

TOBIAS R. EHLEN

Zentralisierungsmöglichkeiten  
der deutschen Börsenaufsicht



**PETER LANG**

Europäischer Verlag der Wissenschaften

## Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis .....	15
Literaturverzeichnis.....	19
<b>I. Kapitel: Historische Entwicklung des Börsenwesens .....</b>	<b>33</b>
<b>A. Anfänge der Börsen .....</b>	<b>33</b>
<b>I. Der Beginn des Börsenverkehrs in Süd- und Westeuropa .....</b>	<b>33</b>
1. Waren- und Wechselmessen des Mittelalters .....	33
2. Ausgestaltung des Zahlungsverkehrs .....	34
3. Das Brügger Maklerwesen.....	35
4. Spekulation an der Amsterdamer Börse und das Zeitgeschäft .....	36
5. Die Börsen in Paris und London .....	37
<b>II. Rechtsentwicklung der Börsen in Deutschland.....</b>	<b>39</b>
<b>I. Beginn des Börsenwesens in Deutschland.....</b>	<b>39</b>
a) Augsburg und Nürnberg.....	39
b) Hamburg.....	40
c) Frankfurt am Main .....	41
d) Berlin.....	42
e) Wien .....	43
<b>2. Börsenrecht im 19. Jahrhundert .....</b>	<b>44</b>
a) Das Börsenwesen am Übergang vom 18. zum 19. Jahrhundert.....	44
b) Versuch einer grundlegenden Börsenreform im Jahre 1839.....	45
c) Das Börsenrecht in den Jahren der Reichsgründung.....	45
<b>B. Zur Geschichte des Börsengesetzes von 1896.....</b>	<b>47</b>
<b>I. Die Börsenenquetekommission .....</b>	<b>47</b>
1. Organisation der Börsen und ihr Verhältnis zum Staat.....	48
2. Reaktionen auf die Ergebnisse der Enquetekommission .....	49
<b>II. Das Gesetzgebungsverfahren .....</b>	<b>49</b>
<b>C. Entwicklung des Börsenwesens unmittelbar nach Inkrafttreten des Börsengesetzes.....</b>	<b>51</b>
<b>I. Der erste Weltkrieg.....</b>	<b>51</b>
<b>II. Die Weimarer Republik .....</b>	<b>52</b>
1. Inflationszeit.....	52
2. Wiederaufbau .....	53

3. Krise von 1931 .....	53
III. Börsen während der Zeit des Nationalsozialismus .....	54
D. Börsenrechtsentwicklung seit 1945 .....	56
I. Wiedereröffnung der Börsen nach dem Krieg .....	56
II. Börsenrechtliche Reformdiskussion .....	57
III. Referentenentwurf von 1967 und Börsensachverständigenkommission .....	58
IV. Anpassung an das moderne Verfassungs- und Verwaltungsrecht .....	60
2. Kapitel: EG-rechtliche Vorgaben .....	61
A. Einleitung .....	61
B. Kapitalverkehrsliberalisierung als Eckpfeiler eines europäischen Börsenrechts .....	62
I. Begriffsbestimmung .....	63
II. Bedeutung des freien Kapitalverkehrs .....	64
III. Beschränkungsverbot .....	65
IV. Verhältnis zur Niederlassungs- und Dienstfreiheit .....	66
1. Niederlassungsfreiheit, Art. 43 ff. EGV .....	66
2. Dienstleistungsfreiheit, Art. 49 ff. EGV .....	67
3. Abgrenzung .....	68
C. Rechtsangleichung als Instrument gemeinschaftsrechtlichen Handelns .....	70
I. Konzepte der Rechtsangleichung .....	70
1. Vollrechtsharmonisierung .....	70
2. Europäische Börse und europäische Börsenaufsicht .....	72
3. Prinzip der Mindestharmonisierung und gegenseitigen Anerkennung .....	73
II. Rechtsgrundlagen der Angleichung .....	75
1. Allgemeine Ermächtigungsgrundlagen .....	75
a) Rechtsangleichungs-Grundnorm des Art. 94 (ex Art. 100) EGV .....	75
b) Erleichterte Rechtsangleichung nach Art. 95 EGV .....	77
c) Verhältnis von Art. 94 und 95 EGV zueinander .....	78
2. Art. 44 Abs. 2 (ex 54 Abs. 3 ) lit. g EGV als spezielle Ermächtigungsgrundlage .....	78
III. Technik der Rechtsangleichung .....	80
1. Rechtsnatur von Richtlinien .....	80
2. Verbindlichkeit von Richtlinien .....	81
3. Unmittelbare Wirkung von Richtlinien .....	81
IV. Verantwortliche Institutionen .....	83
1. Kommission, Art. 211 ff. EGV .....	83
2. Kontakt- und Wertpapierausschuss der EU-Kommission .....	83
3. Zusammenarbeit im Rahmen internationaler Organisationen .....	84

