

JAN DAMRAU

Selbstregulierung im Kapitalmarktrecht

Eine rechtsökonomische Analyse der Normsetzung der deutschen Börsen und ihrer Träger



Juristische Reihe **TENEA** / www.jurawelt.com Bd. 26



TENEA

Jan Damrau wurde am 10. Juni 1974 in Speyer geboren. Er studierte Rechtswissenschaften und Volkswirtschaftslehre in Heidelberg, Bonn, Berkeley (USA) und Göttingen. Seit Juli 2002 ist er als Unternehmensberater in Frankfurt am Main tätig.

Traditionell kommt der privaten Regulierung auf dem Kapitalmarkt eine besondere Bedeutung zu. Obwohl der Gesetzgeber der Idee der Selbstregulierung in jüngerer Zeit zunehmend kritisch gegenüber steht, wurden durch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz die Möglichkeiten der Börsen zur eigenverantwortlichen Regelsetzung in wesentlichen Punkten erweitert. Dieser Befund gibt Anlass, den in der Literatur bisher wenig durchdrungenen Themenkomplex Selbstregulierung näher zu beleuchten.

Das erste Ziel dieser Untersuchung besteht in der Klärung der konzeptionellen Grundlagen einer Theorie der Selbstregulierung. Vorgeschlagen wird hier eine Verortung in der ökonomischen Normtheorie, die die Rechtsordnung als komplexes Anreizsystem begreift und von diesem Ausgangspunkt die Entwicklung von (Rechts)normen zu erklären versucht.

Das zweite Ziel ist es, die Möglichkeiten und Grenzen der Selbstregulierung der Institution Börse aufzuzeigen. Beachtet werden sowohl die ökonomischen Zusammenhänge als auch die Strukturvorgaben, die sich aus dem europäischen Recht sowie dem innerstaatlichen Verfassungsrecht ergeben.

Das dritte Ziel liegt darin, die in der theoretischen Untersuchung entwickelten Ergebnisse in einer Analyse des geltenden Börsenrechts einem ersten Anwendungstest zu unterziehen.

TENEA



Tenea (ἡ Τενεά), Dorf im Gebiet von Korinth an einem der Wege in die → Argolis, etwas s. des h. Chiliomodi. Sehr geringe Reste. Kult des Apollon Teneates. T. galt im Alt. sprichwörtl. als glücklich, wohl wegen der Kleinheit [...]

Aus: K. Ziegler, W. Sontheimer u. H. Gärtner (eds.): *Der Kleine Pauly*. Lexikon der Antike. Bd. 5, Sp. 585. München (Deutscher Taschenbuch Verlag), 1979.

JAN DAMRAU

Selbstregulierung im Kapitalmarktrecht
*Eine rechtsökonomische Analyse der Normsetzung
der deutschen Börsen und ihrer Träger*

TENEA



Jan Damrau:

Selbstregulierung im Kapitalmarktrecht
*Eine rechtsökonomische Analyse der Normsetzung
der deutschen Börsen und ihrer Träger*

(Juristische Reihe TЕНEA/www.jurawelt.com; Bd. 26)

Zugleich Universität Göttingen
Dissertation 2003

© TЕНEA Verlag für Medien
Berlin 2003

Alle Rechte vorbehalten. All rights reserved.

Digitaldruck und Bindung:

Digital-Print-Service · 10119 Berlin

Umschlaggestaltung: nach Roland Angst, München

TЕНEA-Graphik: Walter Raabe, Berlin

Printed in Germany 2003

ISBN 3-936582-76-9

Vorwort

Die Arbeit wurde im Wintersemester 2002/2003 von der Juristischen Fakultät der Georg-August-Universität Göttingen als Dissertation angenommen. Der Textteil befindet sich auf dem Stand Juli 2002. Spätere wesentliche Entwicklungen in Rechtsprechung und Literatur sowie Anpassungen der Regelwerke der Börsen im Zuge des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes sind bis Februar 2003 in den Fußnoten berücksichtigt worden.

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater, Prof. Dr. Gerald Spindler, der durch seine Offenheit für die rechtsökonomische Perspektive die Behandlung der gewählten Fragestellung in dieser Form überhaupt erst möglich gemacht hat.

Meinen Eltern danke ich für die vielfältige Unterstützung während des Studiums und der Promotion.

Dank schulde ich auch meiner Frau, die meinen Stimmungsschwankungen während der Erstellung der Dissertation mit bewundernswerter Geduld und Nachsicht begegnete.

Frankfurt am Main, im März 2003

Jan Damrau

Inhaltsübersicht

Inhaltsverzeichnis	IV
Einleitung	1

Erster Teil

Rechtstheoretische Untersuchung der Selbstregulierung der Börsen

1. Kapitel: Grundlagen	8
A. Begriffliches.....	8
B. Die ökonomische Regulierungstheorie	16
C. Kapitalmarktregulierung durch Kapitalmarktrecht: Die Zielsetzungen des Kapitalmarktrechts	23
2. Kapitel: Rechtliche Theorie der Selbstregulierung	51
A. Juristisch-ökonomische Konzeption der Selbstregulierung	51
B. Erscheinungsformen der Selbstregulierung.....	59
C. Überblick über die allgemeine Bewertung der privaten Regulierung	75
3. Kapitel: Ökonomische Theorie der Selbstregulierung	84
A. Aspekte der Normsetzung	85
B. Aspekte der Normdurchsetzung.....	87
C. Zwischenergebnis	97
D. Normgebungswettbewerb und Selbstregulierung	98
E. Private Regulierung durch die Börsen.....	112
F. Analyse von Einzelbereichen der Normsetzung durch die Börsen.....	126
G. Ergebnis zur ökonomischen Theorie der Selbstregulierung der Börsen.....	193
4. Kapitel: Die ökonomischen und rechtlichen Rahmenbedingungen der Börsenselbstregulierung.....	194
A. Bewertungsfähigkeit der Kapitalmärkte.....	194
B. Rahmenbedingungen des Börsenwettbewerbs	208
C. Die Entscheidung über das Listing und Delisting.....	218

Zweiter Teil

Die rechtlichen Grenzen privater Regulierung

1. Kapitel: Europarecht und private Regulierung.....	232
A. Drittwirkung der Grundfreiheiten des EG.....	233
B. Europäisches Wettbewerbsrecht und Normsetzung der Börsen: Die Börse als Unternehmen	240
C. Private Regulierung und Sekundäres Gemeinschaftsrecht.....	242
D. Ergebnis	246
2. Kapitel: Verfassungsrechtliche Grenzen der Normsetzung der Börsen.....	247
A. Allgemeine verfassungsrechtliche Anforderungen an die Rechtsnormsetzung.....	247
B. Selbstregulierung in den Formen des Privatrechts.....	251
C. Selbstregulierung in den Formen des öffentlichen Rechts.....	259
D. Ergebnis	283

Dritter Teil

Rechtsanalytische Untersuchung der Selbstregulierung im System des deutschen Börsenrechts

1. Kapitel: Überblick über die Börsen- und Marktorganisation	286
A. Handelssegmente	286
B. Rechtscharakter der Börse	289
2. Kapitel: Private Regulierung als Selbstverwaltung in den öffentlich-rechtlichen Marktsegmenten.....	296
A. Selbstverwaltung i.e.S. und ihre Organe	296
B. Satzungsautonomie der Börse.....	300
C. Spielraum der Börse bei der Emittentenregulierung in den öffentlich-rechtlichen Marktsegmenten	315
D. Börsenschiedsgerichtsbarkeit	328

3. Kapitel: Private Normsetzung im regulären Freiverkehr	329
A. Entwicklung des Freiverkehrs	329
B. Einbeziehung in den Freiverkehr	331
C. Rechtsnatur der Freiverkehrsrichtlinien	332
4. Kapitel: Die qualifizierten privatrechtlichen Handelssegmente	342
A. Der Neue Markt der Deutsche Börse AG.....	342
B. Sonstige privatrechtlich organisierte Handelssegmente.....	392
Zusammenfassung.....	398
Literaturverzeichnis	402

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	1
I. Problemstellung.....	1
II. Gang der Untersuchung	3
III. Methodologische Vorbemerkungen: die Ökonomische Analyse des Rechts	5

Erster Teil

Rechtstheoretische Untersuchung der Selbstregulierung der Börsen

1. Kapitel: Grundlagen	8
A. Begriffliches.....	8
I. Regulierung.....	8
II. Zum Begriff des Privaten	9
III. Norm – Rechtsnorm.....	11
1. Der Begriff der Norm.....	11
2. Der Begriff der Rechtsnorm	11
a) Merkmal der Rechtsgeltung.....	12
b) Merkmal der Heteronomität	12
c) Insbesondere: die Frage der Rechtsnormqualität der AGB.....	13
3. Ergebnis.....	15
B. Die ökonomische Regulierungstheorie	16
I. Normative Regulierungstheorien	16
1. Wohlfahrtsökonomische Theorie der Marktregulierung	16
2. Neo-institutionalistische Theorie der Marktregulierung.....	17
a) Natürliches Monopol.....	17
b) Externe Effekte und öffentliche Güter	18
c) Ruinöser Wettbewerb	19
d) Informationelles Versagen	19
e) Koordinierungsversagen.....	20
II. Positive Theorie der Regulierung	21
III. Regulierungstheorie und private Regulierung	21
C. Kapitalmarktregulierung durch Kapitalmarktrecht:	
Die Zielsetzungen des Kapitalmarktrechts	23
I. Begriff des Kapitalmarktrechts	24
II. Regelungsziele des Kapitalmarktrechts	26
1. Konzeption des Funktionsschutz	27

2. Konzeption des Anlegerschutzes	28
a) Entwicklung des Anlegerschutzgedankens	28
b) Aspekte des Anlegerschutzes	30
c) Anlegerschutz als selbständiges Rechtsprinzip	30
aa) Anlegerschutz als Sozialschutz	31
bb) Anlegerschutz als reiner Funktionsschutz	32
cc) Anlegerschutz als Verbraucherschutz.....	33
3. Anlegerschutz und Marktversagen	34
a) Vertrauensschutz als Schutz vor Übervorteilung	34
aa) Beispiel 1: Prospekthaftung	35
bb) Beispiel 2: Haftung für Verletzung von Ad-hoc-Publizitätspflichten	37
b) Vertrauen als kollektive Erwartung	38
c) Vertrauen als subjektive Größe.....	38
4. Exkurs: Zusammenspiel von Anlegerschutz und Funktionsschutz am Beispiel der §§ 31, 32 WpHG	42
a) § 31 WpHG	43
aa) Anlegerschutz als <i>ratio legis</i>	43
bb) Funktionsschutz als <i>ratio legis</i>	44
b) § 32 WpHG.....	49
5. Ergebnis.....	50

2. Kapitel: Rechtliche Theorie der Selbstregulierung 51

A. Juristisch-ökonomische Konzeption der Selbstregulierung	51
I. Selbstregulierung und Selbstverwaltung	51
II. Selbstregulierung als rechtssoziologisches Konzept	53
III. Selbstregulierung als juristisch-ökonomisches Konzept	55
1. Ansätze in der Literatur.....	55
2. Regulierung als Internalisierung externer Effekte.....	56
a) Internalisierungsthese und <i>property rights</i>	56
b) Elemente eines normtheoretisch motivierten Selbstregulierungsbegriffs	58
aa) Selbstregulierung vs. staatliche Regulierung	59
bb) Selbstregulierung i.e.S. vs. private Fremdregulierung.....	59
B. Erscheinungsformen der Selbstregulierung.....	59
I. Unterscheidung nach Art und Umfang der staatlichen Einflussnahme	60
1. Rein private Normsetzung.....	61
2. Selbstregulierung durch institutionelle Funktionalisierung	61
3. Selbstregulierung mit staatlicher Zielvorgabe.....	63
4. Selbstregulierung mit gesetzlicher Rahmensteuerung	64
5. Selbstregulierung mit Steuerung durch Zustimmungserfordernisse	64
II. Unterscheidung nach Normqualität	64
1. Rein private Selbstregulierung	65
a) Unverbindliche Übereinkommen.....	65
aa) Übernahmekodex	66

bb) Grundsätze für die Zuteilung von Aktienemissionen	67
cc) Deutscher Corporate Governance Kodex	68
b) Vertragliche Selbstbeschränkungsabkommen.....	69
aa) Insiderhandelsrichtlinien und Händler-u. Beraterregeln.....	69
bb) Analystenkodex.....	72
cc) Berufsständische Verhaltensvorschriften.....	73
c) Berufsständische Verhaltensvorschriften	73
aa) Standesrichtlinien der DVFA	73
bb) Sonstige Standards	74
2. Selbstregulierung durch autonome Satzungen	74
3. Allgemeinverbindlichkeitserklärung privater Normen	74
4. Gesetzliche Verweisung auf private Normen.....	75
C. Überblick über die allgemeine Bewertung der privaten Regulierung	75
I. Die Vorteile der privaten Regulierung	76
1. Flexibilität.....	76
2. Sachnähe und Regulierungsanreize	77
3. Akzeptanz	78
4. Kosteneffizienz	79
5. Unbedeutsamkeit von Landesgrenzen	80
II. Nachteile	80
1. Vernachlässigung öffentlicher Interessen / Externalitäten	80
2. Durchsetzbarkeitsdefizit	81
3. Rechtsstaatlichkeitsdefizit: mangelnde Transparenz und Rechtsschutz.....	82
III. Zwischenergebnis	83
3. Kapitel: Die ökonomische Theorie der Selbstregulierung.....	84
A. Aspekte der Normsetzung	85
I. Hinreichende Bedingungen für eine effektive Selbstregulierung.....	85
II. Das Problem der Bestimmung der privaten Zielfunktion	86
B. Aspekte der Normdurchsetzung.....	87
I. Normbefolgung auf Grund inhärenter wirtschaftlicher Anreizkompatibilität („ <i>self-enforcing regulation</i> “).....	87
II. Normbefolgung auf Grund von Norminternalisierung	89
III. Anreizkompatibilität durch Sanktionsandrohung	91
1. Sanktionsmöglichkeiten bei privater Normsetzung.....	91
a) Öffentliche Mahnung	91
b) „cold shouldering“	91
c) Rechtliche Sanktionen	93
2. Notwendigkeit wirksamer Kontrolle.....	94
a) Kontrolle durch staatliche Aufsicht	94
b) Interne Kontrolle des Normgebers.....	95
c) Kontrolle durch externe Private	95

