucks. 134/98.

den zur Teilnahme am Börsenhandel zugelassenen Unternehmen, Börsenhändlern und Kursmaklern, jederzeit Auskünfte und die Vorlage von Unterlagen verlangen sowie bei ihnen Prüfungen vornehmen. Ergänzt wurde dieses Auskunfts- und Einsichtsrecht durch ein Betretungsrecht hinsichtlich der Geschäftsräume der Börse und der Handelsteilnehmer (§ 1 a Abs. 1 S. 2 BörsG a. F.).

Durch das erwähnte Begleitgesetz zur Umsetzung europarechtlicher Vorgaben wurde das Auskunfts- und Einsichtsrecht zum 1. Januar 1998 dahingehend ergänzt, daß die Aufsichtsbehörde von den Handelsteilnehmern auch die Angabe der Identität der Auftraggeber, der aus den getätigten Geschäften berechtigten oder verpflichteten Personen sowie der Bestandsveränderungen der an der Börse gehandelten Wertpapiere oder Derivate verlangen kann, sofern es sich bei den Auftraggebern oder Personen um Handelsteilnehmer handelt und Anhaltspunkte für einen Verstoß gegen börsenrechtliche Vorschriften oder Anordnungen oder die ordnungsgemäße Durchführung des Handels an der Börse oder der Börsengeschäftsabwicklung vorliegen (§ 1 a Abs. 1 S. 2 BörsG). Diese Erweiterung²⁶³ war auf der einen Seite notwendig geworden, weil sich Anhaltspunkte für einen Verstoß gegen börsenrechtliche Vorschriften und Anordnungen oftmals erst bei Kenntnis von Auftraggebern der Handelsteilnehmer konkretisieren lassen. Sie war aber auf der anderen Seite noch nicht ausreichend, weil sie sich bezüglich der Auftraggeber und Personen auf Handelsteilnehmer beschränkte. Die Aufsichtsbehörden besaßen also keine Ermächtigungsgrundlage, den betreffenden Handelsteilnehmer zur Preisgabe der Identität des Dritten zu zwingen, soweit es sich bei diesem nicht selbst um einen Handelsteilnehmer, sondern um eine Privatperson handelte²⁶⁴. Mit Inkrafttreten des Dritten Finanzmarktförderungsgesetzes ist dieses Hindernis nunmehr beseitigt. In Anlehnung an § 16 Abs. 2 S. 2 WpHG, der keine Beschränkung des betroffenen Personenkreises enthält, kann die Aufsichtsbehörde von den Handelsteilnehmern die Angabe der Identität des Auftraggebers und der aus den getätigten Geschäften berechtigten und verpflichteten Personen verlangen, und zwar unabhängig davon, ob es sich bei diesen Personen um Handelsteilnehmer handelt oder nicht. Überdies ist sie berechtigt, von den Auftraggebern und berechtigten oder verpflichteten Personen selbst Auskünfte über die getätigten Geschäfte einschließlich der Angabe der Identität der an

²⁶³ Dagegen sieht *Meixner*, WM 1998, 431, 434, in der Ergänzung der Vorschrift eine Klarstellung der vor der Novellierung bestehenden Rechtslage.

²⁶⁴ S. die Stellungnahme des Bundesrates zum Entwurf des Dritten Finanzmarktförderungsgesetzes, BR-Drucks. 605/97, S. 2.

diesen Geschäften beteiligten Personen zu verlangen, sofern Anhaltspunkte dafür vorliegen, welche die Annahme rechtfertigen, daß börsenrechtliche Vorschriften oder Anordnungen verletzt werden oder sonstige Mißstände vorliegen, welche die ordnungsmäßige Durchführung des Handels an der Börse oder die Börsengeschäftsabwicklung beeinträchtigen können (§ 1 a Abs. 1 S. 3 BörsG n. F.). Die Erweiterung der Aufsichtsbefugnisse ermöglicht es, auch solche Verstöße von Handelsteilnehmern aufklären zu können, die unter Einschaltung von Nichtteilnehmern erfolgen. Hierdurch kann beispielsweise verhindert werden, daß Handelsteilnehmer durch die Einschaltung von Personen, die außerhalb der Börse stehen, Börsenpreise manipulieren. Künftig kann in einem solchen Fall der Auftrag bis zum Handelsteilnehmer zurückverfolgt werden, auch wenn die Auftragserteilung unter Zwischenschaltung mehrerer Personen erfolgte (sog. Auftragsketten)²⁶⁵.

