

Funktion und Organisation der Wertpapierbörsen

1. Die Funktionen der Börsen.

a) Die Allokationsfunktion der Börsen. Die wesentliche volkswirtschaftliche Bedeutung der Börsen liegt in ihrem wichtigen Beitrag zur Kapitalallokation. Die Unternehmen der Privatwirtschaft und der Staat (als Hoheitsträger und als Fiskus) haben fortlaufend hohen Kapitalbedarf zur Erfüllung von Investitions- und Verwaltungsaufgaben. Sie bieten Unternehmensbeteiligungen und verzinsliche Schuldverschreibungen im Gegenzug für die langfristige Überlassung von Kapital an. Sie emittieren diese Titel am sog. Primärmarkt. Private und institutionelle Anleger (wie Investmentgesellschaften, Versicherungen, Banken) suchen nach Anlagemöglichkeiten mit unterschiedlichen Risiken und Fristen. Sie treten als Zeichner am Emissionsmarkt auf - meist ohne die Bereitschaft zu gleichermaßen langfristiger Kapitalüberlassung an den Emittenten.

Börsen stellen einen Marktplatz für emittierte Finanzinstrumente zur Verfügung und ermöglichen dadurch die jederzeitige Liquidierbarkeit der Anlage, ohne dem Emittenten das Kapital wieder zu entziehen. Aus der Sicht der Emittenten sind die Börsen damit Sekundärmärkte, auf denen sich die Ersetzung des ersten Kapitalgebers durch die nachfolgenden vollzieht¹.

Wirtschaftlich gesehen werden auf diese Weise Fristen, Risiken und Losgrößen transformiert². Die langfristige oder dauerhafte Kapitalüberlassung wird durch eine Kette unterschiedlicher Fristigkeiten ersetzt. Unternehmensrisiken werden in kleine handelbare Teilgrößen zerlegt und von einzelnen oder wenigen Inhabern und Anteilseignern auf ein breites Anlegerpublikum gestreut.

Auf diese Weise wird nicht nur der Eigenkapitalbedarf weiter Teile der Großindustrie, des Staates und zunehmend auch der mittelständischen Unternehmen befriedigt; es wird auch die Beteiligung breiter Bevölkerungsschichten am Produktivvermögen gefördert.

Die Börsen halten zu diesen Zwecken liquide Märkte mit organisierten und überwachten Preisbildungsverfahren und niedrigen Transaktionskosten bereit.

b) Die Marktplatzfunktion der Börsen. Börsen sind organisierte Märkte für den Handel mit fungiblen Gegenständen³. Wie alle Marktveranstaltungen dienen sie dem Zweck, Angebot und Nachfrage möglichst vieler Teilnehmer zusammenzuführen, um kostengünstig Vertragsabschlüsse zu erzielen. Diese Zusammenführung geschieht entweder an einem bestimmten Versammlungsort der Börsenteilnehmer (Präsenzhandel) oder in einem einheitlichen elektronischen Handelssystem (EHS). Darin liegt die Konzentrations- und Zentralisierungsfunktion der Börsen⁴.

Wertpapierbörsen sind Teilmärkte des Kapitalmarktes; sie konzentrieren Anbieter von und Nachfrager nach Kapital.

c) Die Börsen als Finanzintermediäre. Die Organisation des börslichen Marktes ist auf Intermediation⁵ abgestellt. Ihre Zweckbestimmung ist die Vermittlung zwischen Anbietern und Nachfragern der zum börslichen Handel zugelassenen Gegenstände (Finanzinstrumente, Derivate, Waren). Diese Intermediärsfunktion kommt organisatorisch zum Ausdruck durch die räumliche Konzentration von Angebot und Nachfrage (Einheit des Handelsortes) bzw. durch die systemische Konzentration auf einer elektronischen Handelsplattform (Einheit des Systems). Sie kommt darüber hinaus und im besonderen zum Ausdruck durch den Einsatz von Skontroführern als personifizierte Intermediäre, als

¹ Kämpel, WM 1992, 381 ff 383.

² Gerke, Gutachten zur Fortentwicklung des deutschen Börsenwesens, S. 1, 3.

³ In § 1 Abs. 3 e KWG werden Wertpapier- oder Terminbörsen als „Wertpapier- oder Terminmärkte“ bezeichnet; § 7 Abs. 1 WpHG spricht von „Börsen oder anderen Wertpapier- oder Derivatemärkten“; ähnlich auch § 7 Abs. 1 Satz 3 Nr. 2 BörsG („...mit der Überwachung von Börsen, anderen Wertpapiermärkten...“).

⁴ Sie bezieht sich sowohl auf die Marktteilnehmer – im Sinne von deren örtlicher oder systemischer Konzentration an der Börse – als auch auf die von den Teilnehmern abgegebenen, auf Vertragsabschlüsse gerichteten Willenserklärungen – im Sinne von deren Konzentration innerhalb der Börse im Orderbuch des Skontroführer oder im elektronischen Orderbuch oder Matchingsystem.

⁵ Siehe dazu Bitz, Finanzdienstleistungen, 1993, S. 12, 22.

Ein wesentlicher Grund für die Entstehung und das Vorhandensein von Finanzintermediären wird in der betriebswirtschaftlichen Theorie in bestehenden Unvollkommenheiten eines Marktes gesehen, verursacht durch Informationsdefizite und –asymmetrien, Regulierungshemmnisse, Transaktionskosten und andere Kosten (siehe dazu die Ausführungen zu den betriebswirtschaftlichen Erklärungsmodellen bei Menche, Die Regulierung und die strategische Neupositionierung der Freimakler, S. 45 ff. m.w.N.; Schulte, Die Regulierung der deutschen Effektenbörsen, S. 48 ff m.w.N.).

Transaktionsvermittler und –beschleuniger.

Die Skontroführer sammeln die Kauf- und Verkaufsaufträge in den ihnen zugewiesenen Finanzinstrumenten in ihrem Orderbuch (Skontro) und ermitteln optimal markträumende Preise. Ihr traditioneller Einsatzort sind die Parkettbörsen. Sie sind dort in ihrer Intermediärfunktion besonders bei den weniger liquiden Werten deswegen unentbehrlich, weil sie ihre Vermittlerrolle mit einer Market-Maker-ähnlichen⁶ Eigengeschäftstätigkeit kombinieren, in dem sie die im Handel ganz oder teilweise fehlende Marktgegenseite selbst darstellen und auf diese Weise für zusätzliche Liquidität sorgen.

Die Intermediärsrolle der Börse als Institution besteht außerdem auch darin, dass sie den Informationsaustausch hinsichtlich zahlreicher Marktdaten – wie Preisen, gehandelten Stückzahlen, Unternehmensnachrichten – sowohl den Börsenteilnehmern als auch dem breiten Anlegerpublikum vermittelt.

Darüber hinaus wirkt die Börse institutionell als Intermediär im Emissionsbereich, in dem sie einen organisierten Markt zur Aufnahme von Neuemissionen bereit hält und dadurch zwischen den Emittenten als Kapitalnachfragern und den institutionellen und privaten Anlegern als Nachfragern nach Finanzinstrumenten vermittelt.

Die Bedeutung der Intermediation an und durch Börsen wird teilweise als das zentrale Kriterium der Börsen gesehen. *Hammen*⁷ definiert einen Markt nur dann als Börse, wenn in den Prozess der Geschäftsabschlüsse und der Preisfindung ein Vermittler (Intermediär) eingeschaltet ist, wobei dieser ein Börsenmakler oder eine entsprechende Börsensoftware sein kann. Dagegen sei ein Markt dann keine Börse, wenn die Handelsteilnehmer die Preise selbst ermitteln, ohne dass daran ein Makler oder eine Maklersoftware mitwirke.

Danach kommt in Betracht, dass sich auch die Börsen selbst – und nicht nur die dort zugelassenen Unternehmen – als Finanzdienstleistungsinstitute mit der Anlage- und/oder Abschlussvermittlung befassen, also erlaubnispflichtige Finanzdienstleistungen im Sinne von § 1 a Abs. 1 Nr. 1 KWG erbringen⁸.

d) Die Liquiditätsfunktion der Börsen. Aus der Zentralisierungsfunktion folgt unmittelbar die Liquidität des Börsenmarktes. Ein Markt ist um so liquider, je geringer die Preisauf- oder -abschläge beim Gütertransfer sind⁹. Ein Wertpapier ist um so liquider, je schneller eine geordnete Transaktion zu marktgerechten Preisen und niedrigen Kosten ausgeführt werden kann (Sofortigkeit)¹⁰. Die Liquidität eines Wertpapiers schlägt sich nieder in einer geringen Spanne (Spread) zwischen seinem Geld- und Briefkurs (Kauf- und Verkaufspreis) bzw. in einer eng gestellten Taxe des Skontroführers¹¹. Ein tendenziell niedriger Spread setzt eine große Anzahl von unlimitierten oder „marktnah“ limitierten Orders – also Marktbreite –, aber auch ein hohes Volumen an Orders voraus – und damit Markttiefe. Darüber hinaus ist eine gewisse Stetigkeit des Orderzuflusses – im Sinne von Erneuerungsfähigkeit – eine Voraussetzung anhaltender Liquidität¹². Für den Anleger bedeutet Liquidität des Marktes eine leichte, rasche und kostengünstige Verfügbarkeit (Liquidierbarkeit) seiner Kapitalanlage. Diese Möglichkeit bietet die Börse durch Standardisierung der handelbaren Güter, durch Zusammenführung der Abschlussinteressenten und Vermittlung der Kaufabschlüsse.

Die Liquidität einer Börse ist ihre wichtigste Eigenschaft¹³; sie ist unmittelbares Kennzeichen ihrer Markteffizienz schlechthin und Voraussetzung für einen hohen Erfüllungsgrad ihrer weiteren Funktionen.

e) Die Börsen als Informationsdreh-scheiben. Börsen sind (einem Ausdruck von Rudolph¹⁴ folgend) institutionalisierte Informationsdreh-scheiben. Als solche sind sie bestrebt, Unvollkommenheiten des Informationsstandes ihrer Teilnehmer zu überwinden, Informationsasymmetrien zu beseitigen, um für alle Teilnehmer chancengleiche und faire Marktbedingungen herzustellen. Ein wichtiges Instrument hierbei ist die zeitgleiche Herstellung von Transparenz in Bezug auf Handels- und Emittenteninformationen aller Art. Durch die Beseitigung von Informationsdefiziten und –asymmetrien unter den Börsenteilnehmern wirkt die Börse als Informationsstelle auf eine Vervollkommnung der Markt- und Handelsbedingungen hin¹⁵.

⁶ Der Market-Maker angelsächsischer Prägung ist Finanzintermediär insofern, als er durch seine Quotestellungen dem Markt stets zu definierten Mindestgrößen handelbare Preisangebote macht und sich auf diese Weise als Eigenhändler zwischen die Marktteilnehmer stellt und den Handel dadurch „in Fahrt“ bringt und hält (quote-driven market).

⁷ WM 2001, 929 ff 930.

⁸ *Hammen*, aaO, 934.

⁹ Diese fallen gering aus, wenn zu möglichst wenig veränderten Preisbedingungen genügend Nachfrage für einen Angebotsüberschuss vorhanden ist.

¹⁰ *Schmidt*, Die Rolle der Regionalbörsen am deutschen Kapitalmarkt heute und morgen, Kredit und Kapital, 1992, S. 110, 116.

¹¹ *Schmidt*, aaO.

¹² Die (teilweise interdependenten) Liquiditätsmerkmale der Sofortigkeit, der Markttiefe und –breite und der Erneuerungskraft sind – bei aller Unterschiedlichkeit der subjektiven Einschätzung vorhandener Liquidität durch die Marktteilnehmer – in der bank- und börsenbetriebswirtschaftlichen Literatur doch verbreitet anerkannte Meßgrößen (vgl. *Rudolph/Röhl* in: *Hopt/Baum/Rudolph*, Gutachten zur Börsen-reform, S. 165, 166.

¹³ Daher ist auch die durch zahlreiche börsenähnliche Transaktionssysteme (ATS, ECN, MONSTER genannt) drohende Marktfragmentierung und zusätzliche Liquiditätszersplitterung bedenklich.

¹⁴ Die Entwicklung der Börse von 1945 bis in die heutige Zeit, in: *Pohl*, Börse als Informationsdreh-scheibe und Handelsplatz, 1992, S. 36.

¹⁵ Börsen nähern sich idealtypischen Märkten, auf denen nach der betriebswirtschaftlichen Theorie Anbieter und Nachfrager vollständig vertreten sind und vollkommene Transparenz hinsichtlich der Marktinformationen herrscht, sodass sich der

f) Die Börsen senken Transaktionskosten. Die börsliche Marktorganisation dient der Senkung von Transaktionskosten im Güterhandel¹⁶. Börsen tragen wesentlich zur Senkung von Transaktionskosten bei, in dem sie durch Konzentration von Angebot und Nachfrage die Suchkosten nach abschlussbereiten Kontrahenten verringern¹⁷. Durch Standardisierung handelbarer Kontrakte in kleinen Losgrößen wirken sie auf eine Verringerung der Kosten für die Vertragsabschlüsse hin. Durch vorgelagerte Bonitätsprüfung der Börsenteilnehmer bei und während ihrer Zulassung, durch Sicherheitsleistungen und Erfüllungsgarantien minimieren sie das Risiko der Nichterfüllung. Der Sofortigkeitsservice der Marktintermediäre (Skontroführer, Freimakler, Market-Maker, früher auch die Kursmakler) verringert Kursänderungsrisiken der Börsenteilnehmer während der Suche nach abschlussbereiten Kontrahenten. Durch ihr striktes Reglement mit vielfältigen Compliance-Auflagen und Rules of fair practice schützen sie die Marktteilnehmer und das Anlegerpublikum vor den Transaktionsrisiken der Schlechterfüllung, Übervorteilung, Manipulation. Die Verringerung dieser Risiken führt zu einer Kostenersparnis. Demgegenüber entstehen oder verbleiben für die Inanspruchnahme der börslichen Intermediationsleistung durch die Investoren Transaktionskosten in Form von Kommissionskosten, dem Spread und dem Market-impact bei der Ausführung einer Großorder¹⁸.

Das Bestreben der Börsen zur Senkung der Transaktionskosten ist allerdings gegenläufig zu der Tatsache, dass durch die börsliche Marktorganisation Kosten vielfältiger Art entstehen, die auf die Marktteilnehmer und von diesen auf die Nachfrager und Anbieter von Finanzinstrumenten umgelegt werden. Deswegen ist auch der Wettbewerb der Börsen und börsenähnlicher Märkte für den Realisierungsgrad einer Transaktionskostensenkung bedeutsam.

g) Die Bewertungsfunktion der Börsen. Die im Börsenhandel ermittelten Preise sind in hohem Masse repräsentativ, weil sie unter relativ optimalen Marktbedingungen zustande kommen. Sie werden deswegen im Wirtschaftsleben in vielfacher Hinsicht zur Abrechnungs- und Bewertungsgrundlage gemacht. Zudem sind sie wichtige Indikatoren für die wirtschaftliche Entwicklung eines Landes¹⁹.

h) Die Börsen als Wirtschaftsunternehmen. Die börslichen Marktveranstaltungen müssen personell und apparativ exakt organisiert und streng reglementiert, darüber hinaus mit modernster Informationstechnik ausgestattet sein. Nur dann können sie den Erfordernissen eines zuverlässigen und schnellen Handels in der heutigen Zeit gerecht werden und ihre verschiedenen Funktionen erfüllen. Um darüber hinaus im Wettbewerb der Handelsplätze und -plattformen bestehen zu können, müssen fortlaufend ideelle und technische Innovationen entwickelt und eingesetzt werden. Dies alles erfordert hohe finanzielle Investitionen in qualifiziertes Personal und in Technik. Börsen müssen daher – heute mehr denn je²⁰ - wie Unternehmen geführt und betrieben werden.

Die mit unternehmerischer Tätigkeit verbundene Absicht der gewerblichen Gewinnerzielung ist allerdings erst in den letzten Jahren der technischen Aufrüstung der Börsen, der Notwendigkeit der Entwicklung elektronischer Handels- und Handelsunterstützungssysteme deutlich hervorgetreten. Sie fand ihren Ausdruck in einer Lösung der Börsen aus der traditionellen Trägerschaft der Handelskammern und -vereine und in dem Auftreten von Kapitalgesellschaften als Börsenträgern²¹. Der hohe Kapitalbedarf der Deutsche Börse AG als Leitbörse auch bei den technischen Innovationen wurde durch deren Börsengang im Februar 2001 gedeckt.

2. Die Genehmigung als Börse.

a) Öffentliches Interesse. Aus den genannten Gründen ist ein öffentliches Interesse an dem Bestehen und an der Aufrechterhaltung der Funktionsfähigkeit organisierter (Wertpapier-)Märkte und an der dort stattfindenden Preisbildung unabweisbar vorhanden. Dieses öffentliche Interesse findet seinen Ausdruck in dem Erfordernis einer staatlichen Genehmigung für den Betrieb einer Börse, in deren öffentlich-rechtlicher, körperschaftlicher oder anstaltsähnlicher Struktur, in dem beamtenähnlichen Status des Kursmaklers als Preisfeststeller im amtlichen Markt, in öffentlich-rechtlichen Zulassungs-, Verfahrens- und Sanktionsvorschriften und in der staatlichen (vielfach gestaffelten) Rechts- und Marktaufsicht.

b) Genehmigungserfordernis. Die Errichtung einer Börse bedarf nach § 1 Abs. 1 BörsG der Genehmigung der

Marktausgleich nur über den Preis vollzieht.

¹⁶ Unterschieden werden explizite Kosten, wie etwa die Bankenkommission, Maklercourtage, Gebühren und implizierte Kosten, wie sie sich als Differenz zwischen An- und Verkaufspreis eines Wertpapiers beim Market-Maker-System im Spread ausdrücken, während sie beim Auktionsmarkt in den Börsenpreis eingehen (*Schmidt*, Vorteile und Nachteile eines integrierten Zirkulationsmarktes gegenüber einem gespaltenen Effektenmarkt, 1977, S. 22 f; *Scheffrahn*, Gestaltung einer wettbewerbsfähigen Börse Schweiz, 1992, S. 28; *Mues*, Die Börse als Unternehmen, S. 97).

¹⁷ *Hamann*, Simulation von Informationsprozessen auf idealtypischen Börsenmärkten, 1993, S. 8f; *Mues*, Die Börse als Unternehmen, S. 25.

¹⁸ *Rudolph/Röhr*, in: Hopt/Baum/Rudolph, Gutachten zur Börsenreform, S. 158 ff.

¹⁹ Schwark, BörsG, § 1 Rn. 16.

²⁰ Die Betrachtung der Börsen als Unternehmen ist keineswegs erst in der heutigen Zeit entstanden; sie findet sich bereits bei *Loening*, Berliner Jahrbuch für Handel und Industrie, 1903, Bd. 1, S. 395.

²¹ Deutsche Terminbörse GmbH bzw. AG, später Eurex AG, Deutsche Börse AG; ihr folgend die Regionalbörsen in Berlin, Stuttgart, München und Düsseldorf.

zuständigen obersten Landesbehörde²². Ohne diese Genehmigung abgehaltene Börsenversammlungen sind rechtswidrig und können polizeilich aufgelöst werden (sog. Verbot mit Genehmigungsvorbehalt). Gerade auch im Hinblick auf diese Genehmigungspflicht ist eine Abgrenzung des materiellen Börsenbegriffs von börsenähnlichen Marktveranstaltungen bedeutsam.

Der Antragsteller, der um eine Börsengenehmigung nachsucht, ist potentieller Träger oder Betreiber der Börse. Als solche treten neuerdings in zunehmendem Maße Kapitalgesellschaften auf²³. Gründe der Haftungsbeschränkung spielen dabei weniger eine Rolle, als vielmehr das Erfordernis eines handelsrechtlich adäquaten Rahmens für ein professionelles Börsenmanagement und für die Deckung des sehr hohen Investitionsbedarfs einer modernen Wertpapierbörse.

Genehmigungsfähig sind Börsen dann, wenn sie die erforderlichen finanziellen, personellen und organisatorischen Voraussetzungen erfüllen, um einen Börsengeschäftsbetrieb zu eröffnen und sicherzustellen, und wenn ein Bedürfnis nach ihrer Errichtung besteht.

c) Kein Rechtsanspruch auf Genehmigung. Die Erteilung der Genehmigung steht im freien Ermessen der Genehmigungsbehörde. Sie prüft dabei auch das Bestehen eines Bedürfnisses an der Errichtung einer Börse²⁴. Dies kann verneint werden, wenn durch das Hinzutreten einer weiteren Börse eine unerwünschte Zersplitterung der Liquidität und damit eine Beeinträchtigung der Preisbildung zu besorgen ist. Der Antragsteller hat Anspruch auf eine ermessensfehlerfreie Prüfung durch die Genehmigungsbehörde und kann diesen Anspruch auch verwaltungsgerichtlich geltend machen²⁵. Ein Rechtsanspruch auf Erteilung der Genehmigung besteht hingegen nicht²⁶. Ein solcher ergibt sich auch nicht aus dem Grundrecht der Berufsfreiheit nach Art 12 Grundgesetz. Denn mit der Errichtung und dem Betrieb einer Börse werden Aufgaben der öffentlichen Verwaltung wahrgenommen. Es liegt in der freien staatlichen Planungs- und Organisationshoheit, darüber zu entscheiden, ob und ggf. welche öffentlich-rechtlichen Körperschaften und Anstalten der Staat zur Erfüllung seiner öffentlichen Aufgaben errichtet.

d) Rechtswirkungen der Genehmigung.

aa) Verbotsfreistellung Mit der staatlichen Genehmigung ist für den Antragsteller eine doppelte Wirkung verbunden: Zum einen wird er als Träger der Börse von dem generellen Verbot freigestellt, nicht genehmigte Börsenversammlungen zu veranstalten und es wird ihm ausdrücklich gestattet, einen Börsenbetrieb in öffentlich-rechtlicher Form zu organisieren und zu unterhalten.

bb) Beleihung. Zum anderen erhält der Börsenträger die Stellung eines „Beliehenen“²⁷. Beliehene sind Rechtsträger außerhalb der Staatsverwaltung, die durch Verwaltungsakt mit der Durchführung staatlicher Aufgaben beauftragt und zu diesem Zweck mit staatlichen Befugnissen ausgestattet werden. Sie werden mit Staatsbefugnissen beliehen, um staatliche Aufgaben in nichtstaatlichem Rechtsgewand durchzuführen.

Durch die Beleihung erhält die Börsenveranstaltung demnach zum einen ihre staatliche Legitimation, ohne die sie nicht stattfinden darf, zum anderen den Charakter einer staatlich beauftragten Einrichtung.

cc) Betriebspflicht. Die Genehmigung enthält allerdings zugleich auch eine Verpflichtung zur Errichtung einer Börse und zur Einrichtung und Aufrechterhaltung des Börsengeschäftsbetriebs (Betriebspflicht)²⁸. Deren Reichweite ist streitig. Zutreffenderweise dürfte eine weitgehende inhaltliche Gestaltungsfreiheit des Trägers in Bezug auf die Art und den Umfang der Börseneinrichtungen, wie insbesondere die Handels- und Abwicklungssysteme anzunehmen sein. Ob diese allerdings so weit geht, dass eine als Parkettbörse genehmigte Börse zu einer reinen Computerbörse umgestaltet werden kann, erschien schon nach bisherigem Recht sehr zweifelhaft²⁹. Nunmehr kann die Börse die Handelsart durch Bestimmung in der Börsenordnung frei wählen, wobei diese der Genehmigung durch die Landesaufsichtsbehörde bedarf³⁰.

e) Aufhebung der Börse. Dem Träger der Börse wird mit der Genehmigung die Erfüllung eines staatlichen Organisationsaktes auferlegt, dem er sich aus freien Stücken nicht mehr einseitig entziehen kann. Deswegen ist auch

²²In seiner „Feenpalast“-Entscheidung vom 26.11.1898 hat das Preußische Oberverwaltungsgericht die Börseneigenschaft einer Versammlung von Berliner Getreidehändlern außerhalb der offiziellen Warenbörse (und in der früheren Warenbörse, dem sogenannten Feenpalast) mit der Begründung untersagt, es liege eine nicht genehmigte Börse im Sinne von §1 Abs.1 BörsG vor; PrOVGE 34, 315ff.

