

**Die Rechtsform deutscher Wertpapierbörsen**  
**- Anmerkungen zur Reformdiskussion -**

Ulrich Segna

Arbeitspapier Nr. 75

## Die Rechtsform deutscher Wertpapierbörsen - Anmerkungen zur Reformdiskussion -

*Ulrich Segna\**

### I. Einführung

Das deutsche Börsensystem ist durch das Auseinanderfallen von Börsenträger und Börse gekennzeichnet. Die im BörsG nur beiläufig erwähnten Börsenträger<sup>1</sup> - dies sind entweder rechtsfähige Vereine oder Kapitalgesellschaften<sup>2</sup> - stellen die materiellen und personellen Ressourcen für den Handel an der Börse zur Verfügung. Sie sind Partner der mit den Börsenbediensteten abgeschlossenen Anstellungsverträge und aller anderen Schuldverhältnisse, die sich auf den Betrieb der Börse beziehen. Die Börse selbst, also die eigentliche Marktveranstaltung, an der der Handel mit Wertpapieren stattfindet, wird von der heute ganz vorherrschenden Auffassung als unselbständige Anstalt des öffentlichen Rechts eingestuft<sup>3</sup>. In ihre inneren Angelegenheiten, die durch die Börsenorgane wahrgenommen werden, darf der Börsenträger nicht eingreifen. Dieser historisch gewachsene Dualismus, dessen Konsequenzen insbesondere

---

\* Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück.

<sup>1</sup> S. §§ 3 c Abs. 2 S. 1, 4 Abs. 1 S. 2, 5 Abs. 1 S. 2 BörsG.

<sup>2</sup> Die Frankfurter Wertpapierbörse wird seit 1992 von der Deutsche Börse AG, die Bremer Wertpapierbörse seit dem 30. Juni 1998 von der Bremer Wertpapierbörse AG getragen. Diese Gesellschaft ist durch Ausgliederungen nach dem UmwG aus dem Verein der Mitglieder der Wertpapierbörse in Bremen e. V. (BWB Verein) hervorgegangen. Sie betreibt nicht nur die Börse, die nunmehr als „BWB Börsenbetrieb - Institut des öffentlichen Rechts“ firmiert, sondern ist darüber hinaus Alleingesellschafterin der „BWB Wertpapierdienstleistung GmbH“ sowie der „BWB Wertpapier-Emissionsberatung GmbH“. Der fortbestehende BWB Verein, dessen Mitglieder 70 Kreditinstitute und gewerbliche Unternehmen sind, hält sämtliche Anteile an der Bremer Wertpapierbörse AG; s. Pressemitteilung der Bremer Wertpapierbörse vom 9. Juli 1998; Börsenzeitung vom 10. Juli 1998, S. 3. Börsen, deren Träger die jeweilige örtliche Industrie- und Handelskammer ist (Kammerbörsen), gibt es nicht mehr, s. *Peterhoff*, Grundzüge des Börsenwesens, in: Bankrecht und Bankpraxis (BuB), Band 4, Siebenter Teil, 1997, Rdnr. 7/443.

<sup>3</sup> VGH Kassel, NJW-RR 1997, 110; *Schwark*, BörsG, 2. Aufl. 1994, § 1 Rdnr. 15 ff.; *Franke*, in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2. Aufl. 1997, § 2 Rdnr. 16; *Kümpel*, Börsenrecht, 1996, S. 30 ff.; *ders.*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 1995, Rdnr. 14.359; *ders.*, WM-Sonderbeilage 5/1985, S. 4; *Samm*, Börsenrecht, 1978, S. 48; *Wiede*, Die Börse als verwaltungsrechtliches Problem und Rechtsinstitut, 1965, S. 142 ff.; *Beck*, WM 1996, 2313, 2315; vgl. auch *von Olenhusen*, Börsen und Kartellrecht, 1983, S. 73 ff.

im Berliner Börsenstreit in den Jahren 1902/1903 zutage getreten sind<sup>4</sup>, ist den Börsensystemen der meisten anderen Länder fremd<sup>5</sup>. Gegen die öffentlich-rechtliche Börsenorganisation werden im Rahmen der gegenwärtigen rechtspolitischen Diskussion über eine Börsenreform verschiedene Einwände erhoben: Sie sei ein Hindernis im Wettbewerb mit ausländischen Börsen sowie proprietären Transaktionssystemen und stehe dem Anliegen entgegen, daß sich die Börsen von hoheitlichen oder quasi-hoheitlichen Betrieben zu marktorientierten Dienstleistern entwickeln; die Unterscheidung zwischen Börse und Träger sei offenkundig künstlich und werde vor allem von ausländischen Investoren in zunehmendem Maße als verwirrend empfunden<sup>6</sup>. Das im Auftrag des Bundesministeriums der Finanzen zur Börsenreform vorgelegte Gutachten von *Hopt/Rudolph/Baum* empfiehlt in Anbetracht dessen, den Organisationsrahmen der Börsen soweit als möglich nicht gesetzlich festzuschreiben, sondern ihn zumindest fakultativ in Richtung einer ausschließlich privatrechtlichen Börsenstruktur zu öffnen<sup>7</sup>. *Kümpel* hat zwar nachdrücklich auf die Vorzüge der öffentlich-rechtlichen Börsenstruktur hingewiesen, hält jedoch - insofern mit dem Gutachten übereinstimmend - ein Nebeneinander öffentlich-rechtlich und privatrechtlich organisierter Börsen immerhin für denkbar<sup>8</sup>. Ablehnend stehen den Reformplänen dagegen die hessische Börsenaufsichtsbehörde und der Bundesverband der Kursmakler an den deutschen Wertpapierbörsen gegenüber. Sie plädieren für die Beibehaltung der ausschließlich öffentlich-rechtlichen Organisationsform der Börsen<sup>9</sup>. Der vorliegende Beitrag greift einige

---

<sup>4</sup> S. dazu *E. R. Huber*, *Wirtschaftsverwaltungsrecht*, Erster Band, 2. Aufl. 1953, S. 627 f.

<sup>5</sup> Eine dem deutschen Börsenwesen vergleichbare Trennung zwischen Börse und Börsträger fand sich bis vor kurzem noch in Österreich. Nach § 2 des österreichischen BörseG a. F. war die Wiener Börse eine öffentlich-rechtliche Börse. Sie hatte allerdings keine Rechtspersönlichkeit. Rechtsfähig war die Börsenkammer, die einen seinerseits rechtsfähigen Vermögensfonds verwaltete, der die Börse mit den benötigten Ressourcen ausstattete, s. *Kalss*, *Österreichisches Börsen- und Kapitalmarktrecht*, in: *Hopt/Rudolph/Baum* (Hrsg.), *Börsenreform - Eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung*, 1997, S. 1192; *Hahn*, *Organisation, Strukturen und Handelsmechanismen der Wertpapierbörsen im internationalen Vergleich*, 1992, S. 82. Nunmehr ist die Wiener Börse als mit öffentlich-rechtlichen Befugnissen beliehene Aktiengesellschaft organisiert. Zur grundlegenden Neuordnung des österreichischen Börsenrechts durch die Börsegesetznovelle 1998 s. *Oppitz*, *Grundfragen der Börseorganisation in Österreich - Rechtsdogmatische und rechtspolitische Überlegungen*, in: *Aicher/Kalss/Oppitz* (Hrsg.), *Grundfragen des neuen Börserechts*, 1998, S. 1 ff.; *Pozniak*, *ZBB* 1998, 357; zur Börsenorganisation s. auch den rechtsvergleichenden Überblick bei *Köndgen*, *JITE* 154 (1998), 224, 227 ff., *Schwark*, *WM* 1997, 293, 300 f.

<sup>6</sup> *Hopt/Baum*, *Börsenrechtsreform in Deutschland*, in: *Hopt/Rudolph/Baum* (Fn. 5), S. 403 f.; *Schwark*, *WM* 1997, 293, 301 f.; s. auch *Köndgen/Mues*, *WM* 1998, 53.

<sup>7</sup> *Hopt/Baum* (Fn. 6), S. 400 f.

<sup>8</sup> *Kümpel* (Fn. 3), S. 147 ff.; *ders.*, *WM* 1997, 1917.

<sup>9</sup> Stellungnahme der hessischen Börsenaufsichtsbehörde zu einigen ausgewählten Thesen des Gutachtens *Hopt/Rudolph* bezüglich einer Börsenreform in Deutschland, 1998, S. 6 ff.; Stellungnahme des Bundesverban-

ausgewählte Aspekte der Reformdiskussion auf. Er schlägt insofern einen Mittelweg ein, als er zeigen wird, daß eine privatrechtliche Börsenorganisation der öffentlich-rechtlichen zwar nicht unterlegen ist, für ihre Einführung allerdings auch kein unabweisbares rechtspolitisches Bedürfnis besteht (unter III). Es schließen sich Überlegungen zu der Frage an, ob es sich statt oder neben der Zulassung privatrechtlicher Börsen empfiehlt, den Börsen *de lege ferenda* den Rechtsstatus einer vollrechtsfähigen Anstalt zu verleihen (unter IV). Der Beitrag schließt mit einigen verfassungsrechtlichen Anmerkungen zur Börsenorganisation (unter V). Zuvor jedoch soll beleuchtet werden, worauf sich die von der ganz herrschenden Auffassung vorgenommene Einordnung der Börsen als unselbständige Anstalten des öffentlichen Rechts nach geltendem Recht gründet (sogleich unter II).

## II. Die Rechtsform der Börsen nach geltendem Recht

### 1. Der öffentlich-rechtliche Charakter der Börse

Obwohl es sich bei der Rechtsnatur der Börse um eine „Kernfrage des Börsenrechts“<sup>10</sup> handelt, hat sich der Gesetzgeber des Börsengesetzes im Jahre 1896 einer klarstellenden Vorschrift enthalten. Das BörsG bestimmt nicht ausdrücklich, ob es sich bei der Börse um eine privatrechtliche oder öffentlich-rechtliche Veranstaltung handelt. Auch die neuesten Änderungen des BörsG durch die Novelle aus dem Jahre 1989, das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz von 1994, die Neubekanntmachung im Jahre 1996 und das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz vom 24. März 1998<sup>11</sup> verzichteten auf eine Festschreibung des Rechtscharakters der Börsen<sup>12</sup>. Ob die Börse dem öffentlich-rechtlichen oder dem privatrechtlichen Bereich zuzuordnen ist, läßt sich daher nur im Wege einer Gesamtbetrachtung ermitteln, welche das Verhältnis zwischen Börse und Staat sowie die Natur und normative Ausgestaltung der Börsenaufgaben miteinbezieht<sup>13</sup>. Diese Gesamtbetrachtung führt zu dem Ergebnis, daß sich der öffentlich-rechtliche Charakter der Börse kaum mehr bezweifeln läßt<sup>14</sup>.

---

des der Kursmakler an den deutschen Wertpapierbörsen zum Gutachten „Börsenreform - Eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung“, 1998, S. 31 ff.

<sup>10</sup> *Schwark* (Fn. 3), § 1 Rdnr. 17; zustimmend *Samm* (Fn. 3), S. 46.

<sup>11</sup> BGBl. I, S. 529.

<sup>12</sup> Allerdings sprechen die Gesetzesmaterialien zum Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz beiläufig von einer „öffentlichrechtlichen“ Börse; auch läßt sich ihnen entnehmen, daß der Gesetzgeber offenbar von der fehlenden Rechtsfähigkeit der Börsen ausgeht, s. BT-Drucks. 12/6679, S. 63 f. (zu § 4 Abs. 5 BörsG: „Die Regelung des Absatzes 5 dient im Hinblick auf die fehlende Rechtsfähigkeit der Börsen der Klarstellung“).

<sup>13</sup> Vgl. *Schwark* (Fn. 3), § 1 Rdnr. 15; *von Olenhusen* (Fn. 3), S. 59 f. Dagegen rechtfertigt das öffentliche Interesse an einem börsenmäßig organisierten Wertpapierhandel noch nicht den Schluß, die Börse sei bereits *de lege lata* in den öffentlich-rechtlichen Bereich eingegliedert. Auch private, auf dem freien Kapitalmarkt tätige

Schon die weitgehende Verzahnung zwischen Staat und Börse ist ein starkes Indiz für die öffentlich-rechtliche Einordnung der Börse<sup>15</sup>. Die Staatsaufsicht im Börsenwesen geht über das etwa im Banken- und Versicherungswesen bekannte Maß deutlich hinaus<sup>16</sup>. So kann die Aufsichtsbehörde für die Durchführung der Aufsicht an der Börse einen Staatskommissar einsetzen; sie ist berechtigt, an den Beratungen der Börsenorgane teilzunehmen; bei der Erfüllung ihrer Aufgaben haben die Börsenorgane sie zu unterstützen (§ 1 Abs. 3 BörsG). Die Aufsichtsbehörde hat die Börsenordnung und die Gebührenordnung zu genehmigen (§§ 4 Abs. 4 S. 1, 5 Abs. 2 S. 1 BörsG). Die Landesregierung wird durch § 9 Abs. 1 S. 1 BörsG ermächtigt, durch Rechtsverordnung Vorschriften über die Errichtung eines Sanktionsausschusses, seine Zusammensetzung, sein Verfahren einschließlich der Kosten sowie die Mitwirkung der Börsenaufsichtsbehörde zu erlassen. Zudem bestellt und entläßt die Börsenaufsichtsbehörde die Kursmakler, wenn auch nach Anhörung der Börsengeschäftsführung und der Kursmaklerkammer (§ 30 Abs. 1 S. 3 BörsG).

Das durch diese Regelungen gekennzeichnete Näheverhältnis der Börsen zum Staat ist durch die Änderungen des BörsG im Zuge des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes eher noch intensiviert worden<sup>17</sup>, auch wenn sich die Materialien ausdrücklich zur Selbstverantwortung der Börsen für attraktive und transparente Marktplätze bekennen<sup>18</sup>. Die bisherige Rechtsaufsicht über die Börse ist um die Aufsicht über die neugeschaffene Handelsüberwachungsstelle der Börse und um eine Markt- oder Handelsaufsicht des jeweiligen Landes vor Ort erweitert worden. Sie erstreckt sich nunmehr auf die Einhaltung der börsenrechtlichen Vorschriften und Anordnungen sowie die ordnungsgemäße Durchführung des Handels an der Börse und der Geschäftsabwicklung (§ 1 Abs. 2 BörsG). Ungeachtet der primären Verantwortung der Bör-

---

Unternehmen der Bank- oder Versicherungswirtschaft nehmen öffentliche Aufgaben wahr, indem sie wie die Börsen zur Attraktivität des Finanzplatzes Deutschland beitragen. Im übrigen ist das Kriterium der „öffentlichen Aufgabe“ viel zu umstritten, um als Grundlage einer Zuordnung der Börse zum öffentlichen oder privaten Recht dienen zu können, s. *von Olenhusen* (Fn. 3), S. 58 f.; *Claussen/Hoffmann*, ZBB 1995, 68, 71; abweichend *Kümpel* (Fn. 3), S. 22 ff.; *Samm* (Fn. 3), S. 49, 51 f.

