

# INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

RETO FRANCONI, ROGER MÜLLER, HORST HAMMEN

## ILF-Symposium Börsenkooperationen im Labyrinth des Börsenrechts



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE  
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT

WORKING PAPER SERIES No. 81



**PROF. DR. THEODOR BAUMS**  
**PROF. DR. ANDREAS CAHN**

**INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE**

**JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT**

**SENCKENBERGANLAGE 31**

**D-60054 FRANKFURT AM MAIN**

**TEL: +49 (0)69 / 798-28941**

**FAX: +49 (0)69 / 798-29018**

**(INTERNET: [HTTP://WWW.ILF-FRANKFURT.DE](http://www.ilf-frankfurt.de))**

Reto Francioni  
Börsen im internationalen Wettbewerb:  
Konsolidierung als Teilaspekt einer globalen Wachstumsstrategie, S. 1

Roger Müller  
Kooperationen und Zusammenschlüsse von Börsen  
als Bewährungsprobe für das Börsenrecht, S. 8

Horst Hammen  
Verschmelzung von Börsen? S. 19

Institute for Law and Finance

**WORKING PAPER SERIES NO. 81**

**04/2008**

## **Börsen im internationalen Wettbewerb: Konsolidierung als Teilaspekt einer globalen Wachstumsstrategie**

*Von Prof. Dr. Reto Francioni\**

Der Eintrag „Mergers and Acquisitions“ im Wirtschafts-Lexikon des Londoner „Economist“ schließt mit dem Satz: „The damning lesson of merger waves stretching back over the past 50 years is that [...] they have often failed to deliver the benefits that justify the costs.“

Und das „Handelsblatt“ zitierte unlängst den Leiter des Aktienfondsmanagements der Investment-Tochter eines internationalen Bankenkonzerns mit der Aussage: „Faustregel ist, dass 90 Prozent der Zusammenschlüsse nicht Erfolg versprechend sind.“ Die Redaktion machte daraus die Schlagzeile: „Übernahmen vernichten Wert“ (3.5.2006).

Diese Auffassung ist sicherlich übertrieben – und vermutlich wird sie in der „Handelsblatt“-Redaktion auch differenzierter gesehen. So problematisch es sein mag zu behaupten, der Großteil aller Übernahmen vernichte Wert, so unsinnig ist es, den Erfolg einer Unternehmensstrategie allein an den abgeschlossenen Übernahmen zu messen. Entscheidend ist vielmehr der Erfolg eines Unternehmens im langfristigen Wachstum, in der Steigerung von Marktanteilen bei gleichzeitiger Kostendisziplin. Übernahmen sind davon nur ein Teilaspekt – und vielleicht sogar nicht einmal der entscheidende.

Die Deutsche Börse wächst, und sie wächst unter anderem durch Übernahmen. Aber die erste Aufgabe des Managements muss immer sein, dafür zu sorgen, dass das Unternehmen auch aus eigener Kraft wachsen kann. Wachstum geht für die Deutsche Börse vor Konsolidierung. Konsolidierung um ihrer selbst willen wäre „empire building“ – und betriebswirtschaftlicher Unsinn. Und an imperialer Überdehnung haben sich schon viele verhoben – bzw. übernommen.

Es genügt nicht, auf Einkaufstour zu gehen und Tochterunternehmen zu sammeln wie andere Leute Jachten oder Luxuslimousinen. Das erhöht vielleicht die Lautstärke des

---

\* Der Verfasser ist Vorsitzender des Vorstands der Deutsche Börse AG. Der Beitrag wurde am 8. April als Vortrag auf einem Symposium des Frankfurter Institute for Law and Finance (ILF) zum Thema „Börsenkooperationen im Labyrinth des Börsenrechts“ gehalten. Die Vortragsform wurde beibehalten.

Medienechos. Das generiert vielleicht Aufträge für M&A-Berater. Aber es ist für sich genommen noch keine Strategie – und dies aus einem ganz einfachen Grund:

Bei einem Merger ist die eigentliche Probe aufs Exempel nicht der *Kauf* – so komplex ein solcher Prozess auch ist. Die eigentliche Probe aufs Exempel ist die erfolgreiche *Integration* – und das ist ein langfristiger Prozess: Er besteht darin, Synergieeffekte zu heben und dadurch Kosten zu senken. Er besteht darin, Kundengruppen zusammenzuführen und ihnen neue Produkte zu offerieren. Er besteht vor allem darin, die verschiedenen Unternehmenskulturen zu vereinigen. Dass dies gelingen kann, zeigt der Aufstieg des Joint Ventures der Deutschen Börse und der Schweizer Börse SWX, Eurex, zu einer der größten Derivatebörsen weltweit – eine Erfolgsstory, die seit 2007 mit ihrem neuen US-Partner ISE fortgeschrieben wird.

Die Deutsche Börse ist bereits ein international aufgestelltes Unternehmen, das entscheidende grenzüberschreitende Integrationsschritte erfolgreich absolviert hat. Und natürlich arbeitet die Deutsche Börse weiter darauf hin, durch Zukäufe neue Märkte zu erschließen – wenn die Märkte für unsere Kunden und für unsere Eigentümer interessant genug sind und wenn das der beste Weg ist, um Zugang zu diesen Märkten zu erhalten. Natürlich arbeitet die Deutsche Börse weiter darauf hin, durch Zukäufe unsere Position als „global player“ im internationalen Börsengeschäft zu stärken – und zwar als einziger „global player“, der in dieser Liga die gesamte Wertschöpfungskette anbietet.

### **Internationalisierung auf Basis des integrierten Geschäftsmodells**

Dass ein solches integriertes Geschäftsmodell vom Markt anders bewertet wird als von bestimmten Regulatoren, zeigt nicht nur unser Börsenkurs. Es wird auch und vor allem dadurch bestätigt, dass dieses Modell unter unseren Konkurrenten immer mehr Nachahmer findet:

Im letzten Jahr hat sich der schärfste Kritiker vertikaler Integration, die London Stock Exchange, durch ihren Zusammenschluss mit der Borsa Italiana einen integrierten Post-trade-Bereich mit eingekauft. Und momentan scheint sie sich um eine Komplettierung dieses Modells im Derivatebereich zu bemühen. So weit ist die Deutsche Börse bereits seit geraumer Zeit.

Inzwischen ist diesem Beispiel auch die Derivatetochter der NYSE Euronext, die Londoner Liffe, gefolgt. Sie hat angekündigt, einen eigenen Clearing-Bereich aufzubauen. Welcome to the future (im doppelten Wortsinn)!

Auch die Mitglieder der Schweizer Börse sowie die Aktionäre der SIS Swiss Financial Services Group und der Telekurs Holding haben im letzten Jahr einstimmig beschlossen, die Aktivitäten der drei Unternehmen unter einem gemeinsamen Dach zusammenzufassen.

Und nicht nur in Europa, auch weltweit findet das Modell Nachahmer. So haben die Börsen des dynamischen „emerging market“ Brasilien vor knapp zwei Wochen verkündet, dass auch sie sich auf eine voll integrierte Börsenorganisation geeinigt haben, um sich damit als führende Börsenorganisation Lateinamerikas zu etablieren.

Die Vorteile des integrierten Modells sowohl für die Eigentümer als auch für die Kunden einer Börse liegen auf der Hand:

- § Erstens schaffen sie Synergieeffekte, ermöglichen die vollautomatische Verarbeitung von Aufträgen und senken dadurch die Kosten.
- § Zweitens erleichtern sie die Entwicklung neuer Finanzprodukte und die Modernisierung der Technologie.

### **Wachstum aus eigener Kraft und Wachstum durch Konsolidierung**

Die Wachstumsstrategie der Deutschen Börse besteht aus drei Elementen:

- § erstens, der Ausweitung unseres Produktportfolios
- § zweitens, dem Ausbau unserer Technologieführerschaft
- § drittens, der Erschließung neuer Märkte durch die Internationalisierung unseres Geschäftsmodells

Erstens: Die Deutsche Börse erweitert ihr Angebot kontinuierlich nicht nur um neue Finanzinstrumente in bestehenden Asset-Klassen, sie erweitert auch ihr Portfolio an Anlageklassen insgesamt. Dafür einige Beispiele:

- § Eurex und die European Energy Exchange (EEX) haben Ende letzten Jahrs eine Zusammenarbeit beim Emissionshandel vereinbart. Damit steigt die Deutsche Börse in eine neue und immer wichtiger werdende Asset-Klasse ein – und leistet zugleich einen Beitrag für ein nachhaltiges und klimaschonendes Wirtschaften.
- § Auf der Kassamarkt-Seite hat die Deutsche Börse mit Xetra Gold unser Angebot um eine Asset-Klasse erweitert, die im „non-financial“-Bereich Anlagealternativen bietet – und gerade in diesen bewegten Zeiten sehr hoch im Kurs steht.

- § Gemeinsam mit der Schweizer Börse hat die Deutsche Börse den Handel mit strukturierten Produkten – Optionsscheinen und Zertifikaten – in der gemeinsamen Tochtergesellschaft Scoach gebündelt. Im zweiten Quartal dieses Jahrs wird dieser Handel komplett auf Xetra migriert. Damit wird er nicht nur effizienter. Über Xetra haben zudem Anleger grenzübergreifend Zugriff auf dieses Marktsegment. Mit Scoach entsteht somit die erste echte gesamteuropäische Börse für strukturierte Produkte.
- § Und das 100-prozentige Tochterunternehmen Clearstream der Deutschen Börse hat im März 2007 mit der Central Facility for Funds CFF ein sehr erfolgreiches neues Angebot zur Verwaltung von Investmentfondsanteilen entwickelt, das am europäischen Markt auf sehr positive Resonanz stößt. Inzwischen zählt CFF 21 Teilnehmer und bietet Zugang zu mehr als 15.000 Fondsklassen. Die europäische Investmentfondsbranche verzeichnete in den letzten drei Jahren einen Anstieg von 80 Prozent, und ihre Bedeutung, nicht zuletzt auch als Instrument der Altersvorsorge, wird weiter zunehmen.

Zweitens: Technologieführerschaft. Sowohl Xetra als auch Eurex haben am Kassa- und am Derivatemarkt in den zurückliegenden Monaten massiv in die Steigerung der Performanz ihrer Systeme investiert. Zum einen ist dies eine Antwort auf neue Handelsstrategien der Kunden der Deutschen Börse. So hat sich der Anteil des algorithmischen Handels, bei dem Aufträge von Computerprogrammen generiert werden, bei Eurex auf rund 30 Prozent und bei Xetra sogar auf rund 45 Prozent erhöht – und mit ihm auch die Anforderungen an die Verarbeitungsgeschwindigkeit: Sie findet inzwischen im Millisekundenbereich statt. Zum anderen hat die Deutsche Börse nicht zuletzt durch ihre permanenten technologischen Updates dafür gesorgt, dass die Handels- und Abwicklungssysteme auch der extremen Belastung standgehalten haben, die infolge der hohen Volatilität an den Märkten entstand.

Auch den Post-trade-Bereich modernisiert die Deutsche Börse kontinuierlich: So hat Clearstream vor kurzem erfolgreich eine neue Technologie für die Post-Trade-Infrastruktur eingeführt. Sie ermöglicht die Verarbeitung von Transaktionen in Echtzeit über den gesamten Abwicklungsprozess.

Drittens: Internationalisierung. Wachsen und im Wettbewerb bestehen kann die Deutsche Börse nur durch Internationalisierung. Und auch *weiter* wachsen und unseren Vorsprung auf Platz eins im weltweiten Börsenranking weiter ausbauen können kann die Deutsche Börse nur durch Internationalisierung. Diese

Internationalisierung kann erstens durch Wachstum aus eigener Kraft erfolgen, zweitens durch Zukäufe und drittens durch Kooperationen.

Erstens: Wachstum aus eigener Kraft bedeutet im Wesentlichen die Gewinnung neuer Kunden. Die Deutsche Börse konnte im letzten Jahr die bulgarische Börse als neuen Partner für ihren elektronischen Kassamarkt Xetra gewinnen. Ebenso haben die Börsen in Dublin und Wien ihre Verträge zur Nutzung von Xetra verlängert. Darüber hinaus hat die Deutsche Börse erstmals Teilnehmer aus dem Vereinigten Arabischen Emirat an das elektronische Xetra-Netzwerk angeschlossen.

Ähnlich die Entwicklung bei Eurex: Sie konnte im letzten Jahr ihr globales Netzwerk um Dubai erweitern. Und auch Clearstream hat Dubai in ihr globales Netzwerk aufgenommen. Sowohl am *Kassamarkt* als auch am *Derivatemarkt* als auch im *Post-Trade-Sektor* hat die Deutsche Börse den Finanzplatz Frankfurt damit an die kapitalkräftige Wachstumsregion Nahost angeschlossen.

Darüber hinaus hat Clearstream im letzten Jahr Niederlassungen in Singapur und Tokio eröffnet und einen Link nach Slowenien eingerichtet. Damit ist Clearstream an 45 Märkten weltweit präsent und neben Eurex einer der wichtigsten Geschäftsbereiche der Deutschen Börse, der bereits global aufgestellt ist.

Zum Stichwort globale Aufstellung ein ganz kurzer Exkurs: Xetra ist *nicht* aus *technologischen* oder *organisatorischen* Gründen bisher noch vor allem ein europäisches und noch kein wirklich globales Börsenhandelssystem. Das hat *regulatorische* Gründe. In den USA zum Beispiel ist es bisher wegen Bedenken der dortigen Wertpapieraufsicht SEC nicht möglich gewesen, Xetra-Handelsbildschirme aufzustellen. Doch auch in dieses Thema kommt seit etwa einem Jahr Bewegung. SEC-Chairman Christopher Cox hat eine Diskussion über die gegenseitige Anerkennung der Wertpapieraufsicht in Gang gebracht, die die Deutsche Börse sehr begrüßt und an der sie sich aktiv beteiligt.