²³Die Deutsche Terminbörse GmbH war 1989 die erste Börsenträgerin, die als Kapitalgesellschaft auftrat. 1990 bemühte sich die MIDAS GmbH als Trägergesellschaft einer von Freimaklern projektierten vollelektronischen Börse um eine Genehmigung. In der Folgezeit ging die Trägerschaft aller deutschen Wertpapierbörsen nach und nach von jeweiligen Trägervereinen bzw. Handelskammern auf neu gegründete Handelsgesellschaften, in der Regel Aktiengesellschaften, über.

²⁴ Schäfer/Peterhoff, BörsG, § 1 Rdn. 1.

²⁵ BVerwGE 11, 99; Schwark, BörsG, § 1 Rdn. 20; Schäfer/Peterhoff, aaO.

²⁶Die Landesaufsichtsbehörde entscheidet nach Ermessen und unter Berücksichtigung der wirtschaftlichen Bedeutung einer Börse für den Börsenplatz, des Umlands und Geschäftszweiges, der garantierten Bereitstellung der fachlichen und personellen Mittel.

²⁷ Schwark, BörsG, § 1 Rdn 21; Kümpel, Börsenrecht, S. 43 ff; Schäfer/Peterhoff, BörsG, § 1 Rdn. 4.

²⁸ Göppert, Recht der Börsen, S. 89 ff; Kümpel, Börsenrecht, S. 42; Schwark, BörsG, § 1 Rdn. 22; Schäfer/Peterhoff, BörsG, § 1 Rdn. 4.

²⁹ Diese Frage stellte sich für die Deutsche Börse AG als Trägerin der Frankfurter Wertpapierbörse bisher nicht, weil der Parketthandel neben dem IBIS-Handel bzw. späteren XETRA-Handel aufrecht erhalten blieb.

³⁰ § 13 Abs. 2 Nr. 3 BörsG.

ein Verzicht des Börsenträgers auf die Genehmigung unzulässig³¹. Als *actus contrarius* der Börsengenehmigung kommt daher nur die Aufhebung der Börse durch die oberste Landesbehörde in Betracht³².

3. Der Begriff der Börse.

§ 1 BörsG macht die Errichtung einer Börse von staatlicher Genehmigung abhängig, gibt aber keinen Aufschluss darüber, wann eine Marktveranstaltung als Börse anzusehen ist und damit der Genehmigung bedarf. Der Begriff der Börse wurde vom Gesetz bisher stets als vorgegeben und offenbar als nicht definitionsbedürftig vorausgesetzt³³.

a) Traditioneller Börsenbegriff. Der historische Gesetzgeber des Jahres 1897³⁴ sah bereits die Schwierigkeit, eine erschöpfende Definition des Börsenbegriffs zu geben. Bei den Beratungen in der 1892 eingesetzten Enquetekommission traten hinsichtlich der Staatlichkeit der Börse und des staatlichen Einflusses auf diese sehr unterschiedliche Meinungen hervor³⁵. Es bildete sich daraufhin schließlich der Minimalkonsens, dass sich in der Praxis ohne weiteres und *prima facie* erweisen werde, was eine Börse sei. Der Gesetzgeber glaubte auf eine Festlegung verzichten zu können, weil „die tatsächliche Gestaltung der vorhandenen und als solche im technischen Sinn unbestritten anerkannten Börsen genügenden Anhalt bietet, um zu entscheiden, ob eine kaufmännische Versammlung als Börse im Sinne des Gesetzes anzusehen ist oder nicht“³⁶.

Dementsprechend erschien die Erfassung des Börsenbegriffs auch dem Preußischen OVG bei seiner „Feenpalast“-Entscheidung³⁷ wenig problematisch. Er wurde, wie vom Gesetzgeber nahegelegt, aus dem Faktischen abgeleitet und war nach Auffassung des Gerichts durch folgende typische Merkmale geprägt:

Es müssen regelmäßige, an einem bestimmten Ort zu bestimmten Zeiten in relativ kurzen wiederkehrenden Zeitabschnitten stattfindende Versammlungen sein, die von einer größeren Anzahl von vorwiegend Kaufleuten zu dem Zweck abgehalten werden, Handel in nicht zur Stelle gebrachten vertretbaren Waren zu treiben.

Aus dieser Entscheidung ergaben sich in der weiteren Entwicklung der Börsen für den herkömmlichen Börsenbegriff als wesentliche Merkmale:

- Regelmäßigkeit der stattfindenden Veranstaltungen;
- Einheitlichkeit des Ortes;
- Vertretbarkeit der gehandelten Gegenstände;
- Abschluss von (Groß-)Handelsgeschäften (statt Kleinhandel);
- Kaufleute als Handelsteilnehmer³⁸.

Etwas abweichend hat *Schwark*³⁹ den traditionellen Börsenbegriff definiert als

- die organisierte Zusammenführung von Angebot und Nachfrage,
- die regelmäßig in verhältnismäßig kurzen Zeitabständen stattfindet
- und typischerweise nicht zur Stelle gebrachte Gegenstände betrifft,
- nach grundsätzlich einheitlichen Geschäftsbedingungen abläuft,

³¹ *Kümpel*, Börsenrecht, S. 42

³² Vgl. § 1 Abs. 1 Satz 2 BörsG.

³³ Dies ist auch beim Erlass des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes so geblieben. Dem Gesetzgeber lagen mehrere Definitionsvorschläge von Börsenrechtsgutachtern, der Börsensachverständigenkommission, dem Arbeitskreis der Länder für Börsen- und Wertpapierfragen vor, die nicht aufgegriffen wurden. Allerdings wurde in Gestalt der §§ 58 ff BörsG eine Regelung mit abgestuften Anforderungen an börsenähnliche Einrichtungen neu in das Gesetz eingefügt.

³⁴ Auf der Grundlage der Arbeiten einer 1892 eingesetzten Enquetekommission wurde 1895 ein Regierungsentwurf zum Börsengesetz vorgelegt, der nach Erörterung mit einigen Änderungen und Verschärfungen im Reichstag verabschiedet wurde und am 01.01.1897 in Kraft trat (siehe auch oben A II. 1.).

³⁵ Definitionsvorschläge von Mitgliedern der Enquetekommission wurden als nicht einigungsfähig abgelehnt; sie liefen einerseits darauf hinaus, die Börse als „staatliche Veranstaltung“ (Gamp) zu kennzeichnen, andererseits darauf, sie als Selbstverwaltungsveranstaltungen von Gemeinden und Handelskorporationen anzusehen und sie lediglich staatlicher Genehmigung und Aufsicht zu unterstellen (Schmoller). Der wenige Jahre später aufgetretene Berliner Börsenstreit (1902/03), bei dem es um den Einfluss der Staatregierung auf die Börsen ging, zeichnete sich darin bereits ab.

³⁶ So die amtliche Begründung zum Regierungsentwurf des Börsengesetzes von 1896, S. 17, Fn 21. Diese Auffassung wurde von Anfang an kritisiert, weil sie zur Gesetzesumgehung geradezu einlade (vgl. Liebmann, Glossen zum Bericht der Börsen-Enquetekommission, in: Wochenschrift für Aktienrecht und Bankwesen, 1894, 213 ff 215, 216).

³⁷ Die Berliner Getreidehändler hatten sich zu dem privaten „Verein Berliner Getreide- und Produktenhändler“ zusammengeschlossen und ihren Handelsort von der Berliner Getreide- und Produktenbörse weg in das Variete’ „Feenpalast“ verlegt. Sie wollten sich damit dem Anwendungsbereich der Börsenordnung der Berliner Getreide- und Produktenbörse entziehen, die eine Beteiligung von Vertretern der Landwirtschaft im Börsenvorstand vorsah. Eine eigene Börsenordnung reichte der Verein nicht ein, weswegen seine Zusammenkünfte durch Verfügung des Berliner Polizeipräsidenten untersagt wurden. Hiergegen wandte sich der Verein mit dem Argument, seine Versammlungen im „Feenpalast“ seien in Ermangelung staatlicher Genehmigung gemäß § 1 BörsG keine Börse, weswegen auch keine Verpflichtung zur Vorlage einer Börsenordnung bestehe. Das Preußische OVG folgte dem Börsenbegriff demgegenüber aus den tatsächlichen Gegebenheiten des eröffneten Handels im „Feenpalast“ und wies die Klage ab (Urteil vom 26.11.1898, PreußOVGE 34, 315 ff = ZHR 48 (1899), 274 ff).

³⁸ Vgl. *Schwark*, Börsengesetz, § 1 Rdn. 2 m.w.N.

³⁹ aaO, Rdn. 5; ähnlich auch *Schäfer/Peterhoff*, § 1 BörsG Rdn.19.

- mit dem Ziel, Vertragsabschlüsse zwischen im Regelfall allein zum Handel zugelassenen Kaufleuten zu ermöglichen.

Dabei handelt es sich um eine typisierende Beschreibung des Börsenbegriffs im traditionellen Sinne, was zugleich impliziert, dass nicht alle genannten Merkmale notwendig kumulativ vorliegen müssen; auch das Fehlen einzelner Kriterien schließt die Annahme einer Börse im materiellen Sinne bei der erforderlichen wertenden Betrachtung nicht aus⁴⁰. So kann beispielsweise das Merkmal der Handelsteilnahme von Kaufleuten durchaus verzichtbar sein, wie die Bestimmung des § 16 Abs. 2 Satz 2 BörsG über die Zulassung von Landwirten und anderen Nichtkaufleuten zu Warenbörsen zeigt.

Aus betriebswirtschaftlicher Sichtweise beschreiben *Rudolph/Röhr*⁴¹ den klassischen herkömmlichen Börsenbegriff als

- örtliche und zeitliche Handelszentralisierung,
- unter exklusiver Teilnahme von professionellen Händlern,
- die zu einem Verbandsbetrieb zusammengeschlossen sind, der
- Handelsregeln erlassen hat und
- der zugleich Eigentümer der Infrastruktur der Marktveranstaltung ist.

Auch für diese Beschreibung gilt aber sicherlich, dass die einzelnen Elemente nicht stets unverzichtbare Begriffsbestandteile sind. Sie reflektieren aber das Bild der historisch entstandenen Börsen.

b) Wandel des Börsenbegriffs.

aa) Verzicht auf Ortsgebundenheit. Probleme bei der Anwendung dieses Börsenbegriffs traten, soweit ersichtlich und abgesehen von dem früheren Streitfall der Berliner Getreidehändler, im weiteren Verlauf nicht auf, weil es keinen Abgrenzungsbedarf gab. Erst mit der fortschreitenden technischen Entwicklung und mit dem Aufkommen und Vordringen elektronischer Übertragungs- und Preisermittlungsmöglichkeiten (I&K-Technologie) ergab sich durch die nunmehr ermöglichte Ortsunabhängigkeit der Handelsteilnahme wieder das Bedürfnis, festzulegen, was Börse sei⁴². Während bisher die Lokalisierung des Handels und die Präsenz der Marktteilnehmer den Begriff der Börse typologisch geprägt hatte, alle bisher bekannt gewordenen Börsen „Präsenzbörsen“ waren, musste sich diese Sichtweise mit zunehmender Technisierung des Wertpapierhandels und der Entstehung reiner Computerhandelssysteme ändern.

Bei der Novellierung des Börsengesetzes im Jahre 1989 wurde zunächst auch wieder der Versuch unternommen, eine Begriffsdefinition zu schaffen, wobei auf das Merkmal der Ortgebundenheit verzichtet wurde.

Der Wirtschaftsausschuss des Bundesrates erarbeitete folgende Umschreibung des Börsenbegriffs:

„Börse ist die organisierte Zusammenführung von Angebot und Nachfrage in börsenmäßig handelbaren Gegenständen mit dem Ziel, Vertragsabschlüsse zwischen zum Handel zugelassenen Personen zu ermöglichen, wenn die bei den Geschäftsabschlüssen erzielten Preise veröffentlicht werden“⁴³.

Damit sollte das Merkmal der Einheitlichkeit des Ortes entfallen und die Preisveröffentlichung als Definitionskriterium neu eingeführt werden.

Dem Börsengesetzgeber ging es im Jahre 1989 aber in erster Linie um eine klare Rechtsgrundlage für die Etablierung der geplanten vollelektronischen Deutschen Terminbörse, von IBIS I und dann auch eines EHS für den Aktienhandel. Es ging ihm um die Einbeziehung ortsunabhängig abgegebener elektronisch übermittelter Willenserklärungen von Börsenteilnehmern im Börsenhandel. Die Abgrenzung zu börsenähnlichen Handelsplattformen war (noch) nicht sein Anliegen. Auch sah man die Börsenlandschaft angesichts der neuen Übertragungstechniken in tiefgreifendem Wandel begriffen und wollte der Rechtsprechung und Börsenverwaltung flexible Beurteilungsmöglichkeiten bei der Anwendung der Genehmigungsvorschrift des § 1 BörsG bewahren⁴⁴. Daher wurde die Absicht eines Definitionsversuchs im Endstadium des Gesetzgebungsverfahrens wieder aufgegeben.

Vielmehr beschränkte sich der Gesetzgeber darauf, in den Börsenzulassungsbestimmungen zu regeln, dass „zum Börsenhandel auch Geschäfte über zugelassene Gegenstände gehören, die durch Übermittlung von Willenserklärungen durch elektronische Datenübertragung börsenmäßig zustande kommen“⁴⁵. Damit wurde der Börsenbegriff nicht nach außen hin, insbesondere den börsenähnlichen computergestützten Handelseinrichtungen gegenüber abgegrenzt, sondern der bisher vorausgesetzte und nicht näher festgelegte traditionelle Begriff wurde in einem Punkt konkretisiert

⁴⁰ Der Börsenbegriff ist nach *Schwark* (aaO) insofern durch eine „begrenzte Unbestimmtheit“ gekennzeichnet.

⁴¹ aaO, S.152.

⁴² Seit Ende 1989 bestand das Inter-Banken-Informationssystem IBIS, das die elektronische Unterstützung des Wertpapierhandels an den Präsenzbörsen durch die Eingabe von indikativen Geld- und Briefkursen ermöglichte. Gleichfalls 1989 wurde die Deutsche Terminbörse als erstes deutsches vollelektronisches Handelssystem eröffnet. Beide Systeme ermöglichten den Teilnehmern die Abgabe von Willenerklärungen in Bezug auf den Börsenhandel auf elektronischem Wege, unabhängig von einer örtlichen Zusammenkunft der Teilnehmer.

⁴³ Prot. UA Wi 022 – Nr.8/89 vom 15.02.1989.

⁴⁴ BT-Drucks. 11/4177, S. 13,22).

⁴⁵ §16 Abs.1 Satz 2 BörsG; *Kümpel*, Börsenrecht aaO, S.16; *Schwark* aaO, Rdn.3.

und zugleich erweitert⁴⁶. Das bisher gültige Präsenzprinzip war damit verlassen und der Weg zur elektronischen Börse geebnet.

bb) Ausdehnung der Handelszeiten. Neben der Ortsungebundenheit ist auch eine immer geringere zeitliche Konzentration beim Börsenhandel zu beobachten. Während der frühere Börsenhandel nur wenige Stunden täglich abließ, reichen die Handelszeiten heute zum Teil bereits weit über die normalen Tagesarbeitszeiten hinaus⁴⁷. Die börslichen Handelszeiten haben sich im Wettbewerb der internationalen Märkte und insbesondere auch im Wettbewerb um private Kunden auf die Abendstunden, auf Samstage, Sonn- und Feiertage immer mehr ausgedehnt⁴⁸. Die zeitliche Konzentration des Handels löst sich immer mehr auf. Die Börsen werden immer mehr zu fortdauernden Marktveranstaltungen.

cc) Auflösung des Verbandsprinzips. Mit dem Aufkommen der proprietären Wertpapierhandelssysteme hat sich darüber hinaus auch der ursprüngliche Gedanke aufgelöst, die Börse als eine (überwiegend oder ausschließlich) von den Kaufleuten getragene Einrichtung anzusehen (Verbandsprinzip)⁴⁹. Die traditionellen Präsenzbörsen waren regelmäßig von kaufmännischen Organisationen, wie Handelskammern, oder kaufmännischen Vereinen getragen, die den Handel organisierten und auch Eigentümer der Börseneinrichtungen waren. Als Organisatoren und Eigner elektronischer Handelsplattformen treten hingegen inzwischen auch einzelne Institute (Banken und Brokerhäuser) sowie auch Gesellschaften auf, die sich selbst ansonsten nicht mit dem Wertpapierhandel befassen. Auch hat sich bei den öffentlich-rechtlichen Börsen durch die Umwandlung ihrer Träger in Handelsgesellschaften und durch deren Going public eine Öffnung der Eigentümerstellung für das breite Anlegerpublikum ergeben. Das ursprüngliche Verbandsprinzip hat sich damit aufgelöst.

dd) Preisfeststellung als Begriffsmerkmal? Unterschiedliche Auffassungen bestehen darüber, ob die Feststellung von Börsenpreisen bzw. eine systemimmanente Preisbildung ein weiteres notwendiges Begriffsmerkmal der Börse darstellt. Dabei ist zweifelsfrei, dass die Preisfeststellung bzw. Ermittlung eines Börsenpreises im System, welcher zudem eine besondere Qualität aufweist, seit jeher eine zentrale Funktion der Börsen war. Die Vorschriften über die Preisfeststellung durch Skontroführer (früher auch durch Kursmakler) und über die Anforderungen an die Qualität der Börsenpreise machen dies deutlich.

Fraglich erscheint aber, ob die Preisbildung im Handel *expressis verbis* allein auf der Grundlage der dortigen Marktlage von Angebot und Nachfrage zustande kommen muss oder ob von einer Börse auch dann gesprochen werden kann, wenn die Ausführung der Aufträge auf der Grundlage von Preisen stattfindet, die sich an anderen Börsen gebildet haben.

Mit dieser Frage hatte sich bereits das PreußBOVG in seinem „Feenpalast“-Urteil zu befassen⁵⁰. Der Verein der Berliner Getreidehändler hatte sich der Aufforderung zur Vorlage einer Börsenordnung mit dem Argument widersetzt, den Zusammenkünften seiner Mitglieder im Variete „Feenpalast“ fehle eine Einrichtung zur Preisfeststellung und es handele sich deswegen nicht um eine Börse. Dem folgte das Gericht nicht.

Eine eigene Einrichtung zur Preisfeststellung war nach Auffassung des PreußBOVG für das Betreiben einer Börse nicht begriffsnotwendig. Das Gericht verwies darauf, dass einige der anerkannten Börsen keine eigenen Preisnotizen vornehmen, sondern die Notizen anderer Börsen zu Grunde legen, also Preisimport betreiben, oder lediglich inoffizielle Preislisten erstellen.

Der Import von Preisen einer anderen Börse und die Orderausführung auf dieser Grundlage wird nach heutigem Verständnis von sog. Crossing-Systemen (wie etwa XETRA XXL) praktiziert. Einer der wesentlichen Gründe für den Verzicht auf eine eigene Preisfeststellung liegt darin, dass bei der Ausführung von Großorders ein starker Einfluss auf das Kursniveau, der sog. *market impact*⁵¹, vermieden wird. Dies ist auch eines der Anliegen des Block-Crossing-Systems XETRA XXL, das dem automatischen Matching von Großorders dient.

Derartigen Systemen wird man – wenn sie selbständig betrieben werden⁵² – nicht von vornherein Börsenqualität absprechen können. Denn sie verzichten nicht eigentlich auf eine systemimmanente Preisbildung, sondern führen die Kontrahenten lediglich unter Zugrundelegung eines anderweitig gebildeten (Referenz-)Preises zusammen. Damit unterscheiden sie sich von einer anderen Börse, die – wie etwa § 24 Abs. 2 Satz 1 BörsG vorschreibt, die „wirkliche Marktlage des Börsenhandels“ zur Preisermittlungsbasis erklärt⁵³ – nicht grundsätzlich, sondern nur durch die Art der

⁴⁶ Das Problem der Abgrenzung gegenüber börsenähnlichen Einrichtungen wurde dadurch weiterhin ausgeklammert. Es blieb damit weiterhin ungerregelt, wann eine Handelseinrichtung Börse ist und wann nicht.

⁴⁷ Die Düsseldorfer Börse will Quotrix von 8 – 23 Uhr betreiben.

⁴⁸ Die Handelszeiten der Präsenzbörsen wurden zuletzt im Jahr 2000 um weitere 2 Stunden täglich bis abends 20.00 Uhr ausgedehnt, Optionsscheine werden auf EUWAX bis 23.00 Uhr gehandelt. Die anhaltende Baisse des Jahres 2001 und die Börsenabstinenz des privaten Anlegers hat allerdings die gegenläufige Debatte über eine Verkürzung der Handelszeiten in Gang gesetzt.

⁴⁹ Vgl. Rudolph/Röhr, in: Hopt/Baum/Rudolph, Gutachten zur Börsenreform, S. 153 ff. 156.

⁵⁰ PreußBOVG 34, 315 ff 335 = ZHR 48 (1899), S. 274, 294.

⁵¹ Ein *market impact* entsteht als typischer Preis-Mengen-Effekt bei der Ausführung einer großen Order als Kursdifferenz zu demjenigen Kurs, der sich ohne deren Ausführung gebildet hätte; der *market impact* der Order drückt also deren Kursbeeinflussung aus (vgl. Rudolph/Röhr, in: Hopt/Baum/Rudolph, Gutachten Börsenreform, S. 16).

⁵² XETRA XXL ist in die Frankfurter Wertpapierbörse eingegliedert und wird nicht als selbständige Börse betrieben.

⁵³ Auch hier geht die börsenrechtliche Diskussion seit längerem um die Frage, was der „wirklichen Geschäftslage des Handels an der Börse“ entspricht und damit in die Preisbildung einzubeziehen ist und was nicht. Stark im Vordergrund ist schon seit einigen Jahren die Auffassung, dass der Skontroführer die Preisbildung an den sog. Referenzmärkten auswärtiger und insbesondere auch

Preisbildung.

*Kümpel*⁵⁴ hat demgegenüber aus der damaligen Gesetzeslage heraus die Begriffsnotwendigkeit der Preisfeststellung mit der Begründung bejaht, dass der Gesetzgeber den Börsenpreis (im jetzigen § 24 Abs. 2 BörsG) definiert habe und die faire Preisbildung ein Wesensmerkmal und Gütesiegel für einen funktionsfähigen Finanzplatz sei⁵⁵.

Diese Ansicht dürfte aber trotz der zweifellos hohen Bedeutung der börslichen Preisfeststellung doch zu einer Verengung des Börsenbegriffs führen. Denn nach heutiger Auffassung kann wohl auch Systemen, die Preisimport betreiben, nicht der Charakter der Börse im materiellen Sinne abgesprochen werden.