<sup>14</sup> *Köndgen/Mues*, WM 1998, 53, 57 (dort in Fn. 48) meinen gar, Zweifel an der öffentlich-rechtlichen Börsenorganisation ließen sich durch eine kurze Lektüre des Börsengesetzes widerlegen.

<sup>15</sup> *Münstermann*, Märkte für Risikokapital, 1996, S. 68.

<sup>16</sup> Dagegen spricht der Umstand, daß das Betreiben einer Börse der staatlichen Genehmigung bedarf (§ 1 Abs. 1 BörsG), nicht für den öffentlich-rechtlichen Charakter dieser Veranstaltung. Zahlreiche Tätigkeiten Privater sind an die Genehmigung eines Verwaltungsträgers geknüpft. Insofern läßt sich ein Genehmigungserfordernis auch als Instrument zur Kontrolle privater Tätigkeit begreifen, s. *Claussen/Hoffmann*, ZBB 1995, 68, 71.

<sup>17</sup> Vgl. auch *Claussen/Hoffmann*, ZBB 1995, 68, 70; *Schwark* (Fn. 3), Einl. Rdnr. 22.

<sup>18</sup> Regierungsbegründung zum 2. Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drucks. 12/6679, S. 60.

senselbstverwaltung kann die Börsenaufsichtsbehörde sämtliche Angelegenheiten der Handelsaufsicht an sich ziehen<sup>19</sup>. Die Aufsichtsbehörde kann der neugeschaffenen Handelsüberwachungsstelle Weisungen erteilen und die Ermittlungen übernehmen; der Leiter der Handelsüberwachungsstelle hat der Aufsichtsbehörde regelmäßig zu berichten (§ 1 b Abs. 1 S. 3, Abs. 2 S. 2 BörsG). Zudem räumt § 1 a BörsG der Börsenaufsicht gegenüber der Börse und den Handelsteilnehmern verschiedene Befugnisse ein, welche die alte Fassung des BörsG noch nicht enthalten hatte.

Darüber hinaus deuten die Vorschriften über die Zulassung zur Börse, die Zulassung von Wertpapieren und über die Befugnisse der Börsenorgane gegenüber den Handelsteilnehmern auf die öffentlich-rechtliche Natur der Börse hin. So hat der Gesetzgeber das Zulassungsverfahren zur Teilnahme am Börsenhandel sowie das Verfahren der Zulassung von Wertpapieren zum amtlichem Handel und zum Geregelten Markt weitgehend an das Verwaltungsverfahren angelehnt. Entscheidungen der Börsenorgane in diesem Bereich unterstellt das Gesetz ausdrücklich den Vorschriften über Verwaltungsakte (§§ 7 Abs. 9, 43, 75 Abs. 3 BörsG). Auch die Materialien zur Änderung des Börsengesetzes von 1975 gehen von einer verwaltungsrechtlichen Ausgestaltung des Zulassungsverfahrens aus<sup>20</sup>. Anhaltspunkte für eine vertragliche Begründung der entsprechenden Rechtsverhältnisse läßt das BörsG nicht erkennen<sup>21</sup>. Ein vertragliches Verständnis der Börsenzulassung von Wertpapieren, das angesichts des Grundsatzes der Vertragsfreiheit grundsätzlich auch eine Ablehnung des Zulassungsantrages denkbar erscheinen ließe<sup>22</sup>, wäre zudem schwer mit dem Wortlaut des § 36 Abs. 3 BörsG in Einklang zu bringen, wonach Wertpapiere zum amtlichen Handel zuzulassen *sind*, sofern die entsprechenden Voraussetzungen vorliegen. Die Zulassung wird denn auch überwiegend als begünstigender Verwaltungsakt angesehen, auf dessen Erlaß der Antragssteller bei Vorliegen der Voraussetzungen einen Anspruch hat<sup>23</sup>. Öffentlich-rechtlich ist auch die Tätigkeit des Sanktionsausschusses ausgestaltet, der erhebliche Eingriffsbefugnisse besitzt und gegen dessen Entscheidungen nach § 9 Abs. 3 BörsG der Verwaltungsrechtsweg offensteht. Für ein öffentlich-rechtliches Verständnis der Börse läßt sich - jedenfalls als Indiz - darüber hinaus § 29 BörsG in Anspruch nehmen, der von der Feststellung des „amtlichen“ Börsenpreises spricht<sup>24</sup>.

---

<sup>19</sup> Regierungsbegründung zum 2. Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drucks. 12/6679, S. 59.

<sup>20</sup> S. die Begründung in BT-Drucks. 7/101, S. 10.

<sup>21</sup> von Olenhusen (Fn. 3), S. 56 f.

<sup>22</sup> So in der Tat Nußbaum, BörsG, 1910, § 36 Anm. III, der für die Annahme einer Zulassungspflicht unzweideutige gesetzliche Bestimmungen vermißt.

<sup>23</sup> Schwark (Fn. 3), § 36 Rdnr. 23, 26; Samm (Fn. 3), S. 97.

<sup>24</sup> Vgl. Schwark (Fn. 3), § 1 Rdnr. 15; ders., Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, 1979, S. 253 f.; kritisch Claussen/Hoffmann, ZBB 1995, 68, 71.

Ganz entscheidend für den öffentlich-rechtlichen Status sprechen aber schließlich die der Börse eingeräumten Rechtsetzungsbefugnisse. Nach § 3 Abs. 2 Nr. 1 i. V. m. § 4 Abs. 1 BörsG hat der Börsenrat eine Börsenordnung zu erlassen, welche die Börsenorganisation und den Börsenverkehr im allgemeinen regelt. Ihm obliegt zudem der Erlaß der Gebührenordnung (§ 3 Abs. 2 Nr. 1 i. V. m. § 5 BörsG). Der Rechtscharakter dieser Regelwerke war lange Zeit umstritten. *Nußbaum* hatte auf der Grundlage seines privatrechtlichen Verständnisses der Börse noch die Ansicht vertreten, es handele sich bei diesen Regelungen um von der Börse aufgestellte, allgemeinen Geschäftsbedingungen vergleichbare Vereinbarungen<sup>25</sup>. Die Vertreter der öffentlich-rechtlich orientierten Einordnung der Börsen begriffen Börsen- und Gebührenordnung überwiegend als Rechtsverordnungen<sup>26</sup>. Erst nach der Börsengesetznovelle von 1975 begann sich die Qualifizierung als öffentlich-rechtliches Satzungsrecht durchzusetzen<sup>27</sup>. Dieser Ansicht hat sich der Gesetzgeber mit dem Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz ausdrücklich angeschlossen, indem er § 4 Abs. 1 BörsG mit der Klarstellung versah, der Börsenrat erlasse die Börsenordnung „als Satzung“<sup>28</sup>. Dem Meinungsstreit über die Rechtsnatur der Börsenordnung kommt damit nur noch historische Bedeutung zu<sup>29</sup>. Der Schluß auf den öffentlich-rechtlichen Charakter der Börse drängt sich nun deshalb auf, weil öffentlich-rechtliche Satzungen per definitionem Rechtsvorschriften sind, welche eine *dem Staat zugeordnete Institution des öffentlichen Rechts* im Rahmen der ihr gesetzlich verliehenen Autonomie mit Rechtswirkung für den von ihrem Tätigkeitsbereich erfaßten Personenkreis erläßt<sup>30</sup>. Daß Privatpersonen mit der hoheitlichen Wahrnehmung bestimmter Verwaltungsaufgaben im eigenen Namen beauftragt werden, ist zwar grundsätzlich zulässig, wie die auch im Börsenrecht bekannte Rechtsfigur der Beleihung zeigt. Die *öffentlich-rechtliche* Normsetzung aber bleibt dem Staat und z. T. autonomen juristischen Personen des öffentlichen Rechts vorbehalten. Sie kann natürlichen

---

<sup>25</sup> *Nußbaum* (Fn. 22), § 4 Anm. II.

<sup>26</sup> So noch *E. R. Huber* (Fn. 4), S. 628; *Göppert*, Das Recht der Börsen, 1932, S. 108; *Meyer/Bremer*, Börsengesetz, 4. Aufl. 1957, § 4 Anm. 1; *Rodrian*, Börsenprobleme 1989, S. 15 ff.

<sup>27</sup> *Schwark* (Fn. 3), § 4 Rdnr. 3; *Samm* (Fn. 3), S. 37, 59; *von Olenhusen* (Fn. 3), S. 62, 137.

<sup>28</sup> S. die Regierungsbegründung in BT-Drucks. 12/6679, S. 64: „Die Ergänzung in Absatz 1 Satz 1 ... hat klarstellenden Charakter, indem sich der Gesetzgeber eindeutig auf die Seite der in Wissenschaft, Rechtsprechung und Praxis herrschenden Meinung stellt, daß die Börsenordnung ihrem Rechts- und Regelungscharakter nach eine Satzung und keine Rechtsverordnung ist.“ Schon hieraus geht hervor, daß der Gesetzgeber die Börsenordnung als öffentlich-rechtliche und nicht etwa als privatrechtliche Satzung (z. B. eines Vereins oder einer Aktiengesellschaft) begreift. Bestätigt wird dieses Ergebnis dadurch, daß in den Materialien beiläufig von einer „öffentlichrechtlichen“ Börse die Rede ist (s. oben in Fn. 12).

<sup>29</sup> Das gilt auch im Hinblick auf den Rechtscharakter der Gebührenordnung, s. *Kümpel* (Fn. 3), S. 152; *ders.*, WM 1997, 1917, 1918.

<sup>30</sup> Zum Satzungs begriff s. nur BVerfGE 33, 125, 156 - Facharztbeschuß.

oder juristischen Personen des Privatrechts nicht übertragen werden<sup>31</sup>. Damit bleibt festzuhalten, daß die den Börsen verliehene Befugnis zur Setzung öffentlich-rechtlicher Normen in Form der Börsen- und Gebührenordnung nicht nur ein starkes Indiz, sondern de lege lata das ausschlaggebende Argument für den öffentlich-rechtlichen Charakter der Börsen ist.

## 2. Ansätze für ein privatrechtliches Verständnis der Börse

Versuche, auf der Basis des geltenden Rechts ein privatrechtliches Verständnis der Börse zu begründen, vermögen schon deshalb nicht zu überzeugen. Im übrigen spricht auch ganz allgemein nicht gegen den öffentlichen-rechtlichen Charakter der Börse, daß die an ihr getätigten Geschäfte dem Privatrecht zuzurechnen sind. Zahlreiche staatliche Einrichtungen, die in einer der öffentlich-rechtlichen Rechtsformen organisiert sind, schließen mit ihren Benutzern privatrechtliche Nutzungsverträge ab, selbst wenn der Zulassungsakt zur Benutzung der Einrichtung - in der Regel ein Verwaltungsakt - dem öffentlichen Recht unterliegt. Das bedarf keiner weiteren Vertiefung<sup>32</sup>.

Auch die im Zuge des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes geänderte Governance-Struktur der Börsen läßt sich nicht für eine privatrechtliche Einordnung in Anspruch nehmen. Mit der Wahrnehmung der Leitungsaufgaben ist seit dieser Änderung nicht mehr der ehrenamtlich tätige Börsenvorstand, sondern die weisungsfreie Börsengeschäftsführung betraut (§ 3 c BörsG). Ihr steht der ehrenamtlich tätige Börsenrat als Kontroll- und Rechtsetzungsgremium zur Seite (§ 3 BörsG). Die Einführung einer an das aktienrechtliche Organisationsmodell angelehnten Leitungsstruktur entsprach einer rechtspolitischen Forderung, welche im Interesse des nationalen und internationalen Börsenwettbewerbs die Leitung der Börse in die Hände eines professionellen Managements gelegt wissen wollte<sup>33</sup>. Sie liegt auch auf einer Linie mit denjenigen Vorschlägen, die eine privatrechtliche Struktur der Börsen und als geeignete Organisationsform hierfür vor allem die Aktiengesellschaft empfehlen<sup>34</sup>. Für die Bestimmung des Rechtscharakters der Börsen wird man den die innere Organisation der Börse konstituierenden

---

<sup>31</sup> *Wolff/Bachof/Stober*, Verwaltungsrecht II, 5. Aufl. 1987, S. 413; *Hopt/Baum* (Fn. 6), S. 416; vgl. auch BVerfGE 33, 125, 157 - Facharztbeschuß.

<sup>32</sup> *Schwark* (Fn. 3), § 1 Rdnr. 16; *ders.*, DB 1971, 949, 950; *Claussen/Hoffmann*, ZBB 1995, 68, 71; zur sog. Zweistufentheorie bei der Benutzung öffentlicher Einrichtungen vgl. nur *Maurer*, Allgemeines Verwaltungsrecht, 11. Aufl. 1997, S. 51 ff.

<sup>33</sup> S. die Regierungsbegründung zum 2. Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drucks. 12/6679, S. 62.

<sup>34</sup> *Hopt/Baum* (Fn. 6), S. 400 ff.; zur geeigneten Organisationsform für eine privatrechtlich verfaßte Börse s. unten III 3 b).



Vorschriften jedoch nicht einmal Indizwirkung beimessen können<sup>35</sup>. Sie taugen allenfalls als rechtspolitisches Argument für die Einführung einer privatrechtlichen Börsenverfassung.