a) International Organization of Securities Commissions.....	84
b) JOINT FORUM .....	85
c) FORUM OF EUROPEAN SECURITIES COMMISSIONS.....	86
d) FEDERATION OF EUROPEAN STOCK EXCHANGES .....	87
D. Gegenwärtiger Stand der europäischen Wertpapier- und Börsenaufsicht .....	87
I. Börsenaufsichtsrechtlich relevante Richtlinien .....	87
1. Börsenzulassungsrichtlinie (BZRiL).....	87
2. Börsenzulassungsprospektrichtlinie (BPRiL).....	88
3. Halbjahresberichtsrichtlinie .....	89
4. Investmentrichtlinie (OGAWRiL).....	89
5. Transparenzrichtlinie .....	91
6. Insiderrichtlinie (IRiL).....	92
7. Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (WpDRiL).....	95
8. Kapitaladäquanzrichtlinie .....	97
II. Vorgaben zur Aufsicht über den Börsenmarkt.....	98
1. Vorgaben hinsichtlich nationaler Aufsichtstellen .....	98
2. Länderübergreifende Zusammenarbeit .....	99
III. Verhältnis zu Drittstaaten .....	100
1. Grundsatz der Reziprozität.....	100
2. Konsequenzen für die Mitgliedstaaten.....	101
E. Zentrale Börsenaufsicht auf europäischer Ebene.....	102
I. Bisherige Zentralisierungsvorschläge .....	102
1. SEGRÉ-Bericht .....	102
2. Partiiell zentralisierte Aufsicht.....	103
3. Übernahme des englischen Aufsichtssystems für ganz Europa.....	104
4. Differenzierte Aufsichtsstruktur nach LEE.....	105
II. Rechtliche Möglichkeit einer zentralen europäischen Börsenaufsicht .....	106
1. Vorüberlegungen – Annahmen .....	106
2. Kompetenzen .....	107
a) Kompetenzen aus dem Bereich der Grundfreiheiten .....	107
b) Ermächtigung über „implied powers“ .....	108
c) Art. 308 (ex. 235) EGV.....	109
3. Subsidiaritätsgrundsatz, Art. 5 Abs. 2 EGV .....	110
a) Anwendungsbereich .....	111
b) Voraussetzungen .....	112
4. Zentralisierte europäische Börsenaufsicht und deutsches Verfassungsrecht.....	115

a) Vorrang des Gemeinschaftsrechts vor nationalem Verfassungsrecht .....	115
aa) EG-Verordnungen und nationales Vollzugsrecht .....	116
bb) EG-Richtlinien und nationale Umsetzungsgesetze .....	116
b) Verfassungsrechtliche Grenzen des Vorrangprinzips .....	117
aa) Demokratieprinzip .....	118
bb) Rechtsstaatprinzip .....	120
(1) Grundrechtsschutz .....	120
(2) Rechtsschutzgarantie .....	121
cc) Verpflichtung zu föderativen Grundsätzen .....	123
dd) Subsidiaritätsgrundsatz nach Art. 23 GG .....	123
3. Kapitel: Struktur der Börsenaufsicht in Deutschland .....	125
A. Grundlagen der Börsenaufsicht .....	125
I. Rechtsquellen des Börsenaufsichtsrechts .....	125
1. Börsengesetz .....	125
2. Wertpapierhandelsgesetz .....	126
3. Börsenordnungen .....	127
a) Rechtsnatur .....	127
b) Inhalt .....	128
II. Gegenstand und Zielsetzung der Aufsicht .....	128
1. Wertpapierbörsen als Aufsichtsobjekte .....	128
a) Materieller Börsenbegriff .....	128
aa) Zentralisierung von Geschäftsabschlüssen .....	129
bb) Feststellung staatlich geregelter und überwachter Preise .....	130
b) Legaldefinition einer Wertpapierbörse, § 1 Abs. 5 BörsG .....	130
c) Überwachungsumfang .....	131
2. Zielsetzungen der Börsenaufsicht .....	131
III. Grundstrukturen des deutschen Börsenwesens und die Auswirkungen auf das System der Börsenaufsicht .....	133
1. Regionale Börsenstruktur .....	133
a) Föderal dezentral organisierte Aufsicht .....	133
b) Zweispurigkeit von Börsen- und Wertpapieraufsicht .....	134
2. Verfassungsrechtliche Stellung des Börsenrechts zwischen Bundes- und Landesrecht .....	134
IV. Institutioneller Aufbau der deutschen Wertpapierbörsen .....	135
1. Rechtliche Organisationsstruktur der Börsen als Marktveranstalter .....	135
a) Streitstand .....	136