In diese Richtung weist auch der Gesetzgeber des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes. Denn in § 24 Abs. 2 Satz 4 BörsG wird es erstmals zugelassen, dass bei der Ermittlung des Börsenpreises auch Preise einer anderen Börse oder börsenähnlicher Einrichtungen im Inland oder eines organisierten Marktes im Ausland berücksichtigt werden. Diese Berücksichtigung kann auch so weit gehen, dass sich eine Börse weitgehend an den importierten Preisen anderer organisierter Märkte orientiert.

ee) Preisveröffentlichung als Begriffsmerkmal? Zweifel bestehen des weiteren, ob auch die Preisveröffentlichung ein konstitutives Kriterium des Börsenbegriffs ist. *Schwark*⁵⁶ nimmt an, dass dies deswegen nicht der Fall ist, weil eine Veröffentlichung der Börsenpreise gesetzlich nicht vorgeschrieben ist, sondern nur auf der Grundlage der Börsenordnungen erfolgt. Dieses Argument ist jedenfalls nicht von der Einfügung des § 24 Abs. 2 Satz 3 in das Börsengesetz, der eine Bekanntmachung von Preisen und Umsätzen gegenüber den Handelsteilnehmern ausdrücklich vorschreibt, nicht mehr haltbar. Sie war auch vordem kaum überzeugend, da die Veröffentlichungspflicht – zumindest im Sinne einer Herstellung der Bereichsöffentlichkeit der Handelsteilnehmer - als Transparenzgebot eine sehr bedeutsame Verpflichtung ist, der man durchaus eine zwingende konstitutive Begriffsrelevanz für die Börse zubilligen kann. Andererseits ist nicht zu verkennen, dass ein Bedürfnis nach Preistransparenz auch bei alternativen Handelssystemen ohne Börsencharakter besteht⁵⁷, sodass es sich hierbei eher um eine Mindestanforderung handeln dürfte, der auch börsenähnliche Marktveranstaltungen aus Gründen der Schutzbedürftigkeit ihrer privaten Teilnehmer und Anleger genügen müssen.

ff) Besondere Preisqualität als Begriffsmerkmal? Börsenpreise haben eine besondere Qualität, denn sie werden in einem formalisierten, an der Gleichbehandlung der Auftraggeber ausgerichteten, hinreichend transparenten und staatlich überwachten Verfahren ermittelt. Daher sind die an Börsen gebildeten Preise mit einem erhöhten Maß an Richtigkeitsgewähr verbunden und sind Vertrauens- und Abrechnungsgrundlage für den Rechtsverkehr. Es liegt daher nahe, mit *Kümpel*⁵⁸ die staatliche Überwachung der Preisbildung als Kriterium des Börsenbegriffs anzusehen. Dem kann jedoch nicht gefolgt werden. Zum einen sind auch nicht-börsliche Handelssysteme grundsätzlich dazu in der Lage, Preise gleicher Qualität zu erzielen, wenn sie die Preisbildung auf entsprechend liquiden Märkten nach ähnlichen Regularien vorsehen. Zum anderen wäre es ein unzulässiger Zirkelschluss, die staatliche Überwachung der Preisbildung, die eine gesetzliche Folge der Genehmigung als Börse ist, als deren Voraussetzung anzusehen. Unterstrichen wird diese Auffassung durch die Neuregelung der §§ 59 ff. BörsG zu den börsenähnlichen Einrichtungen. Denn auch diese sind dazu verpflichtet, sicherzustellen, dass die Preise entsprechend den Preisermittlungsregeln zustande kommen, die für Börsen gelten (§§ 59 Satz 1 Nr. 4, 24 Abs. 2 BörsG), müssen Regeln über die Verwendung von Referenzpreisen und zur Verhinderung von Preismanipulation haben.

c) Informationssysteme und Wertpapierhandelssysteme.

aa) Vielfalt der Systeme. In den letzten Jahrzehnten kam es zur Entstehung einer großen Vielfalt elektronischer Supportsysteme für den Börsenhandel und elektronischer Wertpapierhandelssysteme mit mehr oder weniger ausgeprägter eigenständiger Börsenstruktur. Derartige elektronische Systeme können bloße Hilfsfunktionen erfüllen und in den Betrieb einer Präsenzbörse oder einer elektronischen Börse eingegliedert oder diesem nur angegliedert sein; sie können auch rechtlich und organisatorisch selbstständig betrieben werden und damit „börsenähnlich“ erscheinen oder gar alle hergebrachten Merkmale einer Börse im materiellen Sinne erfüllen.

Unter dem Regime des geltenden Börsengesetzes werfen diese Einrichtungen, Teilmärkte oder Märkte stets die Frage auf, ob sie als Börsen genehmigungsfähig und -pflichtig sind oder nicht. Das bisherige Börsenrecht kannte nur die Genehmigung als öffentlich-rechtliche Börse - mit der Folge, dass alle damit verbundenen Verpflichtungen erfüllt werden müssen, wie insbesondere die Schaffung der Börsenorgane und einer Börsenordnung - oder die Untersagung als illegale Marktveranstaltung. Nunmehr sind durch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz auch elektronische Handelssysteme und börsenähnliche Einrichtungen in das Regelwerk des Börsengesetzes einbezogen und ihre Betreiber bestimmten Pflichten unterworfen.

Die elektronischen Systeme lassen sich einteilen in

ausländischer Börsenplätze nicht unberücksichtigt lassen dürfe, um dem Anleger einen fairen Preis zu bieten.

⁵⁴ aaO, S.17.

⁵⁵ So auch die Begründung zum Regierungsentwurf des 2. Finanzmarktförderungsgesetzes, BT-Drucksache 12/6679, S.76.

⁵⁶ §1 BörsG Rdn.6.

⁵⁷ A.A. die Börsensachverständigenkommission in ihren Bericht vom Mai 2001(vgl. unten d)aa)).

⁵⁸ Bank- und Kapitalmarktrecht, Rdnr. 17.53, 17.585.

- rein indikative Preisinformationssysteme ohne system-immanente Handelsmöglichkeit (Electronic Communication Networks, ECN⁵⁹); bei ihnen handelt es sich um elektronische Supportsysteme des Börsenhandels, die der Unterstützung der an den Börsen stattfindenden Handelsabschlüsse dienen; sie werden entweder separat betrieben oder sind (als unselbständige Börseneinrichtungen) in Wertpapierbörsen integriert;
- Systeme mit Beschränkung auf Orderleit-, und/oder Abwicklungsfunktionen⁶⁰ und
- Systeme mit integrierter Handelsabschlussmöglichkeit (Alternative Trading Systems, ATS⁶¹).

Daneben gibt es zahlreiche Mischformen.

Nach ihrer Teilnehmer- und Eignerschaft werden Wertpapierhändlermärkte⁶² von proprietären Systemen unterschieden (PTS, Proprietary Trading Systems, auch „Eigentümergebörsen“ genannt, weil sie im privatrechtlichen Eigentum des oder der Plattformbetreiber oder eines Dritten stehen⁶³).

In der Zusammenfassung ihrer Vielfalt und zur Kennzeichnung ihrer die etablierten Börsen bedrohenden Wirkung wurden diese neuen Formen der Datenübertragung und des Handels von *Lee* unspezifiziert, aber doch treffend, als MONSTER (Market-orientated new systems for terrifying exchange regulators⁶⁴) bezeichnet.

bb) Elektronisches Matching. Das wichtigste Abgrenzungsmerkmal von Börsensupportsystemen zu elektronischen Börsenhandelssystemen liegt in der Herbeiführung von Geschäftsabschlüssen im System selbst. Ein organisiertes elektronisches System stellt sich von vornherein nur dann als Börse im materiellen Sinne dar, wenn es die potentiellen Kontrahenten, die von unterschiedlichen Standorten aus teilnehmen können, zu Vertragsabschlüssen im System zusammenführt (Zentralisierung der Geschäftsabschlüsse)⁶⁵. Daher muss eine Börse über eine Vorrichtung zum Geschäftsabschluss im System selbst verfügen⁶⁶. Im Falle einer reinen Computerbörse wird diese Funktion als elektronisches Matching⁶⁷ bezeichnet.

Eine Börse im materiellen Sinne wird durch die Erteilung der staatlichen Genehmigung nach § 1 BörsG zur Börse im formellen und materiellen Sinne des Börsengesetzes.

Ohne diese Genehmigung ist sie als Börse im nur materiellen Sinne eine börsenähnliche Einrichtung nach Maßgabe der neuen börsengesetzlichen Bestimmungen der §§ 58 ff BörsG.

d) Abgrenzung von Handelssystemen mit und ohne Marktplatzfunktion.

aa) Wertpapierhandelssysteme mit Marktplatzfunktion. Ein weiteres Abgrenzungsproblem zwischen den Handelssystemen stellt sich heute im Hinblick auf ihre Handelsteilnehmer. Steht auf der einen Marktseite jeweils derselbe Kontrahent, wie etwa der Systembetreiber, so fehlt es an der Marktplatzfunktion des Systems. Eine vom BMF als Beratungsgremium ins Leben gerufene Sachverständigenkommission für Kapitalmarkt- und Börsenfragen hat zu der Problematik der alternativen Handelssysteme in einem im Mai 2001 vorgelegten Papier im wesentlichen folgende Analyse und Empfehlungen gegeben:

Unterschieden werden

- Handelssysteme mit Marktplatzfunktion und
- bilaterale Kontrahentensysteme.

Den Handelssystemen mit Marktplatzfunktion ist gemeinsam, dass sie die materiellen Grundmerkmale des Börsenbegriffs erfüllen, nämlich einen Markt für den Abschluss von Wertpapierkaufverträgen darstellen: Sie führen Angebot und Nachfrage in Wertpapieren in einem elektronischen System nach festgelegten Regeln zu dem Zweck zusammen, um unwiderrufliche Vertragsabschlüsse zustande zu bringen.

Sie sind entweder order-getriebene Systeme⁶⁸ (Beispiel: Instinet, XETRA) oder quote-getriebene Systeme⁶⁹ (Beispiel:

⁵⁹ Zu diesen gehörten beispielsweise IBIS I und das von Kursmaklern betriebene außerbörsliche Preisinformationssystem MATIS.

⁶⁰ Dazu gehört BOSS-CUBE (früher DEBOSS und BIFOS).

⁶¹ Sie verfügen in der Regel über ein elektronisches Matching. Dies ist der Fall bei XETRA und EUREX.

⁶² *Schwark*, WM 1997, 293 ff 294.

⁶³ Nachdem erkannt worden war, dass Börsen profitable Unternehmen sein können, haben private Investoren oder einzelne oder Gruppen von Wertpapierhandelsunternehmen eigene Handelsplattformen geschaffen, über die sie ihre In-house-Orders abwickeln. Initiatoren dieser Plattformen waren vor allem die großen US-Investmenthäuser. Damit sollen Kostenersparnisse durch die Übernahme der gesamten Wertschöpfungskette der börslichen Handels- und Abwicklungsdienstleistungen erzielt werden. Mit Maxblue bietet inzwischen auch die Deutsche Bank ein solches PTS an.

⁶⁴ *Lee*, What is an Exchange? A discussion paper, London, 1992.

⁶⁵ Die Notwendigkeit einer Zentralisierung der Geschäftsabschlüsse ist verblieben von dem traditionellen Börsenbegriff, der noch von einer örtlichen Zentralisierung sowohl des Handels als auch der Geschäftsabschlüsse ausging.

⁶⁶ Darüber besteht in der Fachliteratur im wesentlichen Übereinstimmung, vgl. *Kümpel*, WM 1990, 45 ff 47; *Schäfer/Peterhoff*, BörsG, § 1 Rdn. 19; *Schwark*, BörsG, § 1 Rdn. 8.

⁶⁷ *Schwark* aaO, Rdn. 6; *Kümpel*, WM 1989, 1313ff. 1314; WM 1990, 45ff. Über ein derartiges elektronisches Matching verfüg(t)en beispielsweise IBIS II (ab April 1991), das von Freimaklern geschaffene System Midas, das heutige XETRA-System der Deutsche Börse AG und selbstverständlich die frühere Deutsche Terminbörse bzw. heutige Eurex (Deutschland und Eurex Zürich).

⁶⁸ Hierbei werden die Kauf- und Verkaufsaufträge entweder in einem (elektronisch oder manuell geführten) Orderbuch gesammelt und zu festgelegten Zeitpunkten nach festgelegten Regeln ausgeglichen (Auktionen) oder fortlaufend ausgeteilt und mit gegenläufigen Angeboten abschlussbereiter Kontrahenten zusammengeführt.

⁶⁹ Hierbei findet die Preisbildung dadurch statt, dass ein oder mehrere Market Maker nach Maßgabe ihrer Auftragslage oder aus eigenem geschäftlichen Antrieb verbindliche Vertragsangeboten gegenüber den Marktteilnehmern machen, indem sie Preise für

Quotrix, Nasdaq). Als Crossing-Systeme ermitteln sie die Preise nicht auf der Basis der eigenen Marktsituation, sondern auf derjenigen eines Referenzmarktes (Beispiel: XETRA XXL, ITG-Posit). Kombinationen dieser Funktionalitäten in Gestalt von hybriden Systemen sind möglich und in der Praxis nicht selten (Beispiel: XETRA). Handelssysteme mit Marktplatzfunktion sind demnach Börsen im materiellen Sinn. Verfügen sie über eine Genehmigung als Börse und sind sie damit auch im formellen Sinne Börsen, so unterliegen sie den börsengesetzlichen Vorschriften in vollem Umfang. Ist dies nicht der Fall, so stellte sich bisher de lege ferenda die Regulierungsfrage. Sie wurde nunmehr im Rahmen des 4. FMFG in den §§ 58 ff BörsG beantwortet⁷⁰.

bb) Bilaterale Kontrahentensysteme. Die bilateralen Kontrahentensysteme unterscheiden sich dadurch, dass nicht die Angebote bzw. die Nachfrage zahlreicher Marktteilnehmer zusammengeführt werden, sondern die Vertragsabschlüsse auf der einen Kontrahentenseite stets nur mit einem Anbieter zu den von diesem festgesetzten Preisen stattfinden (Beispiel: TradeLink, Maxblue, XEOS, CITICATS-OS, Quotrix). Diesen Systemen fehlt nach Auffassung der Sachverständigenkommission die Marktplatzfunktion. Bei ihnen tritt häufig eine Bank als Systembetreiberin auf, die zugleich auch Emittentin im System handelbarer Werte ist. Sie stellt als einziger Marktteilnehmer Preise zum Kauf und Verkauf für die von ihr emittierten Werte⁷¹. Oft geschieht dies gegenüber den eigenen Privatkunden einer solchen Bank.

e) Moderner Börsenbegriff.

aa) Weit gefasster funktionaler Begriff. Die fortschreitende Entwicklung der I- & K-Technologien führte zum Verzicht auf das Merkmal der Ortsgebundenheit und damit zu einem Wandel der Typologie des Börsenbegriffs im Sinne seiner Erweiterung.

*Rudolph/Röhrl*⁷² entwickelten im Hinblick auf diese Veränderungen einen sehr reduzierten, rein funktionalen Börsenbegriff: Aufgabe der Börse sei die Intermediation mit dem Ziel der Senkung der Transaktionskosten. Börsen seien nichts anderes als Betriebe, die Marktveranstaltungen für Wertpapiere durchführen. Zu diesem Zweck würden Transaktionsmöglichkeiten organisiert, indem sowohl Handelsprodukte als auch Transaktionsprozesse⁷³ standardisiert werden.

Dieser moderne Börsenbegriff geht von einem funktionalen Ansatz aus, indem er die Aufgabe der Börse als Organisator von Transaktionsmöglichkeiten in standardisierten Prozessen und mit dem Ziel der Senkung von Transaktionskosten ins Zentrum der Definition rückt⁷⁴.

Die sehr weite Begriffsfassung, die nur noch auf den Transaktionsprozess abstellt, erinnert an die relativ neue Definitionsregelung des Schweizer Börsengesetzes:

Börsen sind „Einrichtungen des Effektenhandels, die den gleichzeitigen Austausch von Angeboten unter mehreren Effektenhändlern sowie den Vertragsschluss bezwecken“⁷⁵.

Sie bezieht ohne weiteres auch die sogenannten proprietären Transaktionssysteme⁷⁶ mit ein⁷⁷. Denn auf die Eigentümerstellung der Inhaber des Börsenträgers komme es nicht an.

*Hammen*⁷⁸ hat neuerdings den interessanten Ansatz in die Diskussion eingeführt, den Börsencharakter daran festzumachen, dass Börsenpreise durch skontroführende Makler als Intermediäre festgestellt oder im elektronischen Handel von der Betriebssoftware in vergleichbarer Weise ermittelt werden. Dagegen sollen proprietäre Handelssysteme nicht nach § 1 Abs. 1 BörsG genehmigungsbedürftig sein, wenn die Handelsteilnehmer die Preise selbst bilden. Damit wird die Intermediärfunktion der skontroführenden Makler zum Anknüpfungspunkt für die Vertrauensbildung des Anlegerpublikums in die Preisermittlung auf dem betreffenden Markt gemacht. Aus der Schutzwürdigkeit des Anlegervertrauens in die Preisfeststellungsfunktion der Makler bzw. der diese Funktion abbildenden Elektronik wird die Notwendigkeit einer staatlichen Überwachung derselben abgeleitet – und damit die Genehmigungspflicht nach § 1 Abs. 1 BörsG.

Der Arbeitskreis der Länder für Börsen- und Wertpapierfragen hat im Zuge der Konzeption seiner Vorschläge zum 4.

festgelegte Stückzahlen der ihnen zugewiesenen Wertpapiere stellen, und diese Angebote von den Marktteilnehmern angenommen werden können.

⁷⁰ Diese Bestimmungen waren im ursprünglichen Entwurf der Bundesregierung nicht enthalten und wurden erst auf nachhaltiges Verlangen des Bundesrates, von Sachverständigen und Verbänden auf Empfehlung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages eingefügt (BT-Drucks. 14/8601 vom 20.03.2002).

⁷¹ In diesen Fällen kommen Festpreisgeschäfte zwischen dem Anbieter und den Nachfragern im System zustande.

⁷² *Rudolph/Röhrl*, aaO, S. 153 ff 156.

⁷³ Die Standardisierung der Transaktionsprozesse erfolgt durch die Regelwerke der Börsen.

⁷⁴ *Rudolph/Röhrl* aaO.

⁷⁵ Art. 2 b) des Schweizer Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24.03.1995.

⁷⁶ Das sind elektronische Handelssysteme, die von einem privaten Dritteigentümer gegen Entgelt als Handelsplattformen zur Verfügung gestellt werden (wie z.B. INSTINET, POSIT); vgl. *Rudolph/Röhrl* aaO, S.155. Instinet besteht bereits seit 1969 als ein order-driven Auktionsmarkt (ohne Market-Maker) mit elektronischem Verbund der Teilnehmer und ist in London als Mitglied einer Selbstverwaltungsorganisation (SRO) autorisiert (*Schwark*, WM 1997, 293 ff 295, 299).

⁷⁷ A.A. *Schwark*, WM 1997, 293 ff 299, der zumindest proprietäre Systeme, deren Teilnehmerkreis sich nicht auf Wertpapierhandelsfirmen und Makler beschränkt und die keine regelmäßige Preisfeststellung vorsehen, nicht als Börsen ansieht.

⁷⁸ WM 2001, 929 ff 930.

FMFG folgende Definition des Börsenbegriffs vorgeschlagen:

Eine Börse ist ein organisierter Markt, auf dem regelmäßig an einem Ort oder in einem System

Gebote einer Vielzahl von Käufern und Verkäufern in vertretbaren Gütern zusammengeführt werden, mit dem Ziel, Vertragsabschlüsse und Preise unter den zugelassenen Handelsteilnehmern zu ermöglichen, dessen Preise nach einheitlichen Regeln zu Stande kommen und der für das Publikum unmittelbar oder mittelbar zugänglich ist.

Die Regeln und Preise sollen veröffentlicht werden müssen⁷⁹.

bb) Neuer Regelungsbedarf. Alternative Handelssysteme, darunter auch Börsen im materiellen Sinne, bildeten sich in den letzten Jahren zum Teil praeter legem oder gar contra legem ohne börsenrechtliche Genehmigung aus und wurden dennoch nicht als rechtswidrige Börsenveranstaltungen untersagt, sondern von den Aufsichtsbehörden geduldet.

Sie stehen in einem Preis- und Leistungswettbewerb zu den staatlich genehmigten Börsenveranstaltungen. Dieser Wettbewerb findet aber insofern unter ungleichen Voraussetzungen statt, als die genehmigten Börsen unter entsprechend hohem Aufwand an personellen und finanziellen Mitteln einen hohen Qualitätsstandard hinsichtlich des Handels und der Preisermittlung aufrechterhalten müssen. Dafür sorgen strenge Regeln über die Zulassung von Teilnehmern und Finanzinstrumenten zum Börsenhandel, über den Handelsablauf und die Preisermittlung und ein engmaschiges und vielschichtiges Überwachungssystem. Konkurrierende börsenähnliche Handelssysteme unterliegen diesen strengen Anforderungen nicht. Mit diesem Regulierungsgefälle sind erhebliche Gefahren für die Preisqualität an den Börsen verbunden. Weniger stark regulierte außerbörsliche Handelssysteme können durch niedrigere Kosten der Marktteilnahme die Liquidität der Börsen aufspalten und zersplittern; die Repräsentanz der von den „offiziellen“ Börsen erzeugten Preise kann dadurch entfallen.

Es besteht ein öffentliches Interesse daran, die damit verbundenen Risiken des Handels und der Preisbildung an außerbörslichen, jedoch börsenähnlichen Märkten für das Anlegerpublikum transparent zu machen und zugleich die Effizienz der genehmigten Börsen zu schützen. Daraus hat sich ein Handlungsbedarf für den Gesetzgeber des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes ergeben. Die Neuregelung beschränkte sich nach dem Regierungsentwurf allerdings zunächst darauf, für ausländische Betreiber eines organisierten Marktes außerhalb des EU/EWR-Raumes eine Genehmigungspflicht vorzusehen, wenn sie Inländern einen unmittelbaren Marktzugang gewähren wollen. Erst der Bundesrat, unterstützt von der Meinung zahlreicher Sachverständiger und Verbände, hat eine weitergehende Regelung auch der elektronischen Handelssysteme und der börsenähnlichen Einrichtungen durchgesetzt.

(1) Börsensachverständigenkommission 2001. Die Börsensachverständigenkommission hatte in ihren Empfehlungen vom Mai 2001 für die Gruppe der Handelssysteme mit Marktplatzfunktion, die nicht Börsen im formellen Sinne sind (Wertpapierhandelssysteme), bereits den folgenden gesetzlichen Regelungsbedarf angenommen:

- Zur Verbesserung der Transparenz zwischen derartigen Wertpapierhandelssystemen und den Börsen im formellen und materiellen Sinn müsse eine unverzügliche Veröffentlichung von Preisen und Umsätzen unter Angabe der Preisfeststellungsdaten des Referenzmarktes erfolgen.
- Der Anleger sei darüber aufzuklären, dass kein Börsenhandel und somit keine hoheitliche Überwachung der Preisermittlung vorliege und dass ggf. ein eigener Preisermittlungsmechanismus angewandt werde. Auch über mögliche Interessenkonflikte und deren evtl. Auswirkungen sei aufzuklären.
- Der Preisermittlungsmechanismus, der im System angewandt werde, sei den Nutzern bekannt zu machen und an das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel zu melden.
- Der Systembetreiber müsse gemäß § 33 Abs. 1 Nr. 1 WpHG die notwendigen Mittel und Verfahren vorhalten und wirksam einsetzen, die für die ordnungsgemäße Durchführung der Wertpapierdienstleistung erforderlich sind. Eine Systembeschreibung sei bei dem Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel einzureichen.
- Regelungen, die der zu befürchtenden Fragmentierung der Liquidität zwischen Börsen und börsenähnlichen Wertpapierhandelssystemen entgegenwirkten, seien nicht erforderlich; der Förderung von Innovation und Wettbewerb gebühre der Vorrang.
- Regelungen zur Sicherstellung eines diskriminierungsfreien Zugangs zu den Wertpapierhandelssystemen seien ebenfalls nicht erforderlich.

Dem gegenüber sah die Börsensachverständigenkommission bei den Kontrahentensystemen nur sehr geringen gesetzlichen Regelungsbedarf. Das Betreiben eines Kontrahentensystems wurde von der Kommission – zutreffend – als Market-Making im weiteren Sinne verstanden, weil der Anbieter verbindliche Quote-Listen in das System einstellt. Darin liegt die Erbringung einer Wertpapierdienstleistung im Sinne des WpHG. Die daraus resultierenden Verpflichtungen nach §§ 31 ff. WpHG (Wohlverhaltensregeln und Organisationspflichten) reichen nach Auffassung der Kommission aus. Insbesondere soll eine Veröffentlichung von Preisen und Umsätzen im Kontrahentensystem nicht zu fordern sein. Auf den bestehenden Interessenkonflikt zwischen dem Systemanbieter und seinen Kunden seien diese

⁷⁹ Ohne dass dies zum Kriterium des Börsenbegriffs gemacht würde.

allerdings hinzuweisen. Auch sei über die Regeln der Preisfeststellung und über die Verwendung von Referenzpreisen zu informieren.

(2)Kritik. Die börsenpolitische Bedeutung derartiger Kontrahentensysteme im Liquiditätswettbewerb zu den öffentlich-rechtlichen Börsen kann nicht hoch genug veranschlagt werden. Denn es zeichnet sich ab, dass die Systembetreiber daran interessiert sind, nur noch einen Teil, vielleicht nur einen Spitzenbetrag des Orderaufkommens der eigenen Kundschaft über die Börse zu leiten und sich im übrigen des (ggf. formularmäßig erteilten⁸⁰) Einverständnisses ihrer Kunden zu versichern, dass der Ausgleich der Käufe und Verkäufe im System erfolgt.