### 3. Einordnung der Börsen in die Organisationstypen des öffentlichen Rechts

#### a) Die Börse als Anstalt des öffentlichen Rechts

Ist die Börse nach geltendem Recht somit in den öffentlich-rechtlichen Bereich eingegliedert, so stellt sich die Frage nach ihrem Organisationstyp. Mitunter wurde die Börse als öffentlich-rechtliches Gebilde „sui generis“ angesehen, das anstaltliche und körperschaftliche Züge aufweise<sup>36</sup>. Das konnte wegen des numerus clausus der öffentlich-rechtlichen Organisationsformen nicht überzeugen<sup>37</sup>. Nach heute herrschender Auffassung zählt die Börse zu den Anstalten des öffentlichen Rechts<sup>38</sup>. Dem ist zuzustimmen. Die Börse erfüllt sämtliche Merkmale des Anstaltsbegriffs. Nach der klassischen und auch heute noch gebräuchlichen Definition von *Otto Mayer* handelt es sich bei der öffentlich-rechtlichen Anstalt um einen „Bestand von Mitteln, sächlichen wie persönlichen, welche in der Hand eines Trägers öffentlicher Verwaltung einem besonderen öffentlichen Zweck dauernd zu dienen bestimmt sind“<sup>39</sup>. Als organisatorische Zusammenfassung persönlicher und sachlicher Mittel zu einer verselbständigten Verwaltungseinheit erbringt die Börse Leistungen an Handelsteilnehmer und Emittenten. Diese stehen zur Börse in einem Benutzungsverhältnis, was typisch für eine Anstalt ist. Für die Einordnung der Börse als Anstalt des öffentlichen Rechts spricht darüber hinaus die externe Trägerschaft, die ein wesentliches Merkmal anstaltlicher Organisation darstellt. Für den Betrieb und den Bestand der Börse ist der Träger, der im BörsG an verschiedenen Stellen vorausgesetzt wird, von maßgeblicher Bedeutung, weil er die dafür benötigten Ressourcen zur Verfügung stellt. Unschädlich ist dabei der Umstand, daß Börsenträger nunmehr ausschließlich beliehene Privatrechtssubjekte sind; auch Beliehene können Anstaltsträger sein<sup>40</sup>. Nicht zu bestreiten ist zwar, daß die Börse körperschaftliche Züge aufweist<sup>41</sup>. Als Körperschaft des öffentlichen Rechts ließe sich die Börse jedoch nur begreifen, wenn sie Mitglieder hätte, die auf die Gestaltung der Verbandsangelegenheiten einen maßgeblichen Einfluß ausübten. Wenn auch § 7 BörsG, der die

---

<sup>35</sup> So aber wohl *Claussen/Hoffmann*, ZBB 1995, 68, 72.

<sup>36</sup> So *Meyer/Bremer* (Fn. 26), § 1 Anm. 4; *Bremer*, Grundzüge des deutschen und ausländischen Börsenrechts, 1969, S. 58; auch noch *Schönle*, Bank- und Börsenrecht, 1971, S. 7; VG Frankfurt/M., AG 1963, 306.

<sup>37</sup> Vgl. *Franke*, in: Assmann/Schütze (Fn. 3), § 2 Rdnr. 15.

<sup>38</sup> S. die Nachweise in Fn. 3.

<sup>39</sup> *Otto Mayer*, Deutsches Verwaltungsrecht, Band II, 3. Aufl. 1924, S. 268.

<sup>40</sup> Vgl. *Wolff/Bachof/Stober* (Fn. 31), S. 302.

<sup>41</sup> Für die Einordnung der Börsen als Körperschaften des öffentlichen Rechts noch *Uppenbrink*, Die deutschen Wertpapierbörsen als Körperschaften des öffentlichen Rechts, 1963, S. 52 ff.

Zulassung von Personen zur Börse regelt, oder der den Wahlkörper für den Börsenrat bestimmende § 3 a BörsG auf eine mitgliedschaftlich verfaßte Organisation hindeuten, ändert dies doch nichts daran, daß die Bereitstellung der für einen Börsenhandel benötigten sachlichen und persönlichen Mittel sowie die Benutzungsverhältnisse der Börse ihr Gepräge geben<sup>42</sup>.

*b) Rechtsfähige, teilrechtsfähige oder nichtrechtsfähige Anstalt des öffentlichen Rechts?*

Das Recht der Verwaltungsorganisationen unterscheidet nach dem Grad der rechtlichen Verselbständigung herkömmlicherweise zwischen rechtsfähigen, teilrechtsfähigen und nichtrechtsfähigen Anstalten des öffentlichen Rechts. Vollrechtsfähige Anstalten bilden eine dem Anstaltsträger und Dritten gegenüber selbständige rechtliche Zurechnungs-, Zuordnungs-, Vermögens- und Haftungseinheit mit eigenem Namen. Sie sind nicht Teil eines anderen Verwaltungsträgers, sondern selbst Verwaltungsträger. Errichtet werden sie durch Gesetz oder aufgrund eines Gesetzes. Dagegen ist die teilrechtsfähige Anstalt Teil eines anderen Verwaltungsträgers; sie ist nicht juristische Person des öffentlichen Rechts, besitzt aber in bestimmter Beziehung Rechtsfähigkeit und ist insofern den teilrechtsfähigen Verbänden des Zivilrechts vergleichbar. Die Rechtsordnung erkennt ihr einzelne Rechte zu oder überträgt ihr einzelne Pflichten<sup>43</sup>. Soweit dies der Fall ist, ist sie selbst Verwaltungsträger. Ihr Vermögen ist ein Sondervermögen des Anstaltsträgers. Als kennzeichnend für die teilrechtsfähige Anstalt des öffentlichen Rechts wird darüber hinaus ihre Parteifähigkeit angesehen; für die rechtsfähige Anstalt ist diese ohnehin selbstverständlich. Demgegenüber ist die nichtrechtsfähige Anstalt nur organisatorisch verselbständigt. Sie ist Funktionseinheit eines anderen Verwaltungsträgers, von der sie sich rechtlich nicht unterscheidet<sup>44</sup>.

Vor diesem Hintergrund ist davon auszugehen, daß es sich bei den Börsen um teilrechtsfähige Anstalten des öffentlichen Rechts handelt<sup>45</sup>. Der Gesetzgeber hat ihnen in bestimmten Beziehungen die Fähigkeit zuerkannt, Träger von Rechten und Pflichten zu sein und dies durch Änderungen im Zuge des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes noch verstärkt zum Ausdruck gebracht. So stellt § 4 Abs. 5 BörsG nunmehr klar, daß die Börse im verwaltungsgerichtlichen Verfahren unter ihrem Namen klagen und verklagt werden kann. Dies war auch schon vor Einführung dieser Vorschrift unbestritten<sup>46</sup>.

---

<sup>42</sup> Vgl. *Schwark* (Fn. 3), § 1 Rdnr. 18; *Claussen/Hoffmann*, ZBB 1995, 68, 70; unentschieden VG Frankfurt/M., AG 1963, 306.

<sup>43</sup> Vgl. nur *Bachof*, AöR 83 (1953), 208, 264.

<sup>44</sup> *Maurer* (Fn. 32), S. 577 ff.; *Wolff/Bachof/Stober* (Fn. 31), S. 305 ff.

<sup>45</sup> *Kümpel* (Fn. 3), S. 33 ff.; *von Olenhusen* (Fn. 3), S. 86.

<sup>46</sup> *Schwark* (Fn. 3), § 1 Rdnr. 53; § 7 Rdnr. 33; § 36 Rdnr. 27.

Versuche, die Börsen schon de lege lata als *vollrechtsfähige* Anstalten des öffentlichen Rechts zu begreifen, erscheinen demgegenüber nicht überzeugend. Voraussetzung für die Entstehung und Auflösung rechtsfähiger Anstalten des öffentlichen Rechts ist eine gesetzliche Grundlage. Es ist unbestritten, daß die staatliche Genehmigung zur Errichtung der Börse die Anforderungen an einen staatlichen Verleihungsakt durch Gesetz oder aufgrund eines Gesetzes nicht erfüllt<sup>47</sup>. Auch den Regelungen des BörsG lassen sich keine Hinweise auf die Vollrechtsfähigkeit der Börsen entnehmen. Es mag zwar „kurios“ anmuten, etwa vom hessischen Gesetzgeber noch ein Landesgesetz über die Errichtung der Frankfurter Wertpapierbörse zu verlangen, nachdem diese Einrichtung schon 400 Jahre besteht. Jedenfalls hat der Gesetzgeber durch die Einführung der §§ 3 c, 4 Abs. 5 BörsG im Zuge des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes das Fehlen eines Errichtungsgesetzes aber auch nicht indirekt ausgeglichen<sup>48</sup>. Im Gegenteil: Es ist anzunehmen, daß die Entscheidung für die Rechtsfähigkeit der Börsen in deutlicherer Weise im BörsG zum Ausdruck gekommen wäre. Ohnehin wird man dem Gesetzgeber, der in den Materialien zum Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz ausdrücklich von der fehlenden Rechtsfähigkeit der Börsen ausgeht<sup>49</sup>, kaum unterstellen können, er habe durch eben dieses Gesetz die Börsen in den Rang einer rechtsfähigen Anstalt erheben wollen.

### **III. Privatrechtliche oder öffentlich-rechtliche Börsenverfassung?**

Die folgenden Bemerkungen widmen sich anhand ausgewählter Aspekte der Frage, ob im Zuge einer geplanten Börsenreform an der ausschließlich öffentlich-rechtlichen Organisation der Börsen festgehalten werden sollte oder ob sich im Sinne der Empfehlung von *Hopt/Rudolph/Baum* eine Öffnung des Börsenrechts in Richtung privatrechtlicher Organisationsformen anbietet.

#### **1. Trennung zwischen Börse und Träger**

Der dem deutschen Börsenwesen eigentümlichen Trennung zwischen Börse und Träger wird zunächst ganz allgemein entgegengehalten, sie sei künstlich und werde namentlich von ausländischen Betrachtern als verwirrend empfunden<sup>50</sup>. Dies greift als rechtspolitisches Argument für eine privatrechtliche Börsenorganisation zu kurz. Es mag zwar sein, daß die deutsche Börsenorganisation juristisch komplex sein mag und dies neben der eigentümlichen Verschränkung privatrechtlicher und öffentlich-rechtlicher Elemente auch auf der organisatorischen Trennung

---

<sup>47</sup> VG Frankfurt/M., AG 1963, 306; *Schwark* (Fn. 3), § 1 Rdnr. 19.

<sup>48</sup> So jedoch *Claussen*, Bank- und Börsenrecht, 1996, S. 287; *Claussen/Hoffmann*, ZBB 1995, S. 68, 70.

<sup>49</sup> S. Fn. 12.

<sup>50</sup> S. die Nachweise in Fn. 6.

von Börse und Träger beruht<sup>51</sup>. Über die Attraktivität der deutschen Börsen im internationalen Wettbewerb entscheiden jedoch in erster Linie andere Faktoren, wie die Liquidität der Märkte, die Sicherung eines angemessenen Verkehrsschutzes, Marktzutritts- und Marktaustrittsschranken, eine auf die Bedürfnisse der Emittenten und Anleger zugeschnittene Marktsegmentierung, Preistransparenz, attraktive Gebührenpolitik der Börsen usw. Organisationsrechtliche Aspekte, die diese Wettbewerbsfaktoren nicht unmittelbar beeinflussen, treten dahinter in ihrer Bedeutung zurück<sup>52</sup>. Wenn demgemäß behauptet wird, die öffentlich-rechtliche Struktur der deutschen Börsen sei kein entscheidendes Asset im internationalen Wettbewerb<sup>53</sup>, so ist dies sicher richtig. Richtig ist aber auch, daß sie kein entscheidendes Hindernis darstellt, sofern nicht die Vorteile einer privatrechtlichen Organisationsstruktur deutlich überwiegen.

Auch schwerwiegende rechtliche Probleme hat die Trennung zwischen Börse und Börsenträger in der Vergangenheit nicht aufgeworfen. Wie künstlich diese Unterscheidung anmutet, wird zwar immer wieder offenbar, wenn davon gesprochen wird, der Börsenträger sei Vertragspartner der mit den Börsenbediensteten abgeschlossenen Anstellungsverträge, habe aber selbst keinen Einfluß auf die inneren Angelegenheiten der Börse. Auch wurde vor kurzem im Zusammenhang mit der Diskussion über die Neufassung des § 7 a BörsG durch das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz die Frage nach dem Normadressaten dieser Vorschrift sowie danach aufgeworfen, wem - der Frankfurter Wertpapierbörse oder der Deutschen Börse AG als deren Träger - eigentlich die Rechte an der Software für das elektronische Handelssystem XETRA und die Verfügungsrechte über die in Betrieb genommene Handelsplattform zustehen<sup>54</sup>. Probleme dieser Art resultieren zwar aus der herkömmlichen Trennung zwischen Börse und Träger, sind jedoch nicht unlösbar. Andere Aspekte, wie etwa die Parteifähigkeit der Börsen im Prozeß oder ihre Beteiligungsfähigkeit im Verwaltungsverfahren, haben in der Praxis nicht zu Schwierigkeiten geführt oder sind mittlerweile durch den Gesetzgeber - wenn vielleicht auch an systematisch unbefriedigender Stelle - geklärt worden (s. § 4 Abs. 5 BörsG).

Zu bezweifeln ist des weiteren, ob eine privatrechtliche Börsenorganisation deshalb notwendig ist, um den Börsen die Möglichkeit zu geben, sich zu marktorientierten Dienstleistern entwickeln zu können<sup>55</sup>. Der österreichische Gesetzgeber scheint hiervon ausgegangen zu sein, denn die Einführung einer rein privatrechtlichen und die Aufgabe der als „nicht mehr zeitgemäß“ empfundenen öffentlich-rechtlichen Börsenstruktur durch die Börsegesetznovelle von 1998

---

<sup>51</sup> *Köndgen/Mues*, WM 1998, 53.

<sup>52</sup> Im Ergebnis ebenso die Stellungnahme der hessischen Börsenaufsichtsbehörde (Fn. 9), S. 13.

<sup>53</sup> *Hopt/Baum* (Fn. 6), S. 404.

<sup>54</sup> *Köndgen/Mues*, WM 1998, 53, 56 ff.

<sup>55</sup> So *Hopt/Baum* (Fn. 6), S. 403; s. auch *Hopt/Baum*, WM-Sonderbeilage 4/1997, S. 18.

erfolgte nicht zuletzt zu dem Zweck, die Wettbewerbsfähigkeit der Wiener Börse zu steigern<sup>56</sup>. Daß sich die öffentlich-rechtliche Organisationsform als ein ernstes Hindernis für die Entwicklung der deutschen Börsen zu modernen Dienstleistungsunternehmen erwiesen hat, läßt sich indes jedenfalls zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht behaupten. Allem Anschein nach bietet das geltende Börsenrecht den Börsen durchaus noch Möglichkeiten, sich auf die Herausforderungen des beginnenden zwanzigsten Jahrhunderts vorzubereiten. Die Gründung der Deutschen Börse AG, die eigens zu dem Zweck erfolgte, den Börsenplatz Frankfurt als Dienstleistungszentrum im Wettbewerb mit ausländischen Börsen zu stärken<sup>57</sup>, sowie die jüngsten Umstrukturierungsmaßnahmen an der Bremer Wertpapierbörse bilden hierfür anschauliche Beispiele. Insofern erscheint auch der allgemeine rechtsvergleichende Hinweis, in den meisten anderen Ländern seien die Börsen als privatrechtliche Unternehmen organisiert, als wenig aussagekräftig.