C. Zwischenergebnis	97
D. Normgebungswettbewerb und Selbstregulierung	98
I. Grundsätzliches	99
1. Vorteile des Gesetzgebungswettbewerbs	99
a) Wettbewerb als Entdeckungsverfahren	100
b) Berücksichtigung lokaler Präferenzen	100
c) Geringere Gefahr eines „ <i>regulatory capture</i> “	101
d) Höhere Flexibilität durch einfachere Normgebungsprozesse	101
e) Erhaltung der Entscheidungsfreiheit	102
2. Grenzen des Wettbewerbs	102
a) Grenzen der Faktormobilität und unvollkommener Wettbewerb	102
b) Transaktionskosten und natürliches Monopol	103
c) Externe Effekte	104
d) Regulierung als öffentliches Gut	105
e) Informationsasymmetrie	106
f) Koordinierungsprobleme	106
II. Normgebungswettbewerb durch private Normsetzer	108
1. Enger Anreizzusammenhang	108
2. Diskrete Optimierung	108
3. Möglichkeit des <i>new entry</i>	109
III. Wettbewerb durch (Mindest)harmonisierung	110
IV. Ergebnis	112
E. Private Regulierung durch die Börsen	112
I. Der Begriff der Börse	112
II. Funktionen der Börse	115
1. Orderkonzentration und Kapitalmarkteffizienz	115
2. Börse und Qualitätssignale	118
a) Zulassung als Qualitätssicherung	118
b) „ <i>Monitoring</i> “ zur Unterbindung opportunistischen Verhaltens	118
III. Regulatorische Herausforderungen durch Veränderungen im Börsenumfeld	118
1. Globalisierung	119
2. Institutionalisierung	121
3. Technologisierung	121
4. Transformation der Börsen	122
5. Bedeutung des Börsenwettbewerbs	123
IV. Überblick über mögliche Regulierungsregime	124
F. Analyse von Einzelbereichen der Normsetzung durch die Börsen	126

I. Vorüberlegung: Der Einfluss der Organisationsstruktur der Börse auf ihre Eignung zur Selbstregulierung	128
II. Organisatorische Selbstregulierung der Börse	131
1. Betriebs-, Verwaltungs- und Überwachungsorganisation	131
a) Betriebs- und Verwaltungsorganisation	131
aa) Pfadabhängigkeiten bei der Wahl der Organisationsstruktur	131
bb) Bedeutung des Wettbewerbsdrucks	133
cc) Fazit.....	133
b) Überwachungsorganisation	133
aa) Handelsteilnehmer als Schweigekartell	133
bb) Qualitätssignale und Reputation	134
cc) Fazit.....	137
2. Selbstregulierung bei der Wahl der Handelssysteme	138
a) Variable bei der Wahl der Handelsverfahren	138
b) Anreize zur Optimierung.....	138
c) Fazit	139
3. Preis- und Transaktionstransparenz	140
4. Zugang zum Börsenhandel	143
a) Theorie der „self-regulating professions“	143
b) Schlussfolgerungen für die Selbstregulierung des Börsenzugangs	143
5. Auswirkungen komplexer Organisationsstrukturen	144
6. Zwischenergebnis	146
III. Regulierung der Emittenten durch die Börse	146
1. Publizitätsregulierung durch die Börse	147
a) Freiwillige Unternehmenspublizität und optimale Publizitätsregulierung	149
aa) Das Internalisierungsproblem bei der freiwilligen Publizität	149
bb) Das Bindungsproblem bei der freiwilligen Publizität.....	152
cc) Das Prinzipal-Agent-Problem bei der freiwilligen Publizität.....	153
dd) Das Standardisierungsproblem bei der freiwilligen Publizität.....	156
ee) Empirische Ergebnisse	157
ff) Zwischenergebnis.....	159
b) Die Börse als Publizitätsregulierer	159
aa) Börsenregeln und das Standardisierungsproblem	160
bb) Lösung der weiteren Probleme freiwilliger Publizität durch Börsenregeln.....	160
aaa) Lösung des Internalisierungsproblems?	161
bbb) Lösung des Bindungsproblems?.....	163
ccc) Lösung des Prinzipal-Agent-Problems?	165
cc) Fazit.....	165
2. Regulierung der Unternehmensstruktur der Emittenten	166
a) Die Anreizprobleme bei der Satzungsautonomie	167
aa) Internalisierungsproblem.....	167
bb) Bindungsproblem	168
cc) Prinzipal-Agent-Problem (ex post Opportunismus).....	169
dd) Standardisierungsproblem	170
b) Insbesondere: Die Regulierung von Kontrolltransaktionen durch die Börsen	170
aa) Anreize für freiwilliges Wohlverhalten und optimale Regulierung.....	171

aaa) Die Verhaltenspflichten für die Bietergesellschaft	171
bbb) Die Verhaltenspflichten für den Vorstand der Zielgesellschaft	173
bb) Empirische Ergebnisse	175
aaa) Kurs- und Bilanzstudien	175
bbb) Studien über den Einfluss rechtlicher Regelungen	177
ccc) Bewertung der empirischen Ergebnisse	179
cc) Möglichkeiten der börslichen Regulierung der Übernahmeangebote	179
aaa) Problem der begrenzte Reichweite von börslichen Regelwerken	179
bbb) Das Prinzipal-Agent-Problem auf Seiten der Emittenten	181
ccc) Fazit	182
IV. Regulierung von Unternehmensinsidern	182
1. Anreize zur freiwilligen Verpflichtung	183
2. Das Internalisierungsproblem bei der freiwilligen Verpflichtung	186
a) Insiderhandel als Instrument der Informationsverbreitung	186
b) Insiderhandel und Schädigung der Anleger	187
3. Insiderregulierung durch die Börsen	188
a) Gefahr des <i>market shoppings</i> der Insider	190
b) Prinzipal-Agent-Problem bei der Listing-Entscheidung	192
c) Durchsetzbarkeit börslicher Insiderregelungen	192
d) Fazit	192
G. Ergebnis zur ökonomischen Theorie der Selbstregulierung der Börsen	193
4. Kapitel: Die ökonomischen und rechtlichen Rahmenbedingungen	
der Börsenselbstregulierung	194
A. Bewertungsfähigkeit der Kapitalmärkte	194
I. Grundlagen der Effizienzmarkttheorie	196
II. Empirische Erkenntnisse zur Informations- und Bewertungseffizienz	199
1. Studien zur schwachen Informationseffizienz	200
2. Studien zur mittelstarken Informationseffizienz	201
3. Studien zur starken Informationseffizienz	204
4. Zwischenergebnis	205
III. Normbewertungsfähigkeit des Kapitalmarkts	205
1. Einfluss der Normsetzung auf die Unternehmensbewertung	205
2. Ineffizienz, Normbewertungsfähigkeit und Selbstregulierung	207
3. Ergebnis	208
B. Rahmenbedingungen des Börsenwettbewerbs	208
I. Europarechtliche Strukturvorgaben	209
1. Entwicklungslinien des Europäischen Kapitalmarktrechts	209
2. Rahmenbedingungen für den Wettbewerb um Emittenten	212
II. Rahmenbedingungen für den Börsenwettbewerb im deutschen Recht	214
1. Amtlicher Markt	215

a) Parallelzulassung.....	215
b) Quasi-Parallelzulassung	216
c) Mehrfachnotierung länger zugelassener Emittenten.....	216
d) Laufende Publizitätspflichten	216
2. Geregelter Markt.....	217
3. Freiverkehr.....	218
III. Ergebnis.....	218
C. Die Entscheidung über das Listing und Delisting.....	218
I. Entscheidung über Listing	219
1. „Holzmüller“ und die Entscheidung über den Börsengang.....	219
a) Änderung der rechtlichen Struktur?	219
b) Änderung der „faktischen“ Struktur?.....	220
c) <i>Corporate Governance</i> und die Kontrollfunktion des Kapitalmarkts	221
2. „Holzmüller“ und Wahl des Handelsplatzes	223
II. Entscheidung über Delisting.....	224
1. Kapitalmarktrechtlicher Schutz	225
a) Delisting als „ <i>going private</i> “	225
b) Delisting bei fortbestehender Notierung an deutscher Börse.....	226
c) Delisting bei fortbestehender Notierung an ausländischer Börse.....	227
2. Gesellschaftsrechtlicher Schutz	227
a) „Holzmüller“-Doktrin und Delisting.....	228
aa) Vermögensinteresse der Aktionäre.....	228
bb) Mitgliedschaftsrechte und Strukturänderung.....	229
b) „Holzmüller“ und Fortbestehen des öffentlichen Handels der Wertpapiere	230
III. Fazit.....	231

Zweiter Teil

Die rechtlichen Grenzen privater Regulierung

1. Kapitel: Europarecht und private Regulierung.....	232
A. Drittwirkung der Grundfreiheiten des EG.....	233
I. Argumente für die unmittelbare Geltung der Grundfreiheiten.....	234
II. Argumente gegen die unmittelbare Geltung	234
III. Die Rechtsprechung des EuGH.....	235
IV. Grundfreiheiten und Bindung der Börse	236
1. Bindung der Börse bei hoheitlicher Tätigkeit	236
2. Bindung des Börsenträgers.....	237
a) Zurechnung zur Staatsverwaltung.....	237
b) Bindung als „intermediäre Gewalt“	238

B. Europäisches Wettbewerbsrecht und Normsetzung der Börsen: Die Börse als Unternehmen	240
C. Private Regulierung und Sekundäres Gemeinschaftsrecht.....	242
I. Bindung Privater an Richtlinienziele	243
II. Richtlinienumsetzung durch Selbstregulierung.....	243
1. „innerstaatliche Stelle“	243
2. Private Normen als geeignete Form der Richtlinienumsetzung.....	244
D. Ergebnis	246
2. Kapitel: Verfassungsrechtliche Grenzen der Normsetzung der Börsen.....	247
A. Allgemeine verfassungsrechtliche Anforderungen an die Rechtsnormsetzung.....	247
I. Verfassungsprinzipien als Rahmen der Rechtsnormsetzung.....	247
1. Demokratieprinzip	247
2. Rechtsstaatsprinzip.....	248
II. Konsequenzen für die Rechtsnormsetzung durch Private	249
1. Zusammensetzung der Normsetzungsgremien.....	250
2. Anforderungen an das Normsetzungsverfahren	251
B. Selbstregulierung in den Formen des Privatrechts.....	251
I. Selbstregulierung und Staatsaufgaben: Grenzen der Aufgabenprivatisierung.....	252
1. Insbesondere: Börsenhandel als Staatsaufgabe	252
2. Staatliche Schutzpflichten und Auffangverantwortung	253
II. Grundrechtsbindung bei privater Normsetzung	254
1. Keine unmittelbare Grundrechtsbindung	255
2. Irrelevanz der Frage der Grundrechtsbindung?.....	255
3. Lehre von der mittelbaren Grundrechtsgeltung.....	256
4. Grundrechtswirkung und Privatautonomie	257
5. Sonderbehandlung „sozialer Gewalten“ ?	258
III. Zwischenergebnis	259
C. Selbstregulierung in den Formen des öffentlichen Rechts.....	259
I. Normsetzung Privater und <i>Numerus Clausus</i> der Rechtsetzungsformen	259
II. Typen der Rechtsetzung Privater in den Formen des öffentlichen Rechts	261
1. Art. 80 GG und Rechtsetzung Privater	261
2. Funktionale Selbstverwaltung durch autonome Selbstverwaltungsträger	262
a) Erscheinungsbilder der funktionalen Selbstverwaltung.....	262
b) Ausübung von Staatsgewalt durch Träger funktionaler Selbstverwaltung und demokratische Legitimation.....	264
aa) Legitimation im Rahmen des Art. 20 Abs. 2 GG.....	265

bb) Legitimation außerhalb von Art. 20 Abs. 2 GG	266
c) Insbesondere: Autonome Rechtsetzung	268
aa) Nichtanwendbarkeit von Art. 80 Abs. 1 GG.....	269
bb) Anforderungen durch den Parlamentsvorbehalt	269
cc) Demokratische Binnenstruktur und Verfahren	271
e) Sanktionen zur Durchsetzung des autonomen Rechts	272
aa) Sanktionen im Verwaltungswege	272
bb) Ausübung rechtsprechender Funktion.....	273
d) Funktionale Selbstverwaltung und ökonomische Theorie der Selbstregulierung.	273
aa) Selbstverwaltung und Selbstregulierung i.e.S.....	274
bb) Selbstverwaltung und Fremdregulierung	275
aaa) Regelungserstreckung auf „Externe“: Die Literaturmeinungen	275
bbb) Regelungserstreckung auf „Externe“: Die Rechtsprechung	277
cc) Ergebnis.....	278
3. Verweisung auf private Regelwerke.....	278
a) Publikationserfordernisse	279
b) Demokratieprinzip	280
c) Rechtsstaatsprinzip: Verfahren und Bestimmtheit	283
D. Ergebnis	283

Dritter Teil

Rechtsanalytische Untersuchung der Selbstregulierung im System des deutschen Börsenrechts

1. Kapitel: Überblick über die Börsen- und Marktorganisation	286
A. Die Handelssegmente nach dem Börsengesetz	286
I. Amtlicher Markt.....	286
II. Geregelter Markt.....	287
III. Freiverkehr	288
B. Rechtscharakter der Börse	289
I. Die Rechtsnatur der Börse zwischen privatem und öffentlichem Recht	289
II. Die Rechtsform der Börse zwischen Körperschaft und Anstalt des öffentlichen Rechts.....	291
1. Börse als amorphe Erscheinung des Wirtschaftslebens.....	292
2. Börse als Körperschaft des öffentlichen Rechts.....	292
3. Börse als Rechtsform sui generis.....	293
4. Börse als Anstalt des öffentlichen Rechts.....	293
5. Stellungnahme	293