Zweitens: Die Internationalisierung kann auch durch den Zusammenschluss mit einer anderen Börsenorganisation erfolgen. Dies ist besonders dann sinnvoll, wenn es um einen weit entwickelten und großen ausländischen Markt geht, der ohne einen starken, dort bereits etablierten Partner vor Ort schwer zu bearbeiten wäre. Ein gutes Beispiel dafür ist die Übernahme der amerikanischen Derivatebörse ISE durch Eurex. Sie gibt der Deutschen Börse Zugang zu einem neuen Währungsraum, in dem sie ihre Produkte vermarkten kann. Und sie gibt den Anlegern auf beiden Seiten des Atlantiks Zugang zu einer breiteren Produktpalette auf einer kostengünstigen, hochperformanten und streng überwachten elektronischen Börse. Als erstes

gemeinsames Großprojekt entwickeln Eurex und ISE ein neues elektronisches Handelssystem für den Optionshandel. Die Entwicklung dieses Systems wird mehrere Jahre in Anspruch nehmen, und die Technologieteams von ISE und der gesamten Gruppe Deutsche Börse können ihre umfangreiche Erfahrung einbringen. Zudem planen Eurex ISE und die Options Clearing Corporation (OCC) die Schaffung eines transatlantischen Trading- und Clearing-Links. Last but not least erweitert die Deutsche Börse den *transatlantischen* Link inzwischen bereits durch eine *transpazifische* Produktkooperation: durch ein Memorandum of Agreement zwischen der ISE und der Osaka Securities Exchange.

Drittens: Übernahmen sind nicht die allein selig machende Form der Konsolidierung unter dem Primat des Wachstums – internationale Partnerschaften sind eine weitere Option. Ein solches Abkommen zur Gründung eines Joint-Venture haben Anfang April die Zentralverwahrer Dänemarks, Griechenlands, Österreichs, Norwegens, der Schweiz und Spaniens sowie die Börsen-Tochter Clearstream Banking Frankfurt unterzeichnet. Das Joint Venture heißt Link Up Markets. Es vereinfacht das grenzüberschreitende Wertpapiergeschäft und erhöht dadurch die Effizienz des europäischen Wertpapiersektors. Die Kosten für die grenzüberschreitende Abwicklung können damit um bis zu 80 Prozent sinken. Dies erhöht nicht nur das Wachstumspotenzial der Deutschen Börse, sondern auch die Wettbewerbsfähigkeit des Finanzstandorts Europa.

Abschließend sei noch klargestellt: Erfolgreich kann eine auf Wachstum und Internationalisierung ausgerichtete Strategie in Zeiten zunehmenden Wettbewerbs nur dann sein, wenn bei allen Investitionen strenge Kostendisziplin gewahrt und die Kapitalstruktur effizient gemanagt wird. Denn der Wettbewerb, dem börsennotierte Unternehmen wie die Deutsche Börse ausgesetzt ist, herrscht nicht nur am Produktmarkt, in dem sie sich gegen andere Börsen und außerbörsliche Handelsplattformen bewähren müssen. Der Wettbewerb herrscht auch am Kapitalmarkt – und hier ist der entscheidende Indikator nicht der *Marktanteil*, hier zählt vor allem die *Marktkapitalisierung*.

### **Deutsche Börse im „peer group“-Vergleich**

Der Erfolg der Deutschen Börse am Kapitalmarkt im Vergleich zu ihrer „peer group“ bestätigt ihre Strategie. In den vergangenen Jahren hat die Deutsche Börse ihre Spitzenstellung unter den Börsenorganisationen der Welt weiter gefestigt. Sie hatte im deutschen Leitindex DAX 30 mit einem Kursplus von fast 95 Prozent die beste Performance aller deutschen Standardwerte. Zudem ist die Deutsche Börse im zurückliegenden Jahr als erste europäische Börsenorganisation in den Euro STOXX

50 aufgenommen worden – die Liste der 50 führenden börsennotierten Unternehmen Europas. Und während sich ihr Kurs im letzten Jahr fast verdoppelte, *sank* der Kurs der frisch fusionierten NYSE Euronext im letzten Jahr um 6 Prozent – so viel zum Thema Konsolidierung um jeden Preis.

Natürlich ist auch der Kurs der Deutschen Börse von der Krise am US-Hypothekenmarkt und ihren Auswirkungen auf den Finanzsektor weltweit nicht verschont geblieben. Die Deutsche Börse hat jedoch besser abgeschnitten als ihre Wettbewerber unter den gelisteten Börsenbetreibern und konnte so ihre Position als weltweiter Spitzenreiter der gelisteten Börsen verteidigen. Nach Zahlen der Nachrichtenagentur Bloomberg – Stand 15.4.2008 – führt die Deutsche Börse mit einer Marktkapitalisierung von 18,2 Milliarden Euro vor der CME Group mit 16,7 Milliarden, Hong Kong Exchanges mit 12,4 Milliarden und NYSE Euronext mit 10,9 Milliarden. Die jüngst mit der Borsa Italiana fusionierte London Stock Exchange folgt in dieser Rangliste, nach ICE, Nymex und Nasdaq OMX, weit abgeschlagen mit 4,2 Milliarden Euro.

Diese Zahlen dürften als Beleg für die Kernthese genügen, dass die Frage der *Konsolidierung* zunehmend hinter die Frage des *Wachstums* zurück tritt. Die Deutsche Börse hat sich konsequent für Wachstum entschieden, und zwar für *wertschaffendes* und strategisch sinnvolles Wachstum. Die Deutsche Börse wählt ganz pragmatisch den Weg, mit dem sie sich am schnellsten und am nachhaltigsten neue Märkte erschließen kann. Und diese Märkte sind zum einen der *größte* Kapitalmarkt der Welt, die USA, und zum anderen die am *schnellsten wachsenden* Kapitalmärkte der Welt, Osteuropa, Nahost und Asien. Je nach Land und je nach Lage wählt die Deutsche Börse das dafür am besten geeignete Format – sei es eine Übernahme, eine offenere Form der Kooperation oder auch den Aufbau eigener lokaler Strukturen.

# Kooperationen und Zusammenschlüsse von Börsen als Bewährungsprobe für das Börsenrecht

*Von Dr. Roger Müller, Frankfurt am Main\**

## 1. Einleitung

Eine Börsenorganisation muss im Rahmen ihrer strategischen Überlegungen auch den Teilaspekt „Börsenkonsolidierung“ berücksichtigen, wenn sie sich in globalen Märkten behaupten will. Die nachfolgenden Betrachtungen fokussieren auf diesen Teilaspekt. Das wird notwendigerweise etwas tiefer in das Labyrinth des Börsenrechts hineinführen.

Es gilt darzulegen, welchen börsenrechtlichen Besonderheiten Überlegungen zu Kooperationen und Zusammenschlüssen von Börsen ausgesetzt sind und wie man versucht, diesen in der Praxis gerecht zu werden, um dennoch die jeweils angestrebten Gestaltungsziele zu erreichen. Vorweg sei aber auch auf das gestiegene Interesse am Gebiet des Börsenrechts hingewiesen. Es handelt sich immerhin um ein Rechtsgebiet, das in der Vergangenheit oft als sehr spezifisch und eigenwillig, jedenfalls aber für Anwälte als kaum gewinnträchtig praktikierbar betrachtet wurde. Einschlägige Lehrbücher beginnen zumeist mit rechtshistorischen Ausführungen, wie etwa dem Hinweis auf den Zusammenschluss der Berliner Getreidehändler, die ihren Handelsplatz in das Variete „Feenpalast“ verlegt hatten, um sich der Börsenordnung der Berliner Getreide- und Produktenbörse zu entziehen, womit sich dann das Preußische OVG im Jahre 1898 in der gleichnamigen Entscheidung bei der Bestimmung des Börsenbegriffs zu befassen hatte.<sup>1</sup> Dessen ungeachtet gibt es aber eine ganze Reihe für die Rechtspraxis interessanter rechtlicher Vorgänge und Gestaltungsmöglichkeiten, mit denen eine Börsenorganisation konfrontiert wird, besonders wenn sie entlang der Wertschöpfungskette im Wertpapierhandel aufgestellt ist.

Zunächst ist aber zum Verständnis auf einige Besonderheiten der Börsenstruktur unter deutschem Recht einzugehen und insbesondere das zweistufige System von Börsenträger und öffentlichrechtlicher Börse vorzustellen. Erst auf dieser Grundlage wird deutlich, auf welchen unterschiedlichen Konstruktionsebenen sich die Überlegungen zu Kooperationen und Zusammenschlüssen von Börsen regelmäßig und fast zwangsweise abspielen. Daneben soll auch die Struktur der Börsenaufsicht kurz erläutert werden, denn dies ist ebenfalls Voraussetzung für das Verständnis der Thematik. Dabei werden sich grundlegende und immer wiederkehrende Problemfelder zeigen, deren Bewältigung an einigen Beispielen gelungener Transaktionen erläutert wird.

---

\*Der Beitrag wurde als Vortrag auf einem Symposium des Frankfurter Institute for Law and Finance (ILF) zum Thema „Börsenkooperationen im Labyrinth des Börsenrechts“ gehalten. Die darin getroffenen Aussagen spiegeln lediglich die Sichtweise des Verfassers wider.

<sup>1</sup> „Feenpalast“-Entscheidung des Preußischen Oberverwaltungsgerichts, PrOVGE 34, 315 ff.

## 2. Die Struktur des deutschen Börsensystems

Das deutsche Börsensystem ist gekennzeichnet durch die rechtliche Trennung von Börsenträger und Börse. Das wird nicht immer deutlich. Spricht man von der „Deutschen Börse“, meint man oftmals eigentlich die Frankfurter Wertpapierbörse (FWB) und umgekehrt. Es muss aber unterschieden werden, so wie das hier am Beispiel der Frankfurter Wertpapierbörse erklärt werden soll.

Die eigentliche Börse, im vorliegenden Fall die Frankfurter Wertpapierbörse, ist rechtlich eine Anstalt des öffentlichen Rechts.<sup>2</sup> Man kennt solche Anstalten aus anderen Gebieten: Es sind dies zum Beispiel öffentlichrechtliche Rundfunkanstalten oder im kommunalen Bereich Schulen und Museen. Im wirtschaftlichen Betätigungsfeld können hier auch kommunale Sparkassen genannt werden.<sup>3</sup> Die Börse ist ein organisatorisch verselbstständiger Träger mittelbarer Staatsverwaltung, was zugleich, und das ist wichtig, bedeutet, dass ihr als Marktveranstalter die Eigenverantwortung für die Ordnungsmäßigkeit des Börsenhandels übertragen ist. Die Börse besitzt autonome Rechtssetzungsbefugnis, die so genannte Satzungsgewalt. Die entsprechenden Ermächtigungsgrundlagen für die Börse als „Self-regulatory Organisation“ finden sich im Börsengesetz.<sup>4</sup> Sie kann, etwa durch Erlass der Börsenordnung, den Börsenhandel reglementieren und die Rechtsverhältnisse zu ihren Benutzern (Emittenten, Handelsteilnehmer) regeln. Die Börse besitzt lediglich Teilrechtsfähigkeit.<sup>5</sup> Sie ist beteiligungsfähig im Verwaltungsverfahren und parteifähig im Verwaltungsgerichtsprozess. Im übrigen bedient sie sich, soweit es auf Eigentümerstellung oder Rechte und Pflichten aus Rechtsgeschäften ankommt, ihres Börsenträgers.

Die Börse handelt durch ihre Börsenorgane, also den Börsenrat, die Börsengeschäftsführung, die Handelsüberwachungsstelle und den Sanktionsausschuss. Die Börsengeschäftsführung leitet die Börse und vertritt sie gerichtlich und außergerichtlich.<sup>6</sup> Sie überwacht die Einhaltung der Pflichten der Handelsteilnehmer und ist zuständig für die Zulassung von Handelsteilnehmern und Wertpapieren. Sie sorgt auch für die Aufrechterhaltung der Ordnung in den Börsenräumen, eine Aufgabe, die im Zeitalter der Elektronik zugegebenermaßen in den Hintergrund tritt.<sup>7</sup> Die Börsengeschäftsführung kann als Behörde im verwaltungsrechtlichen Sinne gerichtlich überprüfbare Verwaltungsakte erlassen. Der Börsenrat bestellt und überwacht die Geschäftsführung, ist daneben aber auch zuständig für den Erlass der maßgeblichen Börsenregelwerke, also der Börsenordnung, der Bedingungen für Geschäfte an der Börse,

---

<sup>2</sup> § 2 Abs. 1 BörsG.

<sup>3</sup> Zum Begriff der Anstalt des öffentlichen Rechts siehe auch Maurer, Allg. VerwR, § 23, Rn. 46ff.

<sup>4</sup> § 2 Abs. 1 BörsG i.V.m. § 12 Abs. 2 Nr. 1 BörsG.

<sup>5</sup> § 2 Abs. 1 BörsG.

<sup>6</sup> Zur rechtlichen Stellung der Börsengeschäftsführung siehe § 15 BörsG.

<sup>7</sup> Auch an der Frankfurter Wertpapierbörse gibt es neben dem elektronischen Handel im Handelssystem Xetra auch noch den Präsenzhandel, auch Parketthandel genannt. Allerdings machen mittlerweile in Deutschland die Handelsumsätze auf Xetra circa 98 % des gesamten Aktienhandels an deutschen Wertpapierbörsen aus (Quelle: Deutsche Börse AG, Monatsstatistik Kassamarkt, Stand 31. März 2008).

der Gebührenordnung und der Zulassungsordnung für Börsenhändler, allesamt Satzungsrecht der Börse.<sup>8</sup> Außerdem bedarf die Einführung technischer Handels- und Abwicklungssysteme an der Börse seiner Zustimmung. Die vom Börsengeschehen betroffenen Marktteilnehmerkreise sind rechtlich zwingend in ihm vertreten, also die Gruppen der Kredit- und Finanzinstitute, Wertpapierhandelsbanken, Skontroführer, Emittenten, Kapitalanlagegesellschaften und Anleger<sup>9</sup>. Obwohl es sich um persönliche Mandate handelt, wird deutlich, dass hier, anders als beim Aufsichtsrat einer Aktiengesellschaft, neben der Pflicht, das Amt im Interesse der Börse auszuüben, auch die Interessenvertretung für die jeweilige Gruppierung eine Rolle spielt. Das ist dann natürlich auch von Bedeutung bei der Beurteilung, ob und wann ein Interessenkonflikt vorliegt.