Die schonende Haltung, die von der Börsensachverständigenkommission gegenüber dem Kontrahentensystemen eingenommen wird, ist sachlich nicht gerechtfertigt. Kontrahentensysteme sind nicht deswegen ohne Marktplatzfunktion, weil auf ihnen lediglich der Betreiber als Anbieter auftritt. Das Element des bilateralen Vertragsabschlusses ist eher sekundär gegenüber der Tatsache, dass der Betreiber tatsächlich einen speziellen Markt für sein Privatkundengeschäft eröffnet und unterhält.

Es besteht keine Notwendigkeit, vom Begriff der Börsen im materiellen Sinn diejenigen Handelssysteme auszunehmen, bei denen ausschließlich nur ein Anbieter für den Kauf und Verkauf der Wertpapiere auftritt – ganz gleich, ob dieser Anbieter mit dem Systembetreiber identisch ist oder nicht. Auch eine Ein-Mann-Market-Maker-Börse ist nämlich durchaus Börse im materiellen Sinn und stellt auch einen Markt dar.

Die BSK lässt in diesem Zusammenhang unberücksichtigt, dass sich auch der Kontrahierungsprozess, bedingt durch moderne Handels- und Abwicklungstechniken, gewandelt hat. Für den Terminhandel – etwa an der EUREX – ist längst kennzeichnend, dass Geschäftsabschlüsse der Non-Clearing-Members nur über General-Clearing-Members und deren Geschäfte ausschließlich mit der EUREX als Kontrahentin zustande kommen⁸¹.

Auch arbeitet die Deutsche Börse AG intensiv an dem Konzept einer Central Counter Party für den Kassamarkt, das in Anlehnung an die Konzeption des EUREX-Handels und –Clearings den ausschließlich bilateralen Handel der Börsenteilnehmer jeweils mit dem zentralen Kontrahenten vorsieht. Es kann nicht ernsthaft in Frage gestellt werden, dass der Charakter der Frankfurter Wertpapierbörse als Börse im materiellen (und formellen) Sinn auch nach Einführung des CCP-Konzepts erhalten bleibt.

Dies zeigt, dass die Unterscheidung von bilateralen Kontrahentensystemen und deren Einordnung als Nicht-Börsen der Sache nicht gerecht wird.

Der Gesichtspunkt der Chancengleichheit im Wettbewerb zwischen den Börsen und den börsenähnlichen Marktveranstaltungen unter Einschluss der Kontrahentensysteme legt die Forderung nahe, dass auch diese für die nötige Transparenz durch Veröffentlichung von Preisen und Umsätzen sorgen müssen. Dies auch deshalb, weil nicht auszuschließen ist, dass derartige Kontrahentensysteme sich zu Referenzmärkten für Wertpapierhandelssysteme und Börsen entwickeln.

cc) EU-rechtlicher Ansatz. Das EU-Recht bietet zur Abgrenzung zwischen Börsen und börsenähnlichen Handelssystemen noch keine Lösung an. Der Begriff des „geregelten Marktes“ hat in der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie nur die spezielle Funktion, als Anknüpfungspunkt für die Anwendbarkeit des in der Richtlinie beschriebenen Pflichtenkreises der Mitgliedstaaten zu dienen. Börsen werden zwar als „geregelte Märkte“⁸² von der Richtlinie erfasst, aber die Genehmigungs- und Untersagungskompetenz für die Börsen wird den einzelnen Mitgliedstaaten belassen; sie werden lediglich verpflichtet, den freien Zugang (über access points) für Teilnehmer aus anderen Mitgliedstaaten zu gewährleisten⁸³.

Allerdings sind auf EU-Ebene Überlegungen im Gang, wie dem Phänomen der ECN, ATS, u.a. regulatorisch beizukommen ist. Im Rahmen der ohnehin beabsichtigten Aktualisierung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (ISD) wurde von der Europäischen Kommission vorgeschlagen⁸⁴, auf diejenigen Plattformeigner, die selbst Wertpapierdienstleister sind, die ISD anzuwenden⁸⁵, – was vollkommen konsequent, wohl aber nicht ausreichend erscheint, – sodass zum einen die Organisationsbestimmungen des Art. 10, zum anderen die Wohlverhaltensregeln („best interest of clients“) des Art. 11 der ISD gelten. Dieser Ansatz soll aber nur ein vorläufiger sein, solange keine EU-Standards entwickelt sind, die weiter reichen. Dabei wurde von der EU-Kommission erwogen, die Melde-Transparenz- und Offenlegungsbestimmungen, die für „geregelte Märkte“ gelten, im Wege der Änderung der ISD auf die ATS auszudehnen⁸⁶.

Inzwischen hat auch die FESCO⁸⁷, die seit Oktober 1999 ein Expertengremium mit der Problematik befasst hat,

⁸⁰ Die im bisherigen § 10 Abs. 1 BörsG noch vorgesehene Möglichkeit, dass der Auftraggeber sein Wahlrecht hinsichtlich des Handels über eine Börse und (nach nunmehr erfolgter entsprechender Gesetzesergänzung auch) hinsichtlich der Handelsart „für eine unbestimmte Zahl von Fällen“ im voraus ausübt, wurde allerdings im Gesetzgebungsverfahren zum 4. Finanzmarktförderungsgesetz auf nachdrücklichen Wunsch der Börsenmaklerverbände und verschiedener Regionalbörsen gestrichen. Danach kann das Wahlrecht „für eine unbestimmte Zahl von Fällen“ nur noch von Kunden ausgeübt werden, die nicht Verbraucher sind.

⁸¹ Vgl. Kindermann, Sonderbeilage 2/1989 zu WM 10 vom 11.03.1989, S. 11.

⁸² Zum Begriff siehe Art. 1 Ziff. 13 EG-Wertpapierdienstleistungsrichtlinie.

⁸³ Art. 15 Abs. 1 und 4 EG-Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (remote membership).

⁸⁴ Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament und den Rat vom 21.11.2000 (13632/00), S. 13 ff.

⁸⁵ So auch *Hammen*, WM 2001, 929 ff 931, 932, der proprietäre Handelssysteme als Anlage- und Abschlussvermittler ansieht, die konsequenterweise einer Erlaubnis nach § 32 KWG bedürfen.

⁸⁶ Mitteilung der Kommission, aaO., S. 14.

⁸⁷ Forum of European Securities Commissions.

verschiedene Vorschläge entwickelt. Sie knüpfen alle an den Tatbestand an, dass das Betreiben eines börsenähnlichen Systems zur Herbeiführung unwiderruflicher Vertragsabschlüsse im Wertpapierhandel („qualifying system“) durch eine Wertpapierdienstleistung darstellt, sodass der Regelungsansatz in der ISD sein kann. Die FESCO hat allerdings über die Vorgaben der ISD hinaus verschiedene Standards in Form von Nutzerinformationen, Handels- und Systemanforderungen für die proprietären Handelssysteme vorgeschlagen, um ein Mindestmass an Information, Transparenz, Ordnungsmäßigkeit und Fairness des Handels zu gewährleisten.

f) Neue gesetzliche Regelung. Der Gesetzgeber des 4. FMFG hat für die neu aufgekommenen elektronischen Handelssystem im In- und Ausland und für börsenähnliche Einrichtungen nunmehr sowohl im Börsengesetz als auch im Wertpapierhandelsgesetz Regelungen geschaffen:

aa) Anzeigepflicht für die Absicht des Betriebens eines elektronischen Handelssystems. Wer beabsichtigt, im Inland ein elektronisches Handelssystem für den Handel in börsenmäßig handelbaren Wirtschaftsgütern und Rechten zu betreiben, das nicht als Börse gemäß § 1 Abs. 1 BörsG genehmigt ist, hat dies der zuständigen Aufsichtsbehörde schriftlich anzuzeigen⁸⁸.

Für die Anzeige zuständig ist die Börsenaufsichtsbehörde am Geschäftssitz des Betreibers. Für Betreiber mit Sitz im Ausland ist die Börsenaufsichtsbehörde an dem Ort zuständig, an dem das System betrieben wird⁸⁹.

Mit der Anzeige sind Unterlagen vorzulegen, wie insbesondere Name und Anschrift der Geschäftsleitung, ein Geschäftsplan, Angaben zur Art der handelbaren Wirtschaftsgüter und Rechte. Das Nähere regelt eine Rechtsverordnung der Landesregierung bzw. der Börsenaufsichtsbehörde.

Diese Anzeigepflicht besteht unabhängig davon, ob es sich bei dem elektronischen System um ein Handelssystem mit Marktplatzfunktion oder um ein bilaterales Handelssystem handelt. Auch ist ohne Belang, ob es über ein elektronisches Matching verfügt oder der Vertragsschluss außerhalb des Systems stattfindet.

Dieser weit gefasste Regelungsansatz dient dazu, es der Aufsichtsbehörde vorzubehalten, ob das System als Börse oder als börsenähnliche Einrichtung einzustufen ist⁹⁰.

bb) Anforderungen an börsenähnliche Einrichtungen.

(1) Begriff. Als börsenähnliche Einrichtung definiert § 59 Abs. 1 BörsG ein von einem Kreditinstitut, Finanzdienstleistungsinstitut oder Unternehmen gemäß §§ 53, 53b KWG im Inland betriebenes elektronisches Handelssystem, in dem Angebot und Nachfrage nach börsenmäßig handelbaren Wirtschaftsgütern oder Rechten mit dem Ziel zusammengeführt werden, Vertragsabschlüsse unter mehreren Marktteilnehmern innerhalb des Systems zu ermöglichen.

Die Regelung wurde auf diese Gruppe von Betreibern beschränkt, weil damit sichergestellt ist, dass sie einer Solvenzaufsicht unterliegen⁹¹.

(2) Anzeigepflicht und weitere Verpflichtungen. Liegt bei dem elektronischen Handelssystem diese Marktplatzfunktion nicht vor, so besteht lediglich die Anzeigepflicht nach § 58 BörsG. Anderenfalls gelten über die Anzeigepflicht hinaus noch die folgenden weiteren Verpflichtungen⁹²:

- Es müssen organisatorische Vorkehrungen zur Gewährleistung des Betriebs der börsenähnlichen Einrichtung getroffen werden;
- es sind Regeln für die ordnungsmäßige Durchführung des Handels und der Preisermittlung, ggf. für die Verwendung von Referenzpreisen, und für die vertragsgemäße Abwicklung der abgeschlossenen Geschäfte festzulegen sowie Vorkehrungen zu treffen, welche die Einhaltung der Regeln sicherstellen;
- es müssen angemessene Kontrollverfahren zur Verhinderung von Marktpreismanipulationen getroffen werden;
- es muss sichergestellt sein, dass die Preisbildung nach den Regeln des § 24 Abs. 2 Satz 1 bis 3 BörsG zustande kommt;
- es ist dafür Sorge zu tragen, dass die Aufzeichnungen über die erteilten Aufträge und abgeschlossenen Geschäfte eine lückenlose Überwachung durch die Börsenaufsichtsbehörde gewährleisten; die Aufbewahrungsdauer beträgt sechs Jahre; § 257 Abs. 3 und 5 HGB gilt entsprechend;
- es sind Regeln über die Veröffentlichung der Preise und der ihnen zugrunde liegenden Umsätze festzulegen; den Marktteilnehmern sind alle für die Nutzung der börsenähnlichen Einrichtung zweckdienlichen Informationen bekannt zu geben.

Die Börsenaufsichtsbehörde ist dazu befugt, gegenüber dem Betreiber der börsenähnlichen Einrichtung im Einzelfall Anordnungen zu treffen, die geeignet und erforderlich sind, Vorkehrungen im Sinne dieser Verpflichtungen zu schaffen.

(3) Aufsicht, Aufsichtsbefugnisse. Die Börsenaufsichtsbehörde übt die Aufsicht über die börsenähnliche Einrichtung aus. Sie kann dem Betreiber gegenüber Anordnungen treffen, um Pflichtverstöße zu unterbinden oder sonstigen Missständen entgegen zu wirken, die die ordnungsgemäße Durchführung des Handels und der Abwicklung oder deren Überwachung beeinträchtigen können (Rechts- und Marktaufsicht, § 60 Abs. 1 und 2 BörsG).

⁸⁸ § 58 Abs. 1 BörsG.

⁸⁹ Wird das System von dem ausländischen Betreiber im Ausland betrieben und werden nur Handelsbildschirme im Inland aufgestellt, so gilt § 37 i WpHG.

⁹⁰ Bericht der Finanzausschusses des BT vom 20.03.2002, S. 42, BT-Drucks. 14/8601.

⁹¹ Bericht der Finanzausschusses aaO.

⁹² § 59 Satz 1 Nr. 1 bis 7 BörsG.

Die Aufsichtsbehörde hat die Befugnisse nach § 2 Abs. 1 Satz 1 und Satz 5 bis 10 BörsG (Auskünfte, Vorlage von Unterlagen, Betreten von Geschäftsräumen und Grundstücken) auch gegenüber dem Betreiber der börsenähnlichen Einrichtung⁹³.

Ihr steht die Befugnis zur Untersagung des Betriebs der Einrichtung zu, wenn der Betreiber ihren Anordnungen nach § 60 Abs. 2 BörsG nicht nachkommt oder seine Pflichten aus § 59 BörsG verletzt.

Auch die Marktteilnehmer der börsenähnlichen Einrichtung können von der Börsenaufsichtsbehörde zu Auskünften und zur Vorlage von Unterlagen herangezogen werden, wenn diese zur Überwachung der Einhaltung der Pflichten nach § 59 BörsG benötigt werden⁹⁴.

cc) Ausländische organisierte Märkte.

Über diese Regelungen hinaus hat sich der Gesetzgeber des 4. FMFG der ATS-Problematisierung insofern angenommen, als es sich darum handelt, dass ausländische organisierte Märkte bzw. deren Betreiber einem Handelsteilnehmer mit Sitz im Inland einen unmittelbaren Marktzugang über ein elektronisches Handelssystem gewähren. Hier besteht die Gefahr, dass der im Ausland geschäftsansässige Betreiber über das Aufstellen von Handelsbildschirmen im Inland die Ausführung von Aufträgen inländischer Investoren ermöglicht, ohne den Regularien zu unterliegen, die für inländische Börsen und Wertpapierdienstleistungen gelten. Der Betreiber müsste lediglich dem möglicherweise deutlich niedrigeren Regulierungsniveau seines Sitzstaates genügen und könnte so die inländischen Handelsbestimmungen und Systemanforderungen sowie die inländische Aufsicht unterlaufen.

(1) Erlaubnispflicht. Um dies zu verhindern, muss der ausländische Betreiber eine Erlaubnis der Bundesanstalt einholen, wenn er Inlandsteilnehmern einen unmittelbaren Handelszugang gewähren will. Der Erlaubnis Antrag muss die zu seiner Identifizierung und zur Beurteilung der Zuverlässigkeit seiner Geschäftsleiter notwendigen Angaben, einen Geschäftsplan, Angaben über den geplanten Marktzugang, den organisatorischen Aufbau und die internen Kontrollverfahren enthalten. Des Weiteren muss ein Zustellungsbevollmächtigter im Inland angegeben werden, die für die Überwachung zuständige Behörde und deren Überwachungs- und Eingriffskompetenzen müssen angegeben und es müssen schließlich die zu handelnden Wertpapiere und die Handelsteilnehmer im Inland bezeichnet werden⁹⁵.

(2) Versagung der Erlaubnis des ausländischen Betreibers. Die Erlaubnis ist zu versagen, wenn

- die Geschäftsleitung des Betreibers nicht zuverlässig ist,
- die Handelsteilnehmer, denen im Inland unmittelbarer Marktzugang gewährt wird, hinsichtlich der von ihnen betriebenen Geschäfte und des Geschäftsumfanges nicht die Voraussetzungen einer Börsenzulassung nach § 16 Abs. 2 BörsG erfüllen,
- die Überwachung des organisierten Marktes und der Anlegerschutz im Herkunftsstaat nicht dem deutschen Recht gleichwertig sind oder wenn
- der Informationsaustausch mit der Überwachungsbehörde des Herkunftsstaates nicht gewährleistet ist⁹⁶.

(3) Untersagung gegenüber inländischen Handelsteilnehmern. Handelsteilnehmern im Inland, die Kundenaufträge an einem nicht mit der entsprechenden Erlaubnis versehenen organisierten Auslandsmarkt über Handelsbildschirme im Inland ausführen, kann dies untersagt werden⁹⁷.

(4) Anzeigepflicht. Hat der Betreiber des organisierten Marktes seinen Sitz in einem EU/EWR-Staat, so besteht diese Erlaubnispflicht nicht, sondern lediglich eine Anzeigepflicht⁹⁸. Diese Abstufung der Anforderungen ist gerechtfertigt, denn es ist infolge der fortschreitenden Harmonisierung der Wertpapiermärkte von einer entsprechenden Überwachung der Tätigkeit des Betreibers in diesen Ländern auszugehen. Für den Inhalt der Anzeige gelten geringere Anforderungen, wie für den Inhalt des Erlaubnis Antrages. Sie muss keine Angaben über die Zuverlässigkeit der Geschäftsleitung des Betreibers enthalten, keinen Zustellungsbevollmächtigten im Ausland und nicht die Überwachungsbehörde bezeichnen und ihre Kompetenzen bezeichnen⁹⁹.

4. Die Rechtsnatur der Börse.

a) Öffentlich-rechtlicher Charakter der Börsen. Die nach § 1 Abs. 1 BörsG genehmigten Börsen haben als Marktveranstalter nach heute wohl herrschender Meinung eine öffentlich-rechtliche Organisationsstruktur¹⁰⁰. Prägend soll dabei zum einen das „überragende öffentliche Interesse an einem börsenmäßig organisierten Wertpapierhandel“¹⁰¹

⁹³ § 60 Abs. 3 BörsG.

⁹⁴ § 60 Abs. 4 BörsG. Auch insoweit gelten die Bestimmungen des § 2 Abs. 1 Satz 5 bis 10 entsprechend.

⁹⁵ § 37 i WpHG.

⁹⁶ § 37 j WpHG.

⁹⁷ § 37 l WpHG.

⁹⁸ § 37 i Abs. 4, 37 m WpHG.

⁹⁹ Vgl. § 37 m Satz 2 WpHG.

¹⁰⁰ Vgl. die Nachweise bei *Schwark*, § 1 Rdn. 14ff.

¹⁰¹ So *Kümpel* aaO. Dieses Argument, das von dem Bestehen eines öffentlichen Interesses an der Wahrnehmung einer Aufgabe auf den öffentlich-rechtlichen Charakter der sie wahrnehmenden Einrichtung schließt, dürfte kaum mehr als indiziellen Bedeutung haben. Dies zeigt die Betrachtung des Bank- und Kreditwesens, an dessen Bestand und Funktionsweise gleichermaßen öffentliches

sein, zum anderen und vor allem aber werden die wesentlichen Funktionen der Börsen und die normative Ausgestaltung des Börsenbetriebs für diese Einordnung herangezogen¹⁰².

Den Börsen ist autonome Rechtssetzungsbefugnis verliehen; sie sind berechtigt, Börsenordnungen als öffentlich-rechtliche Satzungen zu erlassen (§ 13 Abs.1 BörsG)¹⁰³. Börsen bedürfen der staatlichen Genehmigung (§ 1 BörsG). Das Börsenzulassungsverfahren für Personen (gemäß § 16 BörsG) und Wertpapiere (gemäß §§ 21, 29 ff, 49 ff BörsG) ist öffentlich-rechtlich ausgestaltet. Über die Zulassung zur Börse entscheidet die Börsengeschäftsführung. Sie handelt dabei als Behörde und regelt die subjektive Rechtsposition des Antragstellers durch Verwaltungsakt. Des weiteren ist die Befugnis zum Erlass von Verwaltungsakten auch der Zulassungsstelle (bei der Zulassung von Wertpapieren zum amtlichen Handel) bzw. dem Zulassungsausschuss (bei der Zulassung von Wertpapieren zum Geregelten Markt) zuerkannt. Auch die Handelsüberwachungsstelle ist zum Börsenorgan ausgestaltet und mit hoheitlichen Befugnissen ausgestattet. Entsprechendes gilt für den Sanktionsausschuss der Börse. Schließlich war auch die frühere amtliche Kursfeststellung durch Kursmakler öffentlich-rechtlich zu qualifizieren¹⁰⁴.

Dies alles spricht für die Öffentlichrechtlichkeit der Börsen.

Die abweichende Auffassung von *Anschütz*¹⁰⁵, die dieser als Gutachter im sog. Berliner Börsenstreit¹⁰⁶ vertreten hat, wird heute nicht mehr geteilt. Danach sind Börsen (einschließlich ihrer Organe, wie etwa dem Vorstand) rein privatrechtliche Betätigungen eines Börsenunternehmers, die vom Börsengesetz lediglich unter staatliche Aufsicht gestellt werden. Es gibt aber neuerdings wieder vermehrt Stimmen in der Literatur, die für eine privatrechtliche Börsenstruktur jedenfalls de lege ferenda eintreten¹⁰⁷.

Der Auffassung von *Anschütz* trat seinerzeit *Göppert*¹⁰⁸ diametral entgegen, indem er die Errichtung und den Betrieb der Börsen als öffentlich-rechtliche, hoheitliche Staatsaufgabe bezeichnete, auf die der antragstellende „Träger“¹⁰⁹ keinen Einfluss nehmen könne und keinen Rechtsanspruch habe.

Göpperts öffentlich-rechtlicher Ansatz bei der Beurteilung der Rechtsnatur der Wertpapierbörsen und ihrer Organe hat sich als Grundsatz (wenn auch nicht in den Einzelheiten) bis heute erhalten¹¹⁰.

b) Die Börsen als Körperschaften oder Anstalten. Die öffentlich-rechtlich geprägte Organisationsstruktur der Wertpapierbörsen lässt aber zunächst noch offen, welcher öffentlich-rechtlichen Organisationsform die Börsen zuzurechnen sind. Als solche kommen insbesondere die Körperschaft öffentlichen Rechts und die Anstalt in Betracht.

aa) Körperschaften. Körperschaften des öffentlichen Rechts sind durch staatlichen Hoheitsakt geschaffene Organisationen, die mitgliederschaftlich (genossenschaftlich) organisiert sind und (regelmäßig) mit hoheitlichen Mitteln öffentliche Aufgaben unter staatlicher Aufsicht wahrnehmen¹¹¹. Körperschaften des öffentlichen Rechts können rechtsfähig oder doch teilrechtsfähig¹¹², oder nicht rechtsfähig sein¹¹³. Unterschieden werden Gebietskörperschaften, Real-, Personal- und Verbandskörperschaften.

Interesse vorhanden ist, obwohl die Wahrnehmung der Aufgaben privaten Instituten übertragen ist (vgl. auch Breitzkreuz, Die Ordnung der Börsen, S. 73ff m.w.N.).

¹⁰² *Bachhof*, AÖR NF 44, 1958, S.235; *Schwark* aaO, Rdn. 15; *Kümpel* aaO, S.28ff.

¹⁰³ Also Gesetze im materiellen Sinn; BVerfGE 10, 20, 50; 33, 125, 156; *Kümpel* aaO, S.28.

¹⁰⁴ *Kümpel*, WM 1985, Sonderbeilage 5, S.4 sah die bisherige amtliche Kursfeststellung als Verwaltungsakt an; a.A. *Schwark*, §29 Rdn. 31, 32: amtliche Kursfestsetzung ist schlicht hoheitliches Handeln ohne Verwaltungsaktqualität; ebenso *Tilly*, Die amtliche Kursnotierung an den Wertpapierbörsen, 1975, S.156; *Ledermann*, Die Rechtsstellung des Kursmaklers an den deutschen Wertpapierbörsen, 1990, S.81.

¹⁰⁵ Berliner Jahrbuch für Handel und Industrie, 1903, I, S. 373 ff. Für eine privatrechtliche Einordnung der Börsen auch *Nußbaum*, VerwArch 11, 159 ff.