Allerdings mögen praktische Erwägungen auf der Ebene der Börsen selbst durchaus für eine Aufgabe der Trennung zwischen Börse und Träger sprechen. Das Nebeneinander dieser Einrichtungen führt oftmals - nicht zuletzt wegen der aus der Errichtungsgenehmigung resultierenden Betriebspflicht des Börsenträgers, die Börse mit den benötigten Ressourcen auszustatten - zu schwerfälligen Entscheidungsabläufen, weil etliche die Börse betreffende Maßnahmen in den verschiedenen Gremien sowohl der Börse als auch des Trägers diskutiert und zwischen ihnen abgestimmt werden müssen. Verfahren dieser Art verursachen bisweilen einen hohen Zeit- und Kostenaufwand. Reibungsverluste werden zwar an einigen Börsen durch eine Personalunion zwischen der Börsengeschäftsführung und dem Leitungsgremium des Trägers vermieden, doch ist dies nicht durchgängig so. Ein Wechsel in privatrechtliche Organisationsformen ließe die Unterscheidung zwischen Börse und Träger entfallen und könnte zur Vereinfachung der Entscheidungsabläufe beitragen. Besonders gravierend sind die praktischen Nachteile der derzeitigen Börsenstruktur allerdings nicht. Damit bleibt festzuhalten, daß die sich aus der Trennung von Börse und Börsenträger ergebenden organisatorischen und rechtlichen Besonderheiten bislang nicht derartige Wettbewerbsnachteile für die Börsen mit sich gebracht haben, die auf die Öffnung des Börsenrechts in Richtung einer privatrechtlichen Börsenverfassung drängen.

## 2. Bedürfnisprüfung

Wer eine Börse errichten will, bedarf hierzu der Genehmigung der zuständigen obersten Landesbehörde (§ 1 Abs. 1 S. 1 BörsG). Rechtstechnisch kommt der Genehmigung eine Doppel-

---

<sup>56</sup> S. *Oppitz* (Fn. 5), S. 12.

<sup>57</sup> Vgl. *Hahn* (Fn. 5), S. 41; s. auch das Gespräch mit dem Vorstandsvorsitzenden der Deutschen Börse AG in der FAZ v. 20. März 1998, S. 22.

funktion zu: Sie beinhaltet die Befreiung vom präventiven Verbot nicht genehmigter Börsenzusammenkünfte (Privatbörsen)<sup>58</sup>, und sie berechtigt den Börsenträger, die Börse als öffentlich-rechtliche Einrichtung zu errichten und zu betreiben<sup>59</sup>. Obwohl dies im Wortlaut des Gesetzes nicht eindeutig zum Ausdruck kommt, steht der Behörde bei der Erteilung der Genehmigung ein Ermessen zu, das sie nach sachlichen Gesichtspunkten unter Abwägung der öffentlichen und der Einzelinteressen auszuüben hat. Als sachliche Gesichtspunkte, die in die Ermessensabwägungen einzustellen sind, nennt *Schwark*<sup>60</sup> die wirtschaftliche Bedeutung einer Börse für Börsenplatz, Umland und Geschäftszweig; die garantierte Bereitstellung der Mittel für den ordnungsgemäßen Betrieb der Börse; die Verhinderung von geschäftsschwachen Kümmerbörsen. Wenn in diesem Zusammenhang davon gesprochen wird, die Genehmigungsbehörde habe eine Bedürfnisprüfung vorzunehmen bzw. nehme eine solche vor<sup>61</sup>, so ist dies der Sache nach zutreffend. Die Genehmigungsbehörde hat es in den Grenzen fehlerfreier Ermessensausübung in der Hand, ob sie eine Börse genehmigt oder nicht. Der Antragsteller, der um eine Genehmigung für die Errichtung einer Börse nachsucht, hat lediglich einen Anspruch auf eine ermessensfehlerfreie Entscheidung der Genehmigungsbehörde. Einen Anspruch auf Erteilung der Genehmigung hat er aber grundsätzlich nicht. Dies liegt in der Konsequenz der Einordnung der Börse als öffentlich-rechtliche Veranstaltung. Denn die Errichtung öffentlicher Anstalten fällt in die Entscheidungsgewalt der Genehmigungsbehörde, die darüber zu befinden hat, wem sie die Erfüllung öffentlicher Aufgaben überträgt. Ein aus der Verfassung fließendes Recht natürlicher oder juristischer Personen auf die Übertragung staatlicher Aufgaben ist dem geltenden Recht fremd<sup>62</sup>. Ein Anspruch des Börsenträgers auf Erteilung der Genehmigung kann sich deshalb auch nicht aus seinen Grundrechten - etwa Art. 12 GG - ergeben<sup>63</sup>.

Gegen das Entscheidungsmonopol der öffentlichen Hand hinsichtlich der Börsenerrichtung wird im Rahmen der gegenwärtigen Reformdiskussion eingewandt, die Gründung einer Börse sei eine rein unternehmerische Entscheidung und müsse deshalb auch rechtlich als solche behandelt werden. Nicht die Aufsichtsbehörde, sondern der Markt entscheide, ob ein Bedürfnis für die angebotenen Börsendienstleistungen bestehe oder nicht. Die in § 1 Abs. 1 S. 1 BörsG angelegte Bedürfnisprüfung bei der Genehmigung neuer Börsen müsse deshalb entfallen<sup>64</sup>. Es

---

<sup>58</sup> S. die „Feenpalast“-Entscheidung des Preußischen Oberverwaltungsgerichts, PrOVGE 34, 315.

<sup>59</sup> *Schwark* (Fn. 3), § 1 Rdnr. 21.

<sup>60</sup> BörsG (Fn. 3), § 1 Rdnr. 20.

<sup>61</sup> *Hopt/Baum* (Fn. 6), S. 405.

<sup>62</sup> *von Heimburg*, Verwaltungsaufgaben und Private, 1982, S. 115; *Ossenbühl*, VVDStRL 29 (1971), 137, 185 f.; vgl. auch BVerfGE 17, 371, 381; *Steiner*, Öffentliche Verwaltung durch Private, 1975, S. 252.

<sup>63</sup> *Schwark* (Fn. 3), § 1 Rdnr. 20; *Hopt/Baum* (Fn. 6), S. 405; *Hopt/Baum*, WM-Sonderbeilage 4/1997, S. 18.

<sup>64</sup> *Hopt/Baum* (Fn. 6), S. 405.; *Hopt/Baum*, WM-Sonderbeilage 4/1997, S. 18; ähnlich *Münstermann* (Fn. 15), S. 248 f.; 299; *Schwark*, WM 1997, 293, 302.

sind jedoch auch Stellungnahmen zu verzeichnen, die sich für die Beibehaltung der Bedürfnisprüfung aussprechen, um einer übermäßigen, ordnungspolitisch bedenklichen Marktzersplitterung vorzubeugen<sup>65</sup>. Zu dieser überaus komplexen Streitfrage kann hier nicht Stellung genommen werden<sup>66</sup>. Erkennt man jedoch den Wegfall der Bedürfnisprüfung als rechtspolitische Vorgabe für eine Börsenreform an, so trägt ihr eine Öffnung des Börsenrechts in Richtung privatrechtlicher Organisationsformen, die mit der Verpflichtung der Aufsichtsbehörden gekoppelt wird, die Errichtungsgenehmigung zu erteilen, sofern der Antragsteller die Vorgaben des BörsG erfüllt, ohne weiteres Rechnung<sup>67</sup>.

Ob die Börsenveranstaltung jedoch von einer staatlichen zu einer privaten Aufgabe werden muß, um dem Staat sein Entscheidungsmonopol zu nehmen, erscheint allerdings nicht zwingend. Im Gutachten wird empfohlen, der Gesetzgeber solle die Errichtungsgenehmigung auch für den Fall als gebundene Erlaubnis ausgestalten, daß sich die Öffnung auf privatrechtliche Börsen nicht durchsetzen läßt<sup>68</sup>. Dies bedeutete ebenfalls einen Verzicht auf die in § 1 Abs. 1 BörsG angelegte Bedürfnisprüfung und zudem einen Schritt in Richtung subjektiver Rechte der Börsenbetreiber auf Erteilung der Genehmigung, mithin auf die Übertragung staatlicher Aufgaben. Vorschläge dieser Art müßten allerdings mit dem geltenden öffentlichen Recht in Einklang gebracht werden. Dies erscheint auf den ersten Blick als rechtlich zweifelhaft, wurde ein Rechtsanspruch der Börsenbetreiber auf Erteilung der Errichtungsgenehmigung doch stets verneint, namentlich im Hinblick auf die Anstaltseigenschaft der Börsen. Zu bedenken ist jedoch, daß es im Falle einer gebundenen Erlaubnis im Sinne des Vorschlages des Gutachtens gar nicht um die Frage grundrechtlicher Ansprüche auf die Übertragung staatlicher Aufgaben, sondern darum geht, daß der Staat von sich aus kraft einfachgesetzlicher Anordnung ein subjektives Recht der Antragsteller schafft, ohne daß zu dessen Fundierung noch auf deren Grundrechte zurückgegriffen werden müßte. Ein Novum wäre zwar, daß mit dem Anspruch auf Erteilung der Börsenerrichtungsgenehmigung zugleich im Grunde auch ein Anspruch darauf verbunden wäre, eine (teilrechtsfähige) Anstalt des öffentlichen Rechts zu errichten. Es ist aber nicht ersichtlich, warum der allein an die Verfassung gebundene Gesetzgeber (Art. 20 Abs. 3

---

<sup>65</sup> Stellungnahme der hessischen Börsenaufsichtsbehörde (Fn. 9), S. 15 f.; Stellungnahme des Bundesverbandes der Kursmakler (Fn. 9), S. 31 f.

<sup>66</sup> Zur Regulierung von Börsenmärkten und zum Börsenwettbewerb s. umfassend *Rudolph/Röhrl*, Grundfragen der Börsenorganisation aus ökonomischer Sicht, in: *Hopt/Rudolph/Baum* (Fn. 5), S. 143 ff., 222 ff.; *Röhrl*, Börsenwettbewerb, 1996; s. auch das Sondergutachten der Monopolkommission „Ordnungspolitische Leitlinien für ein funktionsfähiges Finanzsystem“, 1998, S. 34 ff.; *Münstermann* (Fn. 15), S. 195 ff.; *Hartmut Schmidt/Oesterhelweg/Treske*, Kredit und Kapital 1997, 369; *Köndgen*, JITE 154 (1998), 224, 239 f.

<sup>67</sup> Die Errichtungsgenehmigung wäre also als gebundene Erlaubnis auszugestalten, s. *Hopt/Baum* (Fn. 6), S. 405; zum Konzessionssystem in Österreich s. jetzt *Oppitz* (Fn. 5), S. 33 f.

<sup>68</sup> *Hopt/Baum* (Fn. 6), S. 405.

GG) nicht einen solchen Anspruch soll schaffen können. Die Parallele zum Bankenaufsichtsrecht, auf die sich das Gutachten<sup>69</sup> beruft, gibt für die Beantwortung der Frage, ob und inwieweit staatliche Aufgaben im Wege der gebundenen Erlaubnis auf Private übertragen werden können, freilich nichts her. Zwar ordnete auch das KWG früher eine Bedürfnisprüfung an<sup>70</sup>. Private Kreditinstitute waren jedoch auch damals nicht, wie traditionell die Börsen, in den öffentlich-rechtlichen Bereich eingegliedert. Bei ihnen stellte sich das im Börsenwesen auftretende Problem also nicht. Nach alledem ist die Zulassung privatrechtlicher Börsen nicht unbedingt notwendig, um das Problem der Bedürfnisprüfung zu lösen.

### 3. Sicherung des Anleger- und Verkehrsschutzes

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

#### a) *Bedürfnis nach Staatshaftung*

Nach dem herkömmlichen Verständnis der Börse als öffentlich-rechtliche Einrichtung nehmen die Börsenorgane hoheitliche Aufgaben wahr. Die wesentlichen Funktionen der Börsenorgane, die Zulassung zur Börse, die amtliche Kursfeststellung sowie die Tätigkeit der Handelsüberwachungsstelle und des Sanktionsausschusses werden allgemein als öffentlich-rechtlich qualifiziert. Dies eröffnet den Weg zur Staatshaftung nach Art. 34 GG, § 839 BGB. Denn obwohl die Mitglieder der Börsenorgane in keinem eigentlichen Dienstverhältnis zum Staat stehen<sup>71</sup>, sind sie Beamte im haftungsrechtlichen Sinn, weil es hierfür nicht auf die organisatorische Eingliederung oder die Rechtsstellung des Amtswalters, sondern nur darauf ankommt, ob jemand mit der Wahrnehmung hoheitlicher Aufgaben betraut ist<sup>72</sup>. Haftende Körperschaft ist das Sitzland

---

<sup>69</sup> S. 405 in Fn. 492.

<sup>70</sup> Nach § 4 Abs. 1 Nr. b KWG (in der Fassung vom 25. September 1939 und der Verordnungen vom 23. Juli 1940 und 18. September 1944) durfte die Erlaubnis u. a. nur versagt werden, „wenn die Erlaubnis unter Berücksichtigung der örtlichen und gesamtwirtschaftlichen Bedürfnisse nicht gerechtfertigt“ erschien, s. *Consbuch/Möller*, KWG-Textsammlung, 1954.

<sup>71</sup> Vgl. *Schwark* (Fn. 3), § 3 Rdnr. 3 für die Mitglieder des Börsenvorstandes nach § 3 BörsG a. F.

<sup>72</sup> Vgl. nur *Palandt/Thomas*, BGB, 57. Aufl. 1998, § 839 Rdnr. 29; *Maurer* (Fn. 32), S. 620.



der Börse. Der Börsenträger kommt als Haftungssubjekt dagegen nicht in Frage<sup>73</sup>. Die Haftung des Sitzlandes für Pflichtverletzungen der Organträger an der Börse kann vor allem für den Anleger von Interesse sein. Denn zwischen ihm und der Börse besteht kein Benutzungsverhältnis, aus dem vertragliche Ansprüche erwachsen könnten; eine in diesem Fall noch denkbare deliktische Haftung nach § 823 Abs. 1 BGB, § 823 Abs. 2 BGB oder wegen vorsätzlicher sittenwidriger Schädigung nach § 826 BGB kommt kaum jemals in Betracht.