Dem Börsenrat ist bei Kooperations- und Fusionsabkommen des Börsenträgers, die den Börsenbetrieb betreffen, zuvor Gelegenheit zur Stellungnahme zu geben.<sup>10</sup> Das beinhaltet kein Zustimmungserfordernis, stellt jedoch sicher, dass die Auffassung des Börsenrats auch bei Maßnahmen auf Ebene des Börsenträgers Gehör findet. Ergänzt wird dies durch ein „hartes“ Zustimmungserfordernis in der Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse, wenn es auf *Börsenebene* um Kooperationen mit anderen Börsen und Organisationen geht, die Auswirkungen auf den Entscheidungsspielraum der FWB haben können.<sup>11</sup> Die beiden weiteren Organe der Börse, die Handelsüberwachungsstelle<sup>12</sup> und der Sanktionsausschuss<sup>13</sup> kümmern sich um die Einhaltung der Regelungen betreffend den Handel an der Börse und die Börsengeschäftsabwicklung, wobei die Handelsüberwachungsstelle die Einhaltung der Regelungen überwacht und Verstöße ermittelt und der Sanktionsausschuss, wie der Name schon sagt, Regelverletzungen feststellt und die betreffenden Handelsteilnehmer oder Emittenten mit Sanktionen belegt. Die Börsenorgane nehmen die Ihnen zugewiesenen Aufgaben allein im öffentlichen Interesse wahr und werden nicht zum Schutz individueller Anlegerinteressen tätig.<sup>14</sup>

### 3. Die Börsenaufsicht

Beaufsichtigt wird die Börse durch die zuständige Börsenaufsichtsbehörde ihres Sitzlandes, die im Fall der Frankfurter Wertpapierbörse beim Hessischen Ministerium für Wirtschaft, Verkehr und Landesentwicklung in Wiesbaden angesiedelt ist. Anders als dies bei der Marktaufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) der Fall ist, ist Börsenaufsicht Ländersache. Es handelt sich dabei um eine Rechtsaufsicht, die im Wesentlichen auf die Börse und ihre Organe gerichtet ist.<sup>15</sup> Sie blickt aber, sozusagen durch das Börsenfenster, auch auf die Börsengeschäftsabwicklung.

---

<sup>8</sup> Zu Stellung und Aufgaben des Börsenrats siehe § 12 Abs. 2 BörsG.

<sup>9</sup> § 12 Abs. 1 BörsG.

<sup>10</sup> § 12 Abs. 2 S. 4 BörsG.

<sup>11</sup> § 4 Abs. 2 Nr. 3 BörsO FWB.

<sup>12</sup> Zu Stellung und Aufgaben der Handelsüberwachungsstelle (HÜSt) siehe § 7 BörsG.

<sup>13</sup> Zu Stellung und Aufgaben des Sanktionsausschusses siehe § 22 BörsG.

<sup>14</sup> § 7 Abs. 6 BörsG; § 12 Abs. 6 BörsG; § 15 Abs. 6 BörsG; § 22 Abs. 2 S. 3 BörsG.

<sup>15</sup> Zu Stellung und Aufgaben der Börsenaufsichtsbehörde siehe § 3 BörsG.

Der Börsenaufsicht obliegen daneben die Genehmigung bestimmter Börsenregelwerke<sup>16</sup> und die Beaufsichtigung der Einhaltung der börsenrechtlichen Vorschriften und der Durchführung eines ordnungsgemäßen Handels an der Börse. Sie kann entsprechende Anordnungen erlassen.

Da die Börse überhaupt erst durch die Erteilung der Erlaubnis an den Börsenträger errichtet wird, dieser damit als Beliehener zum Betrieb berechtigt und verpflichtet wird<sup>17</sup>, unterliegt aber auch der Börsenträger insoweit der Beaufsichtigung durch die Börsenaufsichtsbehörde, als es um den Betrieb der Börse geht. Denn als Träger hat er der Börse auf Anforderung durch deren Geschäftsführung die zur Durchführung und angemessenen Fortentwicklung des Börsenbetriebs erforderlichen finanziellen, personellen und sachlichen Mittel zur Verfügung zu stellen. Darin findet die Beaufsichtigung des Börsenträgers zugleich auch ihre Beschränkung. Das ist insbesondere dann nicht ganz unwichtig, wenn ein Börsenträger zugleich in ganz anderen Geschäftsfeldern tätig ist, so wie dies bei der Deutsche Börse AG der Fall ist.

Die Deutsche Börse AG ist weit mehr als nur der Träger der FWB.

Sie betreibt unter dem Teilkonzern Eurex gemeinsam mit der Schweizer Börse SWX eine der weltweit führenden Terminbörsen, hierzulande als Eurex Deutschland. Unter der Eurex Gruppe findet sich daneben mit der Eurex Clearing AG einer der bedeutenden europäischen Clearingdienstleister. Als solcher tritt die Eurex Clearing AG auch als zentraler Kontrahent, also CCP, sowohl auf der Derivatenseite<sup>18</sup>, als auch auf der Kassamarktseite<sup>19</sup> als Vertragspartner zwischen die Teilnehmer des Handelsgeschäfts. Sie anonymisiert dieses so und gestaltet es aus Risikosicht effizient und beherrschbar. Ebenfalls Teil der Eurexgruppe sind die außerbörslichen Handelsplattformen Eurex Repo und Eurex Bonds<sup>20</sup>. Auch die nach dem kürzlich erfolgten Merger hinzugetretene International Securities Exchange (ISE) ist Teil der Eurex-Gruppe. Ein weiterer Teilkonzern innerhalb der Gruppe Deutsche Börse ist die Wertpapierabwicklungstochter Clearstream International mit ihren Untereinheiten Clearstream Banking Frankfurt und Clearstream Banking Luxemburg. Mit Clearstream Banking Luxemburg besitzt die Gruppe Deutsche Börse ein weltweit tätiges Abwicklungsinstitut im *ausserbörslichen* Geschäft mit festverzinslichen Wertpapieren. Daneben werden über die Deutsche Börse Systems AG Handels und Abwicklungssoftware sowie der technische Betrieb von Handelsplätzen angeboten. Zu nennen sind des weiteren die Kursvermarktung und das Indexgeschäft, das die Deutsche Börse AG als privater Anbieter betreibt. Die Gruppe Deutsche Börse bewegt sich damit in einem komplexen Regelungs- und Aufsichtsgeflecht. Zuständig für die Beaufsichtigung der DBAG und ihrer Gruppengesellschaften sind in Teilbereichen auch die BaFin, die Luxemburgische CSSF, die schweizerische EBK, in den USA die SEC und die CFTC, aber auch die britische

---

<sup>16</sup> Genehmigungsbedürftige Regelwerke sind die Börsenordnung (§ 16 Abs. 3 S. 1 BörsG), die Gebührenordnung (§ 17 Abs. 2 BörsG) und die Zulassungsordnung für Börsenhändler (§19 Abs. 6 S. 4 BörsG).

<sup>17</sup> § 5 Abs. 1 BörsG.

<sup>18</sup> Nr. 1.4. BörsO Eurex.

<sup>19</sup> § 41 Abs. 1 BörsO FWB.

<sup>20</sup> Es handelt sich dabei um Multilaterale Handelssysteme (MTFs) im Sinne § 2 Abs. 3 Nr. 8 WpHG.

FSA. Der Zuständigkeitsbereich der Börsenaufsicht als Rechtsaufsicht findet dort seine Grenzen, wo es nicht mehr um den Betrieb der Börse geht.

Die Börsenaufsicht kontrolliert im Wege der so genannten Anteilseignerkontrolle, ähnlich den Befugnissen der Bankenaufsicht im Kreditwesengesetz, auch die Inhaber bedeutender Beteiligungen an einem Börsenträger.<sup>21</sup> Wer beabsichtigt, eine bedeutende Beteiligung an einem Börsenträger zu erwerben, oder aber zu veräußern, muss dies der Aufsicht anzeigen. Über eine bedeutende Beteiligung spricht man, wenn, vereinfacht gesagt, unmittelbar oder mittelbar mindestens 10% der Stimmrechte gehalten werden. Weitere Schwellenwerte, nämlich 20, 33 und 50% lösen weitere Mitteilungspflichten aus. Stellt die Börsenaufsicht fest, dass der betreffende Investor nicht zuverlässig ist und den im Interesse einer soliden umsichtigen Führung des Trägers der Börse zu stellenden Anforderungen nicht genügt oder die Durchführung und angemessene Fortentwicklung des Börsenbetriebs beeinträchtigt werden, so kann sie die Ausübung der Stimmrechte untersagen und bis hin zur Veräußerung Anordnungen treffen. Eine Regelung wie diese findet sich auch in vielen ausländischen Rechtsordnungen in der einen oder anderen Form und ist natürlich im Fall von Börsenkooperationen zu beachten.

#### **4. Kooperationen auf *Börsenebene***

Die duale Struktur des deutschen Börsensystems ist eine deutsche Besonderheit, da andere Staaten eine solche Trennung grundsätzlich nicht kennen. Zumeist ist die Börse dort als *eine* Einheit dem privaten Gesellschaftsrecht zugeordnet. Sie unterliegt zwar in ihrem Betätigungsfeld besonderen Rechtsregeln (in den USA etwa dem Exchange Act<sup>22</sup>) und wird von einer Aufsichtsbehörde überwacht, aber das unterscheidet sie nicht grundlegend von Unternehmen anderer Branchen. Man hat in der Vergangenheit immer wieder darüber nachgedacht, ob dieses duale deutsche Börsensystem noch zeitgemäß und richtig ist.<sup>23</sup> Aber nicht zuletzt mit der Begründung, dass nur durch eine Ansiedelung der Börse im öffentlichen Recht die einseitige Rechtssetzungsgewalt begründet werden könne, die für die dauerhafte Einheitlichkeit der Handelsbedingungen so wichtig ist, hat man entsprechende Änderungsvorschläge nicht weiterverfolgt.

Aus diesem Überblick über die Börsenorganisation wird ersichtlich, dass es unter Beteiligung einer deutschen Börsenorganisation *zwei* Ebenen gibt, auf denen man bei Kooperationsvorhaben ansetzen kann: Die Trägergesellschaft und die Börse selbst. Zunächst sollen auf der Börsenebene einige Grundkonstellationen aufgezeigt werden.

- a. Eine Übernahme bzw. ein Erwerb einer öffentlichrechtlichen Börse durch eine andere öffentlichrechtliche Börse begegnet Schwierigkeiten, da die Teilrechtsfähigkeit einer Börse die Trägerschaft einer anderen Börse nicht zulassen dürfte. Im übrigen fehlt es auch an der Fungibilität der zu erwerbenden

---

<sup>21</sup> § 6 BörsG. Die Regelung zur Anteilseignerkontrolle bei Börsenträgern trat mit dem 4. Finanzmarktförderungsgesetz (BGBl. I 2002, S. 2010) in Kraft und ist der für Kreditinstitute geltenden Regelung in § 2c KWG nachgebildet.

<sup>22</sup> US Securities Exchange Act of 1934, 48 Stat. 881 (June 6, 1934), 15 U.S.C. § 78a et seq.

<sup>23</sup> Vgl. hierzu Blumentritt, die privatrechtlich organisierte Börse, Frankfurt am Main 2003.

- Börse. Hier müsste eine „Übertragung“ der Börsengenehmigung unter Einschaltung der zuständigen Börsenaufsichtsbehörde stattfinden.
- b. Den Zusammenschluss von öffentlichrechtlichen Börsen gibt es bereits in der Praxis. Grundlage dafür ist ein entsprechendes Gesetz.<sup>24</sup> Anders können die Rechtsbeziehungen der jeweiligen Börsen zu ihren Handelsteilnehmern und Emittenten nicht übergehen.
  - c. Mehrere öffentlichrechtliche Börsen können durch einen Träger betrieben werden, wie dies am Beispiel der gemeinsamen Trägerschaft der Börsen in Hamburg und Hannover durch die BÖAG Börsen Aktiengesellschaft mit Doppelsitz in Hamburg und Hannover erkennbar ist. Dabei existieren jedoch die beteiligten Börsen selbständig weiter, mit ihren jeweiligen, auch unterschiedlich besetzten Organen.
  - d. Sonstige Kooperationen oder eine Zusammenarbeit auf Produktebene setzen immer voraus, dass die voneinander unabhängigen Organe der Börsen zustimmen und auch die Handelsteilnehmer und Emittenten die entsprechenden Entscheidungen auf ihrer Seite mittragen. So können zwei Wertpapierbörsen zwar gut und gerne im Rahmen des rechtlich Zulässigen vereinbaren, eine bestimmte Dienstleistung nur hier oder dort anzubieten. Am Ende jedoch entscheidet z.B. der Emittent, wo er sein Produkt listet.
  - e. Eine Trägerschaft einer öffentlichrechtlichen Börse in Deutschland durch eine ausländische Börse ist grundsätzlich denkbar, wenn die ausländische Börse die entsprechende Rechtsmacht besitzt und die inländische Börsenaufsicht zustimmt. Doch auch ausländische Börsen agieren, soweit es um ihre konzernrechtliche Aufstellung geht, weitgehend durch eine der ausländischen Börse selbst übergeordnete Holdinggesellschaft.

## **5. Kooperationen auf Ebene des Börsenträgers**

Es wird deutlich, dass sich Börsenkooperationen vorrangig auf der Träger- oder Holdingebene abspielen. Hier sind viele Konstruktionen denkbar, auch grenzüberschreitend. Zu denken ist dabei an Kooperationen mit sehr begrenztem Inhalt, wie etwa eine Zusammenarbeit im Bereich einzelner Produkte oder Services, aber auch an Formate, die zu strukturellen Verbindungen führen. Das reicht vom Erwerb einer Minderheitsbeteiligung, unter Umständen begleitet durch die Vereinbarung einer strategischen Allianz, bis hin zu echten Zusammenschlüssen, sei es im Wege einer Übernahme oder aber einer gesellschaftsrechtlichen Transaktion, etwa eines Legal Merger. Vorfrage ist aber immer, ob und welche Transaktion Sinn macht. Das beurteilt sich danach, welchen Wert man damit schaffen kann, also welche Synergien auf Kosten-

---

<sup>24</sup> Etwa das Gesetz zu dem Staatsvertrag über den Zusammenschluss der Berliner Wertpapierbörse und der Bremer Wertpapierbörse zu einer gemeinsamen Wertpapierbörse Berlin-Bremen und die Zusammenarbeit der Börsenaufsichtsbehörden des Landes Berlin und der Freien Hansestadt Bremen, GVBl. 59, Nr.11 v. 18.03.2003.

und Ertragsseite gehoben werden können. Hat man die Sinnhaftigkeit einer Verbindung bejaht, dann stellt sich rasch die Frage nach dem richtigen Weg dorthin, also nach der Transaktionstechnik. In rechtlicher Hinsicht gibt es dafür ein breites Instrumentarium:

- a. Ein Kauf des Zielobjekts im Wege eines Unternehmenskaufs, wenn die Eigentümer bekannt, zahlenmäßig überschaubar und veräußerungsbereit sind.
- b. Ein Erwerb durch ein Übernahmeangebot bei einer größeren inhomogenen Eigentümerstruktur, gegebenenfalls auch im Wege eines formellen öffentlichen Übernahmeangebots im Fall eines Zielobjektes, dessen Anteile selbst zum Handel an einem regulierten Markt zugelassen sind.
- c. Das Zusammenführen zweier Gesellschaften als so genannter Merger of Equals unter einer gemeinsamen Holding durch parallele Übernahmeangebote einer NewCo an die Aktionäre der beiden Gesellschaften. Unter Umständen folgt dann noch die Verschmelzung einer oder beider Gesellschaften auf die NewCo. Vorteilhaft sind solche NewCo Konstruktionen in grenzüberschreitenden Fällen, aber auch, um Anfechtungsrisiken zu vermeiden.
- d. Ein Legal Merger durch Verschmelzung nach Umwandlungsrecht. In grenzüberschreitenden Fällen innerhalb der EU muss man sich dafür nicht mehr auf vage Rechtsprechungsgrundsätze der SEVIC Entscheidung<sup>25</sup> des EuGH stützen. Man kann auch auf die nationalen Regelungen zur Umsetzung der Übernehmerichtlinie (jedenfalls dort, wo bereits umgesetzt) zurückgreifen.<sup>26</sup> Oder aber man nutzt die Rechtsform der Societas Europaea.<sup>27</sup> Aber auch bei Beteiligung von Gesellschaften außerhalb der EU gibt es Techniken, wie etwa die im amerikanischen Gesellschaftsrecht bekannten Formen des Triangular Merger, um einen gesellschaftsrechtlichen Zusammenschluss zu erreichen.

