

**Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht**

Band 12

Börsenkooperationen und Börsenfusionen

Organisationsrecht – Aufsichtsrecht – Kartellrecht

Von

Fabian L. Christoph



Duncker & Humblot · Berlin

FABIAN L. CHRISTOPH

Börsenkooperationen und Börsenfusionen

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Bonn

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 12

Börsenkooperationen und Börsenfusionen

Organisationsrecht – Aufsichtsrecht – Kartellrecht

Eine Untersuchung unter besonderer Berücksichtigung
der europäischen Richtlinie 2004/39/EG
über Märkte für Finanzinstrumente
und deren Umsetzung ins deutsche Recht

Von

Fabian L. Christoph



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristische Fakultät
der Georg-August-Universität zu Göttingen hat diese Arbeit
im Sommersemester 2006 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten
© 2007 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Fremddatenübernahme und Druck:
Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin
Printed in Germany

ISSN 1614-7626
ISBN 978-3-428-12405-3

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Meinen Eltern

Vorwort

Die vorliegende Untersuchung geht zurück auf eine Anregung von Herrn Prof. Dr. Gerald Spindler und entstand in wesentlichen Teilen während meiner Tätigkeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter an seinem Lehrstuhl. Sie wurde im Sommersemester 2006 von der Juristischen Fakultät der Georg-August-Universität zu Göttingen als Dissertation angenommen. Aktuelle Entwicklungen und Veröffentlichungen konnten bis Oktober 2006 Berücksichtigung finden. Entsprechend war es bei der Überarbeitung auch noch möglich, den am 27. September 2006 veröffentlichten Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie für Märkte für Finanzinstrumente einzuarbeiten. Stellungnahmen und Literatur hierzu konnten allerdings nur noch sehr vereinzelt berücksichtigt werden; auch die lange erwarteten Entscheidungen der wichtigsten Börsen und Marktbetreiber über die zukünftige europäische und transatlantische Börsenlandschaft konnten nicht mehr abgewartet werden.

Bedanken möchte ich mich zunächst bei meinem geschätzten Doktorvater Herrn Prof. Dr. Gerald Spindler für die lehrreiche und schöne Zeit, die ich an seinem Lehrstuhl erlebt habe, und insbesondere auch für die zügige Erstellung des Erstgutachtens. Herzlich danken möchte ich zudem Herrn Prof. Dr. Thomas Mann für die rasche Erstellung des Zweitgutachtens. Aufrichtigen Dank möchte ich ferner den Herausgebern für die Aufnahme der Arbeit in der vorliegenden Reihe aussprechen. Ein großer Dank gilt weiterhin der Dr.-Carl-Böse-Stiftung aus der Hansestadt Lübeck, die die Publikation dieser Arbeit finanziell großzügig unterstützt hat. Die Arbeit soll ferner mit einem Förderpreis der Esche Schümann Commichau Stiftung, Hamburg, ausgezeichnet werden. Hierfür bedanke ich mich sehr.

Herzlich danken möchte ich auch dem gesamten Lehrstuhl-Team von damals für die Freude und Hilfe, die ich dort erfahren habe. Allen voran ist Frau Ingrid Rosine Floerke zu nennen; sie ist bis heute stets eine große Unterstützung. Dank gebührt auch meinen ehemaligen Kollegen Herrn Olaf Berner, LL.M., Dr. Lars Klöhn, LL.M. und Herrn Andreas Schmidtke für viele wertvolle Anregungen. Ganz besonders hervorzuheben ist aber Herr Sebastian Bednarz, der es auf sich genommen hat, das gesamte Manuskript Korrektur zu lesen und der mir dabei mit einer ganzen Reihe von Hinweisen sehr geholfen hat. Auch meine Schwester Friederike Christoph hat mir immer wieder wertvolle Informationen aus Brüssel zukommen lassen.

Trotz allem wäre diese Arbeit jedoch ohne die tatkräftige, stetige und vielfältige Unterstützung meiner Eltern Anke und Fritz-Andreas Christoph nie entstanden. Ihnen ist diese Arbeit in größter Dankbarkeit und Liebe gewidmet.

Schließlich gilt ein ganz besonderer Dank Frau Dr. Bettina Thorn, sie hat durch ihre liebevolle Unterstützung und ihre Korrekturvorschläge maßgeblich zum Gelingen dieser Arbeit beigetragen.

Anmerkungen, Hinweise und Fragen zu dieser Untersuchung sind dem Verfasser unter fabian.christoph@jur.uni-goettingen.de sehr willkommen.

Lübeck, im Oktober / November 2006

Fabian Christoph

Inhaltsverzeichnis

Kapitel 1

Einleitung: „Nichts bleibt, wie es ist.“	29
A. Anlaß und Ziele der Untersuchung	29
B. Ursachen des Börsenwandels hin zum „Markt der Märkte“	36
I. Der technische Fortschritt in der Informationstechnologie	36
II. Der „Sog“ der Liquidität	38
III. Die Globalisierung der Kapitalmärkte	40
IV. Die Entstehung und Verschärfung des Interbörsenwettbewerbes	42
V. Die Deregulierung der Finanzmärkte	46
VI. Zusammenfassung: Der wachsende Konsolidierungsdruck auf die Börsen	48
C. Bestandsaufnahme: Aktuelle Tendenzen und Entwicklungen	49
I. Die Mehrländerbörse Euronext N.V.	49
II. iX – international eXchanges	50
III. Die „Nordische Börse“	52
IV. Die weiteren Expansionspläne der Deutsche Börse AG und das Ringen mit der New York Stock Exchange um eine Kooperation mit Euronext	54
V. Die Wertpapierbörse Berlin-Bremen und die NASDAQ Deutschland	58
VI. Der grenzüberschreitende Betrieb des Eurex-Systems für die Eurex Deutschland und die Eurex Zürich	61
VII. Die Fernmitgliedschaft an elektronischen Handelssystemen durch Teilnehmer aus dem Ausland	63
VIII. Die Auslagerung des Betriebes des Handelssystems	64
D. Problemüberblick und Gang der Untersuchung	66

Kapitel 2

Die Eingriffsschwelle der Börsenregulierung	69
A. Die gesetzlichen Vorgaben für eine Börsendefinition	70
I. Die Regelungen nach dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz	72
II. Die Richtlinie 2004/39/EG über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und der Entwurf eines MiFID-Umsetzungsgesetzes	76
B. Der „traditionelle“ Börsenbegriff und das Aufkommen alternativer Handelssysteme	78
C. Die ökonomischen Grundfunktionen der Börse	83
D. Die Entwicklung eines Börsenbegriffes auf der Grundlage von Zentralisierungs-, Marktplatz- und Preisfindungsfunktion	85
I. Das Merkmal der Ortsgebundenheit und die Zentralisierungsfunktion	85
II. Die bilateralen Handelssysteme und die Marktplatzfunktion	88
III. Die Preisfindung als drittes konstituierendes Merkmal der Börse	92
1. Die ökonomische Funktion der Preisfindung als Börsenmerkmal	92
2. Das Merkmal der Preisfindung vor dem Hintergrund der Regelungen über den „Preisimport“	94
3. Der Standpunkt der Finanzmärkte-Richtlinie 2004/39/EG und des MiFID-Umsetzungsgesetz-Entwurfs	96
E. Weitere Merkmale des funktionalen Börsenbegriffes?	99
I. Die Beschränkung auf professionelle Marktteilnehmer	100
II. Die neutrale und unparteiliche Preisfindung	101
F. Ergebnis: Die funktionale Börsendefinition	102