2. Kapitel: Private Regulierung als Selbstverwaltung in den öffentlich-rechtlichen Marktsegmenten	296
A. Selbstverwaltung i.e.S. und ihre Organe	296
I. Börsenrat	296
1. Aufgaben	296
2. Wahl und Zusammensetzung	297
II. Börsengeschäftsführung	298
III. Zulassungsstelle und Zulassungsausschuss	299
IV. Handelsüberwachungsstelle	299
V. Sanktionssausschuss	299
B. Satzungsautonomie der Börse	300
I. Börsenordnung	300
1. Form und Verfahren der Rechtsetzung	301
2. Inhaltliche Anforderungen	301
a) Generalklausel.....	301
b) Bestandteile der Börsenordnung	302
c) Grenzen der Satzungsautonomie.....	303
aa) <i>Volenti non fit iniuria</i> im Börsenrecht?	303
bb) Betroffene Grundrechte	304
cc) Verfassungsmäßigkeit einzelner Bestimmungen	305
II. Gebührenordnung.....	308
III. Prüfungsordnung.....	309
IV. Börsenusancen.....	310
1. Börsenusancen als Handelsbräuche	311
2. Börsenusancen als objektives Recht	311
a) Usancen als Satzungsrecht.....	311
b) Usancen als Rechtsnormen <i>sui generis</i>	312
3. Börsenusancen als AGB	313
C. Spielraum der Börse bei der Emittentenregulierung in den öffentlich-rechtlichen Marktsegmenten	315
I. Spielraum für die Emittentenregulierung im amtlichen Markt	316
1. Insbesondere: der <i>TOP Quality Market</i> der Bayerischen Börse	316
a) Allgemeines	316
b) Rechtliche Qualifikation des <i>TOP Quality Markets</i>	317
2. Zulässigkeit von zusätzlichen Emittentenpflichten im amtlichen Markt	318
a) Bewertung nach alter Rechtslage	319
aa) Vorrang des Gesetzes.....	319
bb) Vorbehalt des Gesetzes.....	319
aaa) Wesentlichkeit der Einrichtung eines „Qualitätssegments“ im amtlichen Handel	320

bbb) Wesentlichkeit und Freiwilligkeit	320
cc) „Flucht ins öffentlich-rechtliche Vertragsrecht“?	323
dd) „Flucht ins Privatrecht“?.....	323
b) Änderungen durch das vierte Finanzmarktförderungsgesetz und verfassungsrechtliche Bedenken	324
II. Spielraum für die Emittentenregulierung im geregelten Markt	325
1. Insbesondere: <i>Prädikatsmarkt Select</i>	325
2. Zulässigkeit von zusätzlichen Emittentenpflichten im geregelten Markt.....	325
D. Börsenschiedsgerichtsbarkeit	328
3. Kapitel: Private Normsetzung im regulären Freiverkehr	329
A. Entwicklung des Freiverkehrs	329
B. Einbeziehung in den Freiverkehr	331
C. Rechtsnatur der Freiverkehrsrichtlinien	332
I. Handelsrichtlinien als Satzungsrecht	333
1. Kompetenz der Börse aus § 13 Abs. 2 S. 1 BörsG?	333
2. Insbesondere: Regelungen der Börsenordnung Düsseldorf	335
II. Freiverkehrsrichtlinien als Rechtsnormen eigener Art	337
III. Freiverkehrsrichtlinien als AGB.....	340
4. Kapitel: Die qualifizierten privatrechtlichen Handelssegmente	342
A. Der Neue Markt der Deutsche Börse AG.....	342
I. Konzeption des Neuen Marktes	343
II. Rechtliche Konstruktion des Neuen Marktes	343
1. Zulassung zum Neuen Markt.....	344
a) Antrag auf Zulassung zum geregelten Markt	344
b) Antrag auf Zulassung zum Neuen Markt	347
aa) Zulassungsvoraussetzungen	347
bb) Anspruch auf Zulassung	348
aaa) Angebot zum Vertragsschluss	348
bbb) Wettbewerbsrechtlicher Anspruch auf Einräumung	349
ccc) Zulassungsanspruch und Qualitätssicherung.....	351
2. Rechtsnatur des Regelwerks Neuer Markt	352
3. Flexibilität der Normsetzung durch AGB	352
a) Entwicklung des Neuen Marktes und Regeländerungen	353
b) Vertragsänderungen	354
aa) Änderungsrecht auf Grund vertraglichen Vorbehalts.....	355
aaa) Vereinbarkeit des Änderungsvorbehalts mit § 9 AGBG a.F. bzw. § 307 BGB n.F.	355
bbb) Inhaltliche Schranken der Regeländerung aus § 315 BGB.....	358

bb) Änderungsvorbehalt auf Grund eines Handelsbrauchs	360
cc) Einseitige Vertragsänderung durch Kündigungsrecht	361
c) Die dynamische Verweisung in AGB	361
aa) Wirksame Einbeziehung in den Vertrag	362
bb) Verbot überraschender Klauseln (§ 305c Abs. 1 BGB bzw. § 3 AGBG)	362
cc) Anforderungen des Transparenzgebots	363
4. Zwischenergebnis	364
III. Publizitätsregulierung am Neuen Markt	364
1. Emissionsprospekt	365
a) Grundsätzliches	365
b) Unterschiede zum amtlichen Markt	365
c) Durchsetzung	367
aa) Prospekthaftung gem. § 77 i.V.m. §§ 45 – 49 BörsG	367
bb) Prospekthaftung gem. § 66a Abs. 3 BörsO FWB i.V.m. §§ 45 – 49 BörsG	368
cc) Prospekthaftung gem. 2. Abschn. 4 S. 3 RWNM i.V.m. §§ 45 – 49 BörsG	369
dd) Prospekthaftung auf Grund allgemeiner zivilrechtlicher Grundsätze	369
2. Quartalspublizität	371
a) Anforderungen	371
b) Durchsetzung	372
c) Prospekthaftung für unrichtige Quartalsberichte	373
d) Haftung gem. § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. 2. Abschn. 7.1 RWNM	374
3. Meldepflicht für Transaktionen	375
4. Verpflichtung zu Ad-hoc-Publizität	376
a) Anwendbarkeit des § 15 Abs. 1 WpHG	376
b) Privatrechtliche Ad-hoc-Publizitätspflicht	377
IV. Regulierung von Kontrolltransaktionen	377
1. <i>Corporate Governance</i> Regeln und Aktiengesetz	378
2. Durchsetzung	379
V. Regulierung von Unternehmensinsidern	380
1. Lock-Up Vereinbarung	380
a) Ausgestaltung	380
b) Ökonomische Funktion	380
c) Durchsetzung	381
aa) Gegenüber Altaktionären	381
bb) Gegenüber Emittenten	381
d) Schadensersatzanspruch aus Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter?	382
aa) Anforderungen an Verträge mit Schutzwirkung zugunsten Dritter	383
bb) Schutzwirkung des Vertrags des Emittenten mit den Altaktionären	383
aaa) Anspruchgrundlage	383
bbb) Anspruchshöhe	385
cc) Schutzwirkung des Vertrags der DBAG mit Emittenten	386
2. Anerkennung der Emissionsgrundsätze	388
VI. Fazit	388
VII. Ausblick: der Neue Markt als Teil des geregelten Markts	389

B. Sonstige privatrechtliche Regulierungskomplexe an den deutschen Börsen	392
I. An der Frankfurter Wertpapierbörse	392
1. SMAX	392
a) Teilnahmevoraussetzungen.....	392
b) Durchsetzung	393
2. DAX, MDAX, SDAX.....	393
3. Going Public-Grundsätze	394
a) Anforderungen der Going Public-Grundsätze	394
b) Regelungstechnik der Going Public-Grundsätze.....	395
II. Der Prädikatsmarkt im Freiverkehr der Bayerischen Börse	396
III. Start Up Market im Freiverkehr der Hanseatischen Wertpapierbörse Hamburg.....	396
IV. IPO-Market im Freiverkehr der Börse Berlin.....	396
 Zusammenfassung.....	 398
 Literaturverzeichnis	 402

“The markets know, what’s best for the markets”
James Newsome, U.S. Commodity Futures Trading Commission (1999)

Einleitung

I. Problemstellung

Das Kapitalmarktrecht befindet sich in jüngerer Zeit wie kaum ein anderes Rechtsgebiet in Bewegung. Das zum 1. Juli 2002 in Kraft getretene 4. Finanzmarktförderungsgesetz bringt unter anderem umfassende Modifikationen und Erweiterungen des geltenden Börsen- und Wertpapierhandelsrechts mit sich. Flankiert wird es von den kapitalmarktbezogenen Änderungen des Aktienrechts durch das Transparenz- und Publizitätsgesetz. Bereits zuvor wurde mit dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz ein ebenfalls wichtiger kapitalmarktbezogener Regelungsbereich gesetzlich neu erfasst.

Trotz dieser jüngsten Aktivitäten scheint die Diskussion über die Notwendigkeit weiterer Reformen des Kapitalmarktsrechts nicht nachzulassen. Dies hat seinen Grund zum einen darin, dass auf Gemeinschaftsebene in nächster Zeit mit der Verabschiedung verschiedener Richtlinien zu rechnen ist, die möglicherweise eine erneute Anpassung des nationalen Rechts erfordern. Zu nennen sind hier insbesondere die Richtlinie über Insidergeschäfte und Marktmanipulation und die neue Börsenprospektrichtlinie. Zum anderen hat die rasante Entwicklung der Kapitalmärkte in den letzten Jahren einen stetigen Anpassungsdruck auf das regulatorische Umfeld erzeugt, dessen Abklingen auch in naher Zukunft nicht zu erwarten ist.

Betrachtet man die gesetzgeberische Aktivität auf dem Gebiet des Kapitalmarktsrechts aus regulierungstheoretischer Perspektive, so lassen sich zwei Entwicklungslinien erkennen. Einerseits hat der Gesetzgeber beim Umbau des zuvor institutions- und organisationsrechtlich geprägten deutschen Kapitalmarktsrechts zu einem Markt- und Transaktionsrecht immer weitergehend die Verantwortung für Regelungsbereiche übernommen, die zuvor den Betroffenen zur eigenverantwortlichen Regelung überlassen waren. Dies gilt etwa für die Regulierung des Insiderhandels, der Wertpapiererwerbs- und Übernahmeangebote oder jüngst der Verhaltenspflichten für Wertpapieranalysten. Andererseits wird in den verbleibenden Bereichen versucht, selbstregulative Mechanismen zu stärken und die Normgebungskompetenz der Betroffenen durch Einbeziehung privater Regelwerke in staatliche Regelungskonzeptionen nutzbar zu machen. Bekannte Beispiele sind hier insbesondere die Normierungsleistung durch das Deutsche Rechnungslegungs Standards Committee und der im Februar 2002 vorgestellte Deutsche Corporate Governance Kodex.

Wann eine staatliche Aufgabenwahrnehmung angebracht war und wann ein Regelungsbereich der eigenverantwortlichen Regulierung durch die Betroffenen überlassen werden konnte, ergab sich dabei meist im Wege des *trial and error*, indem zunächst der weniger invasiven Selbstregulierung die Chance zur Bewährung gegeben wurde und es erst bei deren Versagen zu einer gesetzlichen Regelung kam. Auch in der Literatur findet sich bisher kaum ein Versuch, die Möglichkeiten und Grenzen selbstregulativer Steuerungsmechanismen im Kapitalmarktrecht in systematischer Weise zu erfassen.

Während das gesetzliche Strukturgerüst früher vornehmlich von den betroffenen Wirtschaftskreisen durch freiwillige Verhaltenskodices ausgefüllt wurde, hat nun in jüngster Zeit mit der Regulierungstätigkeit der Börsen eine Form der privaten Regulierung (wieder) Bedeutung erlangt, die sich nur noch bedingt mit der üblichen Vorstellung der Selbstregulierung als eigenverantwortliche Steuerung durch die Betroffenen vereinbaren lässt. Traditionellerweise wurde den Börsen die Regulierung von Einzelfragen in organisatorischen Bereichen überlassen. Wenig beachtet von der wirtschafts- und rechtswissenschaftlichen Literatur hat daneben in jüngerer Zeit die börsenverantwortete Regulierung der Emittenten und deren Leitungsorgane erheblich an Bedeutung gewonnen. Hervorstechendes Beispiel in dieser Hinsicht ist die Normierungstätigkeit der Deutsche Börse AG, die den Emittenten in ihren Regelwerken u.a. die Erfüllung umfassender Publizitätspflichten abverlangt. Einige Schritte zur Erweiterung der Möglichkeiten der Börsen in diesem Bereich und zur Ausdifferenzierung der staatlichen Einwirkungsrechte wurden im Rahmen des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes unternommen. Auch in den USA prüft die *Securities Exchange Commission* nach den jüngsten Skandalen um börsennotierte Unternehmen die Möglichkeiten, durch börsliche Regelwerke eine Verhaltenssteuerung der Emittenten zu betreiben. Diese Regelungsmethode könnte geeignet sein, den Schwierigkeiten abzuweichen, die bei einer auf freiwilligen Verhaltenskodices beruhenden Selbstregulierung der Kapitalmarktteilnehmer bestehen und in der Vergangenheit immer wieder zu deren Scheitern geführt haben.

Angesichts der Häufigkeit, mit der der Begriff „Selbstregulierung“ in der Literatur gebraucht wird, überrascht dabei zunächst das äußerst geringe Maß seiner theoretischen Durchdringung. Nicht nur die Erfassung der theoretischen Grundlagen steht noch aus, es fehlt vielmehr schon an einer zur Theoriebildung geeigneten Begriffsklärung. Auch die Behandlung von Einzelfragen erschöpft sich meist in einem diffusen Hinweis auf die Bedeutung der „Selbstregulierung der Wirtschaft“.