Ein weiteres Novum des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes war die Schaffung der Handelsüberwachungsstelle als dritte Säule der Börsenaufsicht²⁶⁶. Nach § 1 b Abs. 1 BörsG hat jede Börse unter Beachtung von Maßgaben der Börsenaufsichtsbehörde eine Handelsüberwachungsstelle als eigenes Börsenorgan einzurichten und zu betreiben. Der Gesetzgeber hat sich damit nach langen Diskussionen über die Frage, ob künftig nur staatliche Behörden die Marktaufsicht über den Börsenhandel ausüben sollten oder ob entsprechend internationalen Gepflogenheiten auch die Börsen selbst zuständig sollten, für eine zwar der staatlichen Einflußnahme unterliegenden, letztlich jedoch eigenverantwortlichen Überwachung des Handels und der Geschäftsabwicklung im Rahmen der Börsenselbstverwaltung entschieden²⁶⁷. Hierdurch hat er die Selbstverantwortung der Börsen für transparente und attraktive Marktplätze, auf denen faire Handelsbedingungen gesichert sind, betont²⁶⁸. Aufgabe der Handelsüberwachungsstelle ist es, in enger Kooperation mit der jeweiligen Länderaufsicht den Handel an der Börse und die Geschäftsabwicklung zu überwachen. Die Handelsüberwachungsstelle ist zu einer konstanten und umfassenden Kontrolle des Tagesgeschäfts verpflichtet. Zu ihren Aufgaben zählen vor allem die Überwachung der Preisfindung und der Handelsvolumina, die ständige

²⁶⁵ S. die Einzelbegründung in BT-Drucks. 13/9874, S. 141.

²⁶⁶ Zur Handelsüberwachungsstelle ausführlich *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 1995, S. 1305 ff.; *Brockhausen*, WM 1997, 1924.

²⁶⁷ Vgl. *Brockhausen*, WM 1997, 1924; *Kümpel*, WM 1994, 229, 231. Zu den Schwierigkeiten der juristischen Einordnung der Handelsüberwachungsstelle s. unten V 3 a.

²⁶⁸ Regierungsbegründung zum 2. Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drucks. 12/6679, S. 60.

Kontrolle der Einhaltung von Geschäftsbedingungen und Handelsusancen, die Beobachtung der Eigengeschäfte der Kursmakler, der Vergleich der Preise mit anderen Börsenplätzen und - insbesondere wegen des Zusammenspiels von Kassa- und Terminmarkt - der Preisvergleich mit anderen Handelssystemen²⁶⁹. Zu diesem Zweck hat sie Daten über den Börsenhandel systematisch und lückenlos zu erfassen und auszuwerten sowie notwendige Ermittlungen durchzuführen (§ 1 b Abs. 1 S. 2 BörsG). Zur Wahrnehmung ihrer Aufgaben hat der Gesetzgeber die Handelsüberwachungsstelle mit Hoheitsbefugnissen ausgestattet, die denjenigen der Börsenaufsichtsbehörde entsprechen (§ 1 b Abs. 3 BörsG).

Zusammenfassend läßt sich folgendes festhalten: Die zur Durchsetzung einer wirksamen Rechts- und Marktaufsicht erforderlichen Auskunfts- und Einsichtsrechte sowie Eingriffsbefugnisse stehen den Aufsichtsbehörden inzwischen zur Verfügung. Für eine weitere Ausdehnung der Aufsichts- und Eingriffsbefugnisse der Börsenaufsichtsbehörden zur Mißbrauchsbekämpfung ist jedenfalls derzeit kein Bedarf zu sehen.

4. Zusammenfassung zu V.

1. An der marktnahen Überwachung des Börsenhandels vor Ort durch die Handelsüberwachungsstellen ist ungeachtet der Entscheidung für oder gegen eine zentrale Letztaufsicht auf Bundesebene festzuhalten. Dies gilt auch unabhängig davon, ob der Gesetzgeber das Börsenrecht in Richtung privatrechtlich verfaßter Börsen öffnet oder am gegenwärtigen öffentlich-rechtlichen Charakter der Börsen festhält.
2. Für die Empfehlung, im BörsG die rechtlichen Voraussetzungen für die Bildung gemeinsamer Handelsüberwachungsstellen zu schaffen, wird kein Bedarf gesehen.
3. Verfassungsrechtlichen Bedenken begegnet das im Gutachten vorgeschlagene Konzept einer zweistufigen Börsenaufsicht nicht.

²⁶⁹

Regierungsbegründung zum 2. Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drucks. 12/6679, S. 60.

4. Der Empfehlung des Gutachtens, das dreistufige System der Börsenaufsicht aufzugeben und unter Beibehaltung der Handelsüberwachungsstellen stattdessen eine zentrale Bundesaufsicht für den gesamten Bereich der Wertpapierdienstleistungen zu etablieren, ist nicht zu folgen. Ein dringendes rechtspolitisches Bedürfnis besteht hierfür nicht. Die Aufgabenverteilung zwischen den einzelnen Aufsichtsinstanzen hat sich in der Praxis weitgehend bewährt. Auch bezüglich der internationalen Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden haben sich keine gravierenden Schwächen gezeigt. Verbliebene Defizite in diesen Bereichen lassen sich durch gezielte gesetzgeberische Maßnahmen beseitigen.

5. Für die im Gutachten vorgeschlagene Ausweitung der Eingriffsbefugnisse zur Mißbrauchsbekämpfung im Börsenwesen wird kein Bedarf gesehen.