Dem Argument, die Beibehaltung der öffentlich-rechtlichen Organisation der Börsen liege wegen der damit einhergehenden Amtshaftung des Landes für amtspflichtwidriges Handeln der Börsenorgane im Interesse der Anleger, läßt sich allerdings kaum praktische Bedeutung beimessen. Als „schwerwiegender Grund“ gegen eine privatrechtliche Organisationsform der Börsen taugt es schon deshalb nicht<sup>74</sup>, weil Amtshaftungsfälle, die zu gerichtlichen Auseinandersetzungen geführt haben, in der Praxis bisher kaum aufgetreten sind<sup>75</sup>. Zudem läßt sich der an Grundsatzentscheidungen zu dieser Frage deshalb armen Rechtsprechung eine wenig anlegerfreundliche Haltung entnehmen. So hatte sich das LG Hamburg<sup>76</sup> im Jahre 1987 mit einer auf Art. 34 GG, § 839 BGB gestützten Schadensersatzklage eines Anlegers zu befassen, der den Mitgliedern des Börsenvorstandes der Hanseatischen Wertpapierbörse vorwarf, sie hätten nicht die amtliche Kursnotierung eines Papiers ausgesetzt, obwohl seiner (des Klägers) Auffassung nach ein ordnungsgemäßer Handel in diesen Papieren nicht mehr gewährleistet war. Das Gericht wies die Klage u. a. mit der Begründung ab, nach dem Willen des Gesetzgebers bestünden die sich aus dem BörsG und den Börsenordnungen ergebenden Amtspflichten der Börsenorgane nicht gegenüber einzelnen Anlegern, sondern nur der Allgemeinheit gegenüber. Mangels Drittbezogenheit der Amtspflichten kam eine Haftung des Staates für behauptete Pflichtverletzungen des Börsenvorstandes somit nach Auffassung des Gerichts nicht in Betracht. In der damals geltenden Fassung des BörsG war eine diesbezügliche Begrenzung der Staatshaftung freilich nicht zu finden. Das Gericht leitete sie aus einer Parallele zu §§ 6 Abs. 3 KWG, 81 Abs. 1 S. 3 VAG her. Es entspreche dem Willen des Gesetzgebers, daß die Amtspflichten im Bereich des Börsenwesens ebenso wie im Bereich der Banken- und Versicherungsaufsicht nur gegenüber der Allgemeinheit, nicht jedoch gegenüber dem einzelnen Anleger bestünden. Der Schutzbedürftigkeit der Anleger sei dadurch Genüge getan, daß sie nicht unmittelbar am Börsenverkehr teilnehmen können, sondern sich hierfür fachkundiger, zum Börsenhandel zugelas-

---

<sup>73</sup> Schwark (Fn. 3), § 3 Rdnr. 3; vgl. auch Claussen, Festgabe Niedersächsische Börse, 1987, S. 67, 73 f.; Claussen/Hoffmann, ZBB 1995, 68, 70.

<sup>74</sup> So aber Kümpel (Fn. 3), S. 161; wie hier Hopt/Baum (Fn. 6), S. 404.

<sup>75</sup> So auch die Beobachtung von Claussen (Fn. 73), S. 67, 74.

<sup>76</sup> WM 1989, 336 = WuB I G 5 5.89 (Walter); s. auch LG Düsseldorf, WM 1991, 1501 = WuB I G 5 11.91 (Ledermann).

sener Kreditinstitute zu bedienen hätten. Diese Begründung weckt Bedenken<sup>77</sup>, weil die entsprechenden Vorschriften des KWG und VAG<sup>78</sup> Pflichtverletzungen der *Aufsichtsbehörden* betreffen, während im konkreten Fall eine Pflichtverletzung eines *Börsenorgans* in Rede stand. Gleichwohl zeigt die Entscheidung, auf welch schwachen Füßen das Interesse der Anleger an einer Staatshaftung bei Pflichtverletzung der Börsenorgane in Deutschland steht.

Ohnehin wäre im Fall des Verbleibens der Börsen in den Rechtsformen des öffentlichen Rechts nicht auszuschließen, daß der Gesetzgeber eine dem § 1 Abs. 4 BörsG entsprechende Ergänzung in das Gesetz einfügt, welche die Drittbezogenheit der den Börsenorganen obliegenden Amtspflichten und damit jede Haftung des Sitzlandes des Börsenträgers ausdrücklich ausschließt<sup>79</sup>. Trotz aller verfassungsrechtlichen und europarechtlichen Vorbehalte gegen diese Vorgehensweise<sup>80</sup> ist die grundsätzliche Möglichkeit einer solchen Haftungsfreizeichnung jedenfalls gegeben. Ob die öffentliche Hand nun ein Haftungsvermeidungsinteresse<sup>81</sup> hat oder nicht: Das Anlegerinteresse an einer Staatshaftung ist jedenfalls ein schwaches rechtspolitisches Argument für den Verbleib der Börsen in den Organisationsformen des öffentlichen Rechts.

#### *b) Geeignete privatrechtliche Organisationsform*

Abgesehen von der entfallenden, aber aus den erwähnten Gründen zu vernachlässigenden Staatshaftung bringt die Zulassung einer privatrechtlichen Börsenstruktur auch nicht notwendigerweise weitere Nachteile für den Verkehrsschutz mit sich. Zwecken des Verkehrsschutzes ist Genüge getan, wenn das BörsG einen Rechtsformzwang vorschreibt, wie er etwa in § 2 HypBankG, § 1 Abs. 3 KAGG, § 2 UBGG und § 7 Abs. 2 VAG vorgesehen ist<sup>82</sup>. So kommen als Rechtsformen für die Börse die Aktiengesellschaft sowie die GmbH in Betracht, wobei die Aktiengesellschaft für die deutschen Wertpapierbörsen am naheliegendsten sein dürfte, nicht zuletzt wegen der Möglichkeit der Eigenkapitalbeschaffung am organisierten Kapitalmarkt<sup>83</sup>. Unterschieden zwischen diesen Gesellschaftsformen bezüglich der Kapitalaufbringung und -

---

<sup>77</sup> Ablehnend *Schwark* (Fn. 3), § 43 Rdnr. 12; s. auch *Rodrian* (Fn. 26), S. 33 ff.

<sup>78</sup> Vgl. nunmehr auch §§ 1 Abs. 4 BörsG, 4 Abs. 2 WpHG.

<sup>79</sup> Das erkennt auch *Kümpel* (Fn. 3), S. 161.

<sup>80</sup> S. *Habscheid*, Staatshaftung für fehlsame Bankenaufsicht, 1988, S. 129 ff.; *Ossenbühl*, Staatshaftungsrecht, 5. Aufl. 1998, S. 63 f.; *Nicolaysen*, Keine Staatshaftung für die Bankenaufsicht?, in: Gedächtnisschrift für Wolfgang Martens, 1987, S. 663 ff.; *Schenke/Ruthig*, NJW 1994, 2324 ff.

<sup>81</sup> Dies wird von *Claussen/Hoffmann*, ZBB 1995, 68, 72, als Argument für eine privatrechtliche Börsenorganisation angeführt.

<sup>82</sup> *Hopt/Baum* (Fn. 6), S. 406.

<sup>83</sup> In Österreich steht als Rechtsform für Börsen nunmehr ausschließlich die Aktiengesellschaft zur Verfügung (§ 3 BörseG n. F.).

erhaltung und der Unternehmensverfassung wäre gegebenenfalls durch vereinheitlichende Sonderregeln im BörsG Rechnung zu tragen. Zu entscheiden wäre dann, ob die Handelsteilnehmer Mitglieder der Börse werden oder nur durch ein privatrechtliches Benutzungsverhältnis mit dieser verbunden sein sollen. Eine Mitgliedschaft der Handelsteilnehmer in der Börsengesellschaft wird nicht unbedingt notwendig und auch nicht immer wünschenswert sein<sup>84</sup>. Machte man die Mitgliedschaft sämtlicher Handelsteilnehmer in der Börsengesellschaft zur Voraussetzung der Teilnahme am Börsenhandel, brächte dies den praktischen Nachteil mit sich, daß sich im Falle des Ein- oder Austritts eines Handelsteilnehmers die Beteiligungsstruktur der Gesellschaft ändert und gegebenenfalls eine Kapitalerhöhung oder -herabsetzung durchzuführen wäre. Der hiermit verbundene Aufwand fällt bei einer Börse, deren Handelsteilnehmer nicht zugleich ihre Mitglieder sind, nicht an. Dem Interesse der Handelsteilnehmer, Einfluß auf die Börsengeschicke zu nehmen, läßt sich durch gesetzliche Regelungen hinreichend Rechnung tragen, etwa dadurch, daß ihnen in den Aufsichtsgremien der Börse anteilig Sitz und Stimme eingeräumt wird<sup>85</sup>.

Dagegen kommt die Rechtsform des Vereins für die deutschen Wertpapierbörsen kaum in Betracht<sup>86</sup>. Gegenüber dem starren Rechtskleid der Aktiengesellschaft brächte die Organisationsform des Idealvereins (§ 21 BGB) wegen der Möglichkeit der flexiblen Gestaltung der Binnenbeziehungen sicherlich Vorteile mit sich. So könnten die Regelwerke der Börse als für alle Mitglieder verbindliches Innenrecht in der Satzung selbst oder einer sog. Vereinsordnung niedergelegt werden. Der Erlaß einer solchen Nebenordnung könnte aus Gründen der Flexibilität einem anderen Organ als der Mitgliederversammlung übertragen werden<sup>87</sup>. Zudem könnten die Börsenvereine bei Verstößen gegen die Regularien der Börse Vereinsstrafen verhängen und eine Schiedsgerichtsbarkeit einrichten, wie sie in vielen Vereinen üblich ist. Würden die Handelsteilnehmer Mitglieder des Börsenvereins, träten auch die erwähnten Probleme hinsichtlich der Kapitalstruktur nicht auf, weil es einen wie auch immer gearteten Anteil der Mitglieder am Vereinsvermögen nicht gibt<sup>88</sup>. Die Rechtsform des Idealvereins erscheint aber deshalb ungeeignet, weil sie nicht in demselben Maße Verkehrsschutz gewährleistet wie die Rechtsform der Aktiengesellschaft oder GmbH. Ferner ermöglicht sie nicht die Eigenkapitalaufnahme an der

---

<sup>84</sup> Zur Börsenmitgliedschaft in Europa s. *Hahn* (Fn. 5), S. 49 ff.

<sup>85</sup> Dazu im einzelnen *Hopt/Baum* (Fn. 6), S. 406 f.

<sup>86</sup> Als privatrechtlicher Verein ist beispielweise die Schweizer Börse organisiert. Sie bezweckt vorrangig den Betrieb der elektronischen Börse EBS und verfolgt keinen Erwerbszweck. Mitglieder sind knapp 60 Banken, s. *Blanchard*, Schweizerisches Börsen- und Kapitalmarktrecht, in: *Hopt/Rudolph/Baum* (Fn. 5), S. 933.

<sup>87</sup> Zur Änderungsflexibilität bei Vereinsordnungen s. *Kohler*, Mitgliedschaftliche Regelungen in Vereinsordnungen, 1992, S. 28 f. Zur Abgrenzung zwischen zwingenden Satzungsmaterien und solchen, die auch in einer Nebenordnung geregelt werden können, s. dort S. 86 ff.

<sup>88</sup> *Reichert/van Look*, Handbuch des Vereins- und Verbandsrechts, 6. Aufl. 1995, Rdnr. 521.

Börse. Hinsichtlich der Governance-Struktur der Börsen kann sich Flexibilität des inneren Vereinsrechts (vgl. § 40 BGB) auch nachteilig auswirken, sofern sie nicht durch zwingendes Gesetzesrecht preisgegeben würde. Und schließlich stellt sich nach deutschem Recht die schwierige Frage nach der Eintragungsfähigkeit derartiger Börsenvereine. Es spricht einiges dafür, vereinsförmig organisierte Börsen, die wie Unternehmen am Markt agieren, indem sie Börsendienstleistungen entwickeln und anbieten, als wirtschaftliche und damit potentiell eintragungsunfähige Vereine im Sinne des § 22 BGB einzustufen. Auf Einzelheiten, insbesondere auf diesbezügliche Unterschiede zwischen deutschem und schweizerischem Vereinsrecht, kann hier nicht näher eingegangen werden<sup>89</sup>.

### c) Börsenaufsicht

Nach den Gesetzesmaterialien zum Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz erfordert die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland eine effiziente Marktaufsicht über den börsenmäßig organisierten Wertpapierhandel, die staatlichen Charakter haben muß. Eine den internationalen Anforderungen genügende staatliche Marktaufsicht wird als Gütesiegel für den Finanzplatz Deutschland angesehen<sup>90</sup>. Im Zuge des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes hat der Gesetzgeber deshalb eine dreistufige staatliche Marktaufsicht etabliert, welche die Aufsicht über den Wertpapierhandel dem Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel, den Börsenaufsichtsbehörden der Länder und den Handelsüberwachungsstellen an den Börsen zuweist. Es besteht im Grunde und zu Recht Einigkeit darin, daß die Qualität der staatlichen Marktaufsicht auch bei der Öffnung des Börsenrechts für privatrechtlich organisierte Börsen gewahrt bleiben muß, auch und gerade dann, wenn sich der Gesetzgeber - jüngsten Empfehlungen folgend<sup>91</sup> - zur Einführung einer zweistufigen Aufsichtsstruktur entschließen sollte, die auf die Mitwirkung der Länderbehörden bei der Aufsicht verzichtet und sich auf die Rechts- und Marktaufsicht durch eine zentrale Bundesbehörde und die Handelsüberwachungsstellen an den jeweiligen Börsen beschränkt. Inwieweit das Vertrauen namentlich ausländischer Investoren in die Wirksamkeit der staatlichen Börsenaufsicht und damit letztlich auch die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Börsen im Falle privatrechtlich verfaßter Börsen beeinträchtigt werden könnte, läßt sich nicht pauschal sagen, sondern hängt maßgeblich von der

---

<sup>89</sup> Zur Abgrenzung des wirtschaftlichen vom nichtwirtschaftlichen Vereins im deutschen Recht s. umfassend Soergel/Hadding, BGB, 12. Aufl. 1987, §§ 21, 22 Rdnr. 19 ff.; K. Schmidt, Verbandszweck und Rechtsfähigkeit im Vereinsrecht, 1984, S. 89 ff.; zum schweizerischen Vereinsrecht s. Heini, Das schweizerische Vereinsrecht, 1988, S. 12 ff.

