



Ernest Cezary Bodura

Die Frage des Börsenzwangs
in der deutschen
börsenrechtspolitischen Diskussion
des 20. Jahrhunderts



§ 1 Einführung in die Problematik

A. Problemstellung

Unter dem Börsenzwang wird meistens eine (Rechts-)Bestimmung verstanden, die den am Wertpapierhandel beteiligten Personen (Rechtssubjekten) mehr oder weniger zwingend „vorschreibt“, die anfallenden Wertpapiergeschäfte „über die Börse zu leiten“, d. h. diese im Rahmen eines organisierten Börsenhandelssystems abzuschließen.

Die entsprechenden Charakterisierungen des Börsenzwangs, die hierzu im Schrifttum formuliert werden, unterscheiden sich im Einzelnen sehr stark von einander. Insofern erscheint die Herausarbeitung einer möglichst präzisen Börsenzwangsdefinition auch in einer eher rechtshistorisch angelegten Arbeit wie der vorliegenden unumgänglich. Zunächst muss es jedoch gelten, sich an der o. g. „simplen“ Beschreibung des Börsenzwangs zu orientieren, zumal ihr ein gewisser Erkenntniswert nicht von vornherein abgesprochen werden kann.

Es liegt auf der Hand, dass hinter jeglichem börsenrechtspolitischen Vorstoß in Richtung auf die Einführung eines wie auch immer gearteten Börsenzwangs immanent das Streben nach der Steigerung der Börsenumsatzkonzentration stehen muss.

Die Frage der Börsenumsatzkonzentration selbst wie auch diejenige, ob es börsen- oder wirtschaftspolitisch angebracht ist, diese mittels entsprechender rechtlicher Maßnahmen nun noch zusätzlich zu steigern, wurde hierzulande bereits lange vor der allgemeinen Verwendung der Worte „Börsenzwang“ und „Börsenzwangsfrage“ thematisiert. So lassen sich die ersten diesbezüglichen Vorstöße in der deutschen Literatur schon um die Jahrhundertwende vom neunzehnten zum zwanzigsten Jahrhundert ausmachen. In den 1930er Jahren wurde die Frage der rechtlichen Maßnahmen zur Steigerung der Börsenumsatzkonzentration erneut und besonders intensiv diskutiert. Zur erstmaligen Verwendung des Begriffs „Börsenzwang“ kam es hingegen erst im einschlägigen Schrifttum der 1940er Jahre.

Seither benutzte man den Begriff stets dann, wenn die Fragen der Börsenumsatzkonzentration und der (Rechts-)Maßnahmen zur deren Steigerung zur Debatte standen. So griff man auf ihn beim „Neuaufflammen“ der einschlägigen Diskussion in den 1960er Jahren zurück, als die Einführung ge-

setzlicher Bestimmungen zur Förderung der Umsatzkonzentration an der Börse erneut sehr intensiv diskutiert wurde, zumal ein „absoluter“ gesetzlicher Börsenzwang den Kernpunkt der seitens des Bundeswirtschaftsministeriums (BWM) geplanten Börsenreform bilden sollte.

Wenn auch weniger ausgiebig, so wurde die Frage der Börsenumsatzkonzentration bzw. des Börsenzwangs auch in den 70er Jahren diskutiert, wobei der Ton der einschlägigen Auseinandersetzungen in dieser Zeitperiode hauptsächlich durch die wirtschaftswissenschaftliche Literatur angeeignet wurde¹.

Seit den frühen 90er Jahren ist das Thema Börsenzwang in der börsenrechtlichen Literatur hierzulande wieder verstärkt präsent, zunächst im Zusammenhang mit dem Inkrafttreten des 2. Finanzmarktförderungsgesetzes, das im Jahre 1994² mit § 10 BörsG 1896 (i.d.F.v. 1994) erstmals in der modernen Geschichte des deutschen Börsenrechts eine gesetzliche Bestimmung eingeführt hat, die man zweifelsohne als eine Form des Börsenzwangs ansehen konnte. Schon bald danach, nämlich im Jahre 1997, kam es zu einer Novellierung dieser Bestimmung, um auf diese Weise die sich aus der EG-Wertpapierrichtlinie vom 10. Mai 1993³ ergebenden gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben betreffend die rechtlichen Maßnahmen zur Wertpapierhandelskonzentration in das nationale deutsche Recht umzusetzen.

Dessen ungeachtet ist die Börsenzwangsfrage im Schrifttum insbesondere im Zusammenhang mit der Verabschiedung des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes weiter erörtert worden, wobei das „*Börsenreformgutachten*“ von HOPT/RUDOLPH/BAUM⁴, das „*Gegengutachten*“ von BAUMS/SEGNA⁵ und (nach dem Inkrafttreten des 4. FFG am 1. Juli. 2002⁶) das Gutachten von

1 Wie dies noch unten zu zeigen sein wird, brachte die Einführung eines „freiwilligen Börsenzwangs“ im Zuge einer entsprechenden Änderung der Bestimmungen der Nr. 29 Abs. 1 AGB der privaten Banken eine gewisse „Entspannung“ in dieser Hinsicht; mehr dazu s. u. S. 231.