Kapitel 3

Die Börse in ihrem rechtlichen Umfeld	107
A. Die Rechtsnatur der deutschen Börsen	107
I. Die Organisationsform der Börse als Marktveranstalter des Börsenhandels	108
1. Der öffentlich-rechtliche Charakter der Börse	110

Inhaltsverzeichnis	11
2. Die konkrete Organisationsform der Börse	115
a) Die möglichen Organisationsformen der Börse	115
b) Einordnung der Börse in das System öffentlich-rechtlicher Organisationsformen	118
II. Die Rechtsfähigkeit der Börse	130
1. Der Begriff der Rechtsfähigkeit	130
2. Die Feststellung des Umfangs der Rechtsfähigkeit der Börse	133
III. Zwischenergebnis: Der Dualismus von Börsenanstalt und Börsenträger	137
B. Das Verhältnis von Börse, Börsenträger und Börsenaufsicht	139
I. Grundlegende Verteilung der Entscheidungskompetenzen zwischen Börse, Börsenträger und Aufsicht	139
1. Die Selbstverwaltungsbefugnis und die Organisationshoheit der Börse und ihre Grenzen	139
2. Die Einflußnahmemöglichkeiten der Börsenaufsichtsbehörde auf die Börse	144
3. Das Verhältnis von Börsenträger und Börse	146
4. Die Einflußnahmemöglichkeiten der Börsenaufsicht auf den Träger	148
II. Die Grundlage der Zusammenarbeit von Börse und Börsenträger: Die Betriebspflicht des Trägers	150
1. Die börsengesetzliche Betriebspflicht als Ausdruck der verwaltungsrechtlichen Anstaltslast des Trägers	151
2. Inhalt und Umfang der Betriebspflicht nach dem Börsengesetz	154
a) Bereitstellung der zur Durchführung des Börsenbetriebes erforderlichen Mittel (1. Alt.)	155
b) Anforderung von zur angemessenen Fortentwicklung des Börsenbetriebes erforderlichen Mitteln (2. Alt.)	158
3. Die Möglichkeit einer Ausweitung der Betriebspflicht des Trägers über die gesetzlichen Vorgaben hinaus	160
III. Die Überwindung des Dualismus durch Personalunion von Mitgliedern der Börsenorgane und der Börsenträgerorgane	163
C. Die Einflußnahmemöglichkeiten der Aufsicht im Rahmen der Genehmigungs-erteilung und der laufenden Aufsicht	169
I. Die Rolle der Genehmigung für Börse und Träger	169

1. Die Rechtswirkungen der Genehmigungserteilung	169
2. Die Bedeutung der Genehmigung bei der laufenden Aufsicht: Die Aufhebung als <i>ultima ratio</i> der Aufsichtsmaßnahmen	173
3. Die Erweiterung der Pflichtenstellung des Börsenträgers aufgrund dessen Stellung als Anstaltsträger	174
a) Kritik an der Annahme eines Beleihungstatbestandes	174
b) Bedeutung der verwaltungsrechtlichen Qualifizierung des Trägers	180
4. Die Erweiterung der Pflichtenstellung des Börsenträgers aufgrund anderer Aufsichtsgesetze	181
a) Zusätzliche Aufsicht des Trägers wegen des Börsenbetriebes	182
b) Zusätzliche Aufsicht des Trägers wegen anderer Tätigkeiten	182
(1) Der Börsenträger als Betreiber des Freiverkehrs	182
(2) Der Börsenträger als Betreiber des zentralen Kontrahenten	187
c) Zwischenergebnis: Die Pflichtenstellung des Trägers	188
II. Der Tatbestand der Genehmigung: Die Errichtung einer Börse	189
1. Die Errichtung einer Börse im Sinne des Börsengesetzes	190
a) Die Neuerrichtung	190
b) ... in Deutschland	191
2. Sonstige Tatbestände der Errichtung einer Börse?	195
a) Der „Wechsel“ des Börsenträgers	195
b) Die Fusion zweier genehmigter Börsen	201
c) Die Einführung neuer Handelssysteme an einer bestehenden Börse	205
3. Zusammenfassung: Die Genehmigungsbedürftigkeit von Kooperationsvorhaben	207
III. Die Genehmigungs- bzw. Bestandsvoraussetzungen	207
1. Der (zukünftige) Börsenträger als Adressat und Antragsteller der Genehmigung	208
2. Die Gewähr zur Erfüllung der Betriebspflicht	210
a) Die Bereitschaft zur Erfüllung der Betriebspflicht: Die börsenrechtliche Zuverlässigkeit des Trägers	210
b) Die Fähigkeit zur Erfüllung der Betriebspflicht: Die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit des Trägers	215
c) Die Einbindung des Antragstellers in einen Konzern	216

3. Die fachliche Eignung des Antragstellers	219
4. Der Blick auf die Anteilseigner des Börsenträgers	221
a) Die Anteilseignerkontrolle nach dem Börsengesetz	223
(1) Verhältnis der Vorschrift zur Aufhebung der Genehmigung	223
(2) Die Auslegung der Eingriffsvoraussetzungen	224
(3) Die Zuverlässigkeit der Anteilseigner	230
(4) Zwischenergebnis: Die Anteilseignerkontrolle nach dem Börsengesetz	233
b) Die Nachbildung eines „Teilhaberkonzeptes“ im Rahmen der Anteilseignerkontrolle	234
c) Mögliche Interessenkonflikte bei den Anteilseignern	234
5. Die Gewährleistung angemessener Rahmenbedingungen für die Aufsicht ..	236
6. Die kartellrechtliche Unbedenklichkeit als Genehmigungsvoraussetzung ..	240
a) Börsen und Kartellrecht	241
(1) Anbieterwettbewerb <i>versus</i> Marktpreisqualität	242
(2) Die Entscheidung des Gesetzgebers für den Wettbewerb	246
(3) Exkurs: Konzentration der Clearing- und Settlement-Gesellschaften	248
(4) Ergebnisanalyse: Die Förderung des Interbörsenwettbewerbes	250
b) Die Anwendung des Kartellrechts auf die Börsen und Börsenträger	251
c) Die Auswirkungen des Kartellrechts auf die Aufsicht nach dem Börsengesetz	255
d) Ergebnis: Börsen und Kartellrecht	259
7. Sonstige Genehmigungsvoraussetzungen	259
a) Die Bedürfnisprüfung als Marktsteuerung im Rahmen der Genehmigung	260
b) Die Gewährleistung der guten Ordnung am Kapitalmarkt und die Förderung des Finanzplatzes	263
8. Zusammenfassung: Die Genehmigungsvoraussetzungen einer Börse	265
IV. Die Aufhebung der Börse durch die Börsenaufsicht als <i>ultima ratio</i> der laufenden Aufsicht	265
1. Die Möglichkeit der Aufhebung der Börse durch die Börsenaufsicht	266
2. Die Voraussetzungen der Aufhebung	268
3. Die Aufhebung der Börse auf Betreiben des Trägers oder der Börsenorgane	270

a) Einseitiger Verzicht des Börsenträgers auf die Genehmigung	270
b) Wirkungen des „gewillkürten“ Untergangs des Börsenträgers	272
c) Auflösungsbeschluß seitens der Börsenorgane	272
V. Zusammenfassung: Genehmigungsrechtliche Zulässigkeit von Kooperationsvorhaben	274