b) Bewertung .....	137
2. Organe und Mitglieder der Wertpapierbörsen .....	138
a) Organe .....	138
aa) Börsengeschäftsführung .....	138
(1) Handeln als Behörde .....	139
(2) Umfassender Aufgabenkatalog .....	140
bb) Börsenrat .....	140
cc) Zulassungsstelle und Zulassungsausschuss .....	141
dd) Sanktionsausschuss .....	141
b) Mitgliedschaft an einer Wertpapierbörse .....	142
3. Unterschiedliche Marktsegmente und deren Beaufsichtigung .....	143
a) Amtlicher Markt, § 36 ff. BörsG .....	143
b) Geregelter Markt, § 71 ff. BörsG .....	144
c) Freiverkehr, § 78 BörsG .....	145
d) Neuer Markt .....	147
e) Terminmarkt .....	148
V. Schaffung einer neuen Wertpapier- und Börsenaufsicht durch das 2. Finanzmarktförderungsgesetz .....	149
1. Aufsichtsstruktur bis zum 2. Finanzmarktförderungsgesetz .....	149
a) Staatliche Überwachungstätigkeit .....	149
b) Marktaufsicht im Rahmen der Selbstverwaltung .....	150
2. Verteilung der Aufsicht auf drei Verwaltungsebenen .....	151
a) Bundeskompetenzen .....	151
b) Länderaufsicht .....	151
c) Selbstverwaltung .....	152
3. Dreigeteilte Aufsichtskompetenz als Kompromisslösung .....	152
a) Streitgegenstand .....	152
b) Börsenpolitischer Kompromiss .....	153
B. Organe der Wertpapier- und Börsenaufsicht .....	153
I. Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel .....	153
1. Rechtsstatus und Organisation .....	153
2. Aufgaben .....	155
a) Allgemeine Marktaufsicht .....	156
aa) Einschreiten bei Missständen, § 4 Abs. 1 WpHG .....	156
(1) Tatbestandsmerkmal des Missstands .....	156
(2) Maßnahmen zur Beseitigung oder Verhinderung von Missständen ....	157

bb) Überwachung der Einhaltung der Verhaltensregeln .....	158
(1) Inhalt der Verhaltensregeln .....	158
(a) Allgemeine Wohlverhaltensregeln, § 31 WpHG.....	158
(b) Besondere Wohlverhaltensregeln, § 32 WpHG .....	159
(2) Überwachung der Einhaltung der Verhaltensregeln .....	160
b) Insider-Überwachung.....	161
aa) Informationsbeschaffung zur Erfüllung der Aufgaben .....	161
bb) Präventive Maßnahmen gegen Insidergeschäfte .....	162
c) Publizitätsüberwachung bei Transaktionen bedeutender Beteiligungen.....	163
d) Internationale Kooperationen.....	164
II. Börsenaufsicht der Länder .....	165
1. Aufgaben .....	165
a) Rechtsaufsicht .....	165
b) Handelsaufsicht .....	167
2. Einsetzung eines Staatskommissars .....	168
III. Börsenaufsicht im Rahmen der Selbstverwaltung .....	169
1. Wesen der Selbstverwaltung .....	169
2. Aufsichtsorgane .....	169
a) Handelsüberwachungsstelle, § 1b BörsG.....	169
aa) Rechtsstellung und Organisation .....	169
bb) Aufgaben .....	170
cc) Befugnisse.....	171
b) Geschäftsführung .....	171
IV. Zusammenarbeit der inländischen Aufsichtsbehörden .....	172
1. Institutionelle Zusammenarbeit zwischen Bundes- und Landesaufsicht im Wertpapierrat, § 5 WpHG .....	172
a) Intention des Gesetzgebers.....	172
b) Aufgaben.....	173
2. Organleihe als Instrument der Zusammenarbeit zwischen Bund und Ländern ...	173
a) Rechtsnatur der Organleihe .....	173
aa) Abgrenzung von Amtshilfe.....	174
bb) Abgrenzung von Bundesauftragsverwaltung .....	174
b) Verfassungsrechtliche Grenzen.....	175
aa) Verbot der Vermischung von Bundes- und Landesverwaltung.....	175
bb) Grundsatz eigenverantwortlicher Aufgabenwahrnehmung .....	176
(1) Argument der Verwaltungsökonomie .....	176

(2) Eng umgrenzter Bereich der Verwaltung .....	176
3. Kooperation der Aufsichtsbehörden mit den Selbstverwaltungseinrichtungen ...	176
V. Rechtsfolgen fehlerhafter Aufsichtstätigkeit .....	177
1. Rechtsmittel gegen aufsichtsrechtliche Maßnahmen .....	177
2. Haftung der Aufsichtsorgane .....	178
C. Reform der gegenwärtigen Aufsichtsstruktur.....	179
I. Einleitung .....	179
II. Empfehlungen zur Reform des bestehenden Aufsichtsrechts.....	179
1. Zentralisierte Börsenaufsicht .....	179
2. Gemeinsame Handelsüberwachungsstellen .....	180
II. Rechtliche Umsetzung der Empfehlungen.....	180
1. Zentralisierte Börsenaufsicht .....	180
a) Eingriff in die föderale Verwaltungskompetenzverteilung .....	180
b) Errichtung von Mittel- und Unterbehörden, Art. 87 Abs. 3 Satz 2 GG.....	182
c) Eigenständige Aufgabenwahrnehmung ohne Mittel- und Unterbehörden.....	183
aa) Aufgabenzuweisung im Wege der Organleihe .....	184
bb) Errichtung von Außenstellen.....	185
2. Gemeinsame Handelsüberwachungsstellen .....	186
a) Kollision mit § 1b Abs. 1 BörsG.....	186
b) Verfassungsrechtliche Zulässigkeit länderübergreifender Verwaltung .....	186
4. Kapitel: Zusammenfassung .....	189