<sup>90</sup> Regierungsbegründung zum Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drucks. 12/6679, S. 36, 59, 62; s. auch Kümpel (Fn. 3), S. 161 f.; ders., WM 1997, 1917, 1921.

<sup>91</sup> Hopt/Baum (Fn. 6), S. 449 ff.; Stellungnahme des Bundesverbandes deutscher Banken zum Gutachten „Börsenreform - Eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung“, 1998, S. 72 ff.

konkreten Ausgestaltung einer zweistufig aufgebauten Börsenaufsicht ab<sup>92</sup>. Einzelheiten hierzu sind an dieser Stelle nicht auszubreiten. Es mag vorerst der Hinweis genügen, daß sich bei der Öffnung des Börsenrechts in Richtung privatrechtlich organisierter Börsen Schwierigkeiten vor allem im Hinblick auf die Integration der Handelsüberwachungsstelle ergeben, die nach geltendem Recht über umfassende, öffentlich-rechtliche Eingriffsbefugnisse verfügt. Da die Tätigkeit der Handelsüberwachungsstelle jedoch im Bereich der Selbstverwaltung der Börsen angesiedelt ist, sollen die in diesem Zusammenhang auftretenden rechtlichen Probleme erst sogleich angesprochen werden<sup>93</sup>.

#### 4. Börsenselbstverwaltung

Eine gewichtige Rolle bei der Abwägung der Vor- und Nachteile einer privatrechtlichen Organisationsverfassung für Börsen spielen Fragen der Börsenselbstverwaltung. Die börsenmäßig organisierten Wertpapiermärkte zeichnen sich ungeachtet der unterschiedlichen rechtlichen Rahmenbedingungen durchweg durch ein hohes Maß an autonomer, staatlich überwachter Selbstregulierung aus<sup>94</sup>. Rechtssetzungs- und Eingriffsbefugnisse eröffnen den Börsen die Möglichkeit, im nationalen wie internationalen Wettbewerb ein eigenes Profil bei der Marktorganisation, der Gebührenpolitik oder der Entwicklung neuartiger Börsendienstleistungen gewinnen zu können. Zugleich gewährleisten sie Sachnähe und Flexibilität, die erforderlich sind, um schnell auf Marktveränderungen in einer auf die jeweilige Börse abgestimmten Weise reagieren zu können. Ordnungspolitische Vorgabe einer Börsenreform muß es sein, den Börsen im Kern ihre Selbstverwaltungsautonomie zu belassen, diese aber in ein ausgewogenes Verhältnis zu der unverzichtbaren Staatsaufsicht zu setzen<sup>95</sup>. Rechtspolitische Vorschläge, die auf die Etablierung privatrechtlicher Organisationsformen im Börsenwesen drängen, haben sich vor diesem Hintergrund die Frage zu stellen, ob und inwieweit den Börsen auch in den Rechtsformen des Privatrechts die Vorteile staatlich überwachter Selbstregulierung eingeräumt werden können. In diesem Bereich dürften sich die größten Schwierigkeiten ergeben.

##### a) Autonome Rechtsetzung

---

<sup>92</sup> Anders *Schwark*, WM 1997, 293, 302, der meint, eine Reduzierung des Vertrauens in die Selbstkontrolle der Börse wären mit der privatrechtlichen Rechtsform nicht verbunden.

<sup>93</sup> Unten 4 b).

<sup>94</sup> *Hahn* (Fn. 5), S. 38.

<sup>95</sup> Dies war auch ein Grundanliegen der Schweizerischen Börsenreform, die zur Schaffung des Gesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (BEHG) führte, s. *Blanchard* (Fn. 86), S. 927.

Börsen- und Gebührenordnung sind öffentlich-rechtliche Satzungen, mithin Gesetze im materiellen Sinne<sup>96</sup>. Es liegt im Wesen materieller Gesetze, daß sie mit ihrem Inkrafttreten automatisch ohne Zustimmung oder gar Kenntnis der Betroffenen gelten. Für Erlaß und Änderung von Börsen- und Gebührenordnung bedarf der Börsenrat somit keiner Zustimmung der betroffenen Handelsteilnehmer oder Emittenten. Nach geltendem Recht ist lediglich die Genehmigung durch die Börsenaufsichtsbehörde erforderlich (§§ 4 Abs. 4 S. 1, 5 Abs. 2 S. 1 BörsG). In dieser autonomen Rechtsetzungsbefugnis wird denn auch ein Vorzug der öffentlich-rechtlichen Organisationsverfassung gesehen. Wie bereits erwähnt wurde, kann einer als Verein, GmbH oder Aktiengesellschaft organisierten Börse die Befugnis zu eigener, öffentlich-rechtlicher Normsetzung nicht im Wege der Beleihung eingeräumt werden. Denn es handelt sich bei einer privatrechtlich verfaßten Börse nicht um eine demokratisch legitimierte, in den öffentlich-rechtlichen Bereich eingliederte Einrichtung. An diesem Befund ist aus öffentlich-rechtlicher Sicht nicht zu rütteln. Fraglich ist nur, ob der Vorteil der durch die Rechtsetzungsbefugnis gewährten Flexibilität tatsächlich nur bei öffentlich-rechtlicher Organisation der Börsen gewahrt bleiben kann<sup>97</sup>. Dies hängt davon ab, ob und inwieweit den Börsenorganen auch unter Geltung des Privatrechts einseitige Rechtsetzungs- und Gestaltungsbefugnisse eingeräumt werden können.

Geht man davon aus, daß die Handelsteilnehmer und Emittenten nicht Gesellschafter der privatrechtlichen Börse werden sollen, so wären ihre mit der Börse abgeschlossenen Benutzungsverhältnisse als privatrechtliche Verträge einzustufen<sup>98</sup>. Dies hätte in der Tat grundsätzlich zur Folge, daß für jede Änderung des Benutzungsvertrages nach allgemeinen zivilrechtlichen Grundsätzen wiederum ein Vertrag erforderlich wäre (§ 305 BGB). Es wäre einem Börsenorgan somit nicht möglich, die Börsen- und Gebührenordnung, die von *Kümpel*<sup>99</sup> als praktisch wichtige Beispiele genannt werden, ohne Zustimmung der Betroffenen zu ändern, weil sie Bestandteil des Benutzungsvertrages geworden sind. Es ist allerdings zu erwägen, die Benutzungsverhältnisse in der Weise auszugestalten, daß die Handelsteilnehmer und Emittenten die von einem Börsenorgan verabschiedeten Regelwerke der Börse in ihrer jeweils geltenden Fassung durch einen sog. Unterwerfungs- oder Erstreckungsvertrag anerkennen. Verträge dieser Art sind vor allem aus dem Vereinsrecht bekannt. Hingewiesen sei beispielsweise auf den Lizenzvertrag, den der Deutsche Fußball-Bund mit den Berufsfußballspielern schließt, welche die DFB-Vereinseinrichtung „Bundesliga“ nutzen wollen. Mit diesem Vertrag erwirbt der Spieler nicht nur die Berechtigung, am Spielbetrieb der DFB-Vereinseinrichtung „Bundesliga“ teilzunehmen, er erkennt in ihm zugleich die Benutzungsregelungen, die vom DFB als Vereinsrege-

---

<sup>96</sup> S. oben II 1.

<sup>97</sup> Das meint *Kümpel* (Fn. 3), S. 148 ff.

<sup>98</sup> Vgl. nur *Nußbaum* (Fn. 22), § 4 Anm. II, § 36 Anm. III.

<sup>99</sup> Börsenrecht, S. 151 f.

lungen aufgestellt werden, in ihrer jeweils gültigen Fassung als für sich verbindlich an<sup>100</sup>. Hierbei handelt es sich um eine sog. „dynamische Verweisung“, die rechtstechnisch als Leistungsbestimmungsrecht im Sinne des § 315 BGB ausgestaltet ist<sup>101</sup>. Diese Vorschrift findet anerkanntermaßen nicht nur für die Bestimmung der Hauptleistung, sondern auch für alle denkbaren Nebenregelungen Anwendung<sup>102</sup>. Daß ein Nichtmitglied die Geltung von Vereinsnormen nicht nur in ihrer gegenwärtigen, sondern auch in der jeweils gültigen Fassung vertraglich anerkennen kann, wird denn auch nicht mehr bestritten<sup>103</sup>.

Einer Übertragung dieser Grundsätze auf das zwischen Börse und Handelsteilnehmer bzw. Emittent bestehende Benutzungsverhältnis stehen grundlegende Bedenken nicht entgegen. Entsprechend den bisherigen Regelungen wäre in das BörsG also eine Vorschrift aufzunehmen, durch die ein bestimmtes Börsenorgan einer privatrechtlich verfaßten Börse zum Erlaß bzw. zur Änderung der Börsen- und Gebührenordnung ermächtigt wird. Diesen Regelwerken hätten sich die Börsenbenutzer durch einen privatrechtlichen Erstreckungsvertrag zu unterwerfen. Diese Konstruktion entspricht im Grunde der privatrechtlichen Einordnung der Börse und ihrer Regelwerke, wie sie etwa von *Nußbaum* vertreten worden ist<sup>104</sup>, ergänzt durch die dem Vereinsrecht entlehnte „dynamische Verweisung“ auf die Börsen- und Gebührenordnung in ihrer jeweils geltenden Fassung. Sollte diese Lösung als zu weitgehend empfunden werden, wäre ebenso vorstellbar, nur einzelne bestimmte Vertragsmodalitäten, wie etwa die Erhebung von Gebühren, einem einseitigen Bestimmungsrecht der Börse zu unterwerfen. Der Einwand, ein solches einseitiges Bestimmungsrecht der Börse im Sinne des § 315 BGB erscheine wegen eines möglichen Mißbrauchseinwandes angreifbarer als die Ausübung der der Börse heute zustehenden Rechtssetzungsbefugnisse beim Erlaß der Gebührenordnung<sup>105</sup>, überzeugt nicht. Denn die Mißbrauchsfahr wird nicht nur durch die gerichtliche Billigkeitskontrolle nach § 315 Abs. 3 BGB gebannt, sondern auch durch das Genehmigungserfordernis durch die Börsenaufsicht, auf das auch bei privatrechtlicher Börsenorganisation nicht verzichtet werden

---

<sup>100</sup> S. das Muster des Lizenzvertrages im Anhang Nr. 4 zum DFB-Lizenzspielerstatut.

<sup>101</sup> Hierzu ausführlich *Edenfeld*, Die Rechtsbeziehungen des bürgerlich-rechtlichen Vereins zu Nichtmitgliedern, 1996, S. 212 ff.

<sup>102</sup> *Lukes*, in: Festschrift für Harry Westermann, 1974, S. 325, 335 m. w. N.

<sup>103</sup> BGHZ 128, 93; *Edenfeld* (Fn. 101), S. 214; *Lukes* (Fn. 102), S. 325, 335.

<sup>104</sup> *Nußbaum* (Fn. 22), § 4 Anm. II: „Die Unterwerfung unter die Anstaltsordnung erfolgt durch privatrechtlichen Vertrag: die der Angestellten durch den Dienstvertrag, die der Anstaltsbenutzer durch die Annahme des Benutzungsangebotes, das ihnen nur unter den aus der Anstaltsordnung ersichtlichen Bedingungen gemacht wird ... Die BörsO hat danach nicht den Charakter einer Rechtsnorm und kann daher Rechte und Pflichten nicht unmittelbar, sondern nur durch Vermittlung eines dazukommenden privatrechtlichen Vertrages begründen.“

<sup>105</sup> So *Kümpel* (Fn. 3), S. 152.

sollte (entsprechend § 5 Abs. 2 S. 1 BörsG)<sup>106</sup>. Qualifiziert man die Börsen- und Gebührenordnung als Allgemeine Geschäftsbedingungen, käme noch eine Inhaltskontrolle nach dem AGBG hinzu.

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

Was schließlich Erlaß und Änderung der praktisch überaus wichtigen Börsengeschäftsbedingungen (s. § 3 Abs. 2 Nr. 5 BörsG) betrifft, wirft die Einführung privatrechtlicher Organisationsformen keinerlei Schwierigkeiten auf. Bei ihnen handelt es sich nämlich nicht um im Rahmen der Börsenautonomie gesetztes Recht, sondern um vom Börsenrat erlassene Vertragsbedingungen, die den an der Börse abgeschlossenen Geschäften auch ohne ausdrückliche Vereinbarung zugrunde liegen, falls keine anderweitige Vereinbarung getroffen ist<sup>107</sup>. Erlaß und Änderung der Geschäftsbedingungen einem Organ einer privatrechtlichen Börse - entweder dem Vorstand oder dem Aufsichtsrat - zu überlassen, begegnet keinen Bedenken, weil die Handelsteilnehmer nicht an sie gebunden sind.

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

#### *b) Eingriffsbefugnisse der Börsenorgane*

---

<sup>106</sup> Vgl. *Hopt/Baum* (Fn. 6), S. 402 in Fn. 482. Es ist anerkannt, daß die Genehmigungsbehörde bei der Genehmigung der Gebührenordnung Zweckmäßigkeitsgesichtspunkte, die im recht verstandenen Eigeninteresse der Börse und ihres Trägers liegen, in ihrer Entscheidung mitberücksichtigen darf, s. *Schwark* (Fn. 3), § 5 Rdnr. 6.

<sup>107</sup> *Nußbaum* (Fn. 22), vor § 50 Anm. I d; *Schwark* (Fn. 3), Einl. § 50 Rdnr. 42; zur Natur der Geschäftsbedingungen umfassend und teilweise von der h. M. abweichend v. *Olenhusen* (Fn. 3), S. 62 ff.