2 BGBl. I 1994, S. 1749.

3 RL 93/22/EWG, (Wertpapierdienstleistungs-RL) des Rates v. 10.5.1993 über Wertpapierdienstleistungen, ABl. L 141 v. 11.6.1993, S. 27.

4 Vgl. dazu Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform. Eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung, Stuttgart 1997.

5 Baums/Segna, Börsenreform, Arbeitspapier Nr. 65 des Instituts für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück 1998.

6 BGBl. I 2002, S. 2010. Der Vollständigkeit halber ist an dieser Stelle noch anzumerken, dass das mit diesem Artikelgesetz, 4. FFG, eingeführte -zu diesem Zeitpunkt ganz neue BörsG ebenfalls eine „Börsenzwangsbestimmung“, nämlich § 22 BörsG 2002, enthalten hat.

MERKT für den Deutschen Juristentag 2002⁷ eine besondere Bedeutung erlangt haben.

Die Problematik der Börsenumsatzkonzentration bzw. des ganzen Fragenkomplexes der Vor- und Nachteile einer inner- und außerbörslichen Orderausführung wurde in dieser Zeit auch im Zusammenhang mit der zunehmenden Verbreitung der sog. Internalisierung, d. h. einer hausinternen Ausführung durch die (Groß-)Banken, oft thematisiert.

Hinzu kam noch der Streit um den Charakter der Kundenauftragsausführung über das „beste“ System der Deutschen Börsen AG. Auf der Ebene des Gemeinschaftsrechts wurde im Vorfeld der Verabschiedung der im Dezember 2004 endgültig angenommenen neuen Wertpapierdienstleistungsrichtlinie wiederum heftig um die Frage der rechtlichen Maßnahmen zur Steigerung der Umsatzkonzentration im Rahmen organisierter Märkte diskutiert, wobei die Debatte im Zusammenhang mit dem Streit über die künftige Ausgestaltung der Bestimmungen betreffend die Kundenauftragsausführung über die hausinternen Handelsplattformen der (Groß-)Banken stand.

Vor dem Hintergrund der zwar nicht ständigen, aber doch immer wiederkehrenden Auseinandersetzungen betreffend die Börsenumsatzkonzentration bzw. die Börsenzwangsfrage kann man sich fragen, ob sich nicht von dem Phänomen einer de facto permanenten, d. h. einer beinahe über das ganze 20. Jahrhundert hinweg geführten „Börsenzwangsdebatte“ in Deutschland sprechen lässt. Daran würde vermutlich auch die Tatsache nichts ändern können, dass die besagte „*permanente Börsenzwangsdebatte*“ zweifelsohne zum Teil nur wenig spektakulär verlief und insofern auch als „*unterschwellig*“ bezeichnet werden kann.

Sollte man auf die These von einer „*permanenten deutschen Börsenzwangsdebatte*“ abstellen, so würden sich in diesem Zusammenhang noch einige weitere, ebenso interessante Fragestellungen ergeben.

Zum einen geht es um die Frage nach dem argumentativen Ansatz, der dabei jeweils zum Zuge gekommen ist, d. h. mit anderen Worten, ob die jeweils für und gegen den Börsenzwang vorgebrachten Argumente stets dieselben geblieben sind oder ob diese sich vielmehr je nach der Epoche voneinander unterschieden haben. Es ist dies die Frage nach der Kontinuität oder Diskontinuität in den Argumentationsmustern der besagten „*permanenten Börsenzwangsdebatte*“. Eine zweite Frage ist, ob einige der in der Vergangenheit dazu angestellten Überlegungen auch für die heute geführten Diskus-

7 Vgl. dazu Merkt, Gutachten G zum 64. DJT, 2002 und Fleischer, Gutachten F zum 64 DJT, 2002.

sionen noch aktuell sind oder ob ihnen nur eine rein börsenrechtshistorische Bedeutung zukommt.

Um den weiteren Ausführungen nicht vorzugreifen, sei hierzu an dieser Stelle nur gesagt, dass es jedenfalls bei einer Prima-facie-Betrachtung so zu sein scheint, dass die Argumente, die bei dem jüngsten „Aufflammen“ der Börsenzwangsdebatte hauptsächlich zum Zuge kamen, keineswegs als völlig neu angesehen werden können. Im Gegenteil, viel von dem, was in der heutigen Debatte vorgetragen wird, wurde bereits, wenn auch in einer z. T. abgewandelten Form, schon einmal vor etwa 35 bis 40 Jahren, wenn nicht sogar schon vor 70 Jahren eingehend diskutiert.