Kapitel 4

Börsenorganisationsrechtliche Zulässigkeit konkreter Kooperationen und Fusionen 276

A. Das anwendbare Börsenorganisationsrecht in nationalen und internationalen Zusammenhängen	276
I. Das auf die Börsen anzuwendende Rechtsregime	276
II. Die anzuwendenden Organisations- und Aufsichtsgesetze	278
1. Die Börsen als Finanzdienstleister nach dem Kreditwesengesetz	279
2. Die Börsen als Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach dem Wertpapierhandelsgesetz	281
3. Die Börsen als Anlagemakler nach der Gewerbeordnung	282
4. Die richtlinienkonforme Anwendung des Börsengesetzes	283
5. Zwischenergebnis: Das anzuwendende Organisationsrecht	285
B. Die unternehmerische Freiheit des Trägers und das Selbstverwaltungsrecht sowie die Organisationshoheit der Börse	285
C. Börsenrechtliche Bewertung einzelner Kooperationsvorhaben von Börsen und Börsenbetreibern	287
I. Die Fernmitgliedschaft an einer Börse (<i>remote membership</i>)	287
1. Die Entscheidungskompetenzen für den Fall der Einführung der <i>remote membership</i>	289
a) Die Einführung eines elektronischen Handelssystems	289
b) Die Zulassung einzelner Handelsteilnehmer als <i>remote member</i>	291
2. Besonderheiten bei der <i>remote membership</i> von Handelsteilnehmern aus dem Ausland an einer deutschen Börse	293
a) Beschränkungen nach deutschem Recht	293
b) Beschränkung nach dem Recht des Handelsteilnehmers	295

3. Besonderheiten bei der <i>remote membership</i> von Handelsteilnehmern aus Deutschland an einer ausländischen Börse	297
a) Beschränkungen nach deutschem Recht	297
b) Beschränkungen nach dem Recht der ausländischen Börse	298
4. Zusammenfassung: Die Konsolidierung der Börsen mittels Fernmitgliedschaften	299
II. Vertragliche Kooperationsvorhaben seitens der Börsen	300
1. Die Kompetenz der Börse zur internen Börsenorganisation	301
2. Die börsen- und aufsichtsrechtlichen Schranken bei Kooperationsabkommen der Börse	304
3. Die faktischen Schranken: Die fehlende Vollrechtsfähigkeit der Börse und die Rechte des Trägers	308
4. Exkurs: Die Zulässigkeit der Verlagerung bestimmter Segmente an die Partnerbörse	308
5. Zusammenfassung: Vertragliche Kooperationsmöglichkeiten der Börse ...	312
III. Vertragliche Kooperationsvorhaben seitens des Börsenträgers	313
1. Zulässigkeit und Verteilung der Entscheidungskompetenzen	313
2. Die Grenzen der Handlungsfreiheit des Trägers: Organisationsmacht der Börse und „faktische“ Änderungen der Börsenordnung	315
3. Die Möglichkeit weitergehender Beschränkung des Trägers durch die Börsenordnung	319
4. Zusammenfassung: Vertragliche Kooperationsvorhaben des Trägers	321
IV. Der Betrieb von Systemen für Dritte und die Auslagerung des Börsenhandels	321
1. Die Zulässigkeit der Auslagerung wesentlicher Funktionen und Tätigkeiten	323
a) Die Entscheidung über die Auslagerung	325
b) Die börsengesetzlichen Voraussetzungen der Auslagerung wesentlicher Funktionen	327
2. Die börsenrechtsrelevanten Rechtsfolgen der Auslagerung des Handelssystems	329
a) Die Rechtsfolgen der Auslagerung des Handelssystems	329
b) Die Beschränkungen des Börsenträgers beim Betrieb eines Handelssystems für Dritte	331
3. Die Auslagerung im internationalen Kontext	333
4. Zusammenfassung: Das Outsourcing von Börsendienstleistungen	334

V. Die Lizenzerteilung nach § 17 Abs. 2 BörsG als zwangsweise „Börsenkooperation“	334
VI. Der gemeinschaftliche Betrieb eines Handelssystems	336
1. Die Zulässigkeit des gemeinschaftlichen Betriebes und die Verteilung der Entscheidungskompetenzen	336
2. Der grenzüberschreitende Betrieb eines gemeinsamen Handelssystems ...	337
VII. Die gesellschaftsrechtliche Kooperation: Fusion und Konzernierung von Bör- senträgern	338
1. Die anteilmäßige Beteiligung Dritter an Trägergesellschaften und die Einbindung des Trägers in einen Konzern	340
a) Die Entscheidungskompetenzen bezüglich der Maßnahmen und das Mitspracherecht der Börse	340
b) Die börsenaufsichtsrechtlichen Eingriffsmöglichkeiten der Aufsichts- behörden	342
(1) Genehmigungserfordernisse im Falle gesellschaftsrechtlicher Ver- änderungen seitens des Trägers	342
(2) Die Anteilseignerkontrolle nach dem Börsengesetz	343
(3) Die Zulässigkeit der Aufhebung der Genehmigung wegen Kon- zernverflechtungen	347
(4) Die Verlagerung der Konzernleitung ins Ausland	349
2. Der Erwerb von Anteilen an anderen Börsen und Börsenbetreibern durch den Börsenträger	350
3. Die Zulässigkeit einer Sitzverlegung seitens der Trägergesellschaft und Befugnisse der Aufsicht in diesem Fall	351
a) Die Sitzverlegung im Inland	352
b) Die Zulässigkeit einer identitätswahrenden Sitzverlegung ins Ausland ..	352
c) Folgerungen für die „börsenaufsichtsrechtlichen Möglichkeiten“	356
4. Die vollständige Verschmelzung von Trägergesellschaften	357
a) Die Befugnisse der Aufsicht bei der Verschmelzung von Trägergesell- schaften innerhalb Deutschlands	357
b) Die Zulässigkeit einer grenzüberschreitenden Verschmelzung von Trä- gergesellschaften und Folgerungen für die Aufsicht	359
c) Die Gründung einer Europäischen Aktiengesellschaft	362
5. Zwischenergebnis: Die Zusammenarbeit von Börsenträgern auf strukturel- ler Ebene	364
6. Exkurs: Die Vorschläge der Deutsche Börse AG für eine Zusammenarbeit mit Euronext	365