¹⁰⁶ Dieser ging 1902/1903 darum, ob die Landesregierung der Korporation der Kaufmannschaft von Berlin als Eigentümerin der Börseneinrichtungen das Recht nehmen konnte, eine Börsenordnung zu erlassen und dieses Recht auf die neue Handelskammer übertragen konnte; weiter darum, ob die Landesregierung den Inhalt der Börsenordnung mitbestimmen konnte, indem sie die Aufnahme eines Mitglieds der Handelskammer in den Börsenvorstand verlangen kann. In beiden Streitfragen setzte sich die Landesregierung durch, ohne dass der Korporation Rechtsmittel zur Verfügung standen (vgl. *Anschütz*, Monatsschrift für Handelsrecht und Bankwesen, 1903, S. 299, 300).

¹⁰⁷ *Claussen/Hoffmann*, ZBB 1995, 68 ff sehen – wohl zu Unrecht - bereits de lege lata überwiegend privatrechtliche Gesichtspunkte; ähnlich *Claussen*, Bank- und Börsenrecht, S. 445 ff 450. *Schwark*, WM 19997, 293 ff 302, sieht rechtspolitische und wettbewerbliche Vorteile einer privatrechtlich verfassten Börse; *Mues*, Die Börse als Unternehmen, S. 161 ff, entwickelte ein überzeugendes Modell einer privatrechtlichen Börsenorganisation, teilweise mit „beliehenen“ Börsenorganen (insbesondere um den EG-Vorschriften über die Zulassung zur amtlichen Notierung und den Publizitätsbestimmungen Rechnung zu tragen (aaO. S. 203).

¹⁰⁸ Das Recht der Börsen, S. 69 ff 75, 89. *Göppert* war früherer Staatskommissar an der Berliner Wertpapierbörse. Er hielt die Börsen in Deutschland auf Grund ihrer historischen Entwicklung für Märkte ohne feste Organisation und Einrichtungen, zwar auf Wiederholung der Zusammenkünfte von Kaufleuten gerichtet und einen gewissen Fortbestand versprechende Erscheinungen des Wirtschaftslebens, aber ohne eigene Verfassung, ohne das Recht der Selbstverwaltung und ohne eigene Rechtssubjektivität.

¹⁰⁹ Den Begriff des Trägers führte, soweit ersichtlich, *Göppert* (Die rechtliche Natur der Zulassung zum Börsenbesuch, S. 26 ff) in die Erörterung ein.

¹¹⁰ *Mues*, (Die Börse als Unternehmen, S. 70), sieht das Börsengesetz zur Zeit des Berliner Börsenstreits als offen sowohl für die privatrechtliche wie für die öffentlich-rechtliche Deutung und Einordnung.

¹¹¹ *Maurer*, Allgemeines Verwaltungsrecht, 1999, § 23 Rn. 37.

¹¹² Wie etwa die Fakultäten der Universitäten (*Maurer*, aaO, § 23 Rn. 39).

¹¹³ *Maurer* aaO; *Wolff/Bachhoff/Stober*, § 84 Rn. 37

bb) Anstalten. Der Anstaltsbegriff *Otto Mayers*¹¹⁴ hat sich bis heute erhalten: Die Anstalt ist ein Bestand sachlicher und personeller Mittel, der in der Hand eines Trägers öffentlicher Verwaltung einem besonderen öffentlichen Zweck dauernd zu dienen bestimmt ist. Ähnlich auch *Wolff/Bachof/Stober*¹¹⁵: Anstalten des öffentlichen Rechts sind Organisationseinheiten der öffentlichen Verwaltung, die mit eigenen personellen und sachlichen Mitteln ausgestattet sind, mit deren Hilfe ein Träger der öffentlichen Verwaltung bestimmte öffentliche Aufgaben wahrnimmt, und die nicht Körperschaften oder Stiftungen sind.

Anstalten werden insofern als „Grundtyp“ der öffentlich-rechtlichen Organisationsformen angesehen¹¹⁶, ihr Begriff wird weit gefasst. Auch bei ihnen ist die Rechtssubjektivität kein kennzeichnendes Merkmal. Es genügt vielmehr eine organisatorische Verselbständigung durch die Zusammenfassung von Personen und Sachen zu einer Verwaltungseinheit und zur Verfolgung eines vorgegebenen Anstaltszwecks.

Ein Charakteristikum der Anstalten ist die externe Trägerschaft. Der Träger errichtet die Anstalt und übt die staatliche Aufsicht über sie aus¹¹⁷.

cc) Einordnung der Börsen. Börsen sind gegenüber der allgemeinen Staatsverwaltung organisatorisch verselbständigt¹¹⁸, sind Teile der mittelbaren staatlichen Verwaltung¹¹⁹. Ihre Organe haben Behördencharakter¹²⁰. Die Veranstaltung „Börse“ erfüllt öffentlich-rechtliche Aufgaben im Rahmen ihrer Selbstverwaltung¹²¹.

Ihre mitgliedschaftliche Organisation steht dabei nicht im Vordergrund¹²².

Als Körperschaften des öffentlichen Rechts werden Börsen heute nicht mehr angesehen. Die diesbezügliche Auffassung von *Uppenbrink*¹²³, die auf die personelle Verbundenheit der „Marktgemeinschaft“ der „Tauschreflektanten“, ihre Geschlossenheit gegenüber Externen, ihr gemeinsames Interesse an der Organisation ihres Handels, ihr Selbstverwaltungsrecht abstellt und daraus Mitgliedschaftsrechte an einer selbständigen juristischen Person ableitet, muss als überholt gelten.

Die Börsen sind nach heute h.M. rechtlich unselbständige Anstalten des öffentlichen Rechts¹²⁴ oder jedenfalls anstaltsähnliche Gebilde des öffentlichen Rechts. Maßgebend für diese Einordnung ist der personelle und sachliche (technische) Apparat der Börse in seiner Zweckbestimmung der Überlassung an die Handelsteilnehmer und die externe Trägerschaft der Börse.

Da die Börsen nach nahezu einhelliger Auffassung nicht rechtsfähig sind¹²⁵, bedürfen sie eines Trägers¹²⁶. Der Börsesträger (Betreiber) erwirbt die für den Betrieb der Börse erforderlichen sachlichen und personellen Mittel, ist Partner der zu diesem Zweck geschlossenen Dienst-, Kauf- und Nutzungsverträge und stellt der unselbständigen öffentlich-rechtlichen Anstalt Börse diese Mittel für die Durchführung des Börsenbetriebes zur Verfügung¹²⁷.

Der Börsesträger ist auch Adressat der Genehmigung nach § 1 Abs.1 BörsG für die Errichtung einer Börse. Durch die Erteilung der Genehmigung wird der Träger nicht nur von dem Verbot befreit, eine nicht genehmigte Börse zu betreiben; er wird auch mit hoheitlichen Aufgaben und öffentlich-rechtlichen Befugnissen „beliehen“¹²⁸. Darüber hinaus wird er verpflichtet, die Börse zu betreiben (Betriebspflicht des Trägers) und nicht ohne aufsichtsbehördliches Einverständnis wesentlich zu ändern oder einzustellen¹²⁹.

Trotz fehlender Eigenschaft der öffentlich-rechtlichen Börse als Rechtssubjekt ordnet § 13 Abs. 6 BörsG jedoch an, dass die Börse unter ihrem Namen verwaltungsgerichtlich klagen und verklagt werden kann. Dies gilt aber nur für

¹¹⁴ *Otto Mayer*, Verwaltungsrecht, Bd. II, S. 268, 331.

¹¹⁵ Verwaltungsrecht II, § 98 Rn. 4, 6. (Deutsches Verwaltungsrecht, II, S. 268, 331). Er ermöglicht keine Abgrenzung zur Körperschaft und Stiftung.

¹¹⁶ *Papier*, Recht der öffentlichen Sachen, 1998, S. 27.

¹¹⁷ Vgl. *Maurer*, § 23 Rn. 51.

¹¹⁸ *Kümpel* aaO, S.31.

¹¹⁹ *Kümpel* aaO, S. 4; *Schwark* aaO, § 1 Rn. 17.

¹²⁰ *Schwark*, BörsG, § 3 Rn. 2.

¹²¹ *Kümpel* aaO, S.31.

¹²² *Breitkreuz*, Die Ordnung der Börse, S. 97 ff, betont die zentrale Bedeutung der Handelsteilnehmer als Börsennutzer für die Zentralisierungsfunktion der Börse; sie bestehe unabhängig von den personellen und technischen Mittel der Börse (ohne Handelsteilnehmer keine Börse).

¹²³ In: Die deutschen Wertpapierbörsen als Körperschaften des öffentlichen Rechts, S. 60 ff, 90 ff. Ebenso im Ergebnis *Breitkreuz* aaO.

¹²⁴ *Samm*, Börsenrecht, S. 47 ff; *Schwark* aaO, Rdn. 17; *Kümpel*, WM 1985, Sonderbeilage 5, S.30ff.; *Kümpel/Ott*, Kapitalmarktrecht, Nr. 060; *Claussen*, Bank- und Börsenrecht, § 9 Rn. 20; *Beck*, WM 1996, 2313 ff 2315; *VG Frankfurt*, Die AG, 1963, 306; *VGH Kassel*, NJW-RR 1997, 110; *OVG Berlin*, Urteil vom 16.02.1966 (Az.: B 2/66). So auch die Begründung zum Regierungsentwurf zum Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drucks. 12/6679, S. 63.

¹²⁵ A.A. *Claussen*, Bank- und Börsenrecht, § 9 Rdn. 21, der die Rechtsfähigkeit der Börsen daraus ableiten will, dass sie Prozesspartei sein kann und von der Geschäftsführung organschaftlich vertreten wird (§ 13 Abs. 6, § 12 BörsG)..

¹²⁶ Die externe Trägerschaft der Börsen schlägt sich gesetzlich nieder in § 12 Abs. 2 Satz 1, § 13 Abs. 1.

¹²⁷ *Schwark* aaO, Rdn. 18.

¹²⁸ *Samm*, Börsenrecht, S. 45; *Schwark*, BörsG, § 1, Rn. 21; *Beck*, WM 1996, 2313 ff 2315; *Kümpel*, WM 1997, 1917 ff 1919. Auf diese doppelte Bedeutung der Genehmigung nach § 1 Abs. 1 Satz 1 BörsG weist *Mues* (Die Börse als Unternehmen, S. 76, 84) richtig hin.

¹²⁹ *Kümpel/Ott*, Kapitalmarktrecht, Nr. 060, S. 28

verwaltungsgerichtliche Klagen.

Für Amtspflichtverletzungen der Börsenorgane sind die Zivilgerichte zuständig. Diese Klage richtet sich nicht gegen die Börse selbst, sondern gegen das jeweilige Bundesland.

5. Der Börsenträger.

a) Erfordernis eines Rechtsträgers. Die Versammlung der Börsenteilnehmer war historisch gesehen nicht vereinsrechtlich oder gesellschaftsrechtlich organisiert, sondern nur durch ihre gemeinsame Interessenlage verbunden. Sie war kein selbständiges Rechtssubjekt und daher nicht in der Lage, selbst Träger der staatlichen Genehmigung zu sein. Sie konnte auch kein Eigentum an Börseneinrichtungen erwerben, schuldrechtliche Anstellungs- und Nutzungsverträge schließen und dergleichen mehr. Hierfür bedurfte sie eines gesonderten Rechtsträgers¹³⁰.

Die Bedeutung des Börsenträgers kam im Börsengesetz bisher nicht adäquat zum Ausdruck. Es fanden sich nur wenige Hinweise auf seine Existenz¹³¹. Erst mit dem 4. Finanzmarktförderungsgesetz wurden in § 1 Abs. 2 BörsG Bestimmungen über den Börsenträger ins Gesetz aufgenommen, die seine Rechts- und Pflichtenstellung im Verhältnis zur öffentlich-rechtlichen Börse umschreiben. Der neue § 3 BörsG enthält zudem ein dem § 2 b KWG nachgebildetes Verfahren der Beteiligungskontrolle hinsichtlich bedeutender Beteiligungen am Kapital oder an den Stimmrechten des Börsenträgers¹³².

b) Vereins- und Kammerbörsen. Als Träger der Börsen traten zunächst und über viele Jahrzehnte hinweg ausschließlich Vereine oder Kammern auf. Vereinsbörsen waren die Wertpapierbörsen in Bremen, Düsseldorf, Hannover, München und Stuttgart. Kammerbörsen waren die Wertpapierbörsen in Berlin, Frankfurt am Main und Hamburg.

c) Handelsgesellschaften als Börsenträger. Erst seit Mitte der 80er-Jahre, als sich der nationale und internationale Wettbewerb unter den bestehenden Börsen verstärkte und die elektronische Aufrüstung im Bereich der I&K-Technik hohe Investitionsmittel erforderte, wurden die Börsen als im Wettbewerb stehende Wirtschaftsbetriebe erkannt und zunehmend gefordert. Die Innovations- und Investitionsbereitschaft des Börsenträgers entschied mehr und mehr über die Stärke der Marktstellung der von ihm getragenen Börse, weil besonders die international agierenden Großinvestoren bevorzugt technisch hochleistungsfähige Märkte aufsuchten. Die Träger mutierten in dieser Entwicklung von vereinsmäßigen Organisationen mit teils ehrenamtlich besetzten Entscheidungsorganen (früherer Börsenvorstand) zu ergebnisorientierten wirtschaftlichen Unternehmen. Es traten die ersten Kapitalgesellschaften als Börsenträger in Erscheinung. So wurde der Träger der 1989 neu geschaffenen Deutschen Terminbörse als GmbH gegründet¹³³. Die Trägerschaft an der FWB ging von der IHK auf die Frankfurter Börse AG (später: Deutsche Börse AG) über. Nach und nach wurden die Träger aller anderen Wertpapierbörsen in Kapitalgesellschaften umgewandelt. Um sich trotz fortlaufend guter Gewinnlage weitere finanzielle Mittel für Investitionen und Akquisitionen zu beschaffen, trat die Deutsche Börse AG im Jahre 2001 mit ihrem IPO selbst an den börslichen Kapitalmarkt heran.

Das Gewicht des Börsenträgers im Verhältnis zu demjenigen der Börsenorgane ist durch diese Entwicklung enorm gewachsen. Ein moderner, elektronisch unterstützter Börsenhandel bedarf sehr hoher Investitionen und laufender Geldmittel für die Entwicklung oder Beschaffung, die Wartung und Weiterentwicklung der Handels- und Abwicklungseinrichtungen. Insofern hat sich die de jure dienende Funktion des Trägers im Verhältnis zur Börse de facto geradezu umgekehrt. Die Trägergesellschaften sind zu eigentlichen Entscheidungsträgern in allen richtunggebenden Investitionsangelegenheiten der Börsen geworden. Unterstützt wurde dieser Vorgang dadurch, dass die Börsengeschäftsführung mit der Geschäftsleitung der Trägergesellschaft in der Praxis meist personell eng verflochten wurde¹³⁴.

d) Funktionen des Börsenträgers.

aa) Adressat der Börsengenehmigung. Die Errichtung einer Wertpapierbörse bedarf einer Genehmigung durch die zuständige oberste Landesbehörde (Börsenaufsichtsbehörde). Die Genehmigung wird auf Antrag erteilt. Antragsteller und Adressat der Genehmigung zur Errichtung einer Wertpapierbörse ist der Börsenträger.

Ihm wird durch die Genehmigung die Befugnis verliehen, aber auch zugleich die Verpflichtung auferlegt, die Börse in

¹³⁰ Dieser Begriff wurde von Göppert, dem ehemaligen Staatskommissar an der Berliner Börse, eingeführt.

¹³¹ Vgl. § 12 Abs. 2 Satz 1, § 13 Abs. 1 BörsG.

¹³² Zum Begriff der bedeutenden Beteiligung siehe § 1 Abs. 9 KWG.

¹³³ Ebenfalls 1989 gründeten mehrere Freimaklerfirmen die Trägergesellschaft Midas GmbH für eine vollelektronische Wertpapierbörse.

¹³⁴ An der FWB besteht Personalunion zwischen Geschäftsführung der Börse und Vorstand des Börsenträgers. Der Aufsichtsrat der Trägergesellschaft, der den Vorstand nach Aktienrecht bestellt und anstellt und der von den Kreditinstituten (mit über 80 % Kapitalanteil) beherrscht wird, trifft auf Grund satzungsmäßiger Zustimmungsvorbehalte alle wesentlichen und insbesondere richtungweisenden Leitungs- und Investitionsentscheidungen der Trägergesellschaft und dominiert damit sowohl die Trägergesellschaft Deutsche Börse AG als auch (über die Personalidentität des Vorstands von Träger und Börse) die öffentlich-rechtliche Börse in Frankfurt.

öffentlich-rechtlicher Form zu errichten und zu betreiben¹³⁵. Dies kommt nunmehr in dem neuen § 1 Abs. 2 BörsG¹³⁶ zum Ausdruck.

bb) Beleihung. Der Börsenträger erhält durch die Genehmigung seines Antrags die Stellung eines Beliehenen. Unter einer Beleihung ist die Übertragung von einzelnen Aufgaben der öffentlichen Verwaltung auf eine Privatperson zu deren selbständiger Wahrnehmung zu verstehen. Durch die Beleihung werden natürliche oder juristische Personen des Privatrechts in Bezug auf die Erfüllung einzelner Aufgaben der staatlichen Verwaltung angegliedert und für diesen Wirkungskreis mit öffentlich-rechtlichen Befugnissen versehen.

cc) Betriebspflicht. Mit dem Recht zur Errichtung der Börse korrespondiert zugleich auch das Recht und die Verpflichtung des Trägers zu ihrem Betrieb (Betriebspflicht des Trägers). Sie folgt aus der Beleihung des Trägers und ist im neuen § 1 Abs. 2 BörsG nunmehr ausdrücklich normiert. Ihr Inhalt richtet sich nach der Zweckbestimmung der Anstalt „Börse“. Sie umfasst ihre Bestandserhaltung und – wenn auch in Grenzen¹³⁷ – ihren räumlichen, technischen, personellen und organisatorischen Ausbau und ihre Weiterentwicklung¹³⁸. Die neue Gesetzesregelung bringt dies insofern zum Ausdruck, als der Börsenträger für verpflichtet erklärt wird, der Börse auf deren Anforderung hin „die zur Durchführung und angemessenen Fortentwicklung des Börsenbetriebs erforderlichen finanziellen, personellen und sachlichen Mittel zur Verfügung zu stellen“¹³⁹.

Hinsichtlich seiner Verpflichtung zum Betrieb und zur Bestandserhaltung der Börse ist der Börsenträger Teil der öffentlichen Verwaltung¹⁴⁰. Er untersteht insoweit der dauernden Aufsicht des Landes¹⁴¹.

Wegen seiner Betriebspflicht darf der Börsenträger nicht an Maßnahmen mitwirken, durch die der Anstaltszweck der Börse geändert wird. Dazu können wesentliche Veränderungen der börslichen Betriebsabläufe, wie etwa Änderungen der Handelsplattform durch Übergang vom Präsenzhandel zum Computerhandel, die Einführung eines Market-Maker-Systems oder die Herstellung eines Handelsverbunds mit anderen Börsen gehören. Denn der Anstaltszweck wird durch die vom Börsenrat zu erlassende Börsenordnung im Rahmen der börsengesetzlichen Bestimmungen festgelegt. Sieht diese nur einen Präsenzhandel und nicht auch den elektronischen Handel vor, so darf die Börsengeschäftsführung kein elektronisches Handelssystem vom Träger anfordern, dieser ein solches nicht zur Verfügung stellen, wenn der Börsenrat nicht eine Änderung der Börsenordnung beschließt und die Börsenaufsichtsbehörde die Änderung genehmigt. Diese die Wahl der Handelsart betreffende Frage ist durch die gesetzliche Neuregelung in § 13 Abs. 2 Nr. 3 BörsG¹⁴² insofern klar beantwortet, als die Handelsart (elektronischer oder Präsenzhandel) durch Regelung in der Börsenordnung festzulegen ist.

Eine Verletzung des Anstaltszwecks (neben einer Verletzung der Betriebspflicht des Trägers) lag in der beabsichtigten Konzerneingliederung der Deutsche Börse AG in eine britische iX-Holding im Rahmen der geplanten Börsenfusion Frankfurt/London. Denn die Deutsche Börse AG als Trägergesellschaft der FWB wollte deren Anstaltszweck dadurch verändern, dass eine Verlagerung des Blue-chip-Handels nach London stattfinden sollte, ohne dass der Börsenrat der FWB dem zugestimmt hatte¹⁴³.

dd) Bereitstellung von Betriebsmitteln. Der Träger der Wertpapierbörse stellt dieser auf Anforderung die für den Börsenbetrieb erforderlichen personellen, finanziellen und räumlichen Mittel zur Verfügung¹⁴⁴.

Anforderungsberechtigt ist die Geschäftsführung als Leitungsorgan der Wertpapierbörse, außer ihr auch der Börsenrat im Rahmen der ihm zugewiesenen Aufgaben (vgl. § 9 Abs. 2 BörsG).

Der Börsenträger hat bei der Verwendung der bereitgestellten Mittel kein Mitspracherecht. Er ist vielmehr ohne

¹³⁵ Wegen dieser ihn treffenden Betriebspflicht und seines Betriebsrecht wird der Börsenträger auch als „Börsenbetreiber“ bezeichnet (Köndgen/Mues, WM 1998, 53 ff 57; Mues, Die Börse als Unternehmen, S. 85, 86). Diese Bezeichnung ist sicherlich die Treffendere, insbesondere wenn man auch die de jure dienende (de facto aber oft herrschende) Rechtsstellung des Börsenträgers in Betracht zieht, der nach verwaltungsrechtlicher Begrifflichkeit gerade nicht Träger der Börse ist (vgl. unten).

¹³⁶ Eingefügt durch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz (FMFG).

¹³⁷ Schwark, WM 2000, 2517ff 2520 sieht darin eine Verpflichtung zur Vornahme von Entwicklungsinvestitionen geringen Umfangs; bei Entscheidungen über kostspielige oder neuartige Investitionen dieser Art habe der Träger ein unternehmerisches Ermessen.

¹³⁸ Eine Verletzung dieser Betriebspflicht war nach Schwark (WM 2000, 2517ff 2531) in der von der Deutsche Börse AG ohne vorherige Zustimmung des Börsenrates betriebenen Fusion mit der London Stock Exchange unter Einbringung der deutschen Dax-30-Werte in ein neues Londoner Blue-chip-Segment zu sehen. Denn dadurch hätte sich der Träger der Frankfurter Wertpapierbörse, die Deutsche Börse AG zumindest eines Teils ihrer Rechts- und Pflichtenstellung in Bezug auf den Betrieb dieses wesentlichen Börsenhandelssegments begeben. Dies war mit ihrem Beleihungsauftrag nicht vereinbar.

¹³⁹ § 1 Abs. 2 Satz 2 BörsG.

¹⁴⁰ Wolff/Bachof/Stober, Verwaltungsrecht II, § 104 Rn. 3; Schwark, WM 2000, 2517ff 2520.

¹⁴¹ Schwark aaO m.w.N. Ob es sich dabei um Rechtsaufsicht handelt oder um Fachaufsicht, bei der die Behörde auch die Zweckmäßigkeit von Investitionen überprüfen könnte, ist allerdings streitig. Steiner, Öffentliche Verwaltung durch Private (1975, S. 203) nimmt bei der Beleihung von Privaten stets das Bestehen von Fachaufsicht mit behördlichen Weisungsrechten an; anders Badura, Das Verwaltungsmonopol, 1963, S.251.

¹⁴² Eingefügt im Zuge des 4. FMFG.

¹⁴³ Schwark, WM 2000, 2517ff 2532; Hammen/Kümpel/Schneider, Rechtliche Aspekte eines geplanten Verbundes zwischen der Frankfurter und der Londoner Wertpapierbörse, in: Sonderbeilage Nr. 3/2000 zu WM Nr. 40 vom 07.10.2000.