Unter Berücksichtigung dieses Befundes werden in dieser Arbeit drei Erklärungsziele verfolgt:

Das *erste Erklärungsziel* besteht in der Klärung der konzeptionellen Grundlagen der Selbstregulierung im Kapitalmarktrecht. Vorgeschlagen wird hier eine Verortung in der ökonomischen Normtheorie, die die Rechtsordnung als komplexes Anreizsystem begreift und die Grundbedingung für das Entstehen von (Rechts)normen in der Bewältigung der Folgen externer Effekte sieht. Dieser Ansatz ermöglicht es, Bedingungen zu identifizieren, unter denen die eigenverantwortliche Aufgabenwahrnehmung durch Private Erfolg zu haben verspricht.

Für das *zweite Erklärungsziel* soll der Blick in der spezielleren Untersuchung auf die Möglichkeiten und Grenzen der Selbstregulierung durch die Institution Wertpapierbörse verengt werden. Ausgeklammert werden sowohl Betrachtungen der speziellen Probleme auf dem sog. grauen Kapitalmarkt als auch die Möglichkeiten sonstiger Finanzintermediäre, selbstregulierend tätig zu werden. Die Fokussierung auf die Börsen und ihre Träger erscheint insbesondere deswegen besonders aufschlussreich, weil sich dort das, was zuvor als theoretische Konzeption vorgestellt wurde, durch das Nebeneinander von öffentlich-rechtlichen und privatrechtlichen Handlungsformen einem differenzierten Anwendungstest unterziehen lässt. Dargestellt werden sollen für diese Fragestellung sowohl die ökonomischen Anreizzusammenhänge, aus denen sie die

Eignung der Börse zur Selbstregulierung ergibt, wie auch die dem Gemeinschaftsrecht und dem innerstaatlichen Verfassungsrecht zu entnehmenden rechtlichen Begrenzungen. Das *dritte Erklärungsziel* liegt in der systematischen Erfassung der im deutschen Börsenrecht gegenwärtig anzutreffenden Selbstregulierungsphänomene. An diesen lassen sich die zuvor ausgemachten abstrakten Grenzen der privaten Normsetzung an konkreten Problemstellungen demonstrieren. Ebenso kann die eigenverantwortliche Ausgestaltung der Handelssegmente durch die Börsen und Börsenträger als ein aufschlussreiches Fallbeispiel für die in der ökonomischen Theorie ausgemachten Anreizzusammenhänge angesehen werden.

Dem Beginn der Untersuchung seien zwei Einschränkungen vorangestellt. Erstens zwingt die Vielschichtigkeit des Untersuchungsgegenstandes zu einer sinnvollen Schwerpunktbildung. Viele Aspekte, die für eine Analyse privater Normsetzungsmechanismen auf dem Kapitalmarkt von Bedeutung sein mögen, können daher nur kurz angesprochen werden. Gleiches gilt für zahlreiche Rechtsfragen, die zwar im behandelten Kontext von Bedeutung sind, nicht aber in spezifischem Zusammenhang mit der regulierungstheoretischen Fragestellung stehen. Die zweite Einschränkung betrifft den Dualismus der gewählten Betrachtungsperspektiven. Im rechtstheoretischen ersten Teil der Arbeit kommt der ökonomischen Analyse der Problemstellung das Hauptgewicht zu. In den beiden folgenden Teilen wird dagegen „klassische“ Rechtsanalyse betrieben, wenngleich die ökonomischen Zusammenhänge auch dort nicht unbeachtet bleiben werden. Allein dieser Perspektivenwechsel ermöglicht es, das Phänomen Börsenselbstregulierung in umfassender Weise zu bearbeiten. Dies gelingt allerdings nicht ohne Reibungsverluste. Die der ökonomischen Partialanalyse inhärenten Vereinfachungen bedingen einen nicht unbeachtlichen Abstraktionsgrad und damit eine erheblich geringere Betrachtungstiefe als die darauf folgende, dogmatisch orientierte Rechtsanalyse. Viele der Resultate aus dem ökonomischen Teil der Untersuchung werden sich daher nicht unmittelbar in rechtspraktische Ergebnisse übersetzen lassen, viele Probleme in den rechtsanalytischen Teilen werden nicht (allein) mit ökonomischen Argumentationsmustern beantwortet werden können. Dieser Bruch wird bewusst zugunsten der dadurch möglichen spezifischen Problembehandlung in Kauf genommen.

II. Gang der Untersuchung

Die Untersuchung gliedert sich in drei Teile. Im ersten Teil werden die konzeptionellen Grundlagen der weiteren Ausführungen gelegt. Das 1. Kapitel beginnt mit einer unerlässlichen Klärung verschiedener Begriffsdefinitionen, die später von Bedeutung sein werden. Es folgt eine Darstellung der ökonomischen Regulierungstheorie, die die Basis für die ökonomische Argumentation in der Folge bildet. In der gebotenen Kürze vorgestellt werden sowohl die normativen Regulierungstheorien, die sich mit dem Aufzeigen von Regulierungsnotwendigkeiten befassen, wie auch die positive Regulierungstheorie, die versucht, bestehende Regulierungen zu erklären. Dabei wird auch zu prüfen sein, inwieweit sich die ökonomischen Erkenntnisse über die Regulierung durch staatliche Instanzen auf die private Normgebung übertragen lassen.

Ist die ökonomische Seite der methodologischen Problemstellung geklärt, so wird im Anschluss ausführlich die Legitimität der Übersetzung dieser Regulierungstheorie in eine juristische Regelungstheorie zu untersuchen sein. Dafür wird insbesondere die Frage nach den Regelungszielen zu beantworten sein, die der Gesetzgeber im Kapitalmarktrecht verfolgt.

Dann erst werden im 2. Kapitel die Grundelemente der Selbstregulierung im Kapitalmarktrecht dargestellt und ihre Integration in die ökonomische Theorie der Normentstehung vorgeschlagen. Es folgt sowohl eine Kategorisierung der verschiedenen Erscheinungsformen der Selbstregulierung, wie sie das geltende Recht kennt, als auch eine erste Darstellung der in der juristischen Literatur angeführten Vor- und Nachteile dieser Regelungsform.

Das darauf folgende 3. Kapitel wird ganz den ökonomischen Mechanismen der privaten Regulierung gewidmet sein und dabei die zuvor gemachten allgemeinen Erwägungen konkretisieren. Zunächst gilt es dabei Kriterien zu entwickeln, unter denen eine eigenverantwortete private Normsetzung und Normdurchsetzung erfolgreich sein kann. Einzugehen ist dann auf die Auswirkungen eines möglichen Normgebungswettbewerbs, der regelmäßig, wenn auch nicht zwangsläufig, mit einer privaten Normgebung einhergeht.

Dann endlich ist der Blick ganz auf das zweite Erklärungsziel der Arbeit zu lenken und es werden die Möglichkeiten der Selbstregulierung der Börse zu präzisieren sein. Begonnen wird dabei mit einer Festlegung des Begriffs Börse, gefolgt von einer kurzen Darstellung der ihr zukommenden Ordnungsaufgaben und der sich an den börslichen Kapitalmärkten in jüngerer Zeit ergebenden Regulierungsherausforderungen. Es schließt sich eine umfassende institutionenökonomische Analyse von Einzelbereichen der börsenverantworteten Normsetzung an. Dies betrifft zunächst die traditionelle Selbstregulierung im organisatorischen Bereich, danach die ökonomischen Anreizzusammenhänge bei der Regulierung der Emittenten und deren Leitungsorganen.

Abgeschlossen wird der erste Teil der Arbeit mit einer Untersuchung der Bedingungen, die zuvor für ein Funktionieren der Börsenselbstregulierung ausgemacht wurden. Dies sind die Normbewertungseffizienz der Kapitalmärkte, der Wettbewerb unter den Börsen und die Frage, wer auf Seiten des Emittenten über ein Listing bzw. Delisting zu entscheiden hat.

Der zweite Teil der Arbeit wird sich mit den rechtlichen Grenzen der Selbstregulierung sowohl im Europäischen Gemeinschaftsrecht wie auch im innerstaatlichen Verfassungsrecht auseinandersetzen. Schranken im Gemeinschaftsrecht finden sich in den Grundfreiheiten des EG, dem Wettbewerbsrecht und dem sekundären Gemeinschaftsrecht. Im innerstaatlichen Verfassungsrecht werden der privaten Normsetzung durch das Demokratie- und das Rechtsstaatsprinzip Grenzen gesetzt. Dabei wird jeweils zu differenzieren sein zwischen der Normsetzung der öffentlich-rechtlichen Anstalt Börse und der Normgebungstätigkeit der privatrechtlich organisierten Börsen- bzw. Freiverkehrsträger.

Der dritte Teil der Arbeit behandelt dann schließlich das System der Selbstregulierung, wie es im geltenden Börsenrecht verwirklicht ist. Dabei werden nach der Klärung der börsenrechtlichen Grundlagen zunächst die öffentlich-rechtlichen Marktsegmente betrachtet, wo die verschiedenen bestehenden Regelwerke und ihre rechtstechnische Behandlung von besonderem Interesse sein werden. Gewicht wird auch der Behandlung der Möglichkeiten zur autonomen Ausgestaltung der öffentlich-rechtlichen Marktsegmente zukommen, die die Börse durch die Reformen im Vierten Finanzmarktförderungsgesetz erhalten hat.

Dann folgt die Untersuchung des „regulären“ Freiverkehrs und darauf die Darstellung der qualifizierten privatrechtlichen Segmente im Freiverkehr, wobei dort dem Neuen Markt der Deutsche Börse AG besondere Aufmerksamkeit geschenkt werden wird. An dieser

Stelle wird insbesondere der Vergleich mit den Möglichkeiten der Börse in den öffentlich-rechtlichen Marktsegmenten zu ziehen sein. Den Abschluss bildet ein Überblick über die sonstigen privatrechtlichen Regulierungsbemühungen durch die deutschen Börsenträger.

III. Methodologische Vorbemerkungen: die ökonomische Analyse des Rechts

In methodologischer Hinsicht findet eine Beschränkung auf die ökonomische Analyse des Rechts statt, die rechtssoziologischen Erklärungsansätzen vorgezogen wird. Für den ökonomischen Ansatz spricht nicht nur die Nähe zum Regulierungssachverhalt, die mögliche Bedenken gegen eine „Ökonomisierung des Rechts“ hier wenig gewichtig erscheinen lassen. Vor allem verdient er auch deswegen den Vorzug, weil die konkurrierenden Ansätze zur theoretischen Fundierung der Selbstregulierung zu abstrakt sind, als dass man in ihnen eine rechtspraktisch verwertbare Grundlage sehen könnte. Eine ökonomische Analyse des Rechts wird das Aufzeigen ökonomischer Wirkungszusammenhänge rechtlicher Regeln zum Inhalt haben, aber vor allem auch die ökonomischen Anreize der Börse zur Setzung solcher Regeln. Dabei wird auf die Erkenntnisse der ökonomischen Literatur, insbesondere der sog. Neuen Institutionenökonomik, Bezug genommen. Berücksichtigung finden werden auch deren Stützen in der empirischen Kapitalmarktforschung. Es wird sich zeigen, dass die komplexen ökonomischen Zusammenhänge auf dem Kapitalmarkt in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur vielfach keine endgültige Klärung erlangt haben. Für eine Theorie der Selbstregulierung stellt dies in vielen Fällen aber kein Problem dar. Im Gegenteil, die Vorzüge selbstregulierender Mechanismen bestehen letztlich gerade darin, durch das Zusammenspiel der Marktkräfte zu einem effizienten Ergebnis zu kommen.

In der hier geführten Untersuchung werden also ökonomische Argumentationsmuster Bedeutung erlangen. Die Untersuchung ist jedoch keine Abhandlung *über* die ökonomische Analyse des Rechts. Die Frage der (grundsätzlichen) Zulässigkeit der ökonomischen Analyse des Rechts als Forschungsdisziplin geht also über das hier intendierte Erklärungsziel hinaus. Viele der Vorwürfe, die gegen die Übertragung ökonomischer Erkenntnisse auf rechtliche Fragestellungen erhoben werden, haben zudem jedenfalls in dieser Untersuchung keine Berechtigung.

Eine einheitliche Auffassung dessen, was unter der ökonomischen Analyse des Rechts zu verstehen ist, existiert nicht. Die wissenschaftlichen Beiträge, die ihr zugeordnet werden, haben regelmäßig nur die Tatsache gemein, dass sie ökonomische Argumente auf Fragestellungen mit rechtlichem Bezug anwenden. Grundsätzlich lassen sich gleichwohl zwei unterschiedliche Zielrichtungen eines solchen Bemühens ausmachen. In ihrer positiven Ausrichtung trifft die ökonomische Analyse eine Aussage über die ökonomischen Folgen von Rechtsregeln, in der normativen Ausrichtung wird zu erklären versucht, wie ökonomisch sinnvolle Rechtsregeln auszusehen haben. Beide Ansätze lassen sich nicht immer vollständig trennen, ist doch die positive Analyse alternativer Reglungskonzeptionen schon eine Voraussetzung für die Möglichkeit, eine normative Empfehlung abgeben zu können. Auf Widerstand ist die ökonomische Analyse in der Rechtswissenschaft vordringlich in ihrer normativen Ausrichtung gestoßen. Es sind vor allem zwei Argumente, die gegen ihre Legitimität vorgebracht werden. Das eine Argument zielt auf ihren vermeintlichen „Ausschließlichkeitsanspruch“, das andere auf das ihr zu Grunde liegenden Menschenbild.