VIII. Die Fusion von Börsenanstalten	367
1. Die Zulässigkeit der Fusion von Börsenanstalten	369
a) Die grundsätzliche Möglichkeit der Fusion von öffentlich-rechtlichen Anstalten	369
b) Die Formen der Fusion von öffentlich-rechtlichen Anstalten	371
(1) Die länderübergreifende Fusion von Anstalten durch Staatsvertrag	371
(2) Die Anstaltsfusion durch anstaltseigene Entscheidung	373
(3) Die Fusion durch Entscheidung der Errichtungskörperschaft	373
(4) Zwischenergebnis: Die Zulässigkeit der bundeslandübergreifenden Fusion von Anstalten	374
c) Die Zulässigkeit einer Fusion von Börsenanstalten	374
2. Die fusionierte Börsenanstalt	377
a) Die organisatorische Errichtung der fusionierten Börsenanstalt	377
b) Der Identitätswechsel und die Rechtsnachfolge	378
(1) Der Verlust der Rechtsidentität durch die Fusion	378
(2) Die Anordnung der Rechtsnachfolge seitens der Börse	381
(3) Die Nachfolgefähigkeit der Anstaltsnutzungsverhältnisse	384
3. Das Erfordernis der Neugenehmigung	385
a) Das Erfordernis der statusrechtlichen Inanspruchnahme	386
b) Das Erfordernis der ordnungsrechtlichen Genehmigung	390
c) Zwischenergebnis: Die Börsenfusion als besondere Form der Neuerichtung einer Börse	390
4. Die Beteiligung von Börse und Börsenträger bei der Fusion	391
a) Die Beteiligung der Börsenträger	392
b) Die Beteiligung der Börsen	392
5. Die Mehrheit von Börsenträgern und die Aufteilung der Betriebspflicht ...	396
a) Die Zulässigkeit einer Mehrheit von Anstaltsträgern im allgemeinen ..	397
b) Die Zulässigkeit einer Mehrheit von Börsenträgern im besonderen	398
c) Die Beschränkung der Betriebspflicht der einzelnen Träger	400
6. Der notwendige Inhalt des Staatsvertrages	403
7. Zusammenfassung: Die Fusion von Börsenanstalten	403
D. Zusammenfassung: Die Möglichkeiten der Börsen zur Kooperation	404

E. Der Rechtsschutz der Beteiligten	406
I. Der Rechtsschutz des Börsenträgers	406
1. Der Rechtsschutz bei unzulässiger Versagung der Börsengenehmigung bzw. der Börsenerlaubnis	406
a) Die Rechtslage nach § 1 Abs. 1 S. 1 BörsG	406
b) Die Rechtslage nach § 4 BörsG-E	411
2. Der Rechtsschutz und die Entschädigungsansprüche des Trägers bei der Aufhebung der Börse	412
3. Der Rechtsschutz des Trägers gegen unzulässige Maßnahmen der Börse ..	413
II. Der Rechtsschutz der Börse gegen Maßnahmen der Aufsicht	414
1. Der Rechtsschutz gegen die Versagung der Genehmigung von Börsen- oder Gebührenordnung	414
2. Der Rechtsschutz der Börse gegen ihre Aufhebung und andere Maßnah- men der Börsenaufsicht	415
III. Der Rechtsschutz der Börsennutzer	415
1. Der Rechtsschutz der Börsennutzer gegen Entscheidungen der Börsenor- gane	415
a) Der Rechtsschutz gegen Verwaltungs- und Aufsichtsmaßnahmen der Börsenorgane	415
b) Der Rechtsschutz gegenüber der „Strategie“ der Börse	416
2. Der Rechtsschutz der Börsennutzer gegen Entscheidungen der Aufsichts- behörden	417
3. Der Rechtsschutz der Börsennutzer gegen Entscheidungen des Börsenträ- gers	417
 <i>Kapitel 5</i> 	
Aufsichtsrechtliche Probleme bei der laufenden Aufsicht	419
A. Die Grundlagen der Aufsicht über die Börse und ihren Träger	419
I. Das Marktrecht der Börse	419
II. Die Rechtsaufsicht über die Börse und die Marktaufsicht über die Teilnehmer	420
III. Das Zusammenspiel der verschiedenen Ebenen der Börsen- und Marktauf- sicht	423

1. Die Arbeitsteilung zwischen Handelsüberwachungsstelle, Börsenaufsicht und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht	423
2. Die Forderungen nach einer zentralen Bundesaufsicht	426
B. Aufsichtsrechtliche Probleme bei der nationalen Kooperation von Börsen	431
I. Die Länderaufsicht über bundesweit tätige Börsen	431
II. Die Aufsicht über Mehrländeranstalten	432
C. Aufsichtsrechtliche Probleme bei der internationalen Kooperation von Börsen ...	435
I. Allgemeine Probleme der Aufsicht im internationalen Kapitalmarktrecht	436
1. Das anwendbare Aufsichtsrecht	437
a) Die Aufsicht über die Börsenorgane	440
b) Die Aufsicht über die an der Börse tätigen Personen	440
c) Der Sonderfall der Anteilseignerkontrolle	442
2. Die Aufsichtszuständigkeit	444
3. Der Normvollzug im Ausland im allgemeinen	446
a) Erleichterungen beim Normvollzug innerhalb der Europäischen Union	448
b) Die weitergehenden Neuregelungen durch die Finanzmärkte-Richtlinie 2004 / 39 / EG (MiFID)	452
c) Die fortbestehenden Lücken im Normvollzug und ihre Bewältigung in der Praxis	454
II. Die bestehenden Vollzugs- und Sanktionsmöglichkeiten nach dem Börsengesetz und die konkreten Defizite	455
1. Die bestehenden Vollzugs- und Sanktionsmöglichkeiten gegenüber Handelsteilnehmern bei Verstößen gegen das Börsengesetz	455
2. Die bestehenden Vollzugs- und Sanktionsmöglichkeiten gegenüber den Handelsteilnehmern bei Verstößen gegen sonstige kapitalmarktrechtliche Vorschriften	457
3. Die bestehenden Vollzugs- und Sanktionsmöglichkeiten gegenüber ausländischen Skontrofführern und Emittenten	458
4. Die bestehenden Vollzugs- und Sanktionsmöglichkeiten gegenüber ausländischen Trägern	459
5. Die bestehenden Vollzugs- und Sanktionsmöglichkeiten gegenüber ausländischen Anteilseignern	460