¹⁴⁴ § 1 Abs. 2 Satz 2 BörsG.

weiteres dazu verpflichtet, diejenigen Mittel bereit zu stellen, die die börslichen Leitungsorgane für den ordnungsgemäßen Betrieb der Börse benötigen und anfordern¹⁴⁵. Der Börsenträger darf sich ganz generell in keiner Weise in die börsliche Selbstverwaltung einmischen; es ist vielmehr das ausschließliche Recht der öffentlich-rechtlichen Börse als Selbstverwaltungseinrichtung, über ihre innere Organisation, den Einsatz der Mittel und die rechtlichen Regelungen der börslichen Abläufe (Börsenordnung und Börsengeschäftsbedingungen) zu bestimmen¹⁴⁶. Dementsprechend trifft den Börsenträger die Verpflichtung, fortlaufend für die betriebsnotwendigen Mittel der Börse zu sorgen und diese der Anstalt auf Anforderung zu überlassen¹⁴⁷. Der Umfang dieser Verpflichtung richtet sich nach dem Anstaltszweck und damit regelmäßig nach den Anforderungen an einen zeitgemäßen Börsenhandel¹⁴⁸.

Außerdem sind die entsprechenden Mittel für eine „angemessene Fortentwicklung des Börsenbetriebs“ auf Anforderung zu überlassen. *Schwark*¹⁴⁹ hat für die Rechtslage vor dem Inkrafttreten des 4. FMFG eine Verpflichtung zur Vornahme von Entwicklungsinvestitionen geringen Umfangs angenommen; bei Entscheidungen über kostspielige oder neuartige Investitionen dieser Art billigt er dem Träger ein unternehmerisches Ermessen zu.

Der Arbeitskreis der Länder für Börsen- und Wertpapierfragen hat im Gesetzgebungsverfahren zum 4. FMFG vorgeschlagen, den „wettbewerbsfähigen“ Betrieb der Börse zum Kriterium für die Betriebspflicht des Trägers zu machen. Ob die gesetzliche Verpflichtung des Trägers allerdings so weit gehen sollte, die jederzeitige - nationale und/oder internationale - Wettbewerbsfähigkeit der Börse zu gewährleisten, erscheint zweifelhaft. Nach abweichender Ansicht soll das Anforderungsrecht der Geschäftsführung auf diejenigen Mittel beschränkt sein, die für den zeitgemäßen Börsenbetrieb notwendig sind¹⁵⁰. Anderenfalls würde eine Verpflichtung der Träger aller regionalen Börsen geschaffen, im technischen Wettlauf mit der Deutschen Börse AG oder anderen großen europäischen Wertpapierbörsen mindestens gleichzuziehen. Dies müsste beispielsweise bedeuten, dass auch die Regionalbörsen von ihren Trägern die Entwicklung eigener wettbewerbsfähiger elektronischer Handels- und Abwicklungssysteme fordern könnten, was diesen überfordern und unter Umständen sogar in die Insolvenz treiben könnte. In diesem Umfang wird eine Mitwirkung des Börsenträgers daher nur auf freiwilliger Basis und auf privatrechtlicher Gestaltungsebene erreichbar sein.

Die neue gesetzliche Regelung geht einen Mittelweg, indem sie die „angemessene Fortentwicklung des Börsenbetriebs“ zum Kriterium macht. Diese Formulierung bleibt hinter dem Ziel der Erreichung voller Wettbewerbsfähigkeit mit dem Marktführer in Frankfurt zurück und überspannt damit nicht die gesetzlichen Ansprüche an den Träger.

ee) Auslagerung von wesentlichen Funktionen. Neu in das Börsengesetz eingefügt wurde eine Regelung über die Auslagerung von wesentlichen Funktionen und Tätigkeiten, die sich an § 25 a Abs. 2 KWG orientiert¹⁵¹.

Auslagerungen von Funktionen und Tätigkeiten, die für die Durchführung des Börsenbetriebs wesentlich sind, auf ein anderes Unternehmen, dürfen weder die ordnungsgemäße Durchführung des Handels an der Börse und die Geschäftsabwicklung, noch die Aufsicht über die Börse beeinträchtigen.

Der Börsenträger hat sich insbesondere die erforderlichen Weisungsbefugnisse vertraglich zu sichern und die ausgelagerten Funktionen und Tätigkeiten in seine internen Kontrollverfahren einzubeziehen.

Die Absicht der Auslagerung und ihren Vollzug hat der Börsenträger der Börsenaufsichtsbehörde unverzüglich anzuzeigen.

Dem Börsenrat ist vor der Auslagerung Gelegenheit zur Stellungnahme zu geben¹⁵².

e) Börsenaufsichtsbehörde als originäre Anstaltsträgerin. Nach allgemeinem verwaltungsrechtlichem Verständnis bestimmt der Träger einer Anstalt, wie diese zu organisieren ist und mit welchen Mittel sie ausgestattet wird. Der Träger legt die Organwalter fest und überträgt ihnen einen bestimmten Teilbereich seiner Aufgaben¹⁵³, die er seinerseits durch die Beleihung seitens der staatlichen Genehmigungsbehörde erhalten hat.

Bei der Beleihung des Trägers einer Wertpapierbörse verhält sich dies aber genau umgekehrt: Die Bestimmung über das Anforderungsrecht der Geschäftsführung der Börse und die (begrenzte) Bereitstellungspflicht des Trägers schränkt die ansonsten bei den Trägern von Anstalten des öffentlichen Rechts vorhandene Befugnis der Selbstbestimmung über die einzusetzenden organisatorischen Mittel vollständig ein. Der Börsenträger ist de jure nicht Herr, sondern Diener

¹⁴⁵ Dass der Börsenträger bei der Bereitstellung der Mittel im Einvernehmen mit Börsengeschäftsführung und (ggf. auch) Börsenrat handelt, bedeutet nicht, dass er diese verweigern dürfte; vielmehr soll damit zum Ausdruck kommen, dass der Träger die betrieblichen Mittel nicht einseitig bereitstellen darf, um so ein alleiniges betriebliches Bestimmungsrecht auszuüben.

¹⁴⁶ *Kümpel*, aaO, S. 40.

¹⁴⁷ *Kümpel* aaO, S. 41.

¹⁴⁸ *Mues* aaO, S. 76; *Beck*, WM 1996, 2313 ff 2316.

¹⁴⁹ WM 2000, 2517ff 2520.

¹⁵⁰ *Beck*, WM 1996 2313 ff 2316. Dass die Überlassung und der Einsatz elektronischer Datenverarbeitungssysteme, die den Börsenhandel und die Abwicklung zumindest unterstützen, nach heutiger Auffassung zum Kernbereich der Betriebspflicht des Börsenträgers gehören, dürfte unstrittig sein. Hinsichtlich der Einführung eines elektronischen Handelssystems, das den Präsenzhandel ersetzen soll, wird man das aber nicht annehmen können. Dies berührt den Anstaltszweck und bedarf daher einer Festlegung in der Börsenordnung.

¹⁵¹ § 1 Abs. 3 BörsG.

¹⁵² § 9 Abs. 2 Satz 2 BörsG.

¹⁵³ *Wolff/Bachof/Stober*, Verwaltungsrecht, II, § 98 Rn. 8.

der Organisation des Börsenbetriebs¹⁵⁴. Dieser ist nicht ihm, sondern der Börsengeschäftsführung als Leitungsorgan der Anstalt übertragen. Mit diesem organisationsrechtlichen Konstrukt steht die faktische Corporate governance der Börsen allerdings nicht in Einklang¹⁵⁵.

Der Börsenträger (die Börsenträgergesellschaft) ist folglich im strengen verwaltungsrechtlichen Sinne nicht Anstaltsträger der Börse¹⁵⁶. Diese Trägerschaft liegt vielmehr bei der Landesaufsichtsbehörde, die für die Genehmigung der Börse zuständig ist und bei der die Organisationsgewalt zur Gründung und zur Schließung der Börse liegt¹⁵⁷. Die Landesaufsichtsbehörde als Anstaltsträger hat dem „Börsenträger“ lediglich einen Ausschnitt ihrer eigenen verwaltungsrechtlichen Trägerschaft übertragen, nämlich die Stellung als bürgerlich-rechtlicher Eigentümer und Vertragspartner in Bezug auf die Börseneinrichtungen, dies aber unter dem anzunehmenden Vorbehalt der eigenen Weisungs- und Direktionsbefugnis als Anstaltsträgerin.

Um diesen Unterschied zu betonen, wird der abgeleitete „Börsenträger“ richtigerweise als „Betreiber“ der Börse, die „Börsenträgergesellschaft“ als „Betreibergesellschaft“¹⁵⁸ bezeichnet, ohne dass sich dies bisher allerdings durchgesetzt hätte.

II. Die Börsenorgane

Die selbst nicht handlungsfähigen Börsen handeln durch ihre Organe. Organe der Börsen sind der Börsenrat, die Börsengeschäftsführung, die Zulassungsstelle für den amtlichen Markt und für den Geregelten Markt, die Handelsüberwachungsstelle, der Sanktionsausschuss, die Kursmakler und die Kursmaklerkammer¹⁵⁹.

1. Der Börsenrat.

a) Zuständigkeit. Bis zum Inkrafttreten des Zweiten Finanzmarkt-förderungsgesetzes im Jahre 1994 war der Börsenvorstand, bestehend aus ehrenamtlich tätigen Vertretern der Handelsteilnehmer, das gewählte Leitungsorgan der Wertpapierbörsen. Die daneben vorhandene Börsengeschäftsführung war im wesentlichen Vollzugsorgan des Börsenvorstandes. Sowohl das Prinzip der Ehrenamtlichkeit als auch die große Anzahl der Vertreter dieses Gremiums - und damit dessen Schwerfälligkeit - ließen dem Gesetzgeber eine Änderung angeraten erscheinen. Dabei sollte auch die bisherige Zusammensetzung dieses Börsenorgans, das überwiegend aus Vertretern der Kreditwirtschaft bestand, geändert werden. Die Stärkung des Einflusses anderer Börsenteilnehmergruppen ging dabei allerdings mit einer insgesamt deutlichen Schwächung der Stellung des früheren Börsenvorstands bzw. heutigen Börsenrates einher.

Der frühere Börsenvorstand ist seit 1994 zum Börsenrat geworden. Er wurde damit vom börslichen Leitungsorgan zu einem Aufsichts- und Rechtsetzungsorgan umgestaltet, vergleichbar dem Aufsichtsrat und (in Teilbereichen) der Hauptversammlung bei der Aktiengesellschaft. Die Börsenleitung ist dagegen auf die Börsengeschäftsführung übergegangen. Sie soll - wie der Vorstand einer Aktiengesellschaft - als ein professionell tätiges und hauptberuflich besetztes Managementgremium agieren können. Diese Stärkung der Börsengeschäftsführung hat den Börsen sicherlich gut getan, ihnen die nötige Entscheidungskraft, vermehrte Unabhängigkeit¹⁶⁰ und Selbstverantwortlichkeit gegeben und rasches und zielstrebiges Handeln begünstigt. Heute wäre kaum mehr vorstellbar, einen hochtechnisierten, immer komplizierter werdenden und auf betriebswirtschaftliche Profitorientierung ausgerichteten Geschäftsbetrieb, wie den einer großen Börse, durch ein vielköpfiges, aus Vertretern widerstreitender Interessen zusammengesetztes ehrenamtliches Beschlussgremium leiten zu lassen.

aa) Rechtsetzungsaufgaben. Der Börsenrat hat wichtige rechtsetzende Aufgaben wahrzunehmen, indem er die Börsenordnung, die Gebührenordnung, die Schiedsgerichtsordnung und die Börsengeschäftsbedingungen erlässt.

(1) Börsenordnung. Die Börsenordnung wird nach § 13 Abs. 1 BörsG als Satzung erlassen¹⁶¹. Die gesetzliche Ermächtigung¹⁶² an den Börsenrat zum Satzungerlass charakterisiert die Autonomie der Anstalt Börse in ihrem spezifischen eigenen Wirkungskreis. Der Erlass der Börsenordnung bedarf der Genehmigung durch die Börsenaufsichtsbehörde. Diese kann die Aufnahme bestimmter Vorschriften verlangen, die zur Erfüllung der der

¹⁵⁴ Hierauf weist *Mues*, Die Börse als Unternehmen, S. 85, zutreffend hin. Die Anstalt ist normalerweise Glied oder Organ ihres Trägers, dessen Aufgaben sie erfüllt.

¹⁵⁵ *Köndgen/Mues*, WM 1996, 53 ff 57.

¹⁵⁶ *Köndgen/Mues* aaO.

¹⁵⁷ *Mues*, Die Börse als Unternehmen, S. 85, 86.

¹⁵⁸ *Köndgen/Mues*, WM 1996, 53 ff 57.

¹⁵⁹ *Schwark* aaO, § 2 Rdn. 4, *Kümpel* aaO, S.51.

¹⁶⁰ Eingeschränkt wiederum durch die praktizierte Personenidentität mit dem Vorstand der Trägergesellschaft und den (insbesondere an der FWB) weitreichenden Einfluss des Aufsichtsrates der Trägergesellschaft.

¹⁶¹ Der frühere Streit über die rechtliche Einordnung der Börsenordnung als öffentlich-rechtliche Satzung (so die h.M.) oder als Rechtsverordnung hat sich durch diese gesetzliche Klarstellung erledigt.

¹⁶² Satzungsautonomie kann an öffentlich-rechtliche Institutionen nur auf der Grundlage eines formellen Gesetzes eingeräumt werden (BVerwGE 6, 249 ff, 259)

Börse oder der Börsenaufsichtsbehörde obliegenden gesetzlichen Aufgaben notwendig sind¹⁶³.

Inhaltlich soll die Börsenordnung sicherstellen, dass die Börse die ihr obliegenden Aufgaben erfüllen kann und dabei den Interessen des Publikums und des Handels gerecht wird. Sie muss Bestimmungen über den Geschäftszweig der Börse enthalten, über deren Organisation und über die Veröffentlichung der Preise und Kurse sowie der diesen zugrundeliegenden Umsätze¹⁶⁴.

Mit dem 4. FMFG wurde ergänzend geregelt, dass auch die Wahl der Handelsarten, die an der Wertpapierbörse in den verschiedenen Marktsegmenten und innerhalb dieser stattfinden, durch die Börsenordnung zu bestimmen sei. In der Tat konnte es nicht der Börsengeschäftsführung überlassen bleiben, die grundlegende Entscheidung für oder gegen einen Präsenzhandel bzw. elektronischen Handel zu treffen, weil diese Entscheidung in hohem Maße in viele strukturelle Gegebenheiten der Börse ergreift und insbesondere auch die Rechtsstellung der Skontrofführer an den Präsenzbörsen maßgeblich berührt. Damit ist der Anstaltszweck betroffen, für dessen Festlegung der Börsenrat zuständig ist, der die Börsenordnung mit Genehmigung der Börsenaufsichtsbehörde erlässt.

Des Weiteren muss die Börsenordnung Bestimmungen über eine Entgeltordnung für die Tätigkeit der Skontrofführer enthalten¹⁶⁵.

Bei Wertpapierbörsen muss die Börsenordnung außerdem Bestimmungen über die Wahl der Mitglieder und die Zusammensetzung der Zulassungsstelle enthalten und sie muss die Bedeutung der Kurszusätze und –hinweise festlegen¹⁶⁶.

(2) Gebührenordnung. In der vom Börsenrat mit Genehmigung der Börsenaufsichtsbehörde zu erlassenden Gebührenordnung kann die Erhebung von Gebühren und die Erstattung von Auslagen vorgesehen werden.

§ 14 BörsG beschreibt den Ermächtigungsumfang insoweit im einzelnen und abschließend. Gebühren können erhoben werden für

- die Zulassung zur Teilnahme am Börsenhandel;
- die Teilnahme ausschließlich am elektronischen Börsenhandel;
- den Börsenbesuch ohne Teilnahme am Handel;
- die Zulassung und den Widerruf der Zulassung von Wertpapieren anderen Wirtschaftsgütern und Rechten zum Börsenhandel, die Einbeziehung von Wertpapieren zum Börsenhandel im Regierten Markt sowie den Widerruf der Zulassung und der Einbeziehung;
- die Börseneinführung und für die Notierung von Wertpapieren, deren Laufzeit nicht bestimmt ist;
- die Prüfung der Druckausstattung von Wertpapieren;
- die Ablegung der Börsenhändlerprüfung.

Rechtlich zuständig für die Vereinnahmung der Gebühren und Auslagen ist der Börsenträger. Durch die Gebührenerhebung verschafft sich der Börsenträger die notwendige finanzielle Deckung für seinen Mitteleinsatz bei der Vorhaltung aller personellen und sachlichen Einrichtungen der Börse. Bei der Festlegung der Höhe der Gebühren ist das verwaltungsrechtliche Äquivalenzprinzip zu beachten.

Über den gesetzlichen Rahmen hinausgehende Nutzungsentgelte kann sich die Börse auf dem Wege über privatrechtliche Vereinbarungen verschaffen¹⁶⁷.

(3) Schiedsgerichtsordnung. Über Streitigkeiten aus Geschäften, die zwischen Teilnehmern am Börsenhandel entstehen, entscheiden Schiedsgerichte, wenn dies vor Entstehung der Streitigkeit vereinbart ist. Entsprechende Regelungen sind in den Börsenordnungen der Wertpapierbörsen enthalten. Den Schiedsgerichten der Börsen konnten sich nach dem bisherigen § 28 BörsG aber nur termingeschäftsfähige Vollkaufleute und diesen vergleichbare Personen rechtswirksam unterwerfen.

Nach dem neuen § 37 h WpHG können Schiedsvereinbarungen über Rechtsstreitigkeiten aus Wertpapierdienstleistungen, -nebenleistungen oder Finanztermingeschäften verbindlich geschlossen werden, wenn beide Parteien Kaufleute oder juristische Personen des öffentlichen Rechts sind.

(4) Börsengeschäftsbedingungen. Auch für den Erlass der Bedingungen für Geschäfte an der jeweiligen Wertpapierbörse ist der Börsenrat zuständig. Sie enthalten die Durchführungsbestimmungen für den Ablauf des Börsenhandels.

(5) Prüfungsordnung. Schließlich erlässt der Börsenrat auch die Prüfungsordnung, mit der das Verfahren bei der Ablegung der Börsenhändlerprüfung geregelt wird (§ 16 Abs. 6 BörsG). Auch dies geschieht mit Genehmigung der Börsenaufsichtsbehörde.

bb) Bestellung und Abberufung von Börsenorganen. Der Börsenrat bestellt die Geschäftsführer der Börse und beruft sie ggf. auch ab. Beides erfolgt jeweils im Einvernehmen¹⁶⁸ mit der Börsenaufsichtsbehörde (§ 9 Abs. 2 Nr. 2 BörsG). Auch für die Bestellung und Abberufung des Leiters der Handelsüberwachungsstelle ist der Börsenrat zuständig (§ 4 Abs. 2 Satz 1 BörsG). Dies geschieht gleichfalls im Einvernehmen mit der Börsenaufsichtsbehörde.

¹⁶³ § 13 Abs. 5 BörsG.

¹⁶⁴ § 13 Abs. 2 Satz 1 und 2 BörsG.

¹⁶⁵ § 13 Abs. 2 Nr. 5 BörsG.

¹⁶⁶ § 13 Abs. 3 BörsG.

¹⁶⁷ Die rechtliche Einordnung kann im Einzelfall problematisch sein. Zum Nutzungsentgelt für die Leistungen von BOEGA und BOSS-CUBE vgl. Schäfer/ Peterhoff, BörsG, § 5 Rn. 20 ff 23.

¹⁶⁸ Ursprünglich sah der RegEntw. des 4. FMFG lediglich die Herstellung des Benehmens vor. Der Unterschied zwischen „Benehmen“ und „Einvernehmen“ liegt in einer Förmlichkeit: Während das Einvernehmen formell (aktenkundig) herzustellen ist, enthält das Benehmen einen informellen Abstimmungsvorgang mit dem Ergebnis, dass der Maßnahme nicht widersprochen wird.

cc) Überwachungsaufgaben. Dem Börsenrat ist die Aufgabe der Überwachung der Börsengeschäftsführung und aller anderen Börsenorgane¹⁶⁹ verblieben. Die Überwachung der Geschäftsführung ist eine wichtige Aufgabe des Börsenrates. Erforderlich und ausreichend ist hierbei, dass sich der Börsenrat regelmäßig von der Geschäftsführung berichten lässt, die Berichterstattung gewissenhaft überprüft, ggf. weitere Auskünfte und Unterlagen anfordert. Dabei ist der Börsenrat nicht auf eine Rechtmäßigkeitsprüfung beschränkt, sondern kann und muss auch die Zweckmäßigkeit der Maßnahmen der Geschäftsführung prüfen.

dd) Einführung technischer Systeme. Darüber hinaus sind Entscheidungen über die Einführung technischer Systeme, die dem Handel oder der Abwicklung von Börsengeschäften dienen, von der Zustimmung des Börsenrats abhängig¹⁷⁰. Diese Bestimmung stellt sicher, dass der mit allen Gruppen von Börsenbeteiligten besetzte Börsenrat für Richtungsentscheidungen, wie etwa die Abkehr vom Parketthandel zur Computerbörse oder die Einführung von Order-routing-Systemen zuständig ist.

ee) Grundsätzliche Angelegenheiten. Weitere Maßnahmen der Geschäftsführung von grundsätzlicher Bedeutung können kraft Regelung in der Börsenordnung – die der Börsenrat erlässt – unter den Zustimmungsvorbehalt des Börsenrates gestellt werden¹⁷¹. Auch dadurch kann der Börsenrat sicherstellen, dass wichtige Grundsatzentscheidungen nur unter Mitwirkung der Repräsentanten aller börsenzugelassenen Unternehmen und der Anleger getroffen werden können.

ff) Kooperations- und Fusionsabkommen. Beim Abschluss von Kooperations- und Fusionsabkommen, die den Börsenbetrieb betreffen, ist dem Börsenrat zuvor Gelegenheit zur Stellungnahme zu geben¹⁷². Diese mit dem 4. FMFG neu eingefügte Bestimmung spiegelt die Vorgänge um die beabsichtigte Fusion der DBAG mit der LSE wieder, bei der der Börsenrat nicht angehört wurde. Sie ist allerdings zu kurz gegriffen, da ein so wesentlicher Vorgang wie eine Fusion nur mit Zustimmung des Börsenrats demokratisch legitimiert ist.

gg) Auslagerung wesentlicher Funktionen und Tätigkeiten. Vor der Auslagerung wesentlicher Funktionen und Tätigkeiten auf ein anderes Unternehmen ist dem Börsenrat Gelegenheit zur Stellungnahme zu geben¹⁷³.

b) Börsenrat als Verwaltungsbehörde. Der Börsenrat ist Organ der Börse. Er ist Behörde im öffentlich-rechtlichen Sinne, seine gewählten Mitglieder sind damit Amtsträger. Das Beschlussorgan kann Verwaltungsakte erlassen – was allerdings Regelungen mit Außenwirkung voraussetzt¹⁷⁴. Das jeweilige Bundesland haftet für Amtspflichtverletzungen der Mitglieder des Börsenrats gemäß § 839 BGB iVm Art 34 Grundgesetz¹⁷⁵.

c) Besetzung des Börsenrats. Die Mitglieder des Börsenrates werden von den wahlberechtigten Gruppen jeweils aus deren Mitte auf eine Amtsdauer von drei Jahren gewählt. Je eine Wählergruppe bilden die börsenzugelassenen Kreditinstitute einschließlich der Wertpapierhandelsbanken, die börsenzugelassenen Finanzdienstleistungsinstitute (Wertpapierdienstleistungsunternehmen, Freie Börsenmakler) und anderen Unternehmen (börsenzugelassene Finanzunternehmen), die Skontrofführer¹⁷⁶, die Versicherungsunternehmen (deren emittierte Wertpapiere an der Börse zum Handel zugelassen sind), die börsenzugelassenen Kapitalgesellschaften und die Anleger¹⁷⁷. Durch diese gewichtete Zusammensetzung aus Vertretern der unterschiedlichen Gruppen von Börsenbesuchern und Betroffenen erhält der Börsenrat als satzunggebendes Börsenorgan eine gewisse demokratische Legitimation. Die Höchstzahl der Mitglieder des Börsenrates ist auf 24 festgelegt. Höchstens die Hälfte von ihnen darf aus dem Kreis der Kreditinstitute gewählt werden. Damit hat bereits der Gesetzgeber des Dritten Finanzmarktförderungsgesetzes auf die Kritik an der jahrzehntelangen recht einseitigen Dominanz der Kreditinstitute in den Börsenräten (früher: Börsenvorständen) reagiert. Einzelheiten zur Wahl nach Wählergruppen enthält § 10 BörsG¹⁷⁸ und die danach zu erlassende Wahlordnung der jeweiligen Wertpapierbörsen.