Dagegen ergeben sich hinsichtlich der Eingriffsbefugnisse der Börsenorgane größere Schwierigkeiten. Als ein besonders neuralgischer Punkt, der insbesondere von *Kümpel*<sup>108</sup> hervorgehoben wird, erscheint in diesem Zusammenhang die Integration der Handelsüberwachungsstelle in eine privatrechtlich organisierte Börse<sup>109</sup>. Nach geltendem Börsenrecht ist die Handelsüberwachungsstelle als Börsenorgan Teil der Börsenselbstverwaltung. Sie verfügt über umfassende öffentlich-rechtliche, den Befugnissen der Börsenaufsichtsbehörde entsprechende Informations-, Kontroll- und Durchsetzungsbefugnisse. Die Bediensteten dieses Börsenorgans können von den Handelsteilnehmern Auskünfte und die Vorlage von Unterlagen verlangen sowie Prüfungen vornehmen. Zu diesem Zweck ist es ihnen gestattet, während der üblichen Arbeitszeit die Grundstücke und Geschäftsräume der Börse und der Handelsteilnehmer zu betreten (§ 1 b Abs. 3 BörsG). Es handelt sich hierbei mithin um Maßnahmen, die in Grundrechte der Börse und der Handelsteilnehmer eingreifen, so in das Grundrecht auf informationelle Selbstbestimmung (Art 2 Abs. 1 GG)<sup>110</sup>, die Unverletzlichkeit der Wohnung (Art. 13 GG) und die Berufsfreiheit (Art. 12 GG).

In der Reformdiskussion besteht - soweit ersichtlich - Einigkeit darin, daß an der Handelsüberwachungsstelle als marktnaher Kontrollinstanz auch bei der Öffnung des Börsenrechts für privatrechtliche Börsen festgehalten werden sollte, und zwar möglichst mit Kontrollbefugnissen, die in ihrem Umfang nicht hinter dem derzeitigen Rechtszustand zurückbleiben<sup>111</sup>. Es wird deshalb darüber nachgedacht, die privaten Börsen im Wege der Beleihung mit hoheitlichen Eingriffsbefugnissen auszustatten, um so im Kern an der staatlichen Marktaufsicht vor Ort festhalten zu können. Da es hier nicht um die Übertragung von Rechtssetzungsbefugnissen, sondern von Verwaltungsaufgaben geht, kommt eine Beleihung an sich durchaus in Betracht. Doch wird gegen derartige Überlegungen das Bedenken erhoben, ein Privater könne nur mit eng begrenzten Eingriffsbefugnissen beliehen werden; die umfassenden Eingriffsbefugnisse der Handelsüberwachungsstelle gingen jedoch über diese Grenzen hinaus<sup>112</sup>. Hierzu ist zunächst zu bemerken, daß sich eine starre *quantitative* Grenze, bis zu der eine Privatperson mit hoheitlichen Eingriffsbefugnissen beliehen werden kann, nicht ziehen läßt. Richtig ist zwar, daß mit Rücksicht auf Art. 33 Abs. 4 GG, wonach die Ausübung hoheitsrechtlicher Befugnisse als ständige Aufgabe in der Regel Angehörigen des öffentlichen Dienstes zu übertragen ist, jeweils nur einzelne enumerierte Zuständigkeiten auf einen Privaten übertragen werden können. Die Delegation von Verwaltungskompetenzen und Hoheitsbefugnissen muß von Verfassungs wegen stets auf einen Teilbereich der den staatlichen Behörden zugeteilten Aufgaben und Befug-

---

<sup>108</sup> WM 1997, 1917, 1921 ff.

<sup>109</sup> Die folgenden Ausführungen beschränken sich deshalb auf dieses Börsenorgan.

<sup>110</sup> Entwickelt in BVerfGE 65, 1 - Volkszählungsurteil.

<sup>111</sup> *Hopt/Baum* (Fn. 6), S. 368; *Kümpel*, WM 1997, 1917, 1921 ff.

<sup>112</sup> So *Kümpel*, WM 1997, 1917, 1922; s. auch *Beck*, WM 1996, 2313, 2315.

nisse beschränkt bleiben<sup>113</sup>. Diese verfassungsrechtliche Begrenzung bedeutet aber keinen Verfassungszwang zur Minimalisierung der Kompetenzübertragung im Einzelfall<sup>114</sup>. Insofern würde die Übertragung von im BörsG enumerativ aufgezählten Eingriffsbefugnissen an die Handelsüberwachungsstelle einer privatrechtlich organisierten Börse keinen Bedenken begegnen.

Wegen der Grundrechtsrelevanz der Eingriffsbefugnisse der Handelsüberwachungsstelle fragt sich aber, ob die Grenze zulässiger Beleihung nicht in *qualitativer* Hinsicht überschritten würde. Nun ist zwar nicht zu leugnen, daß die derzeitigen Befugnisse der Handelsüberwachungsstelle in ihrer Eingriffsintensität durchaus das Maß überschreiten, das aus den Bereichen bekannt ist, in denen sich der Staat der Rechtsfigur des Beliehenen bedient<sup>115</sup>. Das kann aber nicht darüber hinwegtäuschen, daß sich eine Schranke der Delegation von Hoheitsbefugnissen auch in qualitativer Hinsicht wiederum nur aus der Verfassung ergeben kann. Eine solche Schranke ist jedoch nicht ersichtlich. Der Verfassungssatz, ein Privater könne nur mit eng begrenzten Eingriffsbefugnissen beliehen werden, erstreckt sich nicht auf die Intensität dieser Befugnisse<sup>116</sup>. In dieser Hinsicht reicht es aus, wenn der Gesetzgeber neben der quantitativen Begrenzung die für eine Beleihung erforderlichen formellen Voraussetzungen beachtet. Als Übertragung von Hoheitsrechten muß die Beleihung durch Gesetz oder aufgrund eines Gesetzes erfolgen. Hierbei hat der Gesetzgeber zu bedenken, daß er nach Maßgabe der vom BVerfG entwickelten Wesentlichkeitstheorie die grundlegenden Entscheidungen in einem formellen Gesetz selbst zu treffen hat. In vielen Bereichen hat der Gesetzgeber auf diesem Wege Hoheitsbefugnisse auf Beliehene übertragen und diese auch zu Grundrechtseingriffen ermächtigt. Hingewiesen sei etwa auf die Bezirksschornsteinfegermeister, die zum Zwecke der Feuerstättenschau berechtigt sind, Grundstücke und Räume zu betreten und Verwaltungsakte zu erlassen, durch die den Grundstückseigentümern aufgegeben wird, etwaige Mängel zu beseitigen<sup>117</sup>. Wenn diese Befugnisse auch in ihrem Umfang und ihrer Intensität hinter denen der Handelsüberwachungsstelle zurückbleiben, so zeigt dieses Beispiel doch, daß der Gesetzgeber Grundrechtseingriffe im Rahmen der Beleihung grundsätzlich für zulässig hält. Dies ergibt sich auch schon daraus, daß Beliehene zum Erlaß belastender Verwaltungsakte ermächtigt werden können, die in jedem Fall mindestens einen Eingriff in die allgemeine Handlungsfreiheit (Art. 2 Abs. 1 GG) beinhalten.

---

<sup>113</sup> E. R. Huber (Fn. 4), S. 544; Wolff/Bachof/Stober (Fn. 31), S. 415.

<sup>114</sup> Steiner (Fn. 62), S. 273 ff.

<sup>115</sup> Kümpel, WM 1997, 1917, 1922 nennt in diesem Zusammenhang die Schiffs- und Flugzeugkapitäne sowie die Jagd- und Fischereiaufseher.

<sup>116</sup> So wohl auch E. R. Huber (Fn. 4), S. 544.

<sup>117</sup> S. von Heimburg (Fn. 62), S. 119.

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

## 5. Zwischenergebnis

Die vorstehenden Überlegungen führen zu dem Ergebnis, daß für die Öffnung des Börsenrechts in Richtung privatrechtlich verfaßter Börsen, wie sie in dem Gutachten von *Hopt/Rudolph/Baum* empfohlen wird, kein unabweisbares rechtspolitisches Bedürfnis besteht. Die die Börsenorganisation betreffenden Schwächen des deutschen Börsenrechts lassen sich auch unter Beibehaltung der öffentlich-rechtlichen Organisationsverfassung beseitigen; dies haben insbesondere die Ausführungen zur Bedürfnisprüfung ergeben. Die sicherlich künstliche Trennung zwischen Börse und Börsenträger führt in der heutigen Praxis zu keinen unüberwindbaren Schwierigkeiten. Verbleibenden Defiziten ließe sich durch eine weitere Verbesserung der Governance-Struktur Rechnung tragen. Auf der anderen Seite muß betont werden, daß sich die Vorteile der öffentlich-rechtlichen Organisationsform, namentlich die einseitige Rechtsetzungsbefugnis und die verschiedenen Eingriffsbefugnisse der Börsenorgane, bei entsprechender Ausnutzung der zivilrechtlichen und öffentlich-rechtlichen Gestaltungsmöglichkeiten auch in privatrechtlich verfaßten Börsen verwirklichen lassen. Ebenso wenig ist eine privatrechtliche Struktur der öffentlich-rechtlichen im Hinblick auf den Anleger- und Funktionenschutz unterlegen.

## IV. Argumente für die Vollrechtsfähigkeit der Börsen

Während sich das Gutachten von *Hopt/Rudolph/Baum* der rechtspolitischen Forderung nach der Öffnung des Börsenrechts in Richtung privatrechtlicher Börsenstrukturen recht umfassend widmet, geht es auf den Vorschlag, die Börsen de lege ferenda als vollrechtsfähige Anstalten des öffentlichen Rechts auszugestalten, nur am Rande ein. Ein solche Forderung könne durchaus in Betracht gezogen werden, da eine Abgrenzung und Verselbständigung gegenüber der staatlichen Verwaltung im Hinblick auf die Zuweisung von Aufgaben, Mitteln, Verantwortung und Haftung rechtspolitische Vorteile hätte<sup>118</sup>. Die rechtspolitische Empfehlung, den Börsen Vollrechtsfähigkeit zu verleihen, ist freilich nicht neu. Sie wurde bereits Mitte der 60er Jahre in

---

<sup>118</sup> *Hopt/Baum* (Fn. 6), S. 408.

einer juristischen Dissertation erhoben<sup>119</sup> und im wesentlichen damit begründet, die rechtliche Verselbständigung sei das geeignete Mittel, um die Rechtssicherheit im Börsenrecht zu fördern. In vielen Fällen werde nicht scharf genug eine Trennungslinie zwischen Börse und Börsenträger gezogen, so daß die rechtlichen Konturen beider Kompetenzbereiche oft verschwommen seien. Diese Schwierigkeiten würden beseitigt, wenn der Börse Rechtsfähigkeit verliehen würde, sie also als rechtsfähige öffentliche Anstalt einen festen juristischen Rahmen aufweisen würde, der sie auch nach außen eindeutig als rechtlich selbständige Verwaltungseinheit charakterisiert. Zudem würde durch die Verleihung der Rechtsfähigkeit eindeutig dokumentiert werden, daß die Börsenverwaltung der Börse zur Erledigung in eigener Verantwortung übertragen worden ist. Die Börse würde sich begrifflich klar von der unmittelbaren Staatsverwaltung abheben und der formellen Selbstverwaltung zugeordnet werden.

Zu diesen Argumenten ist aus heutiger Sicht zu bemerken, daß ein dringendes rechtspolitisches Bedürfnis für die Vollrechtsfähigkeit im Hinblick auf die Rechtssicherheit jedenfalls insoweit nicht besteht, als das Außenverhältnis der Börsen betroffen ist. Die Beteiligtenfähigkeit der Börsen im Verwaltungsverfahren und ihre Parteifähigkeit im verwaltungsgerichtlichen Verfahren ist anerkannt. Die Unterscheidung zwischen Börse und Börsenträger hat zwar, wie am Beispiel des Handelssystems XETRA bereits erwähnt, rechtliche Zweifel an der Zuordnung bestimmter Rechtspositionen aufkommen lassen. Rechtsunsicherheit im Zivilrechtsverkehr besteht jedoch nicht, weil nach langer Börsentradition unzweifelhaft ist, daß der Börsenträger mangels Rechtsfähigkeit der Börse Eigentümer bzw. Gläubiger der börsenzugehörigen Vermögensgegenstände und Schuldner der rechtsgeschäftlich begründeten Verbindlichkeiten aus den börsenbezogenen Rechtsgeschäften ist. Für die Börsen hat sich dies nicht als Hindernis erwiesen<sup>120</sup>. Der Verleihung der Vollrechtsfähigkeit an die Börsen bedarf es auch nicht, um die Verselbständigung gegenüber der staatlichen Verwaltung deutlicher zu machen. Die Selbstverwaltung der Börsen wird im Grunde nicht in Abrede gestellt. Namentlich im Zusammenhang mit den Änderungen des Börsenrechts durch das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz hat auch der Gesetzgeber die Selbstverwaltung der Börsen wiederholt hervorgehoben<sup>121</sup>.

Den Börsen Vollrechtsfähigkeit zu verleihen, könnte freilich noch deshalb erwogen werden, um die künstliche Trennung zwischen Börse und Träger zu beseitigen, ohne zugleich die öffentlich-rechtliche Struktur des Börsenwesens aufzugeben. Rechtspolitisch erscheint dies, wie die obigen Ausführungen zur privatrechtlichen Rechtsform ergeben haben, allerdings nicht erforderlich.

---

<sup>119</sup> *Wiede* (Fn. 3), S. 168 ff.

<sup>120</sup> *Kümpel* (Fn. 3), S. 33 ff.

<sup>121</sup> Regierungsbegründung zum Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drucks. 12/6679, S. 36, 60.

## V. Verfassungsrechtliche Fragen

### 1. Gesetzgebungskompetenz hinsichtlich der Börsenorganisation

#### a) Konkurrierende Gesetzgebungskompetenz des Bundes

Möchte der Bundesgesetzgeber die Rechtsform der Börsen im Zuge eines geplanten Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes im BörsG verankern, bedarf er hierzu der Gesetzgebungskompetenz. Grundsätzlich haben die Länder das Recht der Gesetzgebung, soweit das GG nicht dem Bund Gesetzgebungsbefugnisse verleiht (Art. 70 GG). Nach Art. 74 Abs. 1 Nr. 11 BörsG besitzt der Bund die konkurrierende Gesetzgebungskompetenz für das Recht der Wirtschaft, zu dem auch das Börsenwesen gehört. Die staatsrechtliche Literatur versteht darunter die Gestaltung eines bestimmten Stellen vorbehaltenen Marktes, an dem Angebot und Nachfrage hinsichtlich bestimmter Gegenstände, insb. Wertpapiere und Rohstoffe, zusammentreffen und abgewickelt werden. Das Börsenrecht regelt also die Börsen und Börsengeschäfte<sup>122</sup>.