III. Die Lösungen in der Praxis	461
1. Die institutionalisierte internationale Zusammenarbeit	461
2. Die <i>memoranda of understanding</i>	464
3. Untergesetzliche Regelungen durch die Börsenordnung	466
4. Die Statuierung zusätzlicher Pflichten durch obligatorische Nutzungsbedingungen	469
IV. Die Besonderheiten bei der Aufsicht über einzelne Kooperationsprojekte	471
1. Das Outsourcing des Börsenbetriebes in das Ausland	471
2. Der gemeinschaftliche Betrieb eines Handelssystems durch mehrere Börsen	473
a) Die Aufsicht über die Handelsteilnehmer und Emittenten	473
b) Die Marktaufsicht über den Handel	475
c) Exkurs: Die Vorschläge der Deutsche Börse AG für eine Zusammenarbeit mit Euronext	478
3. Die Trennung von Zulassung und Notierung im Rahmen internationaler Kooperationen	478
a) Die Handelsaufnahme im Ausland	480
b) Die Handelsaufnahme in Deutschland	482
D. Ergebnisanalyse: Die laufende Aufsicht über Kooperationsvorhaben	482
 <i>Kapitel 6</i> 	
Zusammenfassung der Ergebnisse und Schlußwort	484
Literaturverzeichnis	491
Stichwortverzeichnis	538

Abkürzungsverzeichnis

a.a.O.	am angegebenen Ort
a.E.	am Ende
a.F.	alte Fassung
aA	anderer Ansicht
abgedr.	abgedruckt
abl.	ablehnend
ABl.	Amtsblatt
abw.	abweichend
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
AG	Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AGInsO	Ausführungsgesetz zur Insolvenzordnung
ähnl.	ähnlich
AK GG	Alternativkommentar Grundgesetz
AktG	Aktiengesetz
allg.	allgemein
AMG	Gesetz über den Verkehr mit Arzneimitteln
Anm.	Anmerkung
AÖR	Archiv des öffentlichen Rechts (zitiert nach Band und Erscheinungsjahr)
Arg.	Argumentation
AT	Allgemeiner Teil
AtomG	Atomgesetz
ATS	Alternative Trading System
Aufl.	Auflage
ausf.	ausführlich
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAG	Bundesarbeitsgericht
BaKred	Bundesamt für Kreditwesenaufsicht
BaWe	Bundesamt für den Wertpapierhandel
BayObLG	Bayerisches Oberstes Landgericht
BayVBl.	Bayerische Verwaltungsblätter
BB	Betriebs-Berater
BBG	Bundesbeamtengesetz
Bd.	Band

Begr.	Begründung, im Literaturverzeichnis: Begründer
Beschl.	Beschluß
BEHG	(schweizerisches) Gesetz über die Börsen und den Effektenhandel
Beil.	Beilage
Beschl.	Beschluß
bzgl.	bezüglich
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHSt	amtliche Sammlung der Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Strafsachen (zitiert nach Band, Seite)
BGHZ	amtliche Sammlung der Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen (zitiert nach Band, Seite)
BImSchG	Bundesimmissionsschutzgesetz
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BÖAG	Börsen AG, Hamburg und Hannover
BörsenR	Börsenrecht
BörsG	Börsengesetz in der am 01. 11. 2006 gültigen Fassung
BörsG-E	Börsengesetz in der Fassung des Entwurfs eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz) vom 14. 09. 2006 (Referentenentwurf)
BörsZulVO	Börsenzulassungsverordnung
BOSS-CUBE	Börsen-Order-Service-System und Computer unterstütztes Börsenhandels- und Entscheidungssystem
BR	Bundesrat
BRRG	Beamtenrechtsrahmengesetz
BT	Besonderer Teil, auch: Bundestag
BuB	Bankrecht und Bankpraxis
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	amtliche Sammlung der Entscheidungen des Bundesverfassungsgericht (zitiert nach Band, Seite)
BVerwG	Bundesverwaltungsbericht
BVerwGE	amtliche Sammlung der Entscheidungen des Bundesverwaltungsgerichts (zitiert nach Band, Seite)
BVerwKostG	Bundesverwaltungskostengesetz
BWB	Berliner Wasserbetriebe, Berlin
BZ	Börsen-Zeitung
CCP	Central Counterpart
CESR	Committee of European Securities Regulators
COM	Documents of the European Commission
d.i.	das ist

DAI	Deutsches Aktien Institut e.V., Frankfurt
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
DBAG	Deutsche Börse AG, Frankfurt
ders.	derselbe
dies.	dieselbe / dieselben
diff.	differenzierend
Diss.	Dissertation
DJT	Deutscher Juristentag
DNotZ	Deutsche Notar Zeitschrift
DÖV	Die Öffentliche Verwaltung
DStR	Deutsches Steuerrecht
DTB	Deutsche Terminbörse
DVBl.	Deutsches Verwaltungsblatt
EZB	Europäische Zentralbank
ECN	Electronic Communication Network
ed.	edition / edited
EEX	European Energy Exchange, Leipzig
EG	Europäische Gemeinschaft
EGV	Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft (konsolidierte Fassung, Amtsblatt Nr. C 325 vom 24. 12. 2002, S. 33 ff.)
entspr.	entsprechend
Erg.	Ergebnis
ESC	European Securities Committee
et al.	<i>et alii</i>
EU	Europäische Union
EuG	(Europäisches) Gericht erster Instanz
EuGH	Europäischer Gerichtshof
Europ.	Europäische / Europäisches
EUV	Vertrag über Europäische Union (konsolidierte Fassung, Amtsblatt Nr. C 325 vom 24. 12. 2002, S. 5 ff.)
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
EWS	Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht
f.	folgende
FASZ	Frankfurter Allgemeine Sonntags Zeitung
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FESCO	Forum of European Securities Commissions
ff.	fortfolgende
FG	Festgabe

FKVO	Verordnung (EG) Nr. 139/2004 des Rates vom 20. Januar 2004 über die Kontrolle von Unternehmenszusammenschlüssen („EG-Fusionskontroll-Verordnung“), Amtsblatt Nr. L 24 vom 29. 01. 2004, S. 1 ff.
FMFG	Finanzmarktförderungsgesetz
FS	Festschrift
FSA	Financial Services Authority (Finanzmarktaufsicht für Großbritannien)
FTD	Financial Times Deutschland
FWB	Frankfurter Wertpapierbörse, Frankfurt/Main
GATS	General Agreement on Tariffs in Services
GesellschaftsR	Gesellschaftsrecht
GewO	Gewerbeordnung
GG	Grundgesetz
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GmbHR	GmbH Rundschau
GPR	Zeitschrift für Gemeinschaftsprivatrecht
GVBl.	Gesetz- und Verordnungsblatt
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
HB	Handelsblatt
Hdb.	Handbuch
Hess.Min.	Hessisches Ministerium für Wirtschaft, Verkehr und Landesentwicklung
HGB	Handelsgesetzbuch
hM	herrschende Meinung
Hrsg.	Herausgeber
hrsg.	herausgegeben
HS	Halbsatz
HWB	Handwörterbuch
i.Erg.	im Ergebnis
IBIS	Inter-Banken-Informationen-System
IHKG	Gesetz zur vorläufigen Regelung des Rechts der Industrie- und Handelskammern
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
IPR	Internationales Privatrecht
IPRax	Praxis des Internationalen Privat- und Verfahrensrechts
iX	international eXchanges
JagdG	Bundesjagdgesetz
Jb.	Jahrbuch
Jb.J.ZivRWiss.	Jahrbuch Junger Zivilrechtswissenschaftler
JuS	Juristische Schulung