In der vorliegenden Arbeit soll zum einen die besagte langjährige deutsche Börsenzwangsdebatte aus einer börsenrechtshistorischen, und wenn nötig auch börsenpolitikhistorischen Perspektive möglichst genau nachgezeichnet und zum anderen der Frage nachgegangen werden, ob sich dabei nicht einige gemeinsame inhaltliche Leitlinien feststellen lassen. Außerdem soll ausgelotet werden, inwieweit die aus den historischen Börsenzwangsdebatten gewonnenen Erkenntnisse auch für die gegenwärtigen vergleichbaren Auseinandersetzungen wie insbesondere um die Internalisierung der Kundenauftragsausführung, um die Perspektiven für die weitere Entwicklung von börsenähnlichen Handelsplattformen und um den Börsenwettbewerb noch von Bedeutung sind und ob sie einen konkreten Erkenntniswert besitzen. Schließlich soll der Frage nachgegangen werden, ob die eventuellen Börsenumsatzkonzentrationsklauseln noch aktuell von Bedeutung sind.

Um die so abgesteckten Ziele zu erreichen, ist zunächst gewissermaßen als Vorfrage zu klären, wie weit die philologisch motivierten negativen Assoziationen, die man in einer marktwirtschaftlich ausgerichteten Volkswirtschaft und dementsprechend einer auf die Privatrechtsautonomie aufgebauten Rechtsordnung mit dem Wort „Zwang“ zu verbinden geneigt ist, heutzutage noch eine Rolle im Rahmen der Börsenzwangsdebatte spielen (§ 1 B I). Des Weiteren ist im diesem Zusammenhang noch zu fragen, ob sich aus der philologischen Bedeutung des Begriffs „Börsenzwang“ möglicherweise ein Erkenntniswert im Hinblick auf seine Bedeutung im Rahmen eines juristischen Diskurses herleiten lässt. Ferner ist ein synthetischer Überblick über die bisherige Praxis der Verwendung des Terminus „Börsenzwang“ zu geben (§ 1 B II). Dabei sollen nicht nur die rechtstatsächlichen, sondern auch die sich daraus ergebenden rechtstheoretischen Aspekte angeschnitten werden. Sodann sind die bisherigen Definitionen des Börsenzwangs näher zu beleuchten und ggf. kritisch zu hinterfragen. Dabei sollte neben den einschlägigen Ansätzen aus dem juristischen Schrifttum (§ 1 B II 2), auch auf ausgewählte Börsenzwangsdefinitionen aus der wirtschaftswissenschaftli-

chen Literatur eingegangen werden (§ 1 B II 1). Der Grund dafür ist darin zu sehen, dass diese Definitionen einen generellen Charakter aufweisen, wodurch sie vielleicht besser (i. S. v. noch synthetischer und prägnanter) das eigentliche Wesen des Börsenzwangs zum Ausdruck bringen. Des Weiteren lässt sich ihnen auch ein gewisser Erkenntniswert nicht absprechen, was die funktionellen Zusammenhänge um den Börsenzwang anbetrifft. Des Weiteren wird in der Arbeit auf die anderen für den Börsenzwang äquivalenten Bezeichnungen wie Börsenpflicht (§ 1 B III 1), und Börsenvorrang (§ 1 B III 2), eingegangen, bevor dann der Versuch der Formulierung einer eigenen Definition gemacht wird (§ 1 B IV) sowie die verschiedenen Varianten des Börsenzwangs besprochen werden (§ 1 B V). Im Anschluss daran soll auf einige strukturelle Besonderheiten des deutschen Wertpapierhandels und dessen Auswirkungen auf den Verlauf der Börsenzwangsdebatte eingegangen werden (§ 1 C). Der einführende Teil der Arbeit endet schließlich mit der Darstellung der Frage des sog. Kurseffektes (§ 1 D).

In dem Hauptteil der Arbeit werden die einzelnen Phasen der Börsenzwangsdebatte in Deutschland im 20. Jahrhundert detailliert geschildert, und zwar in dem Zeitraum von den ersten Ansätzen in der Zeit um die Wende vom 19. zum 20. Jahrhundert (§ 2 A) über die Diskussionen der 1930er Jahre (§ 2 B), die Einführung des Börsenzwangs in der NS-Zeit (§ 2 C), die Diskussion der Nachkriegszeit (§ 2 D) – darunter insbesondere die Börsenreformdebatte der 1960er Jahre (§ 2 E) – bis zur Diskussion der 1970er Jahre (§ 2 F) und der Verabschiedung des 2. FFG (§ 2 G) und 4. FFG (§ 2 J) in den Jahren 1994 und 2002.

In dem letzten Teil der Arbeit wird eine abschließende Bewertung der vorgefundenen Ergebnisse der bisherigen Börsenzwangsdebatte vorgenommen (§ 3).

B. Der Begriff des Börsenzwangs und seine Synonyme

I. Die philologische Bedeutung des Wortes „Börsenzwang“ und die bisherige Praxis seiner Verwendung

Im Rahmen der theoretisch-dogmatischen Auseinandersetzung mit der Frage des Börsenzwangs (Börsenzwangsdebatte) fehlte es mitunter nicht an Vorstößen, die ganz bewusst versuchten, mit ihrer Analyse der Rechtsfigur des Börsenzwangs bereits auf sprachlicher Ebene, d. h. an der philologischen Bedeutung des Wortes „Börsenzwang“, anzusetzen.