Neben den steuerlichen Konsequenzen sind dabei weitere grundlegende Gegenstände zu prüfen: Müssen die Hauptversammlungen der beteiligten Rechtsträger befragt werden und wenn ja, wozu genau? Wie hoch ist dabei das Anfechtungsrisiko und wie lässt sich eine Blockade überwinden?<sup>28</sup> Wie lassen sich Minderheitsbeteiligungen am Zielobjekt

---

<sup>25</sup> EuGH, Rs. C – 411/03 vom 13.12.2005, Sevic Systems AG.

<sup>26</sup> Für Deutschland §§ 122 a ff. UmwG.

<sup>27</sup> Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8.10.2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE), in Deutschland umgesetzt durch das Gesetz zur Einführung der Europäischen Gesellschaft (SEEG) vom 22.12.2004, BGBl. I, Nr.73 v. 28.12.2004, S. 3675ff.

<sup>28</sup> Die nach BGHZ 83, 122 (Holzmüller) und BGHZ 159, 30 (Gelatine) bestehende, aber eingeschränkte Mitwirkungskompetenz der Hauptversammlung wird teilweise als ein Mangel deutscher Corporate Governance mit der Behauptung kritisiert, dass in anderen Rechtsordnungen durchweg eine Befragung des Aktionariats bei derartigen Transaktionen üblich und vorgesehen sei. Abgesehen davon, dass letzteres so nicht zutrifft (vgl. Paefgen, ZHR 172, 42 ff. (2008) für die Situation in den USA und UK), eine derartige Zustimmungspflicht wäre unter deutschem Aktienrecht auch kaum handhabbar. Die Reichweite des

nach der Transaktion vermeiden bzw. bereinigen? Welche Abfindungsansprüche ausscheidender Aktionäre müssen ins Kalkül gezogen werden? Welches Schicksal erfährt die Mitbestimmung bei einem beteiligten deutschen Rechtsträger? Wie wird der Zusammenschluss aus wettbewerbsrechtlicher Sicht beurteilt und wer beurteilt ihn? Wie sichert man die gewählte Transaktion strukturell möglichst gut gegen potenzielle Mitbieter ab bzw. wie reagiert man auf einen Competitive Bid? Welche Erfordernisse bestehen insbesondere auch unter anwendbarem ausländischen Recht beim Anbieten von Aktien als Gegenleistung? Dabei spielt das Maß der Transaktionssicherheit, oder umgekehrt: die Höhe des „Execution Risk“ eine wichtige Rolle bei den Überlegungen.

## **6. Besonderheiten bei der Beteiligung von Börsen**

Hierzu treten bei Beteiligung von Börsenorganisationen aus mehreren Gründen einige ganz spezifische Problemstellungen.

- a. Börsenorganisationen werden ungeachtet der Entwicklungen im Hinblick auf die Internationalisierung, ja Globalisierung des Geschäfts sowie ihre Gewinnerorientierung und Demutualisierung weiterhin als nationales, teilweise regionales Gut eingestuft. Man möchte mit einer eigenen Börse die „Kapitalmarktfähigkeit“ eines Finanzplatzes sichern. Eine Börse steht im Mittelpunkt des Kapitalmarktgeschehens und ist zugleich Mittler der Interessen von Emittenten, Investoren und Handelsteilnehmern. Jede Transaktion muss also auch den Standort berücksichtigen. Aus diesem Grund wird man kaum eine an einer Transaktion beteiligte Börse „untergehen“ sehen. Vielmehr werden organisatorische Strukturen erhalten und man versucht, dennoch die angestrebten wirtschaftlichen Synergien zu erreichen.
- b. Börsen sind Marktplätze, deren Geschäft von der Beteiligung ihrer Handelsteilnehmer und – im Kassamarkt – auch der Emittenten abhängt. Diese Teilnehmer bzw. im Fall der Emittenten deren Wertpapiere werden, wenn sie sich für einen Handelsplatz entschieden haben, dort nach spezifischen Regelungen zugelassen.<sup>29</sup> Der Betreiber eines solchen Marktplatzes kann nun nicht einseitig beliebige Verlagerungen vornehmen, sondern ist auf die Bereitschaft der Marktteilnehmer angewiesen. Hier schließen und dort mit den gleichen Kunden aufmachen funktioniert meist nicht.
- c. Börsen haben Regelsetzungsbefugnis, können diese aber nur mit Zustimmung ihrer den Markt repräsentierenden Organe und der

---

Anfechtungs- und damit Blockaderechts, aber auch der schwergängige Prozess einer deutschen Hauptversammlung und die Verpflichtung zur Offenlegung wichtiger taktischer Details zu einem frühen Zeitpunkt dürften einem deutschen Bieter dabei gerade in der Situation eines Bieterwettstreits zum Nachteil gereichen.

<sup>29</sup> Zur Zulassung von Handelsteilnehmern an der FWB siehe §§ 32 ff. BörsO FWB; zur Zulassung von Wertpapieren siehe §§ 42 ff. BörsO FWB.

zuständigen Aufsichtsbehörde ausüben. Das im Rahmen einer Transaktion gewünschte „Common Rulebook“ aller beteiligten Börsen lässt sich oft nur teilweise und über einen längeren Zeitraum hinweg erreichen.

- d. Jede beteiligte Börse unterliegt einer eigenen Aufsicht, die zudem in grenzüberschreitenden Fällen auf der Basis unterschiedlicher Rechtsregeln arbeitet. Jede Transaktion, an der mehrere Börsen beteiligt sind, hat dies zu berücksichtigen. Dabei muss die Zusammenarbeit der verschiedenen Aufsichtsbehörden gewährleistet sein. Grundlage dafür sind in den meisten Fällen so genannte Memoranda of Understanding zwischen den betreffenden Aufsehern, in denen Regelungen zur Zusammenarbeit niedergelegt werden.<sup>30</sup> Dabei liegt die Initiative und die Ausgestaltung natürlich in den Händen der Aufsichtsbehörden. Gegebenenfalls sind auch so genannte spill-over Effekte zu vermeiden, also das unerwünschte Überschwappen fremden und nicht als passend empfundenen Aufsichtsrechts auf Börse und Marktteilnehmer. Hierfür werden gegebenenfalls auch Trust-Lösungen entwickelt, die im kritischen Fall eingreifen und besondere Stimmrechte besitzen. Auch endet die Reichweite der Kompetenzen der jeweiligen Aufsichtsbehörde regelmäßig an der Staatsgrenze. Es müssen daher Hilfskonstruktionen gefunden werden, mit denen die jeweilige Aufsichtsbehörde ihre berechtigten Überwachungsinteressen, etwa im Bereich der Kontrolle einer ausländischen Konzernobergesellschaft (Anteilseigner, Organmitglieder), dennoch durchsetzen kann.
- e. Die wettbewerbsrechtliche Beurteilung von Börsenzusammenschlüssen wird oft durch den hohen Abstraktionsgrad des Geschäfts und die rasch voranschreitende Entwicklung erschwert. Es besteht die Gefahr, dass in überkommenen Kategorien gedacht wird oder Teilbereiche eines Marktes außer Acht gelassen werden, die ihn tatsächlich wesentlich weiter definieren. Hier seien nur die Erfassung des außerbörslichen OTC Handels, die besonderen Charakteristika einzelner Produktgruppen und die Globalisierung des Derivategeschäfts genannt.

## 7. Beispiele

Dass man trotz dieser Schwierigkeiten zum Ziel gelangen kann, kann an folgenden Beispielen erläutert werden.

### a. Beispiel Eurex

Im Jahre 1998 kamen die damalige SWX Swiss Exchange und die Deutsche Börse AG überein, ihre Aktivitäten im Bereich börslicher Derivate zusammenzulegen. Anders als im Kassamarkt, bei dem Dritte (Emittenten) ihre Produkte (Wertpapiere) listen lassen,

---

<sup>30</sup> Siehe etwa “Memorandum of understanding concerning consultation, cooperation and the exchange of information related to market oversight and the supervision of financial services firms”, [www.bafin.de](http://www.bafin.de).

haben Derivatebörsen eigene Produkte. Man hätte also daran denken können, die Gesamtheit der Produkte an einer Börse zu handeln. Das tat man jedoch nicht, sondern beließ es bei den beiden existierenden Börsen in der Schweiz und in Deutschland. Man führte sie jedoch unter gleicher Marke (*Eurex* Zürich und *Eurex* Deutschland) und unter einem gesellschaftsrechtlichen Dach zusammen, indem man die Trägerin der Börse *Eurex* Deutschland, die *Eurex* Frankfurt AG, zu einer Tochtergesellschaft der *Eurex* Zürich AG machte. An dieser *Eurex* Zürich AG wiederum beteiligte man die beiden Joint Venture Partner Deutsche Börse AG und SWX jeweils zur Hälfte. Dem unterschiedlichen Geschäftsvolumen und Potenzial wurde man mit Festlegung eines abweichenden ökonomischen Beteiligungsschlüssels gerecht. Er beträgt heute 85:15 zugunsten der Deutschen Börse AG. Clearinghaus wurde die *Eurex* Clearing AG als eine 100%ige Tochtergesellschaft der *Eurex* Frankfurt AG. Damit konnte man beide Börsen aufrechterhalten und zugleich in einer gesellschaftsrechtlichen Struktur vereinen. Eine den Interessen und dem Anteil beider Parteien gerecht werdende Corporate Governance Struktur rundete das Konzept ab. Auf der Börsenebene erreichte man die gewünschte Vereinheitlichung durch ein nahezu identisches Regelwerk für beide Börsen. Abweichungen blieben auf wenige Besonderheiten des nationalen Rechts beschränkt. Dass dies möglich war, ist auch der guten Zusammenarbeit auf Aufsichtsebene zwischen der hessischen Börsenaufsicht und der Eidgenössischen Bankenkommission zu verdanken. Vor allem aber überführte man den Handel an beiden Börsen auf eine gemeinsame technische Handelsplattform, das *Eurex* System. Dieses Joint Venture entwickelte sich im Laufe der Jahre zur größten und erfolgreichsten Terminbörse weltweit.

#### b. Beispiel: Scoach

Mit Beginn des Jahres 2007 führten die Deutsche Börse AG und die SWX Group in ihrem Joint Venture Scoach den Handel mit strukturierten Produkten, also insbesondere Optionsscheinen und Zertifikaten, zusammen. Im Rahmen dieses Joint Venture werden strukturierte Produkte in Deutschland weiterhin an der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt. Gleichzeitig ist die FWB Plattform für den europäischen Handel dieser Produkte in Euro. In der Schweiz wurde speziell für dieses Segment eine neue Börse gegründet. In diese brachte die SWX ihr bestehendes Geschäft mit strukturierten Produkten ein. Unter einer Joint Venture Holding Gesellschaft in Luxemburg, der Scoach Holding SA, sind als Landesgesellschaften in Deutschland die Scoach Europa AG und in der Schweiz die Scoach Schweiz AG verantwortlich. Da der rechtliche Rahmen an der FWB für den Handel mit strukturierten Produkten eine verlässliche Grundlage bietet, wurde die Alternative eines neuen Börsenplatzes in Deutschland nicht verfolgt. Das setzte eine Teilträgerschaft der Scoach Europa AG an der FWB, bezogen auf das Segment „strukturierte Produkte“, voraus. Damit konnte auch in Deutschland ein dem Joint Venture klar zurechenbarer Börsenhandel geschaffen werden.

#### c. Beispiel ISE

In den USA wird sehr genau auf ausländische Investitionen im eigenen Land geschaut. Dennoch konnte mit dem Erwerb der International Securities Exchange, ISE, durch

Eurex im Jahr 2007 die erste Akquisition einer US-amerikanischen Börse durch ein nichtamerikanisches Unternehmen erfolgreich abgeschlossen werden. Auch hier stellte sich die Frage nach der Transaktionsform. Die ISE Holding Inc. als Muttergesellschaft der ISE Gruppe war ein an der New York Stock Exchange gelistetes Unternehmen mit breitem Streubesitz. Von daher wäre ein öffentliches Übernahmeangebot an die Aktionäre der ISE nach den US Tender Offer Rules in Betracht gekommen. Das hätte mit großer Wahrscheinlichkeit dazu geführt, dass nach der Transaktion noch Minderheitsaktionäre an der ISE Holding beteiligt gewesen wären. Deren Anteile hätte man dann unter bestimmten Voraussetzungen im Wege eines Back-End Merger der Zielgesellschaft auf die das Angebot abgebende US - Tochtergesellschaft der Eurex gegen Abfindung erwerben können. Noch einfacher und sicherer jedoch war der Weg eines One-Step Merger. Dieser wurde gewählt. Dabei wurde nach Abschluss des Merger Agreements zwischen den Parteien eine 100%ige Tochtergesellschaft der Eurex in den USA auf die ISE Holding Inc. verschmolzen, was zur Folge hatte, dass Eurex, über ihre US Exchange Holdings und gegen Zahlung einer Abfindung an die Aktionäre der ISE alleiniger Anteilseigner der ISE Holding Inc. wurde. Voraussetzung dafür war die mehrheitliche Zustimmung der ISE Aktionäre und damit auch die Genehmigung des entsprechenden Proxy Statement durch die SEC. Dies wiederum setzte voraus, dass die SEC mit dem Erwerb auch aus regulatorischer Sicht einverstanden war. Die Festlegung der Details der Lösung war nicht einfach, aber am Ende kam man mit einer tragfähigen und handhabbaren regulatorischen Lösung heraus und die Hauptversammlung der ISE stimmte mit großer Mehrheit zu.