JZ	Juristen Zeitung
K&R	Kommunikation & Recht
KAAG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
KapitalanlageR	Kapitalanlagerecht
KapitalanlegerschutzR	Kapitalanlegerschutzrecht
KapitalgesellschaftsR	Kapitalgesellschaftsrecht
KapitalmarktR	Kapitalmarktrecht
KartellR	Kartellrecht
KMRK	Kapitalmarktrechts-Kommentar
KOM	Dokumente der Europäischen Kommission
Komm.	Kommentar
krit.	kritisch
KWG	Gesetz über das Kreditwesen in der am 01. 11. 2006 gültigen Fassung
KWG-E	Gesetz über das Kreditwesen in der Fassung des Entwurfs eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz) vom 14. 09. 2006 (Referentenentwurf)
LAG	Landesarbeitsgericht (benannt nach Sitz des Gerichts)
LandesbankG	Landesbankgesetz
LBBW	Landesbank Baden-Württemberg
LG	Landgericht (benannt nach Sitz des Gerichts)
LHundeG	Landeshundegesetz
Liffe	Euronext.liffe, ehemals Liffe (London International Financial Futures Exchange), London / Großbritannien
LKV	Landes- und Kommunalverwaltung
LS	Leitsatz
LSE	London Stock Exchange, plc., London
LVwG	Landesverwaltungsgesetz
LVwVfG	Landesverwaltungsverfahrensgesetz
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
MATIS	Makler-Tele-Informations-System
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive, Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABl. EU Nr. L 145 v. 30. 4. 2004, S. 1 ff.
MiFID-UmsG	(zukünftiges) Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz) – bisher nicht verabschiedet –

MiFID-UmsG-E	(Referenten-)Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz) vom 14. 09. 2006
MMR	Multimedia und Recht
MoU	<i>memorandum of understanding</i>
MultimediaR	Multimediarrecht
n.F.	neue Fassung
n.rkr.	nicht rechtskräftig
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations (Computerbörse der US-amerikanischen Freiverkehrshändler) New York / USA
NDR	Norddeutscher Rundfunk
NdsVBl.	Niedersächsische Verwaltungsblätter
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NStZ	Neue Zeitschrift für Strafrecht
NVwZ	Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht
NWVBl.	Nordrhein-Westfälische Verwaltungsblätter
NYSE	New York Stock Exchange, Inc., New York / USA
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZV	Neue Zeitschrift für Verkehrsrecht
ÖBA	Österreichisches Bank-Archiv, Zeitschrift für das Gesamte Bank- und Börsenwesen
OLG	Oberlandesgericht (benannt nach Sitz des Gerichts)
OMX	OMX AB, Stockholm / Schweden
OVG	Oberverwaltungsgericht (benannt nach Sitz des Gerichts)
pos.	positiv
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
RBB	Radio Berlin-Brandenburg
RegE	Regierungsentwurf
RGRK-BGB	Reichsgerichtsräte-Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, auch: Das Bürgerliche Gesetzbuch mit besonderer Berücksichtigung der Rechtsprechung des Reichsgerichts und des Bundesgerichtshofes, hrsg. von Mitgliedern des Bundesgerichtshofes
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft
Rn.	Randnummer
Rs.	Rechtssache
Rspr.	Rechtssprechung
S.	Seite
s.	siehe
SBeil.	Sonderbeilage
Schl.-H.	Schleswig-Holstein

SE	Societas Europaea (Europäische Aktiengesellschaft)
SEC	United States Securities and Exchange Commission, Washington, D.C./USA
SEStEG	Gesetz über steuerliche Begleitmaßnahmen zur Einführung der Europäischen Gesellschaft und zur Änderung weiterer steuerlicher Vorschriften
SigG	Gesetz über Rahmenbedingungen für elektronische Signaturen
Sp.	Spalte
SpkG	Sparkassengesetz
StaatshaftungsR	Staatshaftungsrecht
StaatsR	Staatsrecht
StGB	Strafgesetzbuch
str.	strittig
SWX	SWX Swiss Exchange, Zürich / Schweiz
SZ	Süddeutsche Zeitung
SZW / RSDA	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht / Revue suisse de droit des affaires
TKG	Telekommunikationsgesetz
UmwG	Umwandlungsgesetz
UmwStG	Umwandlungssteuergesetz
Urt.	Urteil
v.a.	vor allem
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
VerfGH	Verfassungsgerichtshof (benannt nach Sitz des Gerichts)
VerkProspG	Verkaufsprospektgesetz
VerkProspVO	Verkaufsprospektverordnung
Verw	Die Verwaltung (Zeitschrift)
VerwaltungsR	Verwaltungsrecht
VerwArch	Verwaltungsarchiv (zitiert nach Band und Erscheinungsjahr)
VG	Verwaltungsgericht (benannt nach Sitz des Gerichts)
VGH	Verwaltungsgerichtshof (benannt nach Sitz des Gerichts)
vgl.	vergleiche
VIZ	Zeitschrift für Vermögens- und Immobilienrecht
VO	Verordnung
Vol.	Volume
VVDStRL	Veröffentlichungen der Vereinigung der Deutschen Staatsrechtslehrer (zitiert nach Band und Erscheinungsjahr)
VwGO	Verwaltungsgerichtsordnung
VwVfG	Verwaltungsverfahrensgesetz
VwVG	Verwaltungsvollstreckungsgesetz
VwZG	Verwaltungszustellungsgesetz

WaffG	Waffengesetz
WettbewerbsR	Wettbewerbsrecht
WirtschaftsR	Wirtschaftsrecht
WM	Wertpapier-Mitteilungen, Teil IV
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz in der am 01. 11. 2006 gültigen Fassung
WpHG-E	Wertpapierhandelsgesetz in der Fassung des Entwurfs eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz) vom 14. 09. 2006 (Referentenentwurf)
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WTB	Warenterminbörse Hannover
WTO	World Trade Organization
WuB	Entscheidungssammlung zum Wirtschafts- und Bankrecht
WuW	Wirtschaft und Wettbewerb
Xetra	elektronisches Handelssystem der Frankfurter Wertpapierbörse
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEuS	Zeitschrift für Europäische Studien
ZEW	Zentrum für Europäisches Wirtschaftsrecht
ZfSH / SGB	Zeitschrift für Sozialhilfe und Sozialgesetzbuch
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, ehemals: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis
zit.	zitiert
ZKredW	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZögU	Zeitschrift für öffentliche und gemeinwirtschaftliche Unternehmen
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZStW	Zeitschrift für Strafrechts-Wissenschaft
zust.	zustimmend
ZVersWiss	Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft
ZWeR	Zeitschrift für Wettbewerbsrecht

Im übrigen wird verwiesen auf:

Kirchner; Hildebert / *Butz*, Cornelia, Abkürzungsverzeichnis der Rechtssprache, 5. Aufl., Berlin 2003

Kapitel 1

Einleitung: „Nichts bleibt, wie es ist.“¹

A. Anlaß und Ziele der Untersuchung

Die internationalen Finanzmärkte haben sich innerhalb weniger Jahre in einem Ausmaß weiterentwickelt, das kaum vorherzusagen war. Die Feststellung, daß daher – trotz der besonderen Stellung der Börsen in der Volkswirtschaft² – auch die europäische Börsenlandschaft tief greifende Umwälzungen erlebt und in der Folge eine fortschreitende Konsolidierung beobachtet werden kann,³ überrascht mittlerweile niemanden mehr.⁴ Diese Strukturveränderungen haben verschiedene Ursachen. Von besonderer Bedeutung sind Liberalisierung, Deregulierung, Globalisie-

¹ Überschrift des Editorials von *Martin Blath* in der Verlagsbeilage „Finanzmärkte“ der FAZ v. 20. 09. 2000, S. 1.

