

Börsen und multilaterale Handelssysteme im Wettbewerb

Eine wirtschaftsrechtliche Analyse

Bearbeitet von
Horst Hammen

1. Auflage 2011. Buch. 132 S. Hardcover
ISBN 978 3 631 61497 6
Format (B x L): 14,8 x 21 cm
Gewicht: 280 g

[Recht > Handelsrecht, Wirtschaftsrecht > Bankrecht, Kapitalmarktrecht > Kapitalmarktrecht, Wertpapierrecht](#)

schnell und portofrei erhältlich bei


DIE FACHBUCHHANDLUNG

Die Online-Fachbuchhandlung beck-shop.de ist spezialisiert auf Fachbücher, insbesondere Recht, Steuern und Wirtschaft. Im Sortiment finden Sie alle Medien (Bücher, Zeitschriften, CDs, eBooks, etc.) aller Verlage. Ergänzt wird das Programm durch Services wie Neuerscheinungsdienst oder Zusammenstellungen von Büchern zu Sonderpreisen. Der Shop führt mehr als 8 Millionen Produkte.

Einleitung

Die Frage nach der bestmöglichen rechtlichen Organisationsstruktur der deutschen Börsen beschäftigt den Gesetzgeber und die Rechtswissenschaft schon lange. Die deutschen Börsen besitzen seit alters her eine öffentlichrechtliche Organisationsform als Anstalten des öffentlichen Rechts (vgl. § 2 Abs. 1 BörsG). Zum Ende des vergangenen Jahrhunderts haben maßgebliche Kapitalmarktrechtler,¹ zunächst sogar mit Unterstützung der größten deutschen Börse, der von der Deutsche Börse AG getragenen Frankfurter Wertpapierbörse, vorgeschlagen, die Börsen privatrechtlich zu organisieren. Diese Vorschläge haben sich seinerzeit nicht durchsetzen können. Ein wesentlicher Grund hierfür war die im Penny-Stock-Streit des Jahres 2002² gewonnene Einschätzung, dass das im Satzungsrecht der Börse als Selbstverwaltungseinrichtung begründete Recht zu einseitiger Rechtssetzung dem Konsensprinzip privatrechtlicher Marktverfassungen überlegen sei.

Mittlerweile sind 10 Jahre vergangen, in denen das Börsenwesen erhebliche Umwälzungen erfahren hat. Am Anfang stand der Börsengang der Deutsche Börse AG, der in Deutschland das Bewusstsein geweckt hat, dass Börsen bzw. die sie betreibenden Börsträger nicht bloß dem öffentlichen Interesse, nämlich dem Interesse an einem funktionierenden Handel mit Finanzinstrumenten dienende öffentliche Einrichtungen, sondern zugleich gewinnorientierte und das heißt im Wettbewerb mit anderen Handelsplattformen stehende Unternehmen sind. Zudem hat sich die Komplexität des Börsenwesens wettbewerbsgetrieben in den vergangenen Jahren so beträchtlich erhöht, dass sich viele Erscheinungen der Börsenwirklichkeit (Zentraler Kontrahent, Spezialisten, Zusammenarbeit von Börsen usw.) in den kapitalmarktrechtlichen Gesetzen, insbesondere im Börsengesetz, kaum noch widerspiegeln. Mit dieser wachsenden Komplexität geht eine zunehmende Zahl rechtsformspezifischer Rechtsstreitigkeiten einher, die die Börsen im Wettbewerb mit anderen Handelsplattformen belasten können und die deshalb die Frage aufwerfen, ob die deutschen Börsen, was ihre Rechtsform anlangt, noch wettbewerbsadäquat aufgestellt sind.

Anlass für die vorliegende, von der Vereinigung Baden-Württembergische Wertpapierbörse e.V. in Auftrag gegebene Studie, diese Frage zu vertiefen, ist der Erfolg der multilateralen Handelssysteme (Multilateral Trading Facilities [MTF])

1 *Hopt/Baum*, in: Hopt/Rudolph/Baum, Börsenreform, 1997, S. 287, 402 ff.

2 Vgl. OLG Frankfurt WM 2002, 924.

im Wettbewerb mit den traditionellen Börsen um den Orderflow. Insbesondere englischen MTF ist es innerhalb kürzester Zeit gelungen, erhebliche Marktanteile im europäischen Wertpapierhandel zu gewinnen. Auslöser für diese Entwicklung ist die durch die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente 2004/39/EG (Markets in Financial Instruments Directive [MiFID]) vorgenommene Ersetzung des Börsenvorrangs bzw. -zwangs durch einen Vorrang der Ausführung von Orders an einer Börse oder an einem MTF. Nun ist es aber doch verblüffend, dass manchen MTF die angesprochenen Erfolge so rasch geglückt sind. Bedeutsam ist sicherlich, dass gewisse MTF eine wesentlich günstigere Entgeltstruktur aufweisen als manche traditionelle Börse. Das mag daran liegen, dass diese MTF am Rande der Rentabilität operieren. Es mag aber auch sein, dass unterschiedliche rechtliche Regulierung von Börsen und MTF den MTF günstigere Entgeltstrukturen erlaubt. In dieser Studie wird untersucht, ob und inwieweit es Unterschiede bei der rechtlichen Regulierung von Börsen einerseits und MTF andererseits gibt, die den Wettbewerb zwischen Börsen und MTF beeinflussen könnten, wobei eine ökonomische Bewertung dieser Unterschiede außerhalb der Aufgabe liegt. Gegenstand der Untersuchung ist die gesamte "Prozesskette" von der Genehmigung des jeweiligen Marktes über das Zulassungswesen und anderes bis hin zur Haftung der Märkte und ihrer Betreiber. Dabei mussten Schwerpunkte gesetzt werden. Deshalb bleiben beispielsweise die Marktregelungsorgane, insbesondere der Börsenrat (§ 12 BörsG), ausgeklammert, obgleich sich hier interessante Governance-Probleme bei den Börsen auftun,³ die bei MTF unvorstellbar sind. Ausgeklammert bleiben ferner etwa alle Rechtsprobleme um Kooperationen von Marktplätzen – angesprochen in § 12 Abs. 3 S. 4 BörsG –, obgleich sich hier wegen des deutschen dualen Börsensystems (Börse und Börsenträger) und wegen der öffentlichrechtlichen Organisationsstruktur der Börsen erhebliche Regulierungsunterschiede auftun.⁴ In einem letzten Schritt soll sich die Untersuchung mit der Frage beschäftigen, wie und in welchem Bereich der Rechtsordnung (Europäische Union oder Mitgliedstaat) Regulierungsunterschiede gesetzlich ausgeglichen werden können.

3 Vgl. *Hammen AG* 2001, 549, 557.

4 Vgl. hierzu allgemein *Kümpel/Hammen WM* 2000 Sonderbeilage 3 S. 3 ff.; *Uwe H. Schneider/Burgard WM* 2000 Sonderbeilage 3 S. 24 ff.; *Schwark WM* 2000, 2517 ff.; *Christoph*, Börsenkooperationen und Börsenfusionen, 2007; *Francioni*, Der Konzern 2008, 260 ff.; *Roger Müller*, Der Konzern 2008, 263 ff.; *Hammen*, Der Konzern 2008, 269 ff.; *Lepczyk*, Rechtliche Aspekte internationaler Börsenfusionen, 2009; *Bopp*, Fusionen und Kooperationen deutscher Börsen und ihrer Träger (erscheint demnächst).