## **8. Fazit**

Börsenkooperationen finden in der Praxis meist auf Ebene der Träger bzw. Holdinggesellschaften statt. Das erlaubt das Weiterbestehen der jeweiligen nationalen Märkte, vor allem in regulatorischer Hinsicht. In Deutschland kommt hinzu, dass die rechtlich vorgegebene duale Börsenstruktur Kooperationen auf *Börsenebene* erschwert. Im Ergebnis kann man aber mit der dualen deutschen Börsenstruktur zurecht kommen. Die rechtliche Ausgestaltung dieser Struktur kann hingegen im Detail weiter verbessert werden. Die Börsenwelt hat sich verändert. Börsen stehen im Wettbewerb, untereinander und auch mit anderen Marktteilnehmern. Das deutsche Börsenrecht muss dem gerecht werden. Dabei muss man nicht notwendigerweise an "Radikalkuren" denken, wie etwa einen Wechsel ins Privatrecht. Viele Probleme lassen sich aber schon lösen, wenn man die öffentlichrechtliche Form der Börse zwar beibehält, aber den Betrieb einer Börse im Ergebnis nicht den gleichen Rechtsprinzipien unterwirft, wie den einer „klassischen“ Anstalt des öffentlichen Rechts im kommunalen Bereich. Vielmehr sollte die Entscheidungsfreiheit des Börsenträgers größere Anerkennung finden, also auch, welche Richtung er im Einzelnen mit der von ihm betriebenen Börse einschlagen will, sozusagen das *Was* des Tätigwerdens. Das sich die Börse dann im Rahmen des vom Träger gewählten Geschäftes, also dem *Wie*, jedenfalls im Bereich „hoheitlicher“ Tätigkeiten, an bestimmten Prinzipien zu orientieren hat, versteht sich. Diese Art der Modernisierung des Börsenrechts wäre hilfreich und für die Zukunft zu überlegen.

\*\*\*

## Verschmelzung von Börsen?

Von Prof. Dr. Horst Hammen, Gießen\*

*Im Anschluß an die Abhandlungen von Reto Francioni und Roger Müller über Börsenkooperationen behandelt der vorliegende Beitrag die Frage, ob Börsen als Anstalten des öffentlichen Rechts im Wege aufnehmender Verschmelzung umgewandelt werden können. Verf. weist nach, daß hierfür nur die Rechtsformen des öffentlichen Rechts zur Verfügung stehen.*

### I. Einleitung

Das Thema des ILF-Symposiums vom 8.4.2008 lautete: „Börsenkonsolidierung“, also – um einen Begriff aus dem Wettbewerbsrecht zu gebrauchen – „Zusammenschluß“ (§ 37 GWB) von Börsen. Der erste Referent, der CEO der Deutsche Börse AG Reto Francioni, hat die diesbezüglichen Perspektiven der Gruppe Deutsche Börse in Beziehung zu den Chancen internen Wachstums gestellt. Der zweite Referent, der General Counsel der Deutsche Börse AG Roger Müller, hat berichtet, wie die Rechtspraxis bislang Kooperationen von Börsenorganisationen juristisch bewältigt hat. Dabei ist er auf einige ganz verschiedene Konsolidierungsformen eingegangen, die von einem Joint venture mittels einer gemeinsamen Tochtergesellschaft bis zu einer echten Übernahme reichen. Dem Verf. oblag es dann, etwas tiefer in den öffentlichrechtlichen Teilbereich von Börsenkonsolidierungen einzuführen und einige spezifische, aus dem Grenzbereich von Unternehmens- und Börsenrecht stammende Probleme von Börsenfusionen zu beschreiben. Dieses geschah an dem zur Zeit sicher wenig rechtspraktischen, aber zur Problemzuspitzung bestens geeigneten Beispiel einer aufnehmenden Verschmelzung. Dabei blieb das Börsenaufsichtsrecht vollständig ausgeklammert.

Zusammenschlüsse erfolgen aus vielfältigen Gründen. Gelegentlich geht es um die Erschließung neuer Märkte. Hierher kann man beispielsweise die Übernahme der amerikanischen ISE durch Eurex zählen. Häufig geht es indes darum, Synergien im operativen Geschäft zu erzielen, Kosten einzusparen und Entscheidungsstrukturen durch Wegfall von Managementebenen zu vereinfachen. Synergien im operativen Bereich

---

\* Der Beitrag wurde am 8. April als Vortrag auf einem Symposium des Frankfurter Institute for Law and Finance (ILF) zum Thema „Börsenkooperationen im Labyrinth des Börsenrechts“ gehalten. Die Vortragsform wurde beibehalten.

abzuschätzen ist das Geschäft der Ökonomen. Demgegenüber ist es die Aufgabe des Juristen, Wege aufzuzeigen, wie unternehmensrechtlich veranlaßte Kosten, z.B. Aufwand für Gremien, eingespart und wie schlanke Entscheidungsstrukturen geschaffen werden können. Zusammenschlüsse geschehen häufig durch Einbindung von Unternehmen in Konzernstrukturen etwa durch den Erwerb von Beteiligungen (vgl. § 37 Abs. 1 Nr. 3 GWB). Und dafür mag es gute, z.B. aufsichtsrechtliche, staatsorganisationsrechtliche<sup>1</sup> oder unternehmensökonomische<sup>2</sup> bzw. börsenpolitische Gründe geben. Will man indes – es sei dieses Bild aus dem Steuerrecht gestattet – die Kosten „doppelter Haushaltsführung“ vermeiden, ist an andere Formen des Zusammenschlusses, nämlich an eine Verschmelzung (vgl. § 37 Abs. 1 Nr. 1 GWB<sup>3</sup>) zu denken. Die, wenn man nur auf das Unternehmensrecht schaut, ökonomisch effizienteste Form des Zusammenschlusses ist die Verschmelzung durch Aufnahme. Eine solche Transaktion vermeidet aufwendige Konzernstrukturen, weil lediglich ein Rechtsträger und damit nur eine Leitungsebene übrigbleibt. Und es bedarf bei dieser Form der Verschmelzung anders als bei der Verschmelzung durch Neugründung keiner neuen Satzung, keiner Neueintragung der Gesellschaft, auf die verschmolzen wird, ins Handelsregister und es erübrigt sich auch eine Bestellung der Geschäftsleitung der aufnehmenden Gesellschaft.<sup>4</sup>

## **II. Verschmelzung EU-ausländischer Börsen**

Nun ist es desungeachtet sicher richtig, daß eine Verschmelzung stets ein komplexer Vorgang ist. Gleichwohl kann der Unternehmensrechtler solche Vorgänge, etwa die Verschmelzung zweier Kapitalgesellschaften, meist gut bewältigen. Denn die Vorschriften des Umwandlungsgesetzes bilden einen detailreichen Leitfaden, der auf viele grundlegende Fragen einer solchen Transaktion eine Antwort bereithält. Wesentlich anders liegen die Dinge indes, wenn zwei deutsche Börsen miteinander oder eine deutsche Börse mit einer ausländischen Börse verschmelzen wollen. Um Ihnen die Einzigartigkeit der in Deutschland bestehenden Problemlage zu verdeutlichen, möchte ich zunächst eine Fusion europäischer Börsen beschreiben, an der keine deutsche Börse beteiligt ist. Eine solche Verschmelzung geschieht, gleichgültig, ob es sich um einen innermitgliedstaatlichen oder einen

---

<sup>1</sup> So darf man etwa fragen, inwieweit das Territorialprinzip den Börsen als Anstalten des betreffenden Bundeslandes ein Tätigwerden im Ausland gestattet (vgl. Samm WM 1990, 1265 zum Problem der „Bundesbörse“); vgl. ferner Ledermann, in: Schäfer/Hamann, KMG, 2. Aufl., 1. Lfg. 01/2006, vor § 1 BörsG Rn. 26; Uwe H. Schneider, Börsen-Zeitung v. 18.10.2001, S. 3 („regionalpolitischer Auftrag“).

<sup>2</sup> Z.B. Beibehaltung klarer Verantwortlichkeiten (vgl. Lutter, UmwG, 3. Aufl. 2004 Einl. Rn. 4).

<sup>3</sup> Bechtold, GWB, 4. Aufl. 2006, § 37 Rn. 4.

<sup>4</sup> Buchheim, Europäische Aktiengesellschaft und grenzüberschreitende Konzernverschmelzung, 2001, S. 44.

grenzüberschreitenden Sachverhalt handelt, recht problemlos nach Maßgabe des durch die europäischen Verschmelzungsrichtlinien vorgeprägten Verschmelzungsrechts für Aktiengesellschaften, ohne daß eine Mitwirkung staatlicher Stellen erforderlich wäre. Die großen europäischen Börsen sind allesamt in der Rechtsform der Aktiengesellschaft organisiert. Wenn eine dieser Börsen mit einer Börse aus demselben oder aus einem anderen EU-Mitgliedstaat im Wege einer Verschmelzung durch Aufnahme fusioniert, gehen die privatrechtlich organisierten Benutzungsverhältnisse der übertragenden Börse mit den Handelsteilnehmern und den Emittenten sowie ihr Vermögen auf die übernehmende Börse über; die Aktionäre der übertragenden Börse werden Aktionäre der übernehmenden Börse und die übertragende Börsenbetreiberaktiengesellschaft erlischt (Art. 19 Abs. 1 der Verschmelzungsrichtlinie 78/855/EWG, Art. 14 Abs. 1 der Richtlinie über die Verschmelzung von Kapitalgesellschaften aus verschiedenen Mitgliedstaaten 2005/56/EG).

### **III. Das duale Börsensystem als Verschmelzungs“bremse“**

#### **1. Aufnehmende Verschmelzung deutscher Börsen und Börsenträger**

Nimmt man nun die Verschmelzung unter Beteiligung einer deutschen Börse in den Blick, zeigen sich wesentlich komplexere Verhältnisse. Während bei der Verschmelzung ohne Beteiligung einer deutschen Börse lediglich *zwei* Rechtssubjekte aufeinander treffen, die zudem beide privatrechtlich organisiert sind, begegnen sich bei einer Fusion zweier deutscher Börsen gewöhnlich vier Rechtssubjekte. Nach dem dualen deutschen Börsensystem sind die bei der Organisation des Börsenhandels entstehenden Aufgaben nämlich auf zwei Rechtssubjekte aufgeteilt. Mit der Börsengenehmigung durch das Bundesland wird dem Börsenträger – heutzutage durchweg eine Kapitalgesellschaft – die Aufgabe zugewiesen, die genehmigte Börse „als Veranstaltung ... zu betreiben“<sup>5</sup> (vgl. § 5 Abs. 1 BörsG) Das bedeutet freilich keineswegs, daß der Träger den Börsenhandel als solchen selbst zu veranstalten hat. Vielmehr hat das Börsengesetz die Tätigkeiten, die für die Durchführung eines börsenmäßig organisierten Wertpapierhandels erforderlich sind (Zulassung der Handelsteilnehmer zur Teilnahme am Börsenhandel, Zulassung der Wertpapiere zum Börsenhandel u.a.), einem anderen Rechtssubjekt, nämlich der Börse zugewiesen, die als teilrechtsfähige Anstalt des öffentlichen Rechts (§ 2 Abs. 1 BörsG) durch die Börsengenehmigung der Börsenaufsichtsbehörde entsteht.

---

<sup>5</sup> BT-Drucks. 14/8017, S. 72.

Wollen deutsche Börsen in der Form der aufnehmenden Verschmelzung fusionieren, etwa um durch Wegfall von Leitungsebenen die Entscheidungsstrukturen zu vereinfachen, scheidet – unabhängig von der Frage nach der Zulässigkeit einer Verschmelzung privatrechtlich organisierter Rechtsträger mit öffentlichrechtlich verfaßten Rechtssubjekten – eine Verschmelzung der Börse mit ihrem Träger im Ergebnis von vorneherein aus. Zwar können Rechtsträger unterschiedlicher Rechtsform grundsätzlich verschmolzen werden (§ 3 Abs. 4 UmwG). Einer Verschmelzung von Börse und Träger steht indes entgegen, daß das Börsenrecht die Dualität von Börse und Börsenträger zwingend vorsieht. Die Börse kann nicht unter Wegfall ihrer selbst auf den Träger verschmolzen werden, weil das Börsengesetz die Organisation des Börsenhandels einem Rechtssubjekt des öffentlichen Rechts, nämlich der Börse als Anstalt des öffentlichen Rechts vorbehalten hat. Ebenso wenig kommt eine Verschmelzung des Trägers auf die Börse in Betracht. Ganz abgesehen von der rechtspraktischen Frage, was dann nach einem Erlöschen der übertragenden Börsenträgersgesellschaft aus ihrer gegebenenfalls bestehenden Börsennotierung werden soll, steht einer solchen Fusion entgegen, daß das deutsche Börsenrecht nicht auf Dauer ohne einen externen Börsenbetreiber als Inhaber der Börsenkonzession auskommt.

Ohne weiteres ist es möglich, zwei Börsenträger zu verschmelzen, wenn sie in einer der in § 3 UmwG geregelten Rechtsformen,<sup>6</sup> insbesondere in der Rechtsform einer Kapitalgesellschaft organisiert sind. Und es kann dann dem aufnehmenden Rechtsträger auch erlaubt werden, nicht nur eine, sondern zwei Börsen zu tragen.<sup>7</sup> Eine Trägerschaft zweier Börsen durch einen Börsenträger gibt es bei den Börsen in Hamburg und in Hannover. Sehr schwierig ist demgegenüber die Verschmelzung der Börsen als Anstalten des öffentlichen Rechts. Die Gestaltungsformen des Umwandlungsrechts scheiden aus, weil die Anstalten des öffentlichen Rechts nicht zu den in § 3 Abs. 1 UmwG aufgelisteten Rechtsträgern zählen, die eine Verschmelzung durch Aufnahme bewerkstelligen dürfen. Zwar steht das Umwandlungsgesetz der aufnehmenden Verschmelzung anderer Rechtsträger nicht vollständig entgegen, erlaubt solche Umwandlungen indes nur, wenn sie durch ein anderes Bundesgesetz oder ein Landesgesetz ausdrücklich vorgesehen sind (§ 1 Abs. 2 UmwG). Solche Gesetze sind z.B. im

---

<sup>6</sup> Es sei daran erinnert, daß Börsen bis in jüngere Zeit hinein von verschmelzungsunfähigen Industrie- und Handelskammern und von nur beschränkt verschmelzungsfähigen (§ 99 Abs. 2 UmwG) eingetragenen Vereinen getragen worden sind.