² „Eine Börse ist ein ganz besonderer Dienstleister für die Gesellschaft“, so Commerzbank-Vorstandssprecher *Klaus-Peter Müller* in der FAZ v. 15. 05. 2005, S. 39; zu den ökonomischen Funktionen der Börse noch unter Kapitel 2 C., S. 83 ff.

³ Tatsächlich findet diese Konsolidierung bereits „still und leise“ statt, so die Formulierung des ehemaligen Vorstandsvorsitzenden der Deutsche Börse AG *Werner Seifert* in „Deutsche Börse könnte bald Namen ändern“, FAZ v. 21. 05. 2004, S. 6.

⁴ s. *Köndgen*, FS Lutter, 2000, S. 1401, 1401 ff.; *Spindler*, DStR 2002, 1576, 1582; *M. Weber*, NJW 2000, 2061, 2063; *Cohn*, ZBB 2002, 365, 365 f.; *Bauer/Pleyer/Hirche*, BKR 2002, 102, 102; *Beck*, FS Kümpel, 2003, S. 19, 19; *Hammen*, AG 2001, 549, 549; *Rudolph/Röhrl*, Börsenorganisation, in: *Hopt/Rudolph/Baum*, Börsenreform, S. 143, 241; *Rudolph*, BB 2003, 1036, 1039; *E.Kurth*, Börsenrechtliche Anforderungen, *sub* Einl.; *Beck/Seitz*, in: *Breuer*, Hdb. Finanzierung, S. 33, 40 ff.; *Hoppmann*, EWS 1999, 204, 204; *Nobel*, FS Lutter 2000, S. 1485, 1489; *Blumentritt*, Die privatrechtlich organisierte Börse, S. 39; *Wittich*, Einheitliche Währung, europäischer Kapitalmarkt und nationale Aufsicht, S. 6; *Hansen*, Unter den Börsen wird verschärfter Wettbewerb erwartet, AG 2003, R 474; *Jaschinski*, Börse Stuttgart Pressegespräch 2004; zuvor schon *Hopt/Baum*, WM SBeil. 4/1997, 3, 3; *Schwark*, WM 1997, 293, 293; aus der Presse: *Dreyling*, Wertpapieraufseher zur aktuellen Fusionsdiskussion Frankfurt – London: Eine wirklich europäische Börse gründen!, HB v. 22. 05. 2000, S. 33; „Kein Ende der Börsenkonsolidierung in Sicht“, FAZ v. 04. 05. 2002, S. 25; „Die Börsenkonsolidierung in Deutschland kommt in Gang“, FAZ v. 19. 06. 2002, S. 25; *Kalbhenn*, Osteuropas Börsen haben im Alleingang kaum Chancen, BZ v. 16. 08. 2003, S. 8; *Kalbhenn*, Börsenbranche vor turbulenten Zeiten, BZ v. 27. 9. 2003, S. 3; *ders.*, Börsenszene gerät in Bewegung, BZ v. 21. 5. 2004, S. 1; *ders.*, Osteuropas Börsen auf der Suche nach Bündnispartnern, BZ v. 28. 04. 2004, S. 6; *C. Potthoff*, Das Börsenkarussell bekommt neuen Schwung, HB v. 19. 07. 2001, S. 2; *A. Weber*; Eine empfindliche Schwächung, FAZ v. 20. 01. 2005, S. 20; deutlich der ehem. Kommissar *Bolkestein* „In Europa ist nur Platz für ein halbes Dutzend Börsen“, FAZ v. 15. 03. 2002, S. 19.

rung, technische Entwicklung und zunehmender Wettbewerbsdruck, aber auch die Netzwerkeigenschaft der Handelssysteme.⁵ Das Konzept nationaler Märkte und nationaler Börsen verliert an Bedeutung.⁶ Gleichzeitig diktiert die technologische Entwicklung neue Regeln für den Handel mit Finanzinstrumenten. Die traditionellen Börsen sehen sich wachsender Konkurrenz nicht nur durch andere Börsen, sondern zunehmend auch durch alternative bzw. elektronische Handelsplattformen ausgesetzt.⁷

Vor diesem Hintergrund hat sich die Erkenntnis durchgesetzt, daß globalen Herausforderungen nur mit globalen Strategien begegnet werden kann. Antworten der beteiligten Börsen, Organisationen und Unternehmen sind dementsprechend grenzüberschreitende Kooperationen, internationale strategische Allianzen, Fusionen und Gemeinschaftsunternehmen.⁸ Auch feindliche Übernahmen können in der Zukunft nicht mehr ausgeschlossen werden.⁹ Diese Lösungen aber, die in der Theorie logisch und konsequent erscheinen, stellen sich in der Praxis als äußerst kompliziert heraus: Standortpolitische Interessen, die Nähe der Börsen zum administrativen Sektor und das komplexe regulatorische Börsenumfeld erschweren die

⁵ *Nobel*, FS Lutter 2000, S. 1485, 1485; *E.Kurth*, Börsenrechtliche Anforderungen, *sub* Einl.; *H. Schmidt*, ZBB 2002, 564, 564; ähnl. auch: *Hopt/Baum*, WM SBeil. 4/1997, 3, 3 f.; *Hoppmann*, EWS 1999, 204, 204; *Schwark*, WM 1997, 293, 293 f.; *Blumentritt*, Die privat-rechtlich organisierte Börse, S. 29; „Börsenlandschaft im Umbruch“, Verlagsbeilage Finanzmärkte der FAZ v. 20. 09. 2000, S. 1; zur fortschreitenden technischen Entwicklung etwa *Schenk*, Informationstechnologie und Börsensysteme, S. 66 ff.; *Beck*, WM 1998, 417, 418.

⁶ So auch die Argumentation in: *Deutsche Börse AG*, Vorstandsbericht, *sub* 1.2, S. 5 sowie *Deutsche Bundesbank*, Die internationale Integration der deutschen Wertpapiermärkte, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Dezember 2001, S. 15, 24; *Klenke*, Börsendienstleistungen, S. 24; entsprechend fordert *Nobel*, FS Lutter 2000, S. 1485, 1488, die „Denationalisierung“ der Börsen.