¹⁶⁹ Vgl. Kämpel aaO, S.54/55.

¹⁷⁰ § 9 Abs. 2 Satz 2 BörsG.

¹⁷¹ § 9 Abs. 2 Satz 3 BörsG.

¹⁷² § 9 Abs. 2 Satz 2 BörsG.

¹⁷³ § 9 Abs. 2 Satz 2 BörsG. Auch diese Bestimmung wurde mit Wirkung ab 01.07.2002 neu eingefügt.

¹⁷⁴ Als Verwaltungsakt wird die behördliche Regelung eines Einzelfalles auf dem Gebiete des öffentlichen Rechts mit Außenwirkung bezeichnet.

¹⁷⁵ Schwark, BörsG, § 3 Rn. 3; Schäfer/Peterhoff, BörsG, § 3 Rn. 8.

¹⁷⁶ Vor dem Inkrafttreten des 4. FMFG bildeten die Kursmakler eine eigene Wählergruppe, während die Freimakler-Skontrofführer nur über die Gruppe der Finanzdienstleistungsinstitute vertreten waren. Die neu gebildete Gruppe der Skontrofführer umfasst nun die früheren Kursmakler (die kraft Gesetzesänderung „Skontrofführer“ geworden sind) und die Skontrofführer unter den (bisherigen und auch künftigen) Freimaklern.

¹⁷⁷ § 9 Abs. 1 BörsG.

¹⁷⁸ Die folgende im RegE des 4. FMFG enthaltene detaillierte gesetzliche Regelung wurde auf Empfehlung des Finanzausschusses des BT gestrichen und der neuen Rechtsverordnung überlassen: Neben höchstens 12 Vertretern der Kreditinstitute (einschließlich der Wertpapierhandelsbanken) müssen alle Gruppen angemessen beteiligt sein. Dazu gehören meist 2 Vertreter von Skontrofführern (bisher: 2 Vertreter der Kursmaklerschaft), 2 Vertreter der nicht-skontrofführenden Finanzdienstleistungsinstitute (Freie Börsenmakler, Wertpapierhandelsunternehmen), 2 Vertreter von Versicherungsunternehmen, 4 Vertreter anderer Emittenten und 2 Anlegervertreter.

2. Börsengeschäftsführung.

a) Leitungs- und Vertretungsorgan der Börse. Die Börsengeschäftsführung ist – anstelle des früheren Börsenvorstandes - als Leitungsorgan der Börse (§ 12 BörsG)¹⁷⁹ umfassend zuständig, soweit nicht ausdrückliche Zuständigkeiten anderer Börsenorgane geschaffen worden sind. Dem Vorstand einer Aktiengesellschaft vergleichbar leitet sie die Börse in eigener Verantwortung. Darin kommt zum Ausdruck, dass der Gesetzgeber die Börse als autonome Selbstverwaltungseinrichtung versteht, die von ihrer Geschäftsführung nach eigenem Ermessen geleitet wird.

Die Geschäftsführung hat als eigenverantwortliches Leitungsorgan bei ihren Entscheidungen einen weit gespannten Ermessensspielraum. Seine Grenzen ergeben sich aus dem materiellen Börsenrecht einschließlich der Börsenordnung und aus dem Anstaltszweck.

Die Geschäftsführung unterliegt dabei der Rechtsaufsicht der Börsenaufsichtsbehörde.

Nach außen hin vertritt die Geschäftsführung die Börse gerichtlich und außergerichtlich, soweit nicht der Börsenrat zuständig ist.

b) Bestellung und Abberufung. Der/die Geschäftsführer der Börse wird/werden vom Börsenrat im Benehmen mit der Börsenaufsichtsbehörde bestellt und abberufen¹⁸⁰. Ihre Amtsdauer ist auf fünf Jahre begrenzt, Wiederbestellung jedoch zulässig¹⁸¹.

c) Aufgaben. Zu den Aufgaben der Börsengeschäftsführung gehört unter anderem die Entscheidung über die Aufnahme, Aussetzung und Einstellung der amtlichen Notierung und der Börsenpreisfeststellung;
die Zulassung von Unternehmen und Personen zur Teilnahme am Börsenhandel und deren Ausschluss vom Handel;
die Organisation der Börse und die Regelung des börslichen Handelsablaufs;
die Verteilung der Skontren unter den Skontroführern;
die Bildung und Verteilung der Skontren im Geregelten Markt;
die Überwachung der Einhaltung der börslichen Gesetze, Verordnungen, Geschäftsbedingungen und anderen Regelungen;
die Regelung der Preisfeststellung und Handelsunterbrechung sowie
die Aufrechterhaltung der Ordnung in der Börse¹⁸².

d) Verwaltungsakte. Soweit die Börsengeschäftsführung Einzelfallregelungen¹⁸³ hinsichtlich der Rechtsposition Dritter trifft, handelt sie als Verwaltungsbehörde und erlässt Verwaltungsakte zu deren Gunsten oder Lasten. Diese unterliegen der richterlichen Kontrolle durch die Verwaltungsgerichte.

e) Personenidentität. An der Frankfurter Wertpapierbörse besteht Personenidentität zwischen den Mitgliedern der Geschäftsführung der öffentlich-rechtlichen Börse und dem Vorstand der Börsenträgersgesellschaft Deutsche Börse AG. An den anderen Wertpapierbörsen ist die Geschäftsführung ebenfalls identisch mit dem Vertretungsorgan der Trägervereinigung. Dies kann zu Interessenkonflikten führen. Denn das Vertretungsorgan des Börsenträgers – also etwa der Vorstand der Deutsche Börse AG – ist in erster Linie seinen Gesellschaftern (Aktionären) verpflichtet und diese Interessen sind nicht notwendig identisch mit denjenigen der Börsenbesucher, die von der personenidentischen Börsengeschäftsführung zu vertreten sind¹⁸⁴. Besonders deutlich wird dies dann, wenn – wie nunmehr durch den Börsengang der DBAG - der Kreis der Aktionäre nicht mehr mit dem der Börsenteilnehmer deckungsgleich ist: Die Aktionäre der Trägersgesellschaft sind an hohen Dividenden interessiert. Eine wichtige Einnahmequelle der Börsen sind die Gebühren aus der Nutzung der börslichen Systeme (BOSS-CUBE, XETRA) und die Schlussnotengebühren, die von den Banken und Maklern zu entrichten sind. Durch eine entsprechende Gebührenpolitik kann die Börsengeschäftsführung die Ertragslage der Trägersgesellschaft zum Nachteil der Börsenteilnehmer verbessern und umgekehrt. Die sehr gute Ertragssituation der DBAG seit ihrer Gründung verdeutlicht, dass dieser Konflikt an der Frankfurter Börse in der Vergangenheit oft zugunsten der Aktionäre gelöst wurde, was nur deswegen noch hinnehmbar erschien, weil zumindest weitgehende Identität derselben mit den Handelsteilnehmern bestanden hat. Seit dem Going public der DBAG ist dies allerdings nicht mehr der Fall.

Die von der FESCO entwickelten „Standards for Regulated Markets under the ISD“ vom Dezember 1999 sehen als Grundprinzip regulierter Märkte eine sorgfältige Beachtung und Minimierung von Interessenkonflikten zwischen den kommerziellen Anliegen und den regulatorischen Verantwortlichkeiten vor¹⁸⁵. Die Lösung der bisher vielfach

¹⁸⁰ § 9 Abs. 2 Nr. 2 BörsG.

¹⁸¹ § 12 Abs. 1 Satz 2 BörsG.

¹⁸² Vgl. *Kümpel* aaO, S.53; § 10 BörsO für die Frankfurter Wertpapierbörse.

¹⁸³ Einseitige, unmittelbar verbindliche und auf Rechtsbeständigkeit abzielende Regelungen (vgl. *Knopp*, VwVfG, §35 Rdn. 4).

¹⁸⁴ Zum Beispiel ist der am Shareholder-value orientierte Börsenträger an möglichst hohen Gebühreneinnahmen interessiert, während der Leitung der öffentlich-rechtlichen Börse im Interesse ihrer Teilnehmer an moderaten Gebühren gelegen sein muss.

¹⁸⁵ Condition for Operation of the Market: „A regulated market should pay careful attention to conflicts of interest that may arise between its commercial objectives and its regulatory responsibilities“. In der Begründung heißt es dazu: „An issue of particular

bestehenden Personenidentität zwischen der Leitung der Trägergesellschaft und der Börsengeschäftsführung ist dafür das geeignete und im Compliance-Bereich auch übliche Mittel.

Der Gesetzgeber des 4. FMFG hat diesen für die Handelsteilnehmer und das regulatorische Standing der Börsen wichtigen Gesichtspunkt ihrer Corporate Governance bedauerlicherweise nicht für regelungsbedürftig gehalten, obwohl er in der einschlägigen Literatur schon seit längerem kritisiert und von der FESCO aufgegriffen wurde.

3. Handelsüberwachungsstelle (HÜSt).

a) Rechtliche Stellung der HÜSt. Die Börsen sind seit dem Inkrafttreten des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes von 1994 dazu verpflichtet, Handelsüberwachungsstellen (HÜSt) als eigenständige Börsenorgane einzurichten. Sie sind Bestandteil der börslichen Selbstverwaltung und dienen der Marktaufsicht der Börsen. Diese börseneigene Marktaufsicht steht neben der staatlichen Marktaufsicht durch die Börsenaufsichtsbehörde und ist mit dieser eng verzahnt.

So erfolgt die Einrichtung der HÜSt „unter Beachtung von Maßgaben der Börsenaufsichtsbehörde“, was zeigt, dass die Börsenaufsichtsbehörde Einfluss auf die Ausstattung dieses Selbstverwaltungsorgans nehmen kann. Dies wiederum folgt aus der generellen Marktaufsicht der Börsenaufsichtsbehörde, insbesondere ihrer Verpflichtung, die ordnungsgemäße Durchführung des Handels an der Börse und die Börsengeschäftsabwicklung zu beaufsichtigen (§ 1 Abs. 3 Satz 3 BörsG). Die HÜSt arbeitet eng mit der Börsenaufsichtsbehörde zusammen. Sie berichtet ihr regelmäßig und hat ihren Weisungen nachzukommen. Auch kann die Börsenaufsichtsbehörde jederzeit die von der HÜSt geführten Ermittlungen an sich ziehen.

Um die erforderliche Unabhängigkeit der HÜSt zu sichern, wird ihr Leiter nicht von der Börsengeschäftsführung bestellt, sondern vom Börsenrat (als dem börslichen Aufsichtsorgan) auf Vorschlag der Börsengeschäftsführung und im Einvernehmen mit der Börsenaufsichtsbehörde (§ 4 Abs.2 Satz 1 BörsG).

b) Marktaufsicht. Bei ihrer Marktaufsichtstätigkeit hat die HÜSt alle Börsenhandelsdaten und alle Daten der Börsengeschäftsabwicklung systematisch und lückenlos zu erfassen und auszuwerten (§ 4 Abs.1 BörsG). Dabei prüft sie unter anderem

- die Ordnungsmäßigkeit der Preisbildung,
- die Einhaltung der Handelsusancen,
- die Zulässigkeit der Eigengeschäfte der skontroführenden Maklerfirmen sowie
- die Einhaltung der Aufgabelimite nach Maßgabe der geleisteten börslichen Sicherheiten der Börsenmakler¹⁸⁶.

Besteht Anlass zu begründeten Zweifeln an der Ordnungsmäßigkeit des Handels, so ermittelt die HÜSt den Sachverhalt und trifft die erforderlichen Feststellungen.

Auffälligkeiten bei der Preisbildung oder bei den Umsätzen in einzelnen Papieren geht die HÜSt nach. Sie setzt dazu technische Handelsüberwachungssysteme ein (SIMA, System für integrierte Marktaufsicht), die Abweichungen von vorgegebenen Parametern anzeigen.

Zur Überwachung der Einhaltung der Sicherheitsrahmen kann sich die HÜSt von der jeweiligen Abrechnungsstelle¹⁸⁷ die Liste der offenen Aufgabegeschäfte der Makler geben lassen und die Mitteilung der negativen Kursdifferenzen verlangen¹⁸⁸.

Die Aufgabe der Handelsüberwachungsstelle zur lückenlosen Auswertung aller börslichen Geschäftsdaten und deren umfassende Kontrolle reduziert sich in der Praxis allerdings meist darauf, dass hinreichend ausgewogene Stichproben gezogen werden¹⁸⁹.

c) Befugnisse. Dabei hat die HÜSt die Befugnisse der Börsenaufsichtsbehörde, von den Handelsteilnehmern Auskünfte und die Vorlage von Unterlagen zu verlangen sowie Prüfungen bei ihnen vorzunehmen¹⁹⁰. Sie kann Grundstücke und Geschäftsräume betreten. Außerdem kann sie die Angabe der Identität von Auftraggebern der Handelsteilnehmer und der aus den getätigten Geschäften berechtigten und verpflichteten Personen sowie Angaben über Veränderungen der Bestände bei Handelsteilnehmern verlangen. Voraussetzung dafür ist, dass Anhaltspunkte für eine Verletzung börsenrechtlicher Vorschriften oder Anordnungen oder für sonstige Missstände vorliegen können, die die ordnungsgemäße Durchführung des Handels an der Börse oder die Börsengeschäftsabwicklung beeinträchtigen können.

importance bodies that carry self-regulatory responsibilities is that of managing any conflicts of interest that may arise between an operator's commercial interests and its regulatory responsibilities. Whatever its ownership structure, a regulated market should have in place governance arrangements that minimize such conflicts and ensure, where they do arise, that they are satisfactorily managed so that the public interest prevails" (FESCO, Standards for regulated markets under the ISD, Dez. 1999, S. 10/11).

¹⁸⁶ § 19 Abs.4 BörsG; *Kümpel* aaO, S.57.

¹⁸⁷ Das ist jedes an der Börse zugelassene Kreditinstitut, das die Eigengeschäfte des jeweiligen Unternehmens abwickelt (Bruns/Rodrian, § 8a Anm.7).

¹⁸⁸ § 19 Abs. 4 Satz 3 BörsG.

¹⁸⁹ *Brockhausen* WM 1997, 1924ff. 1927.

¹⁹⁰ § 2 Abs. 1 Satz 1 iVm § 4 Abs. 3 BörsG

Anschließend kann die HÜSt auch von den benannten Dritten, die selbst nicht Börsenteilnehmer sind, Auskünfte über die getätigten Geschäfte und die Identität der an ihnen beteiligten Personen verlangen.

d) Maßnahmen. Stellt die Handelsüberwachungsstelle Tatsachen fest, die die Annahme rechtfertigen, dass gegen börsenrechtliche Vorschriften und Anordnungen verstoßen worden sein könnte, so unterrichtet sie die Börsenaufsichtsbehörde und die Börsengeschäftsführung. Soweit der Zuständigkeitsbereich des Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel betroffen ist – wie etwa bei Verstößen gegen insiderrechtliche Bestimmungen oder Ad-hoc-Meldepflichten - oder wenn derjenige des Bundesaufsichtsamts für das Kreditwesen betroffen ist – wie etwa bei Verstößen gegen Solvenzbestimmungen -, so werden auch diese Behörden von der HÜSt unterrichtet.

Die Börsengeschäftsführung ist als Leitungsorgan der Börse sodann für den Erlass eilbedürftiger Maßnahmen zuständig, um den ordnungsgemäßen Börsenhandel und die börsliche Geschäftsabwicklung sicherzustellen. Daneben und in gleicher Weise ist auch die Börsenaufsichtsbehörde zu derartigen Eilmaßnahmen zuständig und verpflichtet. Ihre Zuständigkeit ist sogar eine primäre, die der Börsengeschäftsführung eine subsidiäre, eine Notkompetenz für besondere Eilfälle, deren Dringlichkeit über normalerweise schon gegebene Eilbedürftigkeit im Börsenaufsichtswesen hinausgeht¹⁹¹.

4. Zulassungsstelle, Einbeziehung.

Wertpapiere sind nur dann börslich handelbar, wenn sie in einem geordneten Zulassungsverfahren zum Handel an der jeweiligen Börse zugelassen bzw. in den Handel an dieser Börse einbezogen worden sind. Mit der Zulassung oder der Einbeziehung ist das Recht des Emittenten verbunden, die Börseneinrichtungen zu benutzen.

a) Zulassungsverfahren. Das Zulassungsverfahren dient in erster Linie dem Schutz des Publikums, daneben dem gesamtwirtschaftlichen Interesse an einer Börseneinführung der Papiere. Das Publikum soll in der Lage sein, sich ein möglichst zutreffendes Urteil über die zuzulassenden Wertpapiere, über die Qualität und wirtschaftliche Entwicklungsfähigkeit des Emittenten zu bilden¹⁹².

Für die Zulassung von Wertpapieren zum amtlichen Markt sind die Zulassungsstellen der Börsen zuständig¹⁹³. Sie überprüfen insbesondere das Vorliegen der gesetzlichen Zulassungsvoraussetzungen¹⁹⁴ und entscheiden über die Zulassung oder Nichtzulassung durch Verwaltungsakt.

Für die Zulassung von Wertpapieren zum Geregelten Markt ist der Zulassungsausschuss der jeweiligen Wertpapierbörse zuständig¹⁹⁵.

b) Einbeziehungsverfahren. Von einer Einbeziehung von Wertpapieren in den Handel wurde bisher nur im Freiverkehr gesprochen. Erst das 4. FMFG hat die Möglichkeit der Einbeziehung auch für den Geregelten Markt vorgesehen. Sie betrifft solche Wertpapiere, die bereits zum Handel an einer anderen Wertpapierbörse im Inland oder in einem EU/EWR-Staat oder an einem organisierten Markt von vergleichbarer Qualität in einem Drittstaat zugelassen sind¹⁹⁶.

Die Einbeziehung ist gegenüber der Zulassung unter erleichterten Voraussetzungen zulässig. So ist insbesondere kein Antrag des Emittenten erforderlich, sondern der Antrag eines Handelsteilnehmers genügend. Eine Verpflichtung zur Einreichung eines Börsenzulassungsspektes oder eines Unternehmensberichtes ist nicht gesetzlich vorgeschrieben – kann aber durch Regelung in der Börsenordnung angeordnet werden. Da der Emittent an der Einbeziehung nicht mitwirkt, ihr auch nicht zustimmen muss, treffen ihn auch keine Folgepflichten der Einbeziehung, insbesondere nicht die Pflichten des § 54 BörsG (§ 56 Abs. 2 Satz 3 BörsG).

Für die Einbeziehung in den Geregelten Markt ist anstelle des bisher vorgesehenen Ausschusses gleichfalls die Zulassungsstelle der jeweiligen Wertpapierbörse zuständig¹⁹⁷.

Die Einbeziehung in den Freiverkehr erfolgt durch Entscheidung des Freiverkehrsausschusses. Dieser ist nicht Organ der Börse, sondern organisatorischer Teil des privatrechtlichen Vereins, der den Freiverkehr organisiert und trägt¹⁹⁸.

5. Skontroführer

a) Kursmakler, Kursmaklerkammer. Seit dem Inkrafttreten des Börsengesetzes waren an den deutschen Wertpapierbörsen Kursmakler zum Zwecke der amtlichen Kursfeststellung bestellt, soweit nicht der Börsenvorstand selbst früher diese Aufgabe wahrgenommen hat. Neben ihnen sind in den Börsensegmenten des Geregelten Marktes und des Freiverkehrs (einschließlich Neuer Markt) traditionell Freimakler in nicht-amtlicher Funktion als Skontroführer tätig. Mit dem Inkrafttreten des 4. FMFG wurde die amtliche Kursnotiz abgeschafft. Die Kursmakler wurden ihrer amtlichen Eigenschaft und ihres amtlichen Wirkungskreises enthoben. Ihre Bestellungen sind zum

¹⁹¹ Vgl. Schäfer/Peterhoff, BörsG, § 1b Rn. 20ff.24.

¹⁹² Brockhausen WM 1997, 1924ff. 1927.

¹⁹³ § 31 BörsG.

¹⁹⁴ § 29 Abs. 3 BörsG. Vgl. Claussen, DB 1994, 969ff. 971; Brockhausen, WM 1997, 1924ff. 1928.

¹⁹⁵ Vgl. § 48 Abs.2 Nr.2 und 3 BörsG.

¹⁹⁶ § 56 Abs. 1 Nr. 1 BörsG.

¹⁹⁷ § 49 Abs. 2 Satz 2 BörsG.

¹⁹⁸ An der Frankfurter Wertpapierbörse hat diese Aufgabe allerdings die Deutsche Börse AG übernommen.

01.07.2002 erloschen, wie die neue Regelung des § 64 Abs. 5 BörsG vorsieht. Die Kursmakler werden nunmehr mit den Freimakler-Skontroführern in einer einheitlichen Berufsgruppe der Skontroführer zusammengefasst.

Trotz der Abschaffung der Kursmakler und der Auflösung ihrer Kammern soll im folgenden eine kurze Darstellung ihrer wesentlichen Funktionen gegeben werden.

Die Börsenteilnahme der Kursmakler beruhte nicht auf einer Zulassung, sondern auf einer Bestellung durch den zuständigen Landesminister.

Kursmakler waren mit öffentlichen Aufgaben betraute Handelsmakler. Ihre Hauptaufgabe bestand in der Sammlung und Skontrierung der Orders und in der Kursfeststellung im amtlichen Präsenzhandel (Skontroführung)¹⁹⁹. Diese war öffentlich-rechtlicher Natur²⁰⁰. Kursmakler – und auch deren standesrechtliche Organisation, die Kursmaklerkammern – waren daher Börsenorgane.

Bei der Feststellung des amtlichen Kurses traf den Kursmakler die Pflicht zur Neutralität und zur Gleichbehandlung der Marktteilnehmer, des weiteren auch eine öffentlich-rechtliche Betriebspflicht, verbunden mit einem Kontrahierungszwang in den ihm zugewiesenen Werten seines Skontos²⁰¹ sowie eine Präsenzpflcht.

Kursmakler waren im Hinblick auf ihre Preisfeststellungsfunktion im amtlichen Markt in ihrer Eigen- und Aufgabengeschäftstätigkeit eingeschränkt²⁰². Sie durften durch ihre Eigengeschäftstätigkeit nicht tendenzverstärkend wirken. Seit der Börsengesetznovelle von 1994 war es den Kursmaklern in einem begrenzten Rahmen auch gestattet, ihre berufliche Tätigkeit in einer Kursmaklergesellschaft auszuüben (bisheriger § 34 a BörsG). Damit sollte die Bildung größerer und kapitalstärkerer Einheiten gefördert werden, wie sie im Hinblick auf die seinerzeit absehbare Umsetzung der EG-Wertpapierdienstleistungs- und der Kapitaladäquanzrichtlinie zur Erhaltung der Wettbewerbsfähigkeit anzustreben waren²⁰³.

Soweit an einer Börse mindestens 8 Kursmakler bestellt waren, war eine Kursmaklerkammer zu gründen. Sie war Körperschaft des öffentlichen Rechts und führte die Aufsicht über die Kursmakler bei der amtlichen Preisfeststellung²⁰⁴.

Die früheren Kursmakler sind nunmehr Skontroführer im Sinne des Börsengesetzes geworden. Ihre Rechtsstellung regeln die §§ 26 ff BörsG in einer gegenüber dem bisherigen Kursmaklerrecht stark deregulierten Weise. Danach bedürfen Skontroführer einer Zulassung durch die Börsengeschäftsführung. Diese Zulassung gilt den im Zeitpunkt des Inkrafttretens des 4. FMFG bestellten Kursmaklern als erteilt. Skontren, die sie zu diesem Zeitpunkt inne hatten, gelten ihnen in ihrer neuen Eigenschaft als nicht amtliche Skontroführer für die Dauer von drei Jahren als zugeteilt.