<sup>7</sup> Christoph, Börsenkooperationen und Börsenfusionen, 2007, S. 160 f.

Bereich des Sparkassenwesens in der Tat ergangen.<sup>8</sup> Für Börsen gibt es sie indessen nicht. Die Niederlassungsfreiheit aus Art. 43 EGV kann den Börsen hierüber kaum hinweghelfen, weil sie nach in Deutschland herrschender Lehre bei rein nationalen Sachverhalten ohne grenzüberschreitenden Bezug nicht einschlägig ist.<sup>9</sup> Folglich müssen die Börsen, wenn sie verschmelzen wollen, auf die Gestaltungsformen des öffentlichen Rechts ausweichen.

Hierbei ist nun hervorzuheben, daß Börsen ihre Verschmelzung zwar anregen, aber nicht selbst beschließen können. Damit hat es folgende Bewandnis. Börsen sind als Anstalten des öffentlichen Rechts Anstalten der Bundesländer, die sie genehmigen.<sup>10</sup> Als Einrichtungen des betreffenden Bundeslands werden sie von diesem Bundesland errichtet, wenn die Börsenaufsichtsbehörde dem Börsenträger die Erlaubnis erteilt, eine Börse zu betreiben. Da das Bundesland zur Errichtung der Börse als Landesanstalt berufen ist, wird es mangels entgegenstehender Vorschriften auch zuständig, wenn ein *actus contrarius*, also z.B. eine Verschmelzungsentscheidung ansteht, die zum Erlöschen der übertragenden Börse führen würde. Sollen zwei Börsen desselben Bundeslandes fusioniert werden, genügt eine Verwaltungsentscheidung der Börsenaufsichtsbehörde. Sollen indes Börsen verschiedener Bundesländer zu einer länderübergreifenden Anstalt zusammengeführt werden, ist ein Staatsvertrag zwischen diesen Ländern erforderlich.<sup>11</sup> In Hessen ist für den Abschluß eines solchen Vertrags der Ministerpräsident zuständig (Art. 103 Abs. 1 Hess. Verf.). Dabei bewendet es aber keineswegs. Denn gemäß Art. 103 Abs. 2 Hess. Verf. bedürfen Staatsverträge nach ihrem Abschluß der Zustimmung des Landtags. Das ist für die verschmelzungswilligen Börsen mißlich. Denn sie besitzen weder einen Anspruch auf Abschluß des Staatsvertrags gegen den Ministerpräsidenten noch einen Anspruch auf Zustimmung zu einem abgeschlossenen Staatsvertrag gegen den Landtag. Mithin sind sie bei der Realisierung eines Verschmelzungsvorhabens von politischen Entscheidungen abhängig. Dieses steht einer Börsenfusion keineswegs immer hinderlich im Weg. Vielmehr konnten wir im Jahre 2003 den Zusammenschluß der Börsen Berlin und Bremen zu einer länderübergreifenden Börse beobachten. Insgesamt zeigt aber die Erfahrung, daß die

---

<sup>8</sup> Vgl. z.B. § 17 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 des hessischen Sparkassengesetzes über die Vereinigung von Sparkassen durch Aufnahme; vgl. ferner Lutter/Drygala, *UmwG*, § 1 Rn. 35.

<sup>9</sup> von der Groeben/Schwarze/Tiedje/Troberg, *EUV/EGV*, 6. Aufl. 2003, Art. 43 Rn. 109; zu Grenzen der umgekehrten Diskriminierung vgl. aber Hammen *EuZW* 1996, 460, 466; ders. *WM* 2000, 941, 944 f.

<sup>10</sup> Hammen *WM* 2007, 1297, 1301.

<sup>11</sup> Wolfgang Hecker, *Staats- und Verfassungsrecht, Hessisches Landesrecht*, hrsg. v. F. Oetzel, 2002, S. 418.

Landesregierungen gleich welcher Couleur ihre öffentlichrechtlichen Börsen als wichtige Institutionen ihres Bundeslandes begreifen, auf deren Eigenständigkeit sie achten.

## 2. Aufnehmende Verschmelzung deutscher Börsen und Börsenträger mit EU-ausländischen Börsen

Während nun aber eine Fusion deutscher Börsen und damit die Verschlingung der Managementstrukturen dieser Börsen, wenn auch unter den geschilderten erschwerten Bedingungen, immerhin möglich ist, hängt die Möglichkeit von Verschmelzungen deutscher Börsen mit ausländischen Börsen vollständig in der Luft. Unternehmensrechtlich unproblematisch ist es, wenn ein deutscher Börsenträger mit einer ausländischen Börse verschmelzen will. Da beide Unternehmen als privatrechtlich organisierte Gesellschaften zu den in § 3 Abs. 1 UmwG aufgelisteten Rechtsträgern gehören und die Bestimmungen in §§ 122 a ff. UmwG<sup>12</sup> grenzüberschreitende Verschmelzungen von Kapitalgesellschaften nunmehr erlauben, steht *unternehmensrechtlich* weder einer Verschmelzung auf die ausländische Börse<sup>13</sup> noch einer Verschmelzung auf den deutschen Börsenträger irgendetwas im Wege. Freilich führt der Wegfall des übertragenden Rechtsträgers nicht zu den erwünschten einfacheren Verfahrensabläufen bei der Organisation des Börsenhandels auf der Managementebene. Beispielsweise würde eine übertragende Verschmelzung auf den deutschen Börsenträger zwar die privatrechtlich ausgestalteten Benutzungsverhältnisse des ausländischen Trägers mit dessen Handelsteilnehmern und Emittenten auf den deutschen Träger übergehen lassen. Und es könnte der deutsche Träger, soweit er hierfür die erforderliche Genehmigung besäße, den Börsenhandel in dem betreffenden anderen Staat weiterbetreiben, wobei dann die Zuständigkeit für die Schaffung der Regelwerke und für die Begründung der Benutzungsverhältnisse beim Vorstand des Trägers liegen würde.<sup>14</sup> Ein von einer einzigen Leitungsebene organisierter Börsenhandel beider Börsen läßt sich hierdurch aber nicht bewerkstelligen. Denn es bliebe dann die Regelwerksetzung an und die Begründung der Benutzungsverhältnisse mit der beteiligten deutschen Börse zwingend deren Organen, dem Börsenrat (§ 12 Abs. 2 BörsG) und der Börsengeschäftsführung (§§ 16, 32 BörsG) zugeordnet.

---

<sup>12</sup> BGBl. I 2007, 542.

<sup>13</sup> Allerdings soll nach Ansicht mancher in einem solchen Fall die Börsengenehmigung als höchstpersönliche Erlaubnis erlöschen (Ledermann, in: Schäfer/Hamann, KMG, 2. Aufl., 1. Lfg. 01/2006, § 1 BörsG Rn. 6; Possega WM 2002, 2406; vgl. ferner Uwe H. Schneider WM 2000 Sonderbeilage 3, S. 28 bei Fn. 18).

<sup>14</sup> Vgl. Blumentritt, Die privatrechtlich organisierte Börse, 2003, S. 164.

Folglich muß gefragt werden, ob jener gewünschte Erfolg durch eine Verschmelzung der deutschen Börse als Anstalt des öffentlichen Rechts mit der ausländischen Börse herbeigeführt werden kann. Dabei können das geschriebene deutsche und europäische Recht nicht helfen. Zwar sind die Anstalten des öffentlichen Rechts von der Anwendung des deutschen Umwandlungsrechts keineswegs vollständig ausgeklammert; man vergleiche etwa die Vorschriften über den Formwechsel einer solchen Anstalt in §§ 301 ff. UmwG. Für die grenzüberschreitende Verschmelzung unter Beteiligung einer deutschen Anstalt des öffentlichen Rechts fehlt indes im deutschen Recht jede gesetzliche Grundlage. Und auch die Richtlinie 2005/56/EG hilft nicht weiter, weil sie nur die grenzüberschreitende Verschmelzung von *Kapitalgesellschaften* betrifft (Art. 1) und im übrigen die Mitgliedstaaten nur dann dazu verpflichtet, anders gearteten Rechtsträgern auch eine grenzüberschreitende Verschmelzung zu erlauben, wenn sie ihnen die innerstaatliche Verschmelzung ermöglichen (Art. 4 Abs. 1).<sup>15</sup>

Mit dieser Feststellung dürfen die europarechtlichen Überlegungen freilich keineswegs enden. Vielmehr ist zu fragen, wie sich die Rechtsprechung des EuGH in der Rechtssache „Sevic“ auf grenzüberschreitende Verschmelzungen unter Beteiligung einer deutschen Anstalt des öffentlichen Rechts auswirkt. Dabei sind zwei Sachverhalte zu unterscheiden: Die aufnehmende Verschmelzung einer deutschen Börse auf ein EG-ausländisches Privatrechtssubjekt und umgekehrt die übertragende „Hineinverschmelzung“ eines solchen Subjekts auf eine deutsche Börse. In der Sache „Sevic“ hat der EuGH<sup>16</sup> entschieden, EG-ansässige Gesellschaften könnten auch bei grenzüberschreitenden Verschmelzungen die Niederlassungsfreiheit aus Art. 43, 48 EGV in Anspruch nehmen. Deshalb obliege es den Mitgliedstaaten, jedenfalls Hineinverschmelzungen zu erlauben. Dieses im Dezember 2005 erlassene Urteil hat durch den Erlaß der Richtlinie über grenzüberschreitende Verschmelzungen 2005/56/EG im Oktober 2005 keineswegs jede Bedeutung verloren. Vielmehr ist anerkannt, daß die tragenden Erwägungen der Entscheidung über den Anwendungsbereich der Richtlinie hinausreichen.<sup>17</sup> Mithin darf man zwar fragen, ob es bei der Hineinverschmelzung wirklich ein Niederlassungsvorgang ist, wenn der übertragende Rechtsträger, der die Niederlassungsfreiheit beansprucht, dabei erlischt. Da die Entscheidung des EuGH jedoch für die Auslegung des europäischen Rechts maßgeblich ist, ist nunmehr zu prüfen, ob auch eine deutsche Börse, die auf ein EG-ausländisches Privatrechtssubjekt

---

<sup>15</sup> Habersack, Europäisches Gesellschaftsrecht, 3. Aufl. 2006, § 7 Rn. 60, S. 228.

<sup>16</sup> EuGH NJW 2006, 425.

<sup>17</sup> Habersack, Europäisches Gesellschaftsrecht, § 7 Rn. 59 S. 227.

verschmelzen will, die Niederlassungsfreiheit genießt. Zu bedenken ist nämlich, daß diese Freiheit keineswegs nur Gesellschaften zukommt. Vielmehr bezieht der EG-Vertrag auch die „juristischen Personen des öffentlichen ... Rechts“ in den Schutzbereich der Niederlassungsfreiheit mit ein (Art. 48 Abs. 2 EGV)<sup>18</sup>. Zu diesen „juristischen Personen“ gehören, obgleich sie nach deutschem Recht keine juristischen Personen sind, auch die Börsen deutschen Rechts, selbst wenn man sie mit einer verbreiteten Meinung und nach dem Wortlaut von § 2 Abs. 1 BörsG als lediglich teilrechtsfähig einstuft, was immer das heißen mag. Denn nach einhelliger Meinung schließt die Vorschrift – und hierfür wird auch auf die Gleichstellung mit den „Gesellschaften des bürgerlichen Rechts“ in Art. 48 EGV verwiesen – auch nichtrechtsfähige, also um so mehr teilrechtsfähige Organisationsformen mit ein.<sup>19</sup> Obgleich deshalb die Börse grundsätzlich an der Niederlassungsfreiheit teil hat, ist eine Hinausverschmelzung auf ein Privatrechtssubjekt nur schwer vorstellbar. Denn wie soll ein ausländisches Privatrechtssubjekt die öffentlichrechtlichen Benutzungsverhältnisse, die mit der deutschen Börse begründet worden sind und die bei einer übertragenden Verschmelzung eigentlich auf den Übernehmer übergehen müßten, bewältigen können, obgleich ihm die hierfür erforderliche Befugnis zur Satzungssetzung und zum Erlaß von Verwaltungsakten in Deutschland selbstredend fehlt. Zudem muß bedacht werden, daß das Bundesland, in dem die Börse sitzt, nach deutschem Staatsorganisationsrecht über seine Anstalt verfügen und deshalb jedes Grundlagengeschäft einschließlich eines Verschmelzungsvertrags verhindern kann. Das ist auch europarechtskonform. Denn der EuGH hat zwar in seiner Daily-Mail-Entscheidung<sup>20</sup> den Gesellschaften i.S.v. Art. 48 EGV und damit auch den Rechtssubjekten des öffentlichen Rechts als Ausprägung der Niederlassungsfreiheit ein Wegzugsrecht eingeräumt, gleichzeitig aber auch jene Gesellschaften als Schöpfungen der Mitgliedstaaten begriffen, deren Wegzug die Mitgliedstaaten mithin durch Maßnahmen nationalen Rechts verhindern können.

Deshalb ist nun nach dem umgekehrten Fall zu fragen, nämlich der Verschmelzung der ausländischen auf die deutsche Börse. Hier stellt sich zwar das Problem einer Auflösung der beteiligten deutschen Börse als Anstalt des öffentlichen Rechts nicht. Gleichwohl passen die Rechtsfolgen einer Verschmelzung durch Aufnahme gleich in mehrfacher Hinsicht nicht. Probleme bereitet schon der in § 20 Abs. 1 Nr. 1 UmwG angeordnete Übergang des Vermögens des übertragenden Rechtsträgers auf den Aufnehmenden. Denn nach

---

<sup>18</sup> Zu den Grenzen der Niederlassungsfreiheit juristischer Personen des öffentlichen Rechts vgl. von der Groeben/Schwarze/Troberg/Tiedje, EGV, Art. 48 Rn. 4.