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

Dieses Bild ändert sich allerdings möglicherweise, sollte sich der Bundesgesetzgeber dazu entschließen, am öffentlich-rechtlichen Rechtscharakter der Börsen festzuhalten und diesen im BörsG ausdrücklich festzuschreiben, etwa in dem Sinne, daß die Börsen als rechtsfähige Anstalten des öffentlichen Rechts organisiert sind. Zwar ist es dem Bundesgesetzgeber grundsätzlich nicht verwehrt, von seiner konkurrierenden Gesetzgebungskompetenz nach Art. 74 Abs. 1 Nr. 11 GG auch bezüglich der öffentlich-rechtlichen Formen wirtschaftlicher Betätigung Gebrauch zu machen. Das „Recht der Wirtschaft“ kann nämlich grundsätzlich privatrechtlicher als auch öffentlich-rechtlicher Natur sein; auf die Rechtsform der wirtschaftlichen Betätigung

---

<sup>122</sup> *Kunig*, in: v. Münch, GG, 3. Aufl. 1996, Art. 74 Rdnr. 53; *Rengeling*, in: Handbuch des Staatsrechts, Bd. IV, 1990, § 100 Rdnr. 178 (S. 800).

kommt es nicht an<sup>123</sup>. Zweifel an der Gesetzgebungskompetenz des Bundes rühren in diesem Fall jedoch daher, daß der Bundesgesetzgeber eine Organisationsfrage regelt, indem er den Ländern zur Ausführung des BörsG eine Organisationsform zwingend vorschreibt. Im Ergebnis erweist sich die Regelung der Organisationsform der Börsen durch den Bund allerdings als unbedenklich. Zwar kommt die Einrichtung der Börsen den Ländern, nicht dem Bund zu. Dies ergibt sich zum einen aus § 1 Abs. 1 BörsG, der die Zuständigkeit zur Genehmigung einer Börse den jeweiligen obersten Landesbehörden zuweist, und zum anderen aus der grundgesetzlichen Kompetenzverteilung der Art. 30, 83, 84 Abs. 1 GG, nach denen die Länder die Bundesgesetze grundsätzlich als eigene Angelegenheit ausführen und in diesem Fall auch die Einrichtung der Behörden und das Verwaltungsverfahren regeln<sup>124</sup>. Verwaltungskompetenzen und Gesetzgebungskompetenzen sind nach der Vorstellung des GG klar zu trennen. Art. 84 Abs. 1 GG zeigt jedoch, daß der Bund Organisationsfragen einer gesetzlichen Regelung zuführen kann, dies freilich nur mit Zustimmung des Bundesrates. Die Vorschrift des Art. 84 Abs. 1 GG, eine kompetenzbegründende Norm zugunsten des Bundes, ist als Annex zu einer anderweitig begründeten Gesetzgebungskompetenz des Bundes zu begreifen<sup>125</sup>. Sie versetzt den Bund in die Lage, in die grundsätzlich unbeschränkte Organisationsgewalt der Länder einzugreifen. Geht man davon aus, daß die Länder nach der Regelvermutung des Art. 83 GG das BörsG als eigene Angelegenheit auszuführen haben<sup>126</sup>, so kann der Bund also in Ergänzung seiner konkurrierenden Gesetzgebungskompetenz für das Börsenwesen durch zustimmungsbedürftiges Gesetz die Organisationsform der öffentlich-rechtlichen Börsen als Träger mittelbarer Staatsverwaltung regeln. Entsprechenden Vorhaben im Rahmen eines Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes stehen also von dieser Seite her verfassungsrechtliche Bedenken nicht entgegen, unterstellt, daß auch die Voraussetzungen des Art. 72 Abs. 2 GG vorliegen. Dieses Ergebnis wird bestätigt durch einen Blick in andere Regelungsbereiche öffentlicher Verwaltung, für die das Gesetz eine bestimmte Organisationsform zwingend vorschreibt. So sind Universitäten, für die dem Bund nach Art. 75 Abs. 1 Nr. 1a GG die Rahmengesetzgebungskompetenz zusteht, nach § 58 Abs. 1 HRG Körperschaften des öffentlichen Rechts. In dieser Rechtsform sind auch Industrie- und Handelskammern (§ 3 Abs. 1 IHK-G) sowie Handwerksinnungen und Handwerkskammern organisiert (§§ 53 S. 1, 90 Abs. 1 2. Hs. HandwO).

---

<sup>123</sup> *Maunz*, in: *Maunz/Dürig/Herzog/Scholz*, GG, Art. 74 (Stand: Oktober 1984) Rdnr. 135; *Kunig*, in: v. Münch (Fn. 122), Art. 74 Rdnr. 45.

<sup>124</sup> Die Einrichtung der Behörden umfaßt deren Errichtung und Ausgestaltung wie auch die Festlegung ihrer Aufgaben und Befugnisse. Unerheblich ist es dabei, daß sich die bundesgesetzliche Regelung auf Behörden der unmittelbaren oder mittelbaren Landesverwaltung oder auf sonstige selbständige Rechtsträger bezieht, s. BVerfGE 39, 96, 109; 75, 108, 149 ff.; *Dittmann*, in: *Sachs* (Hrsg.), GG, 1996, Art. 84 Rdnr. 7.

<sup>125</sup> BVerfGE 22, 180, 211; *Dittmann*, in: *Sachs* (Fn. 124), Art. 84 Rdnr. 5.

<sup>126</sup> Vgl. *Samm*, WM 1990, 1265, 1266.

### b) Gesetzgebungskompetenz der Länder

Sollte sich der Bundesgesetzgeber entgegen den derzeitigen Erwartungen zu einer Neuordnung der Börsenorganisation nicht verstehen, stellt sich die Frage, ob den Ländern die Möglichkeit offensteht, wenigstens den Rechtscharakter der in ihrem Hoheitsgebiet gelegenen Börsen gesetzlich zu verankern. Dem könnte indessen entgegenstehen, daß der Bundesgesetzgeber von der ihm durch Art. 74 Abs. 1 Nr. 11 BörsG eingeräumten konkurrierenden Gesetzgebungskompetenz bereits durch Erlaß des BörsG Gebrauch gemacht hat. Solange und soweit der Bund von seiner Gesetzgebungszuständigkeit im Bereich der konkurrierenden Gesetzgebung durch Gesetz Gebrauch gemacht hat, sind die Länder aber von der Gesetzgebung ausgeschlossen (Art. 72 Abs. 1 GG). Somit kommt es darauf an, ob der Bundesgesetzgeber mit dem BörsG eine erschöpfende Regelung für den gesamten Bereich des Börsenrechts getroffen hat. In diesem Fall wären aufgrund der sachlichen Sperrwirkung Landesgesetze auch in den Punkten unzulässig, die der Bundesgesetzgeber nicht positiv entschieden hat<sup>127</sup>.

Wann eine bundesrechtliche Regelung erschöpfend ist, ist einer Gesamtwürdigung des betreffenden Normenkomplexes zu entnehmen<sup>128</sup>. Dabei ist davon auszugehen, daß eine Regelung dann als erschöpfend anzusehen ist, wenn neben ihr objektiv kein Raum mehr für eine landesrechtliche Regelung übrigbleibt<sup>129</sup>. Doch rechtfertigt der Erlaß eines Bundesgesetzes noch nicht die Annahme, daß ein Gegenstand erschöpfend geregelt ist oder geregelt werden sollte, selbst dann nicht, wenn durch das Gesetz ein Sachgebiet kodifiziert wird. Denn ungeachtet der gesetzlichen Regelung und selbst der Kodifizierung können immer noch Gebiete übrig bleiben, deren Regelung offen geblieben ist<sup>130</sup>. Läßt sich ein Gesetzgebungswerk nach einzelnen Sachmaterien differenzieren, so ist zu fragen, ob der Gesetzgeber, bezogen auf den Gesetzeszweck, nur einen Teilausschnitt aus den hierfür in Betracht kommenden Tatbeständen erfassen wollte, so daß, wiederum bezogen auf den Gesetzeszweck, relevante Gruppen von Tatbeständen offenbleiben, für die eine gesetzgeberische Entscheidung nicht getroffen ist<sup>131</sup>. Allerdings ist von einer erschöpfenden und damit abschließenden Regelung auszugehen, wenn ergänzende Vorschriften, die der Sache nach an sich möglich wären, ausgeschlossen sein sollen; der Landesgesetzgeber darf sich nicht in Widerspruch setzen zu einem erkennbar gewordenen Willen des Bundesgesetzgebers, ein Landesgesetz nicht zuzulassen<sup>132</sup>.

---

<sup>127</sup> Vgl. BVerfGE 1, 283, 296; 20, 238, 248; 21, 106, 115; 34, 9, 28; *Degenhart*, in: Sachs (Fn. 124), Art. 72 Rdnr. 20.

<sup>128</sup> BVerfGE 1, 283, 296; 7, 342, 347; 67, 299, 324.

<sup>129</sup> *Maunz*, in: Maunz/Dürig/Herzog/Scholz (Fn. 123), Art. 72 Rdnr. 14.

<sup>130</sup> BVerfGE 56, 110, 119; *Maunz*, in: Maunz/Dürig/Herzog/Scholz (Fn. 123), Art. 72 Rdnr. 14.

<sup>131</sup> *Degenhart*, in: Sachs (Fn. 124), Art. 72 Rdnr. 22.

<sup>132</sup> BVerfGE 32, 319, 327.

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

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

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



die Ausgestaltung des Benutzungsverhältnisses zwischen Börse und Handelsteilnehmer die Einordnung der Börsen als Anstalt des öffentlichen Rechts. Allenfalls könnte den Ländern noch die Wahl zwischen teilrechtsfähiger oder vollrechtsfähiger Börse verbleiben. Diesbezüglich wird man aber vom Willen des Gesetzgebers ausgehen müssen, den Ländern keinen Raum für eigenständige Regelungen zu überlassen. Dieser Wille hat in den Gesetzesmaterialien zum Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz seinen Ausdruck gefunden. Mit der Einführung des als Klarstellung zu verstehenden § 4 Abs. 5 BörsG hat der Gesetzgeber bekräftigt, daß er Börsen nicht als vollrechtsfähige Anstalten betrachtet<sup>133</sup>. Im Ergebnis bleibt damit festzuhalten, daß der Gesetzgeber hinsichtlich der Organisationsformen der Börse in erschöpfender Weise von seinem Gesetzgebungsrecht nach Art. 74 Abs. 1 Nr. 11 GG Gebrauch gemacht hat. Den Ländern steht nicht die Möglichkeit offen, wenigstens den Rechtscharakter der in ihrem Hoheitsgebiet gelegenen Börsen gesetzlich zu verankern.

## **2. Organisationsgewalt der Länder**

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

## **VI. Zusammenfassung**

1. Die deutschen Wertpapierbörsen sind nach geltendem Recht als teilrechtsfähige Anstalten des öffentlichen Rechts organisiert. Für die Einordnung in das öffentliche Recht sprechen die enge Verzahnung der Börsen mit dem Staat sowie die zahlreichen, ihnen durch das BörsG verliehenen Hoheitsbefugnisse, so insbesondere die Satzungsautonomie. Für die Einordnung als Anstalten des öffentlichen Rechts sprechen die externe Trägerschaft, die organisatorische Zusammenfassung sachlicher wie persönlicher Mittel zu einem bestimmten Zweck sowie die an den Börsen bestehenden Benutzungsverhältnisse.

2. Daß die das deutsche Börsenwesen kennzeichnende Trennung zwischen Börse und Börsenträger künstlich anmutet, läßt sich nicht in Abrede stellen. Daß sie der Attraktivität der deutschen Börsen im internationalen Wettbewerb abträglich ist, darf jedoch bezweifelt werden. Gravierende Probleme für die Praxis haben sich aus ihr in jüngster Zeit jedenfalls nicht ergeben.

---

<sup>133</sup> S. oben in Fn. 12.

Soweit sich hinsichtlich der Zusammenarbeit zwischen Börse und Träger Defizite des gegenwärtigen Systems gezeigt haben, lassen sich diese in erster Linie durch die Börsen selbst, ansonsten durch eine weitere Verbesserung der Governance-Struktur der Börsen beseitigen.

3. Der rechtspolitischen Forderung, die derzeit im BörsG angelegte Bedürfnisprüfung bei der Genehmigung neuer Börsen sollte künftig entfallen, kann de lege ferenda nicht nur durch die Zulassung privatrechtlicher Börsen, sondern auch dadurch entsprochen werden, daß unter Beibehaltung der öffentlich-rechtlichen Rechtsform ein Rechtsanspruch des Börsenbetreibers auf Erteilung der Genehmigung im BörsG verankert wird.

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

5. Die Vorteile staatlich überwachter Selbstregulierung der Börsen, die das derzeitige öffentlich-rechtliche Börsenwesen auszeichnen, sprechen nicht zwingend gegen die Öffnung des Börsenrechts in Richtung einer privatrechtlichen Börsenverfassung. Sie können weitgehend auch in den Rechtsformen des Privatrechts realisiert werden. Die Flexibilität, die sich aus der Rechtsetzungsbefugnis des Börsenrates ergibt, läßt sich bei privatrechtlich verfaßten Börsen im Wege des oben vorgestellten „Erstreckungsvertrages“ verwirklichen. Auf hoheitliche Eingriffsbefugnisse muß, sofern man sie für sachgerecht hält, nicht verzichtet werden; hier kommt die Rechtsfigur der Beleihung in Betracht, wie am Beispiel der Handelsüberwachungsstelle gezeigt wurde. Die Auffassung, daß die Beleihung der Handelsüberwachungsstelle mit Befugnissen, die hinter dem derzeitigen Rechtszustand nicht zurückbleiben, verfassungsrechtlich nicht möglich ist, wird nicht geteilt.

6. Ein dringendes rechtspolitisches Bedürfnis für die Vollrechtsfähigkeit der Börsen besteht nicht.

7. Der Bund hat die konkurrierende Gesetzgebungskompetenz für das Börsenwesen (Art. 74 Abs. 1 Nr. 11 GG). Nach Art. 84 Abs. 1 GG vermag er in die Organisationsgewalt der Länder für den Bereich des Börsenrechts einzugreifen. Er wäre deshalb nicht daran gehindert, den Rechtscharakter der Börsen im BörsG festzuschreiben. Nach dem geltenden Rechtszustand sind die Länder daran gehindert, den Rechtscharakter der in ihrem Hoheitsgebiet gelegenen

Börsen zu regeln, weil dem BörsG in seiner derzeitigen Fassung insoweit ein abschließender Charakter zukommt.