Durch diese Übergangsregelung wird den Interessen der Kursmakler, ihrem Grundrechtsschutz aus Art 12 GG, angemessen Rechnung getragen²⁰⁵.

b) Skontroführer. Zu den Skontroführern²⁰⁶ gehören neben den nach bisherigem Recht bestellten Kursmaklern, deren Bestellung erloschen ist, auch die Freimakler und Freimaklergesellschaften, die bisher bereits im Geregelten Markt, im Neuen Markt und im Freiverkehr als Skontroführer tätig waren. Soweit ihnen eine Zulassung als Skontroführer im Geregelten Markt²⁰⁷ erteilt war, gilt diese kraft des Übergangsrechts als fortbestehend; die bisherigen Skontren gelten als auf Dauer von drei Jahren als zugeteilt.

Das neue Recht der Skontroführer, geschaffen durch das 4. FMFG, sieht keine aufsichtsbehördliche Bestellung und keine amtliche Funktionsausübung der Skontroführer vor. Die Skontroführer sind daher auch keine Organe der Börsen²⁰⁸.

Zum Skontroführer kann nach der gesetzlichen Neuregelung zugelassen werden, wer als Kreditinstitut oder als Finanzdienstleistungsinstitut zugelassen ist. Die Zulassung zum Skontroführer erfolgt auf ihren Antrag hin durch die Börsengeschäftsführung²⁰⁹.

Skontroführer übernehmen in allen börslichen Handelssegmenten, also auch im amtlichen Markt, die Aufgabe der Ermittlung der Börsenpreise, wenn und soweit an der jeweiligen Börse und in dem jeweiligen Börsensegment die

¹⁹⁹ Bisheriger § 30 Abs.1 BörsG.

²⁰⁰ Nach *Schwark*, §29 Rdn. 32, liegt schlicht hoheitliches Handeln vor; nach abweichender Auffassung handelt es sich bei der amtlichen Preisfeststellung um Verwaltungsakte (*Kümpel*, WM 1985, Sonderbeilage 5, S.12; WM 1991, Sonderbeilage 4, S.17; *Bruns-Rodrian*, §29 BörsG, Anm.35).

²⁰¹ *Schwark*, §30 Rdn. 7, §32 Rdn. 1.

²⁰² Bisheriger § 32 Abs.2 BörsG.

²⁰³ Am Frankfurter Börsenplatz schlossen sich zahlreiche Kursmakler zu der Kursmaklergesellschaft ICF AG zusammen.

²⁰⁴ *Schwark*, §30 Rdn. 17.

²⁰⁵ Das Grundrecht der Berufsfreiheit sichert die Ausübung des Berufs nicht gegen alle Veränderungen des Umfelds dauerhaft ab; es müssen aber angemessene Übergangsbestimmungen geschaffen sein, die dem Vertrauensschutz der Berufsträger angemessen Rechnung tragen und ihnen den Übergang in einen neuen beruflichen Wirkungskreis erleichtern (vgl. dazu auch die Gesetzesbegründung Reg-E zum 4. FMFG, BT-Drucks. 936/01, S. 235). Hierbei wurde auch berücksichtigt, dass die Kursmakler bereits seit dem Umsetzungsgesetz vom 22.10.1997 die Möglichkeit der Weiterentwicklung zu Wertpapierhandelshäusern erhielten und zum Teil auch genutzt haben.

²⁰⁶ Die Bezeichnung „Skontroführer“ war für diesen Personen- und Wirkungskreis bereits nach „altem“ Recht gebräuchlich. Sie wurde nun weitergeführt. Von einer Weiterführung der Bezeichnung „Kursmakler“ zur Kennzeichnung aller Skontroführer neuer Prägung hat der Gesetzgeber mit Recht abgesehen, um Verwirrung zu vermeiden.

²⁰⁷ Eine entsprechende Regelung für den Freiverkehr wurde nicht getroffen, da dieser von seinen Teilnehmer privatrechtlich organisiert ist.

²⁰⁸ Auch die bisher schon im Geregelten Markt und im Freiverkehr als Skontroführer tätigen Freimakler waren und sind nicht Börsenorgane.

²⁰⁹ § 26 Abs. 1 BörsG.

Handelsart des Präsenzhandels stattfindet. Diese ist nunmehr von den Börsen frei wählbar²¹⁰. Die Preisfeststellung durch die Skontroführer ist auch dann rein privatrechtlicher Natur, wenn sie im Präsenzhandel des amtlichen Marktes erfolgt. Denn der amtliche Markt ist zwar weiterhin öffentlich-rechtlicher Natur, aber er weist nunmehr (ohne den dort früher tätigen Kursmakler) keine amtliche Kursnotiz mehr auf.

Die Skontroführer trifft die Pflicht zur Neutralität bei der Ermittlung des Börsenpreises und die Pflicht zur Gleichbehandlung der ihnen vorliegenden Aufträge. Sie haben die Vermittlung und den Abschluss von Geschäften in den ihnen zugewiesenen Papieren zu betreiben (Betriebspflicht) und auf einen geordneten Marktverlauf hinzuwirken²¹¹. In ihrer Möglichkeit zur Assoziation zu Handelsgesellschaften sind die Skontroführer nicht gesetzlich eingeschränkt, wie dies bei den Kursmaklern im Rahmen des früheren § 34 a BörsG (a.F.) der Fall war.

6. Sanktionsausschuss.

a) Rechtliche Stellung. Als weiteres Börsenorgan mit öffentlich-rechtlichen Befugnissen ist schließlich der Sanktionsausschuss zu nennen²¹². Im Zuge des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes wurde der frühere Ehrenausschuss zum Sanktionsausschuss umgestaltet, indem seine Ahndungsbefugnisse und sein persönlicher Anwendungsbereich ausgedehnt wurden. Dabei kam es dem Gesetzgeber darauf an, ein Organ innerhalb der börslichen Selbstverwaltung zu stärken, das neben der Geschäftsführung der Börse und den Aufsichtsorganen für die Sicherung der Funktionsfähigkeit der börslichen Handelsabläufe, für faire und chancengleiche Behandlung der Anleger und für die Stärkung des Anlegervertrauens verantwortlich sein sollte.

Der Sanktionsausschuss ist kein Gericht²¹³, sondern eine Behörde im verwaltungsrechtlichen Sinne²¹⁴. Die Ahndungsmaßnahmen des Ausschusses stellen behördliche Maßnahmen zur Regelung von Einzelfällen auf dem Gebiet des öffentlichen Rechts und damit Verwaltungsakte dar. Gegen sie ist der Verwaltungsrechtsweg gegeben (ohne dass es eines Vorverfahrens gemäß §§ 68 ff VwGO bedürfte²¹⁵).

b) Zusammensetzung und Verfahren. Die Zusammensetzung und das Verfahren des Sanktionsausschusses ist durch Rechtsverordnung näher geregelt²¹⁶. Seine Mitglieder werden vom Börsenrat auf Dauer von drei Jahren bestellt. Sie dürfen nicht Handelsteilnehmer der Börse sein und nicht deren Organen oder dem Börsenträger oder der Börsenaufsichtsbehörde angehören.

Das Verfahren wird auf Antrag eingeleitet, sodann aber nach dem Grundsatz der Amtsermittlung geführt²¹⁷.

c) Zuständigkeitsbereich. In persönlicher Hinsicht sind der Sanktionsgewalt des Ausschusses nicht nur Börsenhändler als natürliche Personen, sondern auch die börsenzugelassenen Unternehmen als solche unterworfen. In sachlicher Hinsicht wurde der Zuständigkeitsbereich des Sanktionsausschusses insofern erweitert, als dieser nunmehr auch alle Verstöße gegen börsenrechtliche Vorschriften und Anordnungen ahnden kann, die eine ordnungsgemäße Durchführung des Handels an der Börse oder der Börsengeschäftsabwicklung sicherstellen sollen. Damit ist der Ausschuss insbesondere auch für die Ordnungsmäßigkeit der Preisfeststellung zuständig, soweit diese durch Freimakler und Freimaklergesellschaften als Skontroführer erfolgt.

Fehlverhalten der Skontroführer bei der Preisermittlung kann beispielsweise darin liegen, dass börsenrechtliche Vorgaben bei der Bildung von Spreads nicht beachtet werden, Orders nicht oder nicht in der gehörigen zeitlichen Reihenfolge oder verspätet ausgeführt werden, interessenswidrige Ausführungen von IW-Orders erfolgt, die Preisermittlung selbst fehlerhaft ist u.a.m.

Zum ordnungsgemäßen Handel gehört auch die Einhaltung der Bestimmungen über zulässige Eigen- und Aufgabengeschäfte der Skontroführer, über die Einhaltung der börslichen Sicherheitsleistung und aller anderen Vorschriften der Börsenordnung und des Börsengesetzes, der Geschäftsbedingungen und Usancen.

Dagegen gehören Verstöße gegen das Insiderrecht, gegen die Meldepflichten nach § 9 WpHG und gegen die Wohlverhaltensbestimmungen der §§ 31 ff WpHG deswegen nicht zur Zuständigkeit des Sanktionsausschusses, weil insoweit eine spezielle Ahndungskompetenz der Bundesanstalt (bisher: des Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel) besteht. Anders ist dies dann, wenn es sich um Verstöße von Skontroführern gegen die Verbote des Frontrunning und Parallelrunning handelt; für Skontroführer gelten gemäß § 37 Abs. 2 WpHG zwar nicht die §§ 31 ff WpHG, sondern ausschließlich die börsengesetzlichen Bestimmungen; diese untersagen dem Skontroführer Frontrunning und Parallelrunning aber selbstverständlich gleichermaßen.

In entsprechender Weise fallen Verstöße gegen die Solvenzbestimmungen des KWG nicht in den Kompetenzbereich des Ausschusses, sondern gehören ebenfalls zur Zuständigkeit der Bundesanstalt (bisher: des Bundesaufsichtsamts für das Kreditwesen)²¹⁸. Auch die Ahndung von Verstößen gegen ein ordnungsgemäße Börsengeschäftsabwicklung

²¹⁰ § 13 Abs. 2 Nr. 4, § 24 BörsG.

²¹¹ § 27 Abs. 1 BörsG.

²¹² § 20 BörsG.

²¹³ Dies zeigt auch die Eingriffsbefugnis der Börsengeschäftsführung gemäß § 16 Abs. 10 Satz 2 BörsG..

²¹⁴ Schwark, BörsG, § 9 Rn. 4; Schäfer/Geibel, BörsG, § 9 Rn. 7.

²¹⁵ § 20 Abs. 3 Satz 2 BörsG.

²¹⁶ Verordnung über die Errichtung, die Zusammensetzung und das Verfahren der Sanktionsausschüsse an der Frankfurter Wertpapierbörse und der Deutschen Terminbörse (Hess. GVBl. I 1997, 8ff).

²¹⁷ Zu weiteren Einzelheiten vgl. Schäfer/Geibel, BörsG, § 9, Rn. 26ff.

²¹⁸ Eine Ausnahme galt hier nach bisherigem Recht für (Freimakler-)Skontroführer und deren wirtschaftliche Leistungsfähigkeit.

gehört zum Zuständigkeitsbereich des Sanktionsausschusses. Dazu gehört das Verfahren bis zur Erstellung der Schlussnoten, nicht aber die geld- und stückmäßige Erfüllung der geschlossenen Geschäfte²¹⁹. Des Weiteren ist der Ausschuss sachlich zuständig, wenn ein Handelsteilnehmer im Zusammenhang mit seiner Tätigkeit den Anspruch auf kaufmännisches Vertrauen²²⁰ oder die Ehre²²¹ eines anderen Handelsteilnehmers verletzt.

d) Sanktionen. Der Sanktionsausschuss kann nur vorsätzliche oder leichtfertige Verstöße ahnden. Leichtfertigkeit ist eine Sonderform der Fahrlässigkeit, die im Bereich der groben Fahrlässigkeit liegt. Einfache Fahrlässigkeiten scheiden für Sanktionen hingegen aus.

Als Maßnahmen sind der Verweis, die Verhängung von Ordnungsgeldern bis zu EUR 250.000,00 und der temporäre Ausschluss vom Börsenbesuch bis zu 30 Sitzungstagen vorgesehen²²².

Mit einem Ordnungsgeld in bis zu dieser Höhe kann der Sanktionsausschuss auch einen Emittenten belegen, der vorsätzlich oder leichtfertig gegen seine Pflichten aus der Zulassung verstößt²²³.

Ist der Verstoß jedoch so schwerwiegend, dass eine Rücknahme oder ein Widerruf der Börsenzulassung nach § 16 BörsG in Betracht kommt, so gibt der Sanktionsausschuss das Verfahren zuständigkeitshalber an die Börsengeschäftsführung ab²²⁴. Umgekehrt kann die Geschäftsführung der Börse das Verfahren jederzeit an sich ziehen und – je nach dem, welche Tatsachen festgestellt werden und welche Sanktion angemessen erscheint – ggf. wieder an den Sanktionsausschuss zurückverweisen.

III. Börsliches Benutzungsverhältnis.

1. Zulassungsregeln.

a) Öffentlich-rechtliche Zulassungsregeln. Das Benutzungsverhältnis zwischen den öffentlich-rechtlichen Wertpapierbörsen und ihren Teilnehmern ist gleichfalls öffentlich-rechtlich ausgestaltet²²⁵. Daran hat sich auch durch den Wegfall der amtlichen Kursnotiz nichts geändert. Dementsprechend haben die Börsen im Rahmen ihrer Börsenordnungen und Börsengeschäftsbedingungen öffentlich-rechtlich geregelt, unter welchen Voraussetzungen Handelsteilnehmer die Zulassung zum Börsenhandel beanspruchen können, unter welchen Voraussetzungen Wertpapiere zum Börsenhandel zuzulassen sind und in welchem formalisierten Verfahren Börsenpreise ermittelt und festgestellt werden. Das Verfahren über die Zulassung zum Börsenbesuch und zur Teilnahme am Börsenhandel regelt (in Ausgestaltung der börsengesetzlichen Vorgabe gemäß § 16 BörsG) die Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse in den §§ 14 bis 23 c. Das Zulassungsverfahren für Wertpapiere zum amtlichen Markt ist in den §§ 30 ff. BörsG weitgehend durchnormiert. Die Börsenordnungen enthalten insoweit nur noch ergänzende Vorschriften zur Einführung von Wertpapieren und zur Aussetzung der Preisfeststellung im amtlichen Markt²²⁶, sowie Vorschriften über die Zusammensetzung und das Verfahren der Zulassungsstelle²²⁷. Die Einzelheiten der Preisfeststellung im amtlichen Markt regeln die §§ 26 ff. der Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse in Verbindung mit den §§ 35 ff. der Bedingungen für Geschäfte an der Frankfurter Wertpapierbörse.

Die Zulassung zum Geregelteten Markt, das Zulassungsverfahren, die Zulassungsvoraussetzungen und die Zusammensetzung der Zulassungsstelle sowie die Preisermittlung und Preisfeststellung im Geregelteten Markt sind innerhalb der börsengesetzlichen Vorgaben²²⁸ in den §§ 56 ff. Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse im einzelnen geregelt. Dabei ist die Preisfeststellung im Geregelteten Markt ein privatrechtlicher Vorgang²²⁹. Daneben ist seit dem Inkrafttreten des 4. FMFG auch eine Einbeziehung in den Geregelteten Markt vorgesehen, die auf Antrag eines Handelsteilnehmers erfolgen kann.

Für die Zulassung zum Neuen Markt und die dortige Preisfeststellung gelten zunächst die Zulassungsbestimmungen für den Geregelteten Markt. Darüber hinaus verweist § 66 a Abs. 2 Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse auf die Regelungszuständigkeit der Deutsche Börse AG (als Trägergesellschaft der Frankfurter Wertpapierbörse) und das von dieser erlassene Regelwerk für die Zulassung zum Neuen Markt.

Denn diese wurde nach dem früheren § 8 b BörsG unter dem besonderen Gesichtspunkt der Feststellung und Ermittlung des Börsenpreises von der Börsenaufsichtsbehörde überprüft. Mit dem 4. FMFG ist diese Aufgabe der Länderaufsichtsbehörden entfallen.

²¹⁹ Schäfer/Geibel, BörsG, § 9 Rn. 15.

²²⁰ Erforderlich soll hier sein, dass der Antragsteller eines verfahrenseinleitenden Antrags in seinem kaufmännischen Vertrauen verletzt ist; vgl. dazu Schäfer/Geibel, BörsG, § 9 Rn. 18.

²²¹ Zu den dafür in Betracht kommenden Ahndungsfällen vgl. Schäfer/Geibel, BörsG, § 9 Rn. 21.

²²² Vgl. § 20 Abs. 2 BörsG.

²²³ § 20 Abs. 2 Satz 2 BörsG.

²²⁴ Vgl. § 16 Abs. 10 Satz 1 BörsG.

²²⁵ Dies ist keineswegs zwingend; auch eine privatrechtliche Ausgestaltung wäre durchaus zulässig; vgl. *Wolff/Bachhof/Stober*, Verwaltungsrecht, 5. Aufl., § 99 Rdn. 34; *Kümpel*, Börsenrecht, S. 61.

²²⁶ Vgl. §§ 24, 25 der Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse.

²²⁷ Vgl. §§ 50 ff. der Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse.

²²⁸ §§ 49 ff., 50, 24 ff. BörsG.

²²⁹ Denn schon nach bisherigem Recht waren Kursmakler in diesem Segment nicht in amtlicher Funktion tätig.

b) Privatrechtliche Einbeziehung. Der börsliche Freiverkehr ist in vollem Umfang privatrechtlich organisiert und geregelt. Daher findet auch eine Einbeziehung von Wertpapieren in den Freiverkehr auf privatrechtlicher Grundlage statt. Gleiches gilt auch hinsichtlich der Rechtsnatur der dortigen Preisermittlung²³⁰. Die Möglichkeit einer privatrechtlichen Einbeziehung kennt nunmehr auch der Geregelter Markt.

2. Überlassung der personellen und sachlichen Mittel. Über die Schaffung von Zulassungs- und Preisermittlungsregeln hinaus stellt die Börse den Teilnehmern insbesondere alle notwendigen sachlichen und personellen Mittel zur Verfügung, die für einen geordneten Börsenbetrieb notwendig sind. Dazu gehören bei einer Präsenzbörse der Börsensaal mit Kursanzeigetafel, Maklerschranke für die Skontroführer und Händlerbüros für die börsenzugelassenen Institute (Kreditinstitute, Wertpapierhandels-unternehmen, Wertpapierhandelsbanken, Börsenmakler).

Weiter gehören dazu nach heutigem Standard elektronische Informationsübertragungsmedien (laufendes Tickerband für Ad-hoc-Mitteilungen und Anzeigetafel für Kursinformationen), Hilfseinrichtungen, wie elektronische Orderleitsysteme zur Verbesserung des Orderflusses²³¹ und die elektronische Börsengeschäftsabwicklung²³². Allerdings erfolgt deren Überlassung nicht mehr im Rahmen der öffentlich-rechtlichen Betriebspflicht der Börse, sondern geht zumindest teilweise darüber hinaus. Es handelt sich dann um privatrechtliche Dienstleistungsangebote der Börsenträgersgesellschaft, deren Inanspruchnahme gesondert und einzelvertraglich geregelt wird²³³.

Bei vollelektronischen Börsen (Computerbörsen) findet der Handel zwischen vernetzten Teilnehmern durch Eingabe in das elektronische System der Börse und automatisches Matching im Rechner statt. Dementsprechend stellt die Börse hier die erforderliche Netzwerktechnologie samt Zentralrechner zur Verfügung und definiert die Schnittstellen und Anschlussvoraussetzungen für die Teilnehmer am elektronischen Handel²³⁴.

Die Überlassung der sachlichen Mittel, die für die Börsenteilnahme zweckmäßig oder erforderlich sind, geschieht heute besonders im elektronischen Handel zunehmend direkt von Seiten des Börsenträgers an die Börsenteilnehmer im Wege des Abschlusses privatrechtlicher Nutzungsverträge. Denn der Träger wird insoweit nicht mehr als „Beliehener“ in Erfüllung seiner Betriebspflicht, und damit im öffentlich-rechtlichen Bereich tätig, sondern betätigt sich über diese hinaus im privaten erwerbswirtschaftlichen Bereich²³⁵.

3. Börsengebühren und Nutzungsentgelte. Als Gegenleistung für die Inanspruchnahme der Börsen werden Gebühren nach näherer Maßgabe von Gebührenordnungen erhoben.

a) Öffentlich-rechtliche Gebühren. Die Gebührenordnungen der Börsen unterscheiden zwischen den Gebühren für die Zulassung zum Börsenbesuch²³⁶ und den Gebühren für die Zulassung und Einführung von Wertpapieren an der Börse²³⁷.

Erhoben werden Aufnahmegebühren²³⁸, außerdem Jahresgebühren in Form von Festgebühren für Unternehmen²³⁹ und Händlergebühren²⁴⁰.

Bei der Zulassung von Schuldverschreibungen werden bis zu EUR 6.000 je Emission, bei der Zulassung von Aktien variable Gebühren nach Maßgabe der Höhe des Emissionsvolumens gefordert²⁴¹. Für die Prospektprüfung wird eine Gebühr von EUR 2.500 angesetzt.

b) Privatrechtliches Nutzungsentgelt. Neben den öffentlich-rechtlichen Gebühren der Börsen können von der Börsenträgersgesellschaft privatrechtliche Nutzungsentgelte für diejenigen Börsenleistungen verlangt werden, die nicht öffentlich-rechtlicher Natur sind und daher von der Gebührenordnung gemäß § 5 Börsenordnung nicht erfasst werden²⁴². Derartige zusätzliche privatrechtliche Entgelte sind üblich für die Anmietung von Bankenbüros im Börsengebäude, für die Nutzung der Indices²⁴³. Auch für die Teilnahme an dem elektronischen Handelssystem XETRA und für die Nutzung des Order-routing-Systems BOSS-CUBE werden privatrechtliche Entgelte gefordert²⁴⁴.

²³⁰ Vgl. Schwark, §78 Rdn. 3; Schäfer/Ledermann, §78 BörsG, Rdn. 11; allerdings ist das Verfahren der Preisermittlung im Freiverkehr öffentlich-rechtlich geregelt; vgl. §§67, 26ff. Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse.

²³¹ BOSS-CUBE.

²³² BOEGA.

²³³ Vgl. dazu Beck, WM 1996, 2313 ff 2316.

²³⁴ Abschluss von Anschlussverträgen, Miet- und Leasingverträgen sowie Wartungsverträgen für die Soft- und Hardware (vgl. Kumpel aaO, S.64).

²³⁵ Zu den Grenzen dieser erwerbswirtschaftlichen privaten Tätigkeit des mit hoheitlichen Befugnissen beliehenen Börsenträgers, vgl. Beck aaO, 2316 ff.

²³⁶ Vgl. §§2ff. Gebührenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse.

²³⁷ Vgl. §§9ff. Gebührenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse.

²³⁸ Derzeit EUR 40.000,00 für Freimakler, für andere Institute EUR100.000,00.

²³⁹ Derzeit bis zu EUR 6.000,00, verbunden mit einem Hebesatz.

²⁴⁰ Ab dem 2. zugelassenen Börsenhändler bis zu EUR 1.500,00 verbunden mit einem variablen Hebesatz.

²⁴¹ EUR 1.000,00 für Emissionen bis zu EUR 20Mio. mit Gebührenstaffel bis EUR 10.500,00 für Emissionen bis zu EUR 300Mio.

²⁴² Schwark aaO, §5 Rdn. 7. Kritisch Mues, Die Börse als Unternehmen, S. 83 mit dem zutreffenden Argument, dass sich die Börse damit der Rechtsaufsicht über die Gebührenstruktur teilweise entzieht, was durch § 5 Abs. 2 BörsG nicht gedeckt ist.

²⁴³ Deutscher Aktienindex (DAX), DAX-100, M-DAX (für Midcaps) S-DAX (für Smallcaps), NEMAX (für die Werte des Neuen Marktes).

²⁴⁴ Schäfer/Peterhoff, §5 BörsG Rdn. 21.

Dagegen dürfte es sich bei den Schlussnotengebühren, die von Banken und Börsenmaklern für die Börsengeschäftsabwicklung in BOEGA verlangt werden, um öffentlich-rechtliche Gebühren handeln²⁴⁵.

²⁴⁵Vgl. im einzelnen *Schäfer/Peterhoff*, § 5 BörsG Rdn. 21 bis 24.