<sup>19</sup> Vgl. Callies/Ruffert/Böhmer, EUV/EGV, 3. Aufl. 2007, Art. 48 Rn. 4.

<sup>20</sup> EuGH NJW 1989, 2186.

herrschender<sup>21</sup>, wenngleich angreifbarer<sup>22</sup> Ansicht ist die Börse deutschen Rechts lediglich teilrechtsfähig und d.h. vor allem lediglich öffentlichrechts-, nicht aber privatrechtsfähig. Ist diese Ansicht richtig, ist die Börse gar nicht in der Lage, ein Vermögen aufzunehmen, das aus privatrechtlichen Vermögensgegenständen besteht. Diese Schwierigkeit steht auch einem Übergang der privatrechtlichen Benutzerverhältnisse der ausländischen Börse mit ihren Handelsteilnehmern und Emittenten auf eine aufnehmende deutsche Börse entgegen. Hinzu kommt hier, daß die Börse, da ihr nach verbreiteter Meinung nur die Handlungsformen des öffentlichen Rechts zugänglich sein sollen, nicht in der Lage ist, mit diesen Rechtsverhältnissen umzugehen, z.B. sie durch privatrechtlichen Vertrag zu ändern oder durch Kündigung zu beenden.<sup>23</sup> Die ihr nach herrschender Meinung fehlenden privatrechtlichen Gestaltungsmöglichkeiten kann sie auch nicht durch die ihr zu Gebote stehenden öffentlichrechtlichen Handlungsformen ersetzen, weil ihr nach deutschem Verfassungsrecht die Kompetenz fehlt, privatrechtsgestaltend zu wirken.<sup>24</sup> Zu guter Letzt stünden die Anteilseigner der übertragenden ausländischen Börse vor der Schwierigkeit, daß sie nach den Vorschriften des Umwandlungsrechts Anteilsinhaber des übernehmenden Rechtsträgers werden sollen, dies aber bei einer Börse deutschen Rechts nicht werden können, weil die Börse als Anstalt des öffentlichen Rechts ohne Grundkapital gar keine Anteilsinhaber hat.

Diese Schwierigkeiten lassen sich auch nicht durch einen Rückgriff auf die „Sevic“-Rechtsprechung des EuGH beseitigen. Danach verbietet es zwar die Niederlassungsfreiheit dem Mitgliedstaat des aufnehmenden Rechtsträgers, den übertragenden Rechtsträger bei seiner grenzüberschreitenden Verschmelzung zu behindern. Und eine Behinderung der Niederlassungsfreiheit kann auch darin bestehen, daß der Aufnahmemitgliedstaat Rechtsformerfordernisse aufstellt, die die Niederlassung erschweren. Ob allerdings der Verweis auf diese Rechtsprechung einer verschmelzungswilligen ausländischen Börse helfen kann, ist durchaus fraglich. Denn das europäische Sekundärrecht akzeptiert das duale System des deutschen Börsenrechts. Das folgt aus Art. 36 Abs. 1 S. 3 MiFID. Art. 36 MiFID regelt die Zulassung als geregelter Markt. Hierbei geht die MiFID offenbar davon aus, daß der

---

<sup>21</sup> Schwark/Beck, KMRK, § 1 BörsG Rn. 11; Beck WM 1996, 2313, 2315; Assmann/Schütze/Franke, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3. Aufl. 2007, § 2 Rn. 21; Ledermann, in: Schäfer/Hamann, KMG, § 1 BörsG Rn. 13; Christoph, Börsenkooperationen und Börsenfusionen, S. 137.

<sup>22</sup> Vgl. Hammen, WM 2000 Sonderbeilage 3 S. 23; Rinker, Vertragsschluß im börslichen elektronischen Handelssystem, 2003, S. 75 ff.

<sup>23</sup> Assmann/Schütze/Franke, Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 2 Rn. 21; Schwark/Beck, KMRK, § 1 BörsG Rn. 11.

<sup>24</sup> Hammen WM 2007, 1297, 1300 ff.

geregelter Markt und sein Betreiber dieselbe Rechtsperson sind. In Art. 36 Abs. 1 S. 3 MiFID hat sie aber auch an den Fall gedacht, daß der geregelte Markt und sein Betreiber rechtlich nicht identisch sind. In dieser Vorschrift regelt sie nämlich die Modalitäten der Zulassung für Fälle, in denen „es sich bei einem geregelten Markt um eine juristische Person“ „handelt“, „die von einem anderen Marktbetreiber als dem geregelten Markt selbst verwaltet oder betrieben wird“. Da es diesen Dualismus von Markt und Marktbetreiber – und zwar so, daß der Markt als Rechtssubjekt des öffentlichen Rechts organisiert ist – nur in Deutschland gibt, hat die EG dieses duale Börsensystem mit Art. 36 Abs. 1 S. 3 MiFID so hingenommen. Deshalb kann es verschmelzungswilligen ausländischen Börsen nicht angeraten werden, sich für die Hineinverschmelzung auf eine deutsche Börse auf die Niederlassungsfreiheit zu versteifen.

#### **IV. Herkunft des deutschen dualen Börsensystems**

Es hat sich gezeigt, daß das duale System des deutschen Börsenrechts Fusionen unter Beteiligung deutscher Börsen hinderlich ist. Das ist mißlich, denn die Tätigkeit einer Wertpapier- oder Terminbörse und ihres Trägers ist ungeachtet des öffentlichrechtlichen Rechtskleids der Börsen sachlich eine Wertpapierdienstleistung, nämlich Nachweis- oder Vermittlungsmakelei, gleich den Tätigkeiten privatrechtlich organisierter multilateraler Handelssysteme, mit denen sie national und international im Wettbewerb stehen, ohne freilich, wie ich Ihnen gezeigt habe, wegen ihrer öffentlichrechtlichen Form alle rechtlichen Mittel nutzen zu können, die solchen Systemen zu Gebote stehen. Angesichts solcher rechtlichen Wettbewerbsnachteile der Börsen drängen sich zwei Fragen auf: Worin gründet dieses System eigentlich? Und: Brauchen wir es noch?

Das duale System hat sich im Berliner Börsenstreit der Jahre 1902/03<sup>25</sup> entwickelt, der im Zuge der Übertragung der Börsenaufsicht von der Korporation der Berliner Kaufmannschaft, einer privatrechtlichen Vereinigung, auf die Handelskammer Berlin, einer Körperschaft des öffentlichen Rechts, entstanden war. Bis dahin wurde die Berliner Börse von der Korporation, der auch die Börseneinrichtungen (Börsensaal etc.) gehörten, auf privatrechtlicher Grundlage veranstaltet. Damals setzte sich dann in Preußen die Auffassung durch, infolge des im Jahre 1896 erlassenen Börsengesetzes, das das seinerzeit geltende landesgesetzliche Börsenrecht verdrängt hat, sei die Börse zu einer öffentlichrechtlichen Institution geworden. Außerdem

---

<sup>25</sup> Die Materialien zum Berliner Börsenstreit findet man im Berliner Jahrbuch für Handel und Industrie, Jg. 1903, S. 200 ff.

meinte man, die Korporation der Berliner Kaufmannschaft habe das Recht zur Verwaltung der Börse verloren. Denn die börsengesetzlich angeordnete Staatsaufsicht über die Börse schließe auch das Recht ein, ihr eine Börsenordnung zu geben.

Der hiergegen – z.B. durch die Einholung von Gutachten vier anerkannter Staatsrechtslehrer – heftig protestierenden Korporation beließ der preußische Minister für Handel und Gewerbe in einer Art Kompromißlösung die finanzielle Verwaltung der Börse; selbstredend behielt sie auch das Eigentum an den Börseneinrichtungen. Seither kennt die Börsenrechtswissenschaft neben der Börse als solcher, die als öffentlichrechtliche Einrichtung der Bestimmung durch den Börsenträger entzogen ist, den Börsenträger, der die Börse auszustatten hat. Einer jener Staatsrechtslehrer, Otto Meyer, der Schöpfer des Begriffs der Anstalt des öffentlichen Rechts, hatte in seinem Gutachten hervorgehoben, die Börse sei nicht nur die Versammlung von Kaufleuten zum Abschluß von Geschäften, sondern auch organisatorisch eine Anstalt.<sup>26</sup> Diese Auffassung hat sich langsam durchgesetzt<sup>27</sup> und hat bei der Neufassung des Börsengesetzes zum November 2007 nun auch im Börsengesetz Niederschlag gefunden (§ 2 Abs. 1 BörsG).

Dieser Rückblick zeigt, daß das duale Modell des deutschen Börsenwesens keineswegs volkswirtschaftlichen oder betriebswirtschaftlichen Überlegungen entspringt, sondern in einem lokalen Streit zweier Standesvertretungen der Kaufmannschaft wurzelt. Deshalb stellt sich die Frage, ob dieses mittlerweile im Börsengesetz festgeschriebene Modell auch im 21. Jahrhundert noch sachgerecht ist. Zu Beginn dieses Jahrhunderts hat es hierüber eine breite Diskussion gegeben.<sup>28</sup> Dabei ist – grundsätzlich nicht zu Unrecht – hervorgehoben worden, daß einer wirtschaftlichen Unternehmung wie der Durchführung des Börsenhandels die Organisationsformen des Privatrechts angemessen sind. Diese Diskussion verstummte freilich recht schnell, als sich in der Endphase des privatrechtlich organisierten Neuen Marktes, nämlich bei der Frage nach der Zulässigkeit von Zwangs-Delisting von Penny Stocks zeigte<sup>29</sup>, daß die Mittel des Zivilrechts wegen des Vertragsprinzips und vor allem wegen der begrenzten Zulässigkeit von Vertragsänderungsklauseln in Allgemeinen Geschäftsbedingungen, wie sie derzeit gehandhabt wird, nicht ausreichen, um einen Börsenhandel in privatrechtlicher Form sachgerecht zu veranstalten. In der Zukunft wird

---

<sup>26</sup> S. 402 f.; vgl. Breitreuz, Die Ordnung der Börse, 2000, S. 54.

<sup>27</sup> Vgl. Breitreuz, Die Ordnung der Börse, 2000, S. 26 f., 53 f.; ferner Hammen AG 2001, 549 ff.

<sup>28</sup> Vgl. etwa Merkt, Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln? Gutachten G für den 64. Deutschen Juristentag 2002, G 81 ff.

<sup>29</sup> Vgl. hierzu OLG Frankfurt ZIP 2002, 303; Hammen EWiR § 78 BörsG 1/02, 355; H. Bauer u.a. BKR 2002, 102.

darüber nachzudenken sein, ob bei Börsen und bei anderen multilateralen Systemen die höchstrichterliche Rechtsprechung<sup>30</sup> zur eingeschränkten Wirksamkeit von Vertragsänderungsklauseln nach dem Recht der Allgemeinen Geschäftsbedingungen wenigstens zu einem Teil unangewendet bleiben kann, weil die an bilateralen Vertragsbeziehungen entwickelte Rechtsprechung auf multilaterale Vertragsgeflechte nicht in jedem Fall passen mag.

Solange es freilich nicht gelingt, zivilrechtliche Instrumente darzutun, die der Börse die Möglichkeit einseitig setzbarer, einheitlicher Änderungen der Rechtsbeziehungen mit ihren Nutzern gewähren, wird man an der Rechtsform der Börse als Anstalt des öffentlichen Rechts mit der Befugnis zu einseitiger Regulierung der Börsenbenutzungsverhältnisse in der Börsenordnung als öffentlichrechtlicher Satzung festhalten müssen. Das bedeutet dann aber auch, daß in der nahen Zukunft gewisse Kooperationsformen, wie sie Rechtssubjekten privaten Rechts zur Verfügung stehen, von den deutschen Börsen nicht genutzt werden können. Das heißt freilich nicht, daß Kooperationen auf der Ebene der öffentlichrechtlichen Börsen vollständig unmöglich sind. Dies soll abschließend an zwei kurzen Beispielen demonstriert werden.

## **V. Kooperationsformen öffentlichen Rechts**

Ein den verschiedenen Arten formalisierter Zusammenarbeit vorgelagertes Verfahren der Kooperation, das die fehlende Möglichkeit, Managementebenen durch Verschmelzung entfallen zu lassen, ein wenig kompensieren kann, besteht darin, Personenidentitäten bei der Besetzung der Organe der an einer Kooperation beteiligten Börsen herbeizuführen, um so einheitliche Entscheidungsprozesse sicherzustellen (Gedanke der „einen Aktentasche“). Freilich eignet sich dieses Verfahren bei der Einrichtung von Kooperationen deutscher Börsen nicht für alle Börsenorgane. Bei den Börsenräten der beteiligten Börsen scheidet es aus juristischen Gründen aus, weil die Börsenratsmitglieder aus dem Kreis der an der betreffenden Börse zugelassenen Handelsteilnehmer und Emittenten gewählt werden, der seinerseits bei den beteiligten Börsen seltenst personenidentisch sein dürfte. Demgegenüber stehen, soweit die hierfür zuständigen Börsenräte hierzu bewogen werden können, einer ganz oder teilweise personenidentischen Besetzung der Handelsüberwachungsstellen keine börsenrechtlichen Hindernisse im Weg.

---

<sup>30</sup> Aus jüngster Zeit etwa BGH WM 2007, 2202 mit Anm. Hoeren EWiR § 307 BGB 1/08, 71.

Deutsche Börsen können zudem allgemeine verwaltungsrechtliche Formen einer Zusammenarbeit, nämlich die Organleihe und die ständige Kooperation durch eine gemeinsame Einrichtung, nutzen. Bei der Organleihe wird das Organ eines Rechtsträgers ohne Verlagerung von Kompetenzen ermächtigt und beauftragt, einen Aufgabenbereich eines anderen Rechtsträgers im Außenverhältnis wahrzunehmen und dabei in eigenem Namen zu handeln. Das Rechtsinstitut der Organleihe läßt sich z.B. einsetzen, wo für die an einer Kooperation beteiligten Börsen einheitliche eilbedürftige Entscheidungen getroffen werden müssen. Hierher gehört die Befugnis aus § 25 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 BörsG, eine Börsennotierung auszusetzen. Eine ständige Kooperation durch eine gemeinsame Einrichtung läßt sich bei den Handelsüberwachungsstellen vorstellen. Denkbar ist es beispielsweise, daß die nach § 4 Abs. 1 S. 2 BörsG geforderte systematische und lückenlose Erfassung und Auswertung der Daten über den Börsenhandel auf der technischen Ebene durch zentral zusammengefaßte Mitarbeiter erfolgt.