⁷ So etwa die Einführung in: *Deutsche Börse AG*, Vorstandsbericht, *sub* 1.2, S. 5; beispielhaft: „Knight drängt ins europäische Börsengeschäft“, FAZ v. 29. 11. 2000, S. 33; *Neubacher*, Börsen müssen alternative Systeme ernst nehmen, BZ v. 10. 09. 2003, S. 3; *Dreyling*, Wertpapieraufseher zur aktuellen Fusionsdiskussion Frankfurt – London: Eine wirklich europäische Börse gründen!, HB v. 22. 05. 2000, S. 33; *Beck/Seitz*, in: Breuer, Hdb. Finanzierung, S. 33, 42 f.; *Hopt/Baum*, WM SBeil. 4/1997, 3, 4; *Balzer*, Jb.J.ZivRWiss. 2002, 93, 94 f.; *Jaschinski*, Börse Stuttgart Pressegespräch 2004; s. ferner die Nachw. in Fn. 107.

⁸ s. die Übersicht bei *Kalbhenn*, Börsenbranche vor turbulenten Zeiten, BZ v. 27. 09. 2003, S. 3; *C. Potthoff*, Das Börsenkarussell bekommt neuen Schwung, HB v. 19. 07. 2001, S. 2; ausf. *Book*, Elektronischer Börsenhandel, S. 238 ff.; ähnl. Bewertung bei *Rudolph/Röhl*, Börsenorganisation, in: *Hopt/Rudolph/Baum*, Börsenreform, S. 143, 241; *Merkt*, Börsenrechtliches Teilgutachten G zum 64. DJT, G 50 ff.; *E. Kurth*, Börsenrechtliche Anforderungen, *sub* Einl.; *Florian*, Rechtsfragen des Wertpapierhandels, S. 245; *Kronke*, Liber Amicorum Böckstiegel, 2001, S. 431, 432, 436; *Baumeister*, Aktionsplan für Finanzdienstleistungen, in: Britzelmaier/Geberl/Kaufmann/Menichetti, Regulierung oder Deregulierung, S. 29, 29; *Hoppmann*, EWS 1999, 204, 204; *Blumentritt*, Die privat-rechtlich organisierte Börse, S. 48.

⁹ So auch: „Börsenlandschaft im Umbruch“, Verlagsbeilage Finanzmärkte der FAZ v. 20. 09. 2000, S. 1; *Nobel*, FS Lutter 2000, S. 1485, 1508 f.; s. dazu insbesondere die umfangreiche Berichterstattung bzgl. der Übernahmeschlacht um die London Stock Exchange plc. durch die OMX Group, dazu Fn. 148, 149.

angestrebten Lösungswege außerordentlich.¹⁰ Viele der öffentlichkeitswirksam angekündigten Kooperationen kamen oder kommen daher über das Ankündigungsstadium nie hinaus.¹¹ Einige der hierfür ursächlichen Probleme sollen in der vorliegenden Arbeit behandelt werden.

Obwohl auf den unterschiedlichen Ebenen der Börsenorganisation schon lange Kooperationen auch auf internationaler Ebene an der Tagesordnung waren – als Beispiel sei an dieser Stelle nur die deutsch-schweizerische Zusammenarbeit bei der Eurex¹² genannt –, so traf das Bekanntwerden der Pläne der Deutsche Börse AG, mit der London Stock Exchange plc. unter dem Titel „iX international eXchanges“ weitgehend zu kooperieren,¹³ Anfang April 2000 die breite Öffentlichkeit recht unvorbereitet. Der Umfang der Pläne überraschte Analysten wie Wissenschaftler gleichermaßen und stellte sich zu diesem Zeitpunkt als der „big bang“ der europäischen und sogar weltweiten Kapitalmärkte dar. In dieser Phase der Kooperations- und Fusionsbestrebungen wurde aufgrund der umfangreichen Berichterstattung in der Presse¹⁴ auch der Öffentlichkeit deutlich, daß die vorhergesagten Umwälzungen nicht nur von Wissenschaftlern und Analysten angekündigt, sondern auch in der Praxis diskutiert werden. Während daher auch in der Öffentlichkeit das Für und Wider der Pläne kontrovers diskutiert wurde,¹⁵ begann man sowohl in der rechtswissenschaftlichen Literatur wie auch die aufsichtsrechtlichen Praxis, sich mit den Problemen des konkreten Projektes intensiv auseinanderzusetzen. Dabei stellte sich heraus, daß das juristische Feld für die zu erwartenden Veränderungen in weiten Bereichen nicht bereitet war,¹⁶ denn eine erschöpfende, rechtlich orientierte Beschäftigung mit dem Thema „Börsenfusionen und -koopera-

¹⁰ *Nobel*, FS Lutter 2000, S. 1485, 1497; *Merkt*, Börsenrechtliches Teilgutachten G zum 64. DJT, G 51, stellt eher auf technische Schwierigkeiten (Wahl des Handelssystems und des Abwicklers) ab; s. dazu auch: „Börsenlandschaft im Umbruch“, Verlagsbeilage „Finanzmärkte“ der FAZ v. 20. 09. 2000, S. 2; „Fusionsfieber treibt die Börsenaktien auf extreme Höhen“, FAZ v. 14. 01. 2006, S. 21.

¹¹ Dies stellt *Book*, Elektronischer Börsenhandel, S. 4 und 241 ff. zu recht fest; ähnl. *Rudolph/Röhr*, Börsenorganisation, in: Hopt/Rudolph/Baum, Börsenreform, S. 143, 242 f.

¹² Hierzu Kapitel 1 C.VI., S. 61 ff.

¹³ Dazu sogleich unter Kapitel 1 C.II., S. 50 ff.

¹⁴ s. statt vieler *Köndgen*, Die Aufsichtsbehörde muß einen Entzug der Börsenzulassung prüfen, FAZ v. 22. 08. 2000, S. 32 einerseits und *Beck*, Für Aufnahme in das Standard-Segment von iX genügt die Zulassung in Deutschland, FAZ v. 25. 07. 2000, S. 32 sowie „Nicht den Stecker aus der Steckdose ziehen“, FAZ v. 23. 08. 2000, S. 30 andererseits; weiterhin „Vorwurf der Rechtswidrigkeit der Börsenfusion wird zurückgewiesen“, FAZ v. 04. 08. 2000, S. 26. Bei iX handelt es sich um das Projekt „international eXchanges“, s. hierzu Kapitel 1 C.II., S. 50 f.

¹⁵ s. *Wittkowski*, Viel zu tun auf der Dauerbaustelle Finanzplatz Deutschland, BZ v. 12. 09. 2003, S. 5, der auch im Nachhinein offen läßt, ob die Bemühungen um iX deutsche oder englische Interessen förderten.

¹⁶ Ähnl. Bewertung bei *Beck*, BKR 2002, 662, 663; s. auch *Michie*, The London Stock Exchange, S. 650. Nach *Nobel*, FS Lutter 2000, S. 1485, 1486 Fn. 4 ist das Börsenrecht insgesamt von der juristischen Forschung und Lehre vernachlässigt worden.