Zuzugeben ist, dass sich der Untersuchungsgegenstand der Wirtschaftswissenschaft in der Tat nicht mehr auf die klassischen Gütermärkte beschränkt. Längst wurden die verschiedensten Bereiche sozialer Interaktionen aus ökonomischer Sicht untersucht. „Ökonomische Sicht“ bedeutet dabei aber zunächst allein die Annahme der Geltung des sog. ökonomischen Prinzips, welches besagt, dass mehr von einem Gut zu haben besser ist. Dieses Prinzip steht für das, was als die „Effizienzausrichtung“ der Wirtschaftswissenschaften bezeichnet wird und die Annahme impliziert, dass eine Situation, die verbesserungsfähig ist, auch verbesserungswürdig ist. Eine solche konzeptionelle Ausrichtung dürfte auch in der Rechtswissenschaft, zumindest im hier interessierenden Bereich der Rechtsetzungslehre, nur schwerlich als unzulässig erachtet werden. Die Probleme beginnen erst dann, wenn es darum geht, Bewertungsmaßstäbe dafür zu finden, was „besser“ und was „schlechter“ ist. In der hier geführten Untersuchung wird schon angesichts dieser Schwierigkeiten kein selbständiges ökonomisches Bewertungskonzept zu Grunde gelegt. Die Maßstäbe für die Bewertung selbstregulativer Mechanismen sollen dem geltenden Kapitalmarktrecht entnommen werden. Die Anwendung traditioneller ökonomischer Erkenntnisse bleibt dann deswegen möglich, weil gerade im Kapitalmarktrecht die Förderung der Funktionsfähigkeit des Marktes auch durch den Gesetzgeber als legitimes Regelungsziel anerkannt ist.

Die zweite Hauptkritik an der ökonomischen Analyse des Rechts richtet sich gegen das ihr zu Grunde liegende Menschenbild. Gemeint ist das Akteurmodell des *homo oeconomicus*, des rational handelnden, nur am Eigennutz orientierten Menschen. Dieses soll mit der Vorstellung des selbstverantwortlichen Menschen, wie ihn die freiheitliche Rechtsordnung im Auge hat, nicht vereinbar sein.

Genau genommen zielt die Kritik aber nicht auf die gemachten Verhaltensannahmen. In dieser Hinsicht wäre sie auch offensichtlich unberechtigt. Denn zum einen ist der *homo oeconomicus*, wenn auch nicht ausschließlich, so doch zum großen Teil ein heuristisches Akteurmodell, d.h. seine Berechtigung für die ökonomische Analyse bestimmt sich aus seinem Wert für die Erklärung realer Beobachtungen. Die Tatsache, dass in psychologischen Experimenten weit weniger weitsichtig und vernünftig agierende Menschen vorgefunden wurden, tangiert die heuristische Legitimität der Modellannahmen nicht, solange insgesamt konsistente Aussagen getroffen werden können. Zum anderen ist die ökonomische Analyse auf die Annahme der vollständigen Rationalität nicht angewiesen. Auch in der Folge wird die Möglichkeit irrationaler Verhaltensweisen der Marktakteure, wie sie in der sog. *Behavioral Finance* beschrieben werden, bei der ökonomischen Argumentation an verschiedenen Stellen zu berücksichtigen sein. Und schließlich besagt die Eigennutzannahme nur, dass den Entscheidungen der Akteure ein Nutzenkalkül zu Grunde liegt. Woher dieser Nutzen stammt, ist offen. So kann etwa altruistisches Handeln ohne weiteres in die Modellkonzeption integriert werden, wenn man dem Akteur nur eine Präferenz für ein solches Handeln unterstellt. In der ökonomischen Literatur wird davon in der Regel deswegen abgesehen, weil solche Präferenzen wenig objektivierbar sind und sich deswegen schwer für die formale Analyse operationalisieren lassen. Gleichwohl würde sich ein solchermaßen im Gemeinwohl handelnder Akteur von seinem Artgenossen, dem *homo sociologicus*, dadurch unterscheiden, dass er seine Entscheidungen eigenverantwortlich trifft, während letzterer durch von der Gesellschaft auferlegte Zwänge angetrieben wird. Der Vorwurf mangelnder Rücksichtnahme auf die Idee der

Willensfreiheit lässt sich dem ökonomischen Akteurmodell also nicht machen, insbesondere weil es eine ethische Handlungsanweisung gar nicht enthält.

Der Vorwurf zielt vielmehr tiefer, indem er die prinzipielle Berechtigung der staatlichen Steuerung durch Rechtsetzung im Bereich des Privatrechts in Frage stellt. Dem liegt die Vorstellung zu Grunde, dass den Menschen im geschlossenen System einer zweckfrei gedachten Privatrechtsordnung die Entscheidungsfreiheit ihrer selbst wegen zuzugestehen ist. Dies konfligiert freilich mit der Zweckrationalität eines Steuerungsprogramms, das in der Freiheit des einzelnen (auch) ein Instrument zur Wohlförderung der Allgemeinheit sieht. Ohne die Stringenz solcher rechtstheoretischer Erwägungen hier in Frage stellen zu wollen, ist doch auf den eklatanten Widerspruch zu einer Rechtswirklichkeit hinzuweisen, in der der mit ständig neuen Regelungsproblemen überforderte Gesetzgeber der Versuchung, auch das Privatrecht in seiner Steuerungsfunktion zu instrumentalisieren, regelmäßig nicht widerstehen kann. Selbst wenn man solche Steuerungseingriffe auch in dem hier interessierenden Bereich des Kapitalmarktrechts *per se* für illegitim hält, kann dem ökonomischen Prinzip wenigstens ein Bewertungsmaßstab für die „Sünden“ des Gesetzgebers entnommen werden. Denn wenn er schon eine nicht sinnvolle Steuerung betreibt, dann sollte er dies wenigstens auf die sinnvollste Art und Weise tun.

Die Bedenken, die sich gegen die Anwendung ökonomischer Argumente im Einzelfall ergeben, werden in der Folge an verschiedenen Stellen aufzugreifen sein. Die prinzipielle Berechtigung einer ökonomischen Analyse soll hier aber nicht weiter in Frage gestellt werden.

Erster Teil

Rechtstheoretische Untersuchung der Selbstregulierung der Börsen

1. Kapitel Grundlagen

In diesem ersten Kapitel sollen einige für die weitere Analyse der juristisch-ökonomischen Theorie der Börsenselbstregulierung unverzichtbare theoretische Grundlagen dargelegt werden. Begonnen werden soll mit der Klärung von zentralen, in der Literatur mit uneinheitlichem Inhalt belegten Begriffen, die in der folgenden Untersuchung von erhöhter Bedeutung sein werden (unter A.). Im Anschluss werden die Grundkonzeptionen der ökonomischen Regulierungstheorie vorgestellt, die das wirtschaftswissenschaftliche Strukturgerüst der weiteren theoretischen Überlegungen bilden werden (unter B.). Dort wird auch zu diskutieren sein, inwieweit sich die für staatliche Regulierungsinstanzen konzipierten Überlegungen auf private Normsetzungsinstitutionen übertragen lassen. Kontrastiert wird diese Perspektive unter C. mit ersten Kompatibilitätserwägungen, wenn es darum geht, die Geeignetheit ökonomischer Argumente für die Interpretation und die Fortentwicklung der im geltenden Kapitalmarktrecht verwirklichten Regelungskonzeption zu überprüfen.

A. Begriffliches

Bevor eine Untersuchung der privaten Normsetzung als Aktionsform einer kapitalmarktrechtlichen Regelungskonzeption unternommen werden kann, sind verschiedene begriffliche Festlegungen unerlässlich. Nicht nur der Begriff der (Selbst)regulierung, sondern auch die Definition des Privaten und der (Rechts)norm sind auf Grund ihrer Vielschichtigkeit hier zwar nicht im Detail abschließend zu klären, es gilt jedoch Arbeitsdefinitionen zu finden, die eine sinnvolle Eingrenzung des Betrachtungsgegenstandes ermöglichen, welche Abseitiges ausklammert, ohne Wesentliches in den Bereich der Begriffsdiskussion vorzuverlagern.

I. Regulierung

Schon der Begriff der Regulierung hat in der Literatur keine allgemeingültige Definition gefunden¹. Eine weitgehende Auffassung zählt zur Regulierung jeden wie auch immer gestalteten Versuch einer von staatlicher Seite initiierten Verhaltensbeeinflussung, sei es durch Regelsetzung oder durch Schaffung indirekter Anreizmechanismen wie etwa durch Subventionen². Andere beziehen nur rechtlich verbindliche Regelungen in ihre Begriffsbestimmung ein³, wieder andere wollen den Begriff zudem auf das Wirtschaftsverwaltungsrecht begrenzt sehen⁴.

¹ Siehe etwa Weber, Wirtschaftsregulierung, S. 30; Mitnick, Political Economy of Regulation, S. 1 ff.; Eickhof, JNPÖ 5 (1986), S. 122; Roßkopf, Selbstregulierung, S. 26 m.w.N.; Ruffert, AöR 124 (1999), S. 237, 241 f.

² Kronberger Kreis, Mut zum Markt, S. 55 f.; Di Fabio, VVDStRL 56 (1997), S. 235, 237.

³ Noll, ZgS 139 (1983), S. 377; Lecheler/Gundel, EWS 2001, S. 249, 251; Roßkopf, Selbstregulierung, S. 27 spricht von „Regelsetzung“, ohne zu konkretisieren, ob damit auch das von ihr später behandelte „gentlemen’s agreement“ erfasst werden soll.

⁴ Ogus, Regulation, S. 1.

Fasst man den Begriff zu eng, so läuft man Gefahr, reale Phänomene – insbesondere die Mechanismen nicht-staatlicher Verhaltenssteuerung – schon begrifflich aus der Untersuchung auszuschließen, obwohl sich solche Konzeptionen von staatlichen Eingriffen häufig in ihrer Wirkung nicht unterscheiden⁵. Gegen ein zu weites Begriffsverständnis wurde freilich eingewandt, dass dann, wenn man alle staatlichen Interventionen, insbesondere auch die subventionsvermittelte Anreizsteuerung, mit einbezieht, die Grenze zwischen der Betrachtung einer auf Normen beruhenden Sollensordnung zu einer rein faktischen Seinsordnung zu verwischen droht⁶. Diese Bedenken sind deswegen aber nicht überzeugend, weil die Frage der Handlungsform von der Frage ihrer rechtlichen Zulässigkeit zu trennen ist, also für normative Betrachtungen auch bei faktischen Steuerungsmechanismen durchaus Raum bleibt.

Hier soll für den Begriff der Regulierung dementsprechend von einem weiten Verständnis ausgegangen werden. Regulierung soll gleichbedeutend sein mit jeder gezielten staatlichen oder nicht-staatlichen Verhaltenssteuerung. *Marktregulierung* ist dann als der gezielte Versuch der Beeinflussung des Verhaltens der Marktakteure anzusehen.

II. Zum Begriff des Privaten

Das Begriffspaar Privater – Staat lässt sich unter verschiedenen Gesichtspunkten abgrenzen⁷. Man kann an die Organisationsform anknüpfen, an die Form des produzierten Rechtssatzes oder an die rechtlichen Bindungen, denen der Normierer unterliegt, d.h. danach unterscheiden, ob er an öffentliches oder privates Recht gebunden ist⁸.

Eine Orientierung an den Bindungen des Normsetzers führt unweigerlich zu materiellen Abgrenzungsschwierigkeiten, die subjektive Erwägungen schon im Rahmen der Begriffsfestlegung erforderlich machen. Zur Festlegung des Untersuchungsgegenstandes scheint diese Differenzierung nicht geeignet.

Die Anknüpfung an die Form des Rechtssatzes scheidet deswegen aus, weil die öffentliche Hand unstrittig auch in den Formen des Privatrechts handeln kann. Und wenn umgekehrt Private in den Formen des öffentlichen Rechts handeln, ist dies erst eine Frage der Zulässigkeit der Handlungsform, nicht ihrer Klassifikation.

Angemessener erscheint die Orientierung an der Organisationsform des normsetzenden Rechtssubjekts. Dies ermöglicht die an dieser Stelle gebotene funktionale Abgrenzung und belässt wesentliche Rechtsfragen der späteren Untersuchung.

Allerdings sind auch hier wieder zwei Unterscheidungen denkbar. Entweder man folgt einem rechtstechnisch-formalen Verständnis und versteht unter privater Normsetzung solche Akte, die einem Privatrechtssubjekt zuzuordnen ist⁹. Konsequenz dieser Einordnung ist, dass die Normsetzung von Körperschaften und Anstalten des öffentlichen Rechts nicht als Normsetzung Privater einzustufen wäre. Andererseits wäre dann, wenn der Staat sich privatrechtlicher Organisationsformen bedient, eine private Normsetzung möglich. Ein „Durchgriff“ auf die Mitglieder einer Organisation soll also nicht

⁵ Nach Roßkopf, Selbstregulierung, S. 27 FN 10 m.w.N. besteht ein „nur gradueller Unterschied“.

⁶ So Marti, SZSV 2000, S. 561, 563.

⁷ Vgl. auch F. Kirchhof, Private Rechtsetzung, S. 103 ff.

⁸ Vgl. aber auch Brunner, Rechtsetzung, S. 26, die als private Normsetzer nur solche ansieht, deren rechtliche Existenz nicht auf einer staatlichen Entscheidung (d.h. Gesetz, Verordnung oder Verwaltungsakt) beruht.

⁹ So etwa F. Kirchhof, Private Rechtsetzung, S. 104 ff.

vorzunehmen sein¹⁰. Eine Ausnahme dieser Orientierung an der Rechtsform soll nur im Falle der Beleihung zu machen sein, wo die Privatrechtsform lediglich eine atypische Hülle eines hoheitlichen Verhaltens darstelle und die entsprechende Regelbildung vom öffentlichen Recht überlagert werde¹¹.

Diese Abgrenzung ist im Hinblick auf das hier verfolgte Erklärungsziel unter mehreren Gesichtspunkten problematisch. Bedenklich ist zunächst, dass dabei „staatliches, allgemeinwohl- und grundrechtsgebundenes, demokratisch legitimes Tun mit privatem, egoistischem, verfassungsrechtlich ungebundenem Handeln“¹² vermischt wird, da der Staat sich letztlich auch durch privatrechtliche Organisationsformen nicht seiner Bindung an das Allgemeinwohl entledigen kann. Umgekehrt gilt zwar, dass jede in öffentlich-rechtlicher Form organisierte Tätigkeit, etwa im Bereich der öffentlich-rechtlichen Selbstverwaltung, an die verfassungsrechtlichen Vorgaben gebunden ist. Innerhalb des dabei verbleibenden, nicht justiziablen Entscheidungsspielraums besteht aber die inhärente Gefahr egoistischer Interessenwahrnehmung. Weder hinsichtlich der Anreize zur Normsetzung, noch hinsichtlich ihrer Rechtfertigung („Aktivierung gesellschaftlicher Kräfte“), noch hinsichtlich der Normwirkung macht es einen Unterschied, ob die Selbstverwaltung in öffentlich-rechtlicher Form oder in privatrechtlicher Form stattfindet. Dementsprechend wird auch in der Literatur zur funktionalen Selbstverwaltung trotz der öffentlich-rechtlichen Organisationsformen ganz selbstverständlich von der Selbstverwaltung durch Private gesprochen¹³.

Allgemein ist es daher aus der hier eingenommenen Perspektive vorzugswürdig, nicht an die Rechtssubjektivität des unmittelbar Handelnden anzuknüpfen, sondern auf diejenigen Personen abzustellen, die für die Entscheidungen letztlich verantwortlich sind. Zu fragen ist also, ob sich die Normsetzung unmittelbar auf den Willen Privater zurückführen lässt. Privater ist dann bei der nun möglichen formalen Betrachtung jeder, der nicht Beamter oder sonstiger professioneller Funktionär des Staates ist¹⁴. In diesem Sinne lässt sich auch die fachweisungsfreie funktionale Selbstverwaltung in den Formen des öffentlichen Rechts als Selbstverwaltung Privater verstehen. Hinsichtlich der Börsenselbstverwaltung bedeutet dies, dass sowohl die Regelung der öffentlich-rechtlichen Marktsegmente als auch die Veranstaltung der privaten Segmente als Akte Privater betrachtet werden können. Eine solche Begriffsfestlegung macht es möglich, die rechtliche Beurteilung privater Beteiligung an der Normsetzung und -durchsetzung auch im Bereich der öffentlich-rechtlichen Verwaltung in die Untersuchung einzubeziehen. Möglich ist dann, die Parallelen ebenso wie die Unterschiede zur rein privaten Selbstregulierung, d.h. der Steuerung durch Private mit Hilfe von privatrechtlichen Regelwerken, aufzuzeigen.

¹⁰ F. Kirchhof, Private Rechtsetzung, S. 105.

¹¹ F. Kirchhof, Private Rechtsetzung, S. 106.

¹² Vgl. F. Kirchhof, Private Rechtsetzung, S. 104, der dies als ein Nachteil der Anknüpfung an die Rechtssatzform sieht.

¹³ Vgl. etwa Britz, VerwArch 2000, S. 418 ff m.w.N. in Fn 2.

¹⁴ Ossenbühl, VVDStRL 29 (1971), S. 139, 144 m.w.N.; die von Ossenbühl ebenso vorgeschlagene positive Begriffsfestlegung (Privater als der dem Staat gegenüberstehende, grundrechtsgeschützte Bürger) weist weniger Trennschärfe auf, da heute die prinzipielle Grundrechtsgeltung auch in sog. Sonderrechtsverhältnissen anerkannt ist, vgl. dazu Zweiter Teil, 2. Kap. B 2 c. aA zur Definition F. Kirchhof, Private Rechtsetzung, S. 106 f., der entgegen seines Ansatzes bei juristischen Personen bei natürlichen Personen von einer funktionalen Betrachtung ausgehen will und als Privaten denjenigen betrachtet, der egoistische Motive verfolgt. Das Problem bei dieser Unterscheidung besteht dann in der erforderlichen Wertung. Ebenso wie es wirklichkeitsfremd ist, mit Kirchhof anzunehmen, die funktionale Selbstverwaltung sei frei von egoistischen Motiven, muss – außerhalb ökonomischer Modellwelten – nicht jeder, der formal als Privatperson zu definieren ist, das Allgemeinwohl bei seinen Entscheidungen außer Acht lassen.

III. Norm – Rechtsnorm

Auch die Begriffe Norm und Rechtsnorm sind weder gesetzlich definiert, noch hat sich bisher in der juristischen Literatur oder der Rechtsprechung eine allgemeine Festlegung auf einen bestimmten Begriffsinhalt ergeben¹⁵. Erschwerend kommt hinzu, dass benachbarte Wissenschaften gemäß ihrer differierenden Erklärungsziele auch unterschiedlichen Normbegriffen anhängen.

1. Der Begriff der Norm

Die Soziologie versteht unter einer Norm eine „geäußerte und sanktionierte Verhaltenserwartung“¹⁶. Ähnlich spricht man in der institutionenökonomischen Literatur von einer „sanktionierbaren, kollektiven Verhaltenserwartung“¹⁷. In der Rechtswissenschaft besteht weiter Einigkeit darüber, dass eine Norm nicht nur die verbindliche Ordnung einer einzigen Situation darstellt, sondern sich in ihrer Folge zumindest potentiell vielfach aktualisieren kann¹⁸. Oft wird diese Allgemeinheit der Norm mit dem Begriffspaar der Abstraktheit und der Generalität beschrieben und dabei der Gegensatz zum konkret-individuell wirkenden Einzelbefehl betont¹⁹. Abstraktheit bedeutet hierbei, dass der Verhaltensbefehl eine unbestimmte Anzahl von Fällen regelt; generell ist seine Ausrichtung dann, wenn er sich nicht nur an einen oder einzelne Adressaten richtet, sondern seine Rechtswirkungen hinsichtlich eines unbestimmten Personenkreises entfaltet. Von der Einzelregelung unterscheidet sich die so verstandene Norm also dadurch, dass sie bezweckt, ein „dauerhaftes und bleibendes Strukturgerüst [zu] zimmern“²⁰.

Sind solche Verhaltenserwartungen sanktioniert bzw. sanktionierbar, so können sie Geltung beanspruchen. Die Geltung verleiht ihnen erst die Kraft eines verhaltenssteuernden Sollenssatzes. Eine Norm ist somit eine abstrakt-generelle Regel, die Geltung beansprucht.

2. Der Begriff der Rechtsnorm

Eine Rechtsnorm unterscheidet sich von diesem Begriffsverständnis durch zwei zusätzliche Merkmale: der *Rechtsgeltung* und der *Heteronomität*²¹.

¹⁵ Nicht verallgemeinerungsfähig ist der Normbegriff des § 2 Abs. 1 GWB, der trotz Abweichungen im Detail nach allgemeiner Ansicht nur technische Standards und gerade keine rechtlichen Normen umfasst, vgl. nur Zimmer, in: Immenga/Mestmäcker, GWB, § 2 Abs. 1 Rn. 13 ff.; Kiecker, in: Langen/Bunte, Kommentar zum deutschen und europäischen Kartellrecht, § 2 Rn 7 ff., 9.

¹⁶ Siehe Opp, Entstehung, S. 4; Engel, Normen und Nutzen, S. 77; Lamnek, Soziologie-Lexikon, S. 423; Weede, Mensch und Gesellschaft, S. 23; Hillmann, Wörterbuch der Soziologie, S. 615.

¹⁷ Vgl. Röhr, Börsenwettbewerb, S. 17 m.w.N.

¹⁸ F. Kirchhof, Private Rechtsetzung, S. 59 f. Bei dem soziologischen u. ökonomischen Verständnis dagegen fällt auch der sanktionierbare Einzelbefehl unter den Normbegriff.

¹⁹ Vgl. etwa Jaensch, Drittwirkung, S. 271; Vieweg, Normsetzung, S. 31; dabei ist das Merkmal der Abstraktheit hinsichtlich seiner eigenständigen Bedeutung neben dem Merkmal der Generalität nicht unumstritten, vgl. F. Kirchhof, Private Rechtsetzung, S. 59 ff. Im Ergebnis unterscheiden sich die Ansichten aber nicht.

²⁰ Meyer-Cording, Rechtsnormen, S. 28.

²¹ Teilweise findet sich in der juristischen Literatur aber auch eine – teils bewusste, meist unbewusste – Gleichsetzung zwischen dem Begriff der Norm und dem der Rechtsnorm, indem bereits die Norm durch Rechtsgeltung und Heteronomität charakterisiert wird. Dies gilt insbesondere beim „Streit um die Normqualität“ der AGB, bei dem es aber allein um die Frage der *Rechtsnormqualität* geht. Symptomatisch auch Weber, DB 1970, S. 2355, 2359, der statt eine begriffliche Genauigkeit zu fordern, auf Grund der Missverständlichkeit anregt, von AGB überhaupt nicht mehr als „Normen“ zu sprechen, da damit im rechtlichen Zusammenhang immer Rechtsnormen gemeint seien. Solche weder sprachlich noch sachlich begründbaren Ungenauigkeiten erschweren nicht nur den

a) Merkmal der Rechtsgeltung

Unstreitig ist die Rechtsgeltung ein notwendiges Charakteristikum einer Rechtsnorm. Nicht einheitlich dagegen wird die Frage des Ursprungs der Rechtsgeltung privater Normen beantwortet²².

Nach der älteren, von *Otto v. Gierke* begründeten Lehre von der originären Rechtsetzungsmacht sollten Verbände wegen ihrer sozialen Mächtigkeit und der korporativ verfestigten Struktur befugt sein, aus eigener Gewalt Recht zu setzen²³. Mit dem heute allgemein anerkannten staatlichen Rechtsanerkennungsmonopol ist diese Lehre aber nicht vereinbar²⁴. Ganz anders leiten denn auch die Spielarten der sog. Lehre von der Rechtsetzungsmacht auf Grund staatlicher Befugnisübertragung die Rechtsetzungsbefugnis Privater allein aus einer staatlichen Delegation ab. Die so befugten Privaten üben dann staatliche Gewalt aus, wenn auch in eigenem Namen. Und schließlich sieht die Lehre vom staatlichen Geltungsbefehl die Grundlage der Rechtsgeltung in einer staatlichen Geltungsanordnung²⁵. Von der Delegationslehre unterscheidet sich diese Auffassung darin, dass sie von einer Zweigleisigkeit der Rechtsetzung durch Private ausgeht. Während die Normschaffung ganz in den Bereich der Privaten fällt und sich dementsprechend nicht als Ausübung von Staatsgewalt darstellt, ergibt sich die Rechtsgeltung auf Grund gesetzlicher Anordnung.

Im Ergebnis unterscheiden sich die beiden letztgenannten Auffassungen also in der hier relevanten Frage des Ursprungs der rechtlichen Normgeltung nicht. Nach beiden erhält eine Norm Rechtsgeltung durch einen staatlichen Geltungsbefehl²⁶. Privat gesetzte Normen können nur dann Rechtsqualität erlangen, wenn der Staat sie zu Normen mit Rechtsfolgen und rechtlichen Sanktionsmöglichkeiten macht.

b) Merkmal der Heteronomität

Das Merkmal der Heteronomität der Rechtsnorm bezeichnet ihre Geltung unabhängig vom Willen des Betroffenen²⁷. Dieses Charakteristikum soll zur Abgrenzung zu rein vertraglichen Vereinbarungen dienen, deren Inhalt nur so weit reicht, wie die Beteiligten es wollen. Der Normadressat einer Rechtsnorm wird dagegen zum Normunterworfenen, dem ein bestimmtes Verhalten auferlegt wird. Das Merkmal der Heteronomität ist also kennzeichnend für den besonderen Charakter der Rechtsnorm als einseitige Auferlegung eines verbindlichen Rechtsbefehls und der damit verbundenen Gefahren für die Freiheit des Einzelnen²⁸. Der heteronomen Rechtsnorm fehlt die aus dem Willensprinzip folgende Vermutung der „Richtigkeitsgewähr“²⁹ vertraglicher Gestaltung. Gleichzeitig erfordert

Dialog mit den Nachbarwissenschaften, sondern führen regelmäßig auch innerhalb der Rechtswissenschaften zur Verschleierung der Problemstellungen.

²² Davon ist die hier nicht zu vertiefende rechtsphilosophische Frage nach dem (Rechts)geltungsbegriff als solchem zu unterscheiden, vgl. zur jüngeren Diskussion etwa Küpper, *Rechtstheorie* 22 (1991), 71 ff., 75 ff. (Unterscheidung nach positiver, faktischer und normativer Geltung); Otte, FS-Gmür, S. 359 ff.; Neumann, *Gegenkultur und Recht*, S. 21 ff.

²³ v. Gierke, *Privatrecht*, S. 142 ff.

²⁴ F.Kirchhof, *Private Rechtsetzung*, S. 159.

²⁵ Vgl. grundlegend zu den beiden letztgenannten Theorien F.Kirchhof, *Private Rechtsetzung*, S. 138 ff., 151 ff. mit Nachweisen.

²⁶ F.Kirchhof, *Private Rechtsetzung*, S. 39 ff., 138 ff.

²⁷ Wiedemann, *Gesellschaftsrecht*, S. 162; F. Kirchhof, *Private Rechtsetzung*, S. 84. ff m.w.N.

²⁸ F. Kirchhof, *Private Rechtsetzung*, S. 86.

²⁹ Grundlegend zur Idee der Richtigkeitsgewähr Schmidt-Rimpler, FS-Raiser, S. 5 ff.; ders. *AcP* 147 (1941), S. 130 ff. Zu weitgehend aber Meyer-Cording, *Rechtsnormen*, S. 29 f., der die Kontrolle von Verträgen in der Institution

der von der einzelnen Willenserklärung losgelöste, abstrakt-generelle Charakter der Rechtsnorm eine andere, eher an objektiven Gesichtspunkten denn am Parteiwillen orientierte Auslegung.

Ungeklärt ist nun allerdings, wann noch von einer gewollten Normerstreckung zu sprechen ist, namentlich in Fällen, in denen ein „Unterwerfungsakt“ seitens des Normbetroffenen vorausgeht. Wer in solchen Handlungen – etwa dem Beitritt zu einem Verein – eine willentliche Anerkennung des privaten Rechtsbefehls und möglicher späterer Änderungen seiner Ausgestaltung sieht, der wird in diesen Fällen das Merkmal der Heteronomität und damit die Rechtsnormqualität der betreffenden Normen verneinen³⁰. Die Gegenansicht bringt vor, dass bei diesen Unterwerfungsakten nur selten konkrete Regeln in den Willen aufgenommen würden und auch die Auslegung in der Regel höchstens eine partielle Zustimmung zu einem privaten Rechtsbefehl ergebe. Und selbst wenn man zugestehe, dass sich eine rechtsgeschäftliche Zustimmung theoretisch auch auf zukünftige Regeln des Systems erstrecken kann, so fehle es dann doch zum Zeitpunkt einer Regeländerung jedenfalls am aktuellen Willen des Betroffenen. Dessen Fehlen reiche aber für die Annahme der Heteronomität aus³¹. Diesem weiten Begriffsverständnis entsprechend werden rechtliche Sachverhalte, die verschiedener kaum sein könnten, unter den Begriff der Rechtsnorm subsumiert, so etwa die privat gesetzten Rechtsregeln im Arbeitsrecht und im Verbandsrecht, aber auch die Normsetzung durch einseitiges Rechtsgeschäft wie Auslobung, Preisausschreiben und Testament³².

c) Insbesondere: die Frage der Rechtsnormqualität der AGB

In der Literatur bis heute umstritten ist gerade die auch hier im Folgenden relevante Frage der Rechtsnormqualität von Allgemeinen Geschäftsbedingungen. Während die herrschende Meinung die AGB ganz auf vertragsrechtlicher Grundlage qualifiziert³³, spricht sich ein Teil der Literatur für ein normentheoretisches Verständnis aus³⁴. Die „Kontraktualisten“ klammern die AGB aus dem Rechtsnormbegriff deswegen aus, weil ihre Geltung erst durch die Einbeziehung in einen konkreten Vertrag eintritt. Für sich betrachtet sollen sie lediglich Vertragsmuster, mitunter aus rechtlicher Sicht ein bloßes Stück Papier darstellen³⁵.

des Marktes und des dort herrschenden Wettbewerbs sieht, eine solche Kontrolle aber für Rechtsnormen nicht anerkennt. Dass auch Kontrolle durch einen Normgebungswettbewerb bestehen kann, wird im 3. Kapitel unter D ausführlich dargelegt.

³⁰ So etwa Wiedemann, Gesellschaftsrecht, S. 162; BayObLG 77, 6,9. Für diese Ansicht kann auch die Rechtsprechung des BGH ins Feld geführt werden, nach der es grundsätzlich erforderlich ist, dass die wesentlichen Bestimmungen, zur deren Beachtung der Vereinbeitritt verpflichtet, zumindest in ihren groben Zügen aus der dem Beitretenden zugänglichen Satzung ersichtlich sein müssen, vgl. BGH, NJW 1967, S. 1268; NJW 1995, S. 583, 586 (st. Rspr.).

³¹ F. Kirchhof, Private Rechtsetzung, S. 94 f.; Meyer-Cording, Rechtsnormen, S. 91 f.; Reuter, in: MüKo BGB, § 25 Rn 17; RGZ 165, 143, 144; BGHZ 21, 370, 373 ff.; 47, 172, 178 f.

³² Vgl. F. Kirchhof, Private Rechtsetzung, S. 181 ff., 265 ff., 465 ff.

³³ Siehe etwa Wolf, JZ 1973, 229, 231; ders. in: Wolf/Horn/Lindacher, AGBG, Einl. Rn 13; Ulmer, in: Ulmer/Brandner/Jensen, AGBG, Einl. Rn 22 ff.; ders. ZHR 166 (2002), S. 150, 160 f.; F. Kirchhof, Private Normsetzung, S. 331; Ballerstedt, JZ 1956, S. 269 f.; Hofmann, Privatisierungsrecht, S. 11 f.; Breitzkreuz, Ordnung der Börse, S. 307; Jaensch, Drittwirkung, S. 271.

³⁴ Vgl. insbesondere Meyer-Cording, Rechtsnormen, S. 84 ff.; Pflug, Kontrakt und Status, passim; ders. AG 1992, S. 1, 3 ff.; E. Schmidt, JuS 1987, S. 929, 930 ff.

³⁵ Ballerstedt, JZ 1956, S. 267, 269 f.

Dies wird von der Gegenansicht auch gar nicht bestritten. Dass aber die AGB-Praxis Ausübung von Vertragsfreiheit sein soll, sei die „Lebenslüge“ im AGB-Recht³⁶. Von der „Richtigkeitsgewähr“ vertraglicher Kommunikation könne bei AGB keine Rede sein, vielmehr gehe es um eine im Massengeschäft typischerweise vorkommende einseitige Gestaltung durch den Verwender³⁷. Richten sich Vertragsentwürfe als Allgemeine Geschäftsbedingungen an eine unbestimmte Anzahl von Vertragspartnern, so sei die Annahme, die Geltung werde bei Vertragsschluss nicht nur im Ganzen, sondern hinsichtlich jeder Einzelheit der Bedingungen individuell vereinbart, wirklichkeitsfremd. In der Tat lässt es sich dann, wenn man davon ausgeht, dass sich derjenige, der in einen Verein eintritt, keine Gedanken über die Vereinsregeln macht³⁸, kaum mehr schlüssig begründen, dass sich etwa der Käufer bei jedem Kauf über den Inhalt der AGB des Verkäufers vergewissert und deswegen die Geltung in allen Einzelheiten allein vom Willen des Betroffenen abhängt. Das Problem der Normentheorie bleibt dann aber die Erklärung der rechtlichen Geltung der AGB außerhalb der privatautonomen Gestaltungsfreiheit. Die Suche nach einem solchen Geltungsbefehl, etwa im Bereich des Gewohnheitsrechts, ist bisher erfolglos geblieben³⁹.

Nun ist in der Literatur zutreffend darauf hingewiesen worden, dass die Gegenüberstellung von Normentheorie und Vertragsdoktrin eine „schiefe Antithetik“⁴⁰ enthält, die maßgeblich auf der undifferenzierten Gleichsetzung der Begriffe Norm und Rechtsnorm basiert⁴¹. Denn akzeptiert man die begriffliche Unterscheidung zwischen Norm und Rechtsnorm, so ist unbestreitbar, dass sich AGB als generell-abstrakte Regelungen jedenfalls den Normen zuordnen lassen. Nun dürfte ebenso unbestreitbar sein, dass auch AGB als dauerhaftes Strukturgerüst vertraglicher Beziehungen eine rechtliche Ordnungsfunktion wahrnehmen. Häufig wird von den AGB deswegen als „faktischen Normen“ gesprochen⁴². Auch der BGH bezeichnete die Allgemeinen Deutschen Spediteurbedingungen (ADSp) und Allgemeinen Güternahverkehrsbedingungen (AGNB) als eine „fertig bereit liegende Rechtsordnung“⁴³.

Was damit allein fraglich ist, ist die heteronome Rechtsgeltung der AGB, nicht aber ihr Normcharakter. Die Geltung der AGB aktualisiert sich mit jedem Vertragsschluss neu. Es fehlt somit an einer zeitlichen Koinzidenz der beiden Rechtsnormcharakteristika Generalität und Rechtsgeltung. AGB richten sich als Vertragsentwürfe an eine Vielzahl von unbestimmten Adressaten, solange sie nicht gelten. Sofern sie aber auf Grund einer vertraglichen Vereinbarung in einer konkreten Form Geltung beanspruchen können, sind ihre Adressaten durch den Kreis der Vertragspartner individualisiert.

Angesichts dieses Befundes wäre mit der Einordnung als Rechtsnorm wenig gewonnen. Denn in jedem Fall wird man die Tatsache, dass die Rechtsgeltung der AGB durch Rechtsgeschäft begründet wird, bei der rechtlichen Beurteilung nicht außer Acht lassen

³⁶ Pflug, AG 1992, S. 1, 7.

³⁷ E. Schmidt, JuS 1987, S.929, 930.

³⁸ So z.B. F.Kirchhof, Private Normsetzung, S. 93 f.

³⁹ E. Schmidt, JuS 1987, S. 929, 931.

⁴⁰ Pflug, AG 1992, S. 1, 6; ders. Kontrakt und Status, S. 46 f.

⁴¹ Augenscheinlich bei Ulmer, in: Ulmer/Brandner/Jensen, AGBG, Einl. Rn 24, der dann die Kategorie des „normengleichen“ Rechts bemüht und damit Normen meint, deren Geltung nicht auf heteronomem Rechtgeltungsbefehl beruht.

⁴² Vgl. etwa F. Kirchhof, Private Rechtsetzung, S. 331. Weitere Nachweise bei Meyer-Cording, Normsetzung, S. 44 Fn 7 u. 8, der selbst das Konstrukt der faktischen Norm ablehnt.

⁴³ BGH, NJW 1995, S. 1490, 1491; NJW 1995, 3117, 3118; NJW 1995, 2224, 2225.

können, ebenso wie den Schutzzweck der § 305 ff. BGB bzw. früher des AGBG. Dies gilt insbesondere bei der Frage der Beachtlichkeit von Willensmängeln⁴⁴, der Auslegung⁴⁵ und den Inhaltsschranken⁴⁶. Umgekehrt wird man auch von einem kontraktualistischen Standpunkt aus den Normencharakter der AGB als abstrakt-generelle Regelwerke nicht gänzlich negieren können. So ist etwa nach verbreiteter Ansicht ergänzende Vertragsauslegung bei AGB nur nach einem objektiv-generalisierenden Maßstab zulässig⁴⁷.

Die §§ 305 ff. BGB schließlich gehen unzweifelhaft von einer rechtsgeschäftlichen Geltungsbegründung der AGB aus, wie sich etwa aus § 305 Abs. 1 BGB („Vertragsbedingungen“) und §§ 305 Abs. 2, 305c, 306 Abs. 1 BGB („Vertragsbestandteile“) ergibt⁴⁸. Nimmt man hinzu, dass ein anderer Rechtsgeltungsgrund als der Parteiwille nicht auffindbar ist, scheint wenigstens *de lege lata* wenig dafür zu sprechen, den Ausgangspunkt der Vertragsdoktrin zu verlassen – jedenfalls solange man bereit ist, den Normencharakter der AGB zu beachten.

3. Ergebnis

Zusammenfassend lässt sich festhalten: Normen sind abstrakt-generelle Verhaltensvorschriften, die Geltung beanspruchen. Rechtsnormen sind eine Untergruppe der Normen, die sich dadurch auszeichnen, dass ihre Geltung (auch) auf einem staatlichen Geltungsbefehl beruht und diese Rechtsgeltung nicht allein vom Willen der Betroffenen abhängt. Diese beiden zusätzlichen Anforderungen müssen kumulativ vorliegen. In den folgenden Untersuchungen werden Normen eine Rolle spielen, die, etwa als AGB, Rechtsgeltung beanspruchen können, diese aber autonom begründet wird. Ebenso werden abstrakt-generelle Regelungen zu untersuchen sein, denen zwar heteronom begründete Geltung zukommt, nicht aber rechtliche Geltung. Dennoch bedeutet in diesen Fällen die fehlende Rechtsgeltung nicht, dass solche Normen nicht zum Gegenstand rechtlicher Betrachtung gemacht werden könnten. Im Gegenteil, dort wo die Geltung sich aus faktischen Zwängen ergibt, sich also außerhalb der Rechtsordnung begründet, ist die Rechtswissenschaft in besonderem Maße aufgerufen, Kriterien für die Grenzen der Normsetzung zu entwickeln. Die außerrechtliche *Geltungsbegründung* schließt die rechtliche *Geltungsbegrenzung* nicht aus.

⁴⁴ Bei strengem Rechtsnormverständnis müsste man eine Anfechtung nur hinsichtlich der Einbeziehungserklärung, nicht aber bezüglich Irrtümern hinsichtlich des Inhalts der AGB zulassen. So in der Tat E. Schmidt, JuS 1987, S. 929, 932.

⁴⁵ Rechtsnormen verlangen an sich eine vom Parteiwillen losgelöste, objektivierte Auslegung, was dem Kundenschutzanliegen des AGBG u.U. zuwiderläuft, so dass dort nur eine eingeschränkt objektive Auslegung in Betracht kommt, wobei nur strittig ist, ob vom Grundsatz der subjektiven Auslegung auszugehen ist und dann Ausnahmen zu machen sind (so Heinrichs, in: Palandt, ABGB, § 5, Rn 7;) oder mit der wohl hM vom Grundsatz der objektiven Auslegung mit Ausnahmen auszugehen ist, so Ulmer, in: Ulmer/Brandner/Jensen, AGBG, Einl. Rn 26; dies. § 5 Rn 13; vgl. auch Schlosser, in: Staudinger, AGBG, § 5 Rn 18; Lindacher, in: Wolf/Horn/Lindacher, AGBG, § 5 Rn 6.

⁴⁶ Vgl. Wolf, in: Wolf/Horn/Lindacher, AGBG, Einl. Rn 13: die Inhaltsschranken erlaubten bei reiner Rechtsnormbetrachtung nur eine neutrale Gerechtigkeitskontrolle, nicht aber eine einseitig strenge Kontrolle gegen den Verwender, wie es dem Schutzzweck des AGBG entspricht.

⁴⁷ Ulmer, in: Ulmer/Brandner/Jensen, AGBG, § 6 Rn 32.

⁴⁸ Vgl. Wolf, in: Wolf/Horn/Lindacher, AGBG, Einl. Rn 13; Ulmer, in: Ulmer/Brandner/Jensen, AGBG, Einl. Rn 24.

B. Die ökonomische Regulierungstheorie

Die in der Folge darzustellende ökonomische Regulierungstheorie wird die Basis der weiteren Überlegungen zu den Möglichkeiten privater Regulierung im Kapitalmarktrecht bilden. Nun sind die Versuche der Bildung einer (Markt)Regulierungstheorie ebenso vielfältig wie die Definitionen des Begriffs der Regulierung. Auf der einen Seite lassen sich die normativen Theorien ausmachen (dazu I.). Die traditionelle Position bildet hier die auf dem neoklassischen Marktmodell basierende Wohlfahrtsökonomik. Weit verbreitet ist heute aber auch der Ansatz, der ausgehend von der neo-institutionalistischen Wirtschaftstheorie im Marktversagen die Berechtigung der externen Verhaltenssteuerung sieht. Auf der anderen Seite steht die einem politikökonomischen Ansatz verhaftete positive Regulierungstheorie (dazu II.). Sie sieht Regulierung als Ergebnis politischer Entscheidungsprozesse der einem Eigen- oder Sonderinteresse verhafteten Mitglieder der Regulierungsinstanzen.

Für die hier geführte Untersuchung ist allein der Verweis auf die in den Wirtschaftswissenschaften zur Anwendung kommenden allgemeinen Regulierungstheorien nicht ausreichend. Beantwortet werden muss auch die Frage, inwieweit diese Theorien Aussagen über private Regelungsmechanismen, zu denen auch die Normsetzung durch die Börsen gehört, zulassen (dazu III.).

I. Normative Regulierungstheorien

1. Wohlfahrtsökonomische Theorie der Marktregulierung

Die älteste Theorie zur Beurteilung regulativer Eingriffe ist die auf der Arbeit von *Pigou*⁴⁹ aufbauende neoklassische Wohlfahrtsökonomik. Ausgangspunkt der neoklassischen Perspektive ist ein Modell der Marktwirtschaft, welches auf dem dezentralen Tausch von Verfügungsrechten nach privaten Plänen basiert. Der marktwirtschaftliche Preismechanismus bringt die aggregierten Größen von Angebot und Nachfrage durch die berühmte „unsichtbare Hand“⁵⁰ zum Ausgleich. In einer Idealwelt mit vollkommener Information der Marktteilnehmer, vollständigem Wettbewerb⁵¹ und ohne Transaktionskosten führt dieser Preismechanismus zu einem Ausgang, bei dem kein Beteiligter durch Re-Allokation der Güter besser gestellt werden könnte, ohne dass ein anderer schlechter gestellt würde (sog. pareto-optimaler Ausgang)⁵².

Auch wenn das neoklassische Modell in seinem Ursprung auf einem rein statischen Ansatz beruht, geht die heute noch vielfach geäußerte Ansicht fehl, der Ansatz schließe jede Dynamik *a priori* aus⁵³. Die moderne Gleichgewichtstheorie enthält längst dynamische Elemente, ebenso wie auch berücksichtigt wird, dass die Marktakteure hinsichtlich künftiger Umweltzustände nur unvollkommene Informationen besitzen⁵⁴. Die Theorie verträgt sich heute also durchaus mit den Ausführungen *Hayeks*, der sich

⁴⁹ Pigou, *Economics of Welfare*.

⁵⁰ Smith, *The Wealth of Nations*, S. 400.

⁵¹ D.h. eine unendlich große Zahl von Anbietern und Nachfragern, so dass der einzelne keine Marktmacht besitzt.

⁵² Diese Erkenntnis wird als der erste Hauptsatz der Wirtschaftsökonomik bezeichnet, vgl. Mas-Colell/Whinston/Green, *Microeconomic Theory*, S. 549 ff.

⁵³ Diese Kritik klingt schon bei Schumpeter, *Capitalism*, S. 82 an und wurde von Demsetz, *J. L. Econ.* 1969, S. 1 erneuert. Aus neuerer Zeit etwa Schulte, *Regulierung*, S. 18; Eickhof, *WD* 1986, S. 468 f.

⁵⁴ Vgl. unter dem Gesichtspunkt des allgemeinen Gleichgewichts etwa grundlegend Radner, *Equilibrium*, Chap. 20. Überblick bei Mas-Colell/Whinston/Green, *Microeconomic Theory*, S. 732 ff.

wettbewerbsbedingte Aktivitäten der Marktteilnehmer als einen dynamischen Entdeckungsprozess vorstellte⁵⁵.

Das Hauptproblem der Wohlfahrtsökonomik als Regulierungstheorie liegt an anderer Stelle. Soll durch Regulierung eine Verbesserung des Marktausgangs erzielt werden, so ist zunächst die Frage zu beantworten, wie mögliche Verbesserungspotentiale zu ermitteln bzw. zu quantifizieren sind. Eine allgemeine Wohlfahrtsfunktion, an der man verschiedene Allokationen messen könnte, ist nicht bekannt⁵⁶. Legt man der Bewertung das Pareto-Kriterium zugrunde, so muss man danach fragen, in welcher Situation eine Umverteilung nicht mehr stattfinden kann, ohne dass jemand schlechter gestellt würde. Gegen diesen Ansatz sprechen jedoch eine Reihe grundsätzlicher Bedenken. Zum einen sagt das Kriterium nichts über die Auswahl unter mehreren pareto-optimalen Ausgängen aus. Lehrbuchbeispiel für diesen Einwand ist eine Zwei-Personen Ein-Gut Tauschökonomie, in der eine Person das gesamte Gut und die andere Person nichts hat. Eine solche Allokation ist offensichtlich pareto-optimal, kaum aber „gerecht“.⁵⁷ Die andere Kritik geht dahin, dass sich in der Praxis die Pareto-Optimalität einer Allokation auf Grund der Komplexität moderner Volkswirtschaften gar nicht feststellen lässt. Dann bietet dieses Kriterium aber keine weitere Möglichkeit, zwei Zustände in einer Volkswirtschaft zu vergleichen.

2. Neo-institutionalistische Theorie der Marktregulierung

Ausgehend von diesen Schwächen des neoklassischen Modells für die Beurteilung von Notwendigkeit und Wirkung von Marktregulierung werden heute meist pragmatischere Lösungsansätze verfolgt. Die heute einflussreichste Theorie ist die sog. neo-institutionalistische Betrachtungsweise. Diese lockert die restriktiven Annahmen an das neoklassische Marktmodell auf und berücksichtigt die Möglichkeit der Existenz von Marktunvollkommenheiten wie z.B. Informationsasymmetrien⁵⁸ oder Transaktionskosten⁵⁹. Eingriffe in das Marktgeschehen sollen zur Erhaltung eines wirksamen Wettbewerbs dann erforderlich sein, wenn sonst ein Marktversagen droht und die Kosten des regulatorischen Eingriffs seinen Nutzen nicht übersteigen. Auch die neo-institutionalistische Theorie kommt demgemäß nicht ganz ohne ein wohlfahrtstheoretisches Kosten-Nutzen-Kalkül aus.

Man kann nun fünf verschiedene Fallgruppen des Marktversagens unterscheiden:

a) Natürliches Monopol

Bei einem natürlichen Monopol ist die nachgefragte Menge an Gütern von einem einzelnen Unternehmen kostengünstiger zu produzieren als von jeder größeren Anbieterzahl (sog. Subadditivität der Kostenfunktion). In der Regel wird dies der Fall sein, wenn Kostendegressionen („*economies of scale*“) vorliegen, auch wenn dies keine

⁵⁵ Hayek, Wettbewerb, S. 81 f.

⁵⁶ Vgl. näher zu der Schwierigkeit der Bemessung der sozialen Wohlfahrt und den Konsequenzen aus dieser Schwierigkeit für die ökonomische Analyse des Rechts Schäfer/Ott, Lehrbuch der ökonomischen Analyse, S. 23 ff.

⁵⁷ Eine prominente Lösung für dieses Problem haben Kaldor, Econ. J. 49 (1939), S. 549, 550 u. Hicks, S. Econ. J. 49 (1939), S. 696, 706 vorgeschlagen. Nach dem nach ihnen benannten Kriterium ist eine Entscheidung dann sozial gerechtfertigt, wenn es möglich ist, aus dem Gewinn der Begünstigten die Benachteiligten zu entschädigen, so dass im Ergebnis keiner schlechter als zuvor dastünde, ohne dass es freilich auf eine tatsächlich stattfindende Kompensation ankommen soll.

⁵⁸ Vgl. maßgeblich Akerlof, Quart. J. Econ. 84 (1970), S. 488 ff.

⁵⁹ Grundlegend Williamson, J. L. Econ. 22 (1979), S. 233 ff.

notwendige Voraussetzung ist⁶⁰. Befindet sich auf dem Markt in Folge dieser Größenvorteile nur noch ein einzelner Anbieter, können dauerhafte staatliche Eingriffe erforderlich sein, da das Maximierungskalkül des Monopolisten eine ineffiziente Kombination von Preis und hergestellter Menge ergeben wird⁶¹, wengleich auch nicht gesichert ist, dass der staatliche Eingriff zu einer gesamtwirtschaftlichen Verbesserung führen muss⁶².

Eine zweite Begründung der Regulierungsnotwendigkeit von natürlichen Monopolen kann in der Verhinderung des sog. Rosinenpickens („*cream skimming*“) von potentiellen Mitbewerben gesehen werden, wenn diesen, anders als dem Monopolisten, eine Preis- oder Leistungsdiskriminierung möglich ist⁶³. Als prominentestes Beispiel kann hier das staatlich gewährleistete Postmonopol angeführt werden, welches damit verteidigt wird, dass konkurrierende Anbieter nur die lukrativen Ballungsregionen bedienen würden, nicht aber die abgelegenen, weniger bevölkerungsreichen Gebiete, in denen die Kosten die erzielten Erlöse übersteigen.

b) Externe Effekte und öffentliche Güter

Externe Effekte oder Externalitäten lassen sich definieren als unmittelbare Einwirkungen eines Wirtschaftssubjekts auf andere Wirtschaftssubjekte⁶⁴. Externe Effekte sind dann problematisch, wenn sie in den Marktbeziehungen zwischen den Beteiligten unberücksichtigt bleiben bzw. sich über sie kein Preis am Markt bildet⁶⁵. Da die Beteiligten diese Effekte dann nicht internalisieren, werden im Vergleich zum sozialen Optimum Fehlanreize gesetzt. Folge sind ineffiziente Über- oder Unterproduktionen. Man kann dabei zwischen negativen externen Effekten, also solchen, die eine nachteilige Wirkung auf andere haben, und positiven Externalitäten mit vorteilhaften Auswirkungen differenzieren. Als klassisches Beispiel für eine negative Externalität gelten Umweltverschmutzungen. So kann etwa die Einleitung erwärmten Kühlwassers aus Industrieanlagen in einen Fluss zu einem Fischsterben führen und damit diejenigen negativ beeinträchtigen, die im betreffenden Fluss angeln wollten. Andererseits muss nicht jede Industrieemission als nachteilig empfunden werden. Eine positive Externalität im vorangegangenen Beispiel ist die Erwärmung des Flusses aus Sicht derjenigen, die dort baden wollen.

Charakteristisch für ein öffentliches Gut ist, dass kein Konsument unter vernünftigen Kosten vom Konsum ausgeschlossen werden kann (sog. Nichtausschließbarkeit im Konsum)⁶⁶. Dementsprechend kann sich bei einem öffentlichen Gut definitionsgemäß kein Marktpreis bilden. Als zweite Eigenschaft eines öffentlichen Gutes kommt die sog. Nichtrivalität im Konsum hinzu. Diese besagt, dass die Teilhabe eines Wirtschaftssubjekts die Nutzungsmöglichkeit des Gutes durch andere Wirtschaftssubjekte nicht beeinträchtigt⁶⁷. Wie bei Bestehen von externen Effekten

⁶⁰ Vgl. grundlegend Baumol, Am. Econ. Rev. 67 (1977), S.809 ff.

⁶¹ Vgl. etwa Müller/Vogelsang, Staatliche Regulierung, S. 39 f. mwN.; Ogus, Regulation, S. 30 ff.; Graf, Jahrbuch für Sozialwissenschaft 32 (1981), S. 311, 313.

⁶² Vgl. die einflussreiche Arbeit von Posner, Stan. L. Rev. 21 (1969), S. 548 ff.

⁶³ Siehe Kruse, Normative Bestimmung, S.35 f.

⁶⁴ Vgl. grundlegend Demsetz, Am. Econ. Rev. P&P 57 (1967), S. 347 f.

⁶⁵ Müller/Vogelsang, Staatliche Regulierung, S. 43 f.; Schmidt, Wettbewerbspolitik, S. 37 f.

⁶⁶ Vgl. Ogus, Regulation, S. 33.

⁶⁷ Müller/Vogelsang, Staatliche Regulierung, S. 43 f.; Schmidt, Wettbewerbspolitik, S. 38; Mas-Collel/Whiston/Green, Microeconomic Theory, S. 359; grundlegend Pigou, Economics of Welfare, S. 172 ff.

resultieren so Fehlanreize. Als einfaches Beispiel für ein öffentliches Gut kann Wissen angeführt werden, soweit es frei verfügbar ist. Die Ausnutzung des Wissens durch ein Wirtschaftssubjekt beeinträchtigt die anderen nicht in ihrem Gebrauch. Andererseits bestehen auch nur begrenzte ökonomische Anreize zur Schaffung neuen Wissens, wenn die Nutzung allgemein möglich ist und andere Wirtschaftssubjekte unentgeltlich auch an fremden Erkenntnissen teilhaben können. Einen Weg zur Überwindung dieser Unteranreize bietet der Patentschutz⁶⁸.

c) Ruinöser Wettbewerb

Ein ruinöser Wettbewerb liegt vor, wenn durch den Preisbildungsprozess am freien Markt die Preise unter das langfristig kostendeckende Niveau fallen. Folge ist ein Marktzusammenbruch, den nicht notwendigerweise die effizientesten Marktteilnehmer überstehen⁶⁹. Die Gefahr eines ruinösen Wettbewerbs ist dann besonders groß und der volkswirtschaftliche Schaden eines Marktzusammenbruchs dann besonders hoch, wenn in einer Industrie hohe Anlaufinvestitionen angefallen sind. Denn die Zinskosten solcher Investitionen fließen als Fixkosten in einem kompetitiven Markt nicht ins Optimierungskalkül der Akteure ein. Diskutiert wird die Gefahr eines Marktversagens auf Grund ruinösen Wettbewerbs aktuell etwa im Bereich des deutschen Telekommunikationssektors⁷⁰.

d) Informationelles Versagen

Durch eine asymmetrische Informationsverteilung sind Situationen charakterisiert, in denen die Transaktionspartner nur unvollständige und ungleich verteilte Informationen besitzen. Der besser informierte Marktteilnehmer kann seinen Vorteil dann häufig zu