## **VI. Zusammenfassung**

Das duale System des deutschen Börsenrechts und die öffentlichrechtliche Rechtsform der Börse einschließlich des Rechts zu einseitiger Rechtssetzung sind angesichts des derzeit erreichten Stands des Vertragsrechts einstweilen unverzichtbar. Den Vorteilen, die die öffentlichrechtliche Rechtsform bietet stehen allerdings einige Nachteile gegenüber, so z.B. wegen eingeschränkter Gestaltungsmöglichkeiten bei Börsenkooperationen. Freilich haben die deutschen Börsen, wie das Beispiel der überaus erfolgreichen, von der Deutschen Börse AG gemeinsam mit der Swiss Exchange (SWX) betriebenen und nunmehr auch mit der amerikanischen International Securities Exchange (ISE) konzernverbundenen Terminbörsen Eurex zeigt, bislang mit alternativen Kooperationsformen auskommen können.

WORKING PAPERS

- 1      Andreas Cahn                      Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht im Übernahmerecht und  
Rechtsschutz Betroffener  
(publ. in: ZHR 167 [2003], 262 ff.)
- 2      Axel Nawrath                      Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Deutschland: Ziele  
und Aufgaben der Politik, insbesondere des  
Bundesministeriums der Finanzen
- 3      Michael Senger                    Die Begrenzung von qualifizierten Beteiligungen nach § 12  
Abs. 1 KWG  
(publ. in: WM 2003, 1697-1705)
- 4      Georg Dreyling                    Bedeutung internationaler Gremien für die Fortentwicklung  
des Finanzplatzes Deutschland
- 5      Matthias Berger                    Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Schwerpunkt  
Börsen- und Wertpapierrecht
- 6      Felicitas Linden                    Die europäische Wertpapierdienstleistungsrichtlinie-  
Herausforderungen bei der Gestaltung der Richtlinie
- 7      Michael Findeisen                Nationale und internationale Maßnahmen gegen die  
Geldwäsche und die Finanzierung des Terrorismus – ein  
Instrument zur Sicherstellung der Stabilität der  
Finanzmärkte
- 8      Regina Nößner                    Kurs- und Marktpreismanipulation – Gratwanderung  
zwischen wirtschaftlich sinnvollem und strafrechtlich  
relevantem Verhalten
- 9      Franklin R. Edwards              The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and  
Investor Protection  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 30 ff.)
- 10     Ashley Kovas                      Should Hedge Fund Products be marketed to Retail  
Investors? A balancing Act for Regulators  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 91 ff.)
- 11     Marcia L. MacHarg                Waking up to Hedge Funds: Is U.S. Regulation Taking a  
New Direction?  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 55 ff.)

- 12 Kai-Uwe Steck Legal Aspects of German Hedge Fund Structures  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004, S. 135 ff.)
- 13 Jörg Vollbrecht Investmentmodernisierungsgesetz – Herausforderungen bei der Umsetzung der OGAW – Richtlinien
- 14 Jens Conert Basel II – Die Überarbeitung der Eigenkapitalmarktregelungen der Kreditinstitute im Fokus von Wirtschaft- und Wettbewerbspolitik
- 15 Bob Wessels Germany and Spain lead Changes towards International Insolvencies in Europe
- 16 Theodor Baums / Kenneth E. Scott Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and in Germany  
(publ. in: AmJCompL LIII (2005), Nr. 4, 31 ff.; abridged version in: Journal of Applied Corporate Finance Vol. 17 (2005), Nr. 4, 44 ff.)
- 17 Bob Wessels International Jurisdiction to open Insolvency Proceedings in Europe, in particular against (groups of) Companies
- 18 Michael Gruson Die Doppelnotierung von Aktien deutscher Gesellschaften an der New Yorker und Frankfurter Börse: Die sogenannte Globale Aktie  
(publ. in: Die AG 2004, 358 ff.)
- 19 Michael Gruson Consolidated and Supplementary Supervision of Financial Groups in the European Union  
(publ. in: Der Konzern 2004, 65 ff. u. 249 ff.)
- 20 Andreas Cahn Das richterliche Verbot der Kreditvergabe an Gesellschafter und seine Folgen  
(publ. in: Der Konzern 2004, 235 ff.)
- 21 David C. Donald The Nomination of Directors under U.S. and German Law
- 22 Melvin Aron Eisenberg The Duty of Care in American Corporate Law  
(deutsche Übersetzung publ. in: Der Konzern 2004, 386 ff.)

- 23 Jürgen Than Rechtsfragen bei der Festlegung von Emissionsbedingungen für Schuldverschreibungen unter besonderer Berücksichtigung der Dematerialisierung und des Depotgesetzes  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 3 ff.)
- 24 Philipp von Randow Inhaltskontrolle von Emissionsbedingungen  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 25 ff.)
- 25 Hannes Schneider Die Änderung von Anleihebedingungen durch Beschluß der Gläubiger  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 69 ff.)
- 26 Hans-Gert Vogel Die Stellung des Anleihetreuhänders nach deutschem Recht  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 94 ff.)
- 27 Georg Maier-Reimer Rechtsfragen der Restrukturierung, insbesondere der Ersetzung des Schuldners  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 129 ff.)
- 28 Christoph Keller Umschuldung von Staatenanleihen unter Berücksichtigung der Problematik einer Aggregation aller Anleihegläubiger  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 157 ff.)
- 29 René Bösch Die Emission von Schuldverschreibungen nach schweizerischem Recht – ein Rechtsvergleich mit dem geplanten deutschen Schuldverschreibungsrecht  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 189 ff.)
- 30 Lachlan Burn Bond Issues under U.K. law: How the proposed German Legislation compares  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 219 ff.)
- 31 Patrick S. Kenadjian Bond Issues under New York and U.S. Law: Considerations for the German Law Maker from a U.S. Perspective  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 245 ff.)

- 32 Andreas Cahn Bankgeheimnis und Forderungsverwertung  
(publ. in: WM 2004, 2041 ff.)
- 33 Michael Senger Kapitalkonsolidierung im Bankkonzern  
(publ. in: Der Konzern 2005, S. 201 ff.)
- 34 Andreas Cahn Das neue Insiderrecht  
(publ. in: Der Konzern 2005, 5 ff.)
- 35 Helmut Siekmann Die Unabhängigkeit von EZB und Bundesbank nach dem  
geltenden Recht und dem Vertrag über eine Verfassung für  
Europa
- 36 Michael Senger Gemeinschaftsunternehmen nach dem Kreditwesengesetz
- 37 Andreas Cahn Gesellschafterfremdfinanzierung und Eigenkapitalersatz  
(publ. in: Die AG 2005, S. 217 ff.)
- 38 Helmut Siekmann Die Verwendung des Gewinns der Europäischen  
Zentralbank und der Bundesbank
- 39 Guido Ferrarini Contract Standards and the Markets in Financial Instruments  
Directive (MiFID): An Assessment of the Lamfalussy  
Regulatory Architecture  
(publ. in: European Contract Law Review 2005, p. 19)
- 40 David C. Donald Shareholder Voice and Its Opponents  
(publ. in: The Journal of Corporate Law Studies, Vol. 5,  
Issue 2, 2005)
- 41 John Armour Who should make Corporate Law? EC Legislation versus  
Regulatory Competition  
(publ. in: 58 Current Legal Problems [2005], p. 369 ff.)
- 42 David C. Donald The Laws Governing Corporations formed under the  
Delaware and the German Corporate Statutes
- 43 Garry J. Schinasi/  
Pedro Gustavo Teixeira The Lender of the Last Resort in the European Single  
Financial Market  
(publ. in: Cross Border Banking: Regulatory Challenges,  
Gerard Caprio Jr., Douglas D. Evanoff, George G. Kaufman  
eds., 2006)
- 44 Ashley Kovas UCITS – Past, Present and Future in a World of Increasing  
Product Diversity

- 45 Rick Verhagen A New Conflict Rule for Securitization and other Cross-Border Assignments – A potential threat from Europe (publ. in: Lloyd’s Maritime and Commercial Law Quarterly 2006, p. 270)
- 46 Jochem Reichert/  
Michael Senger Berichtspflicht des Vorstands und Rechtsschutz der Aktionäre gegen Beschlüsse der Verwaltung über die Ausnutzung eines genehmigten Kapitals im Wege der allgemeinen Feststellungsklage (publ. in: Der Konzern 2006, S. 338 ff.)
- 47 Guido A. Ferrarini One Share – One Vote: A European Rule? (publ. in: European Company and Financial Law Review 2006, p. 147)
- 48 Theodor Baums Die Fremdkapitalfinanzierung der Aktiengesellschaft durch das Publikum (publ. in: Bayer/Habersack (eds.), Aktienrecht im Wandel der Zeit, Vol. 2, 2007, 952 ff.)
- 49 Ulrich Segna Anspruch auf Einrichtung eines Girokontos aufgrund der ZKA-Empfehlung „Girokonto für jedermann“? (publ. in: BKR 2006, S. 274 ff.)
- 50 Andreas Cahn Eigene Aktien und gegenseitige Beteiligungen (publ. in: Bayer/Habersack [Hrsg.] Aktienrecht im Wandel, Band II, 2007, S. 763 ff.)
- 51 Hannes Klühs/  
Roland Schmidtbleicher Beteiligungstransparenz im Aktienregister von REIT-Gesellschaften (publ. in: ZIP 2006, S. 1805 ff.)
- 52 Theodor Baums Umwandlung und Umtausch von Finanzinstrumenten im Aktien- und Kapitalmarktrecht (publ. in: Festschrift für Canaris, Bd. II, 2007, S. 3 ff.)
- 53 Stefan Simon/  
Daniel Rubner Die Umsetzung der Richtlinie über grenzüberschreitende Verschmelzungen ins deutsche Recht (publ. in: Der Konzern 2006, S. 835 ff.)
- 54 Jochem Reichert Die SE als Gestaltungsinstrument für grenzüberschreitende Umstrukturierungen (publ. in: Der Konzern 2006, S. 821 ff.)
- 55 Peter Kindler Der Wegzug von Gesellschaften in Europa (publ. in: Der Konzern 2006, S. 811 ff.)

- 56 Christian E. Decher Grenzüberschreitende Umstrukturierungen jenseits von SE und Verschmelzungsrichtlinie (publ. in: Der Konzern 2006, S. 805 ff.)
- 57 Theodor Baums Aktuelle Entwicklungen im Europäischen Gesellschaftsrecht (publ. in: Die AG 2007, S. 57 ff.)
- 58 Theodor Baums European Company Law beyond the 2003 Action Plan (publ. in: European Business Organization Law Review Vol. 8, 2007, 143 ff.)
- 59 Andreas Cahn/  
Jürgen Götz Ad-hoc-Publizität und Regelberichterstattung (publ. in: Die AG 2007, S. 221 ff.)
- 60 Roland Schmidtbleicher/  
Anh-Duc Cordalis „Defensive bids“ für Staatsanleihen – eine Marktmanipulation? (publ. in: ZBB 2007, 124-129)
- 61 Andreas Cahn Die Auswirkungen der Kapitaländerungsrichtlinie auf den Erwerb eigener Aktien (publ. in: Der Konzern 2007, S. 385)
- 62 Theodor Baums Rechtsfragen der Innenfinanzierung im Aktienrecht
- 63 Theodor Baums The Law of Corporate Finance in Europe – An Essay (publ. in: Krüger Andersen/Engsig Soerensen [Hrsg.], Company Law and Finance 2008, S. 31 ff.)
- 64 Oliver Stettes Unternehmensmitbestimmung in Deutschland – Vorteil oder Ballast im Standortwettbewerb? (publ. in: Die AG 2007, S. 611 ff.)
- 65 Theodor Baums/  
Astrid Keinath/  
Daniel Gajek Fortschritte bei Klagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse? Eine empirische Studie (publ. in: ZIP 2007, S. 1629 ff.)
- 66 Stefan Brass/  
Thomas Tiedemann Die zentrale Gegenpartei beim unzulässigen Erwerb eigener Aktien (publ. in: ZBB 2007, S. 257 ff.)
- 67 Theodor Baums Zur Deregulierung des Depotstimmrechts (publ. in: ZHR 2007 [171], S. 599 ff.)
- 68 David C. Donald The Rise and Effects of the Indirect Holding System: How Corporate America ceded its Shareholders to Intermediaries

- 69 Andreas Cahn Das Wettbewerbsverbot des Vorstands in der AG & Co. KG  
(publ. in: Der Konzern 2007, S. 716 ff.)
- 70 Theodor Baums/  
Florian Drinhausen Weitere Reform des Rechts der Anfechtung von  
Hauptversammlungsbeschlüssen  
(publ. in: ZIP 2008, S. 145 ff.)
- 71 David C. Donald Die Übertragung von Kapitalmarktpapieren nach dem US-  
Amerikanischen *Uniform Commercial Code* (UCC)
- 72 Tim Florstedt Zum Ordnungswert des § 136 InsO  
(publ. in: ZInsO 2007, S. 914 ff.)
- 73 Melanie Döge/  
Stefan Jobst Abmahnung von GmbH-Geschäftsführern in befristeten  
Anstellungsverhältnissen  
(publ. in: GmbHR 2008, S. 527 ff.)
- 74 Roland Schmidbleicher Das „neue“ acting in concert – ein Fall für den EuGH?  
(publ. in: Die AG 2008, S. 73 ff.)
- 75 Theodor Baums Europäische Modellgesetze im Gesellschaftsrecht  
(publ. in: Kley/Leven/Rudolph/Schneider [Hrsg.], *Aktie und  
Kapitalmarkt. Anlegerschutz, Unternehmensfinanzierung  
und Finanzplatz*, 2008, S. 525-535)
- 76 Andreas Cahn/  
Nicolas Ostler Eigene Aktien und Wertpapierleihe  
(publ. in: Die AG 2008, S. 221 ff.)
- 77 David C. Donald Approaching Comparative Company Law
- 78 Theodor Baums/  
Paul Krüger Andersen The European Model Company Law Act Project
- 79 Theodor Baums « Lois modèles » européennes en droit des sociétés  
(publ. in : *Revue des Sociétés* 2008, S. 81 ff.)
- 80 Ulrich Segna Irrungen und Wirrungen im Umgang mit den §§ 21 ff.  
WpHG und § 244 AktG  
(publ. in : Die AG 2008, S. 311 ff.)

ILF



**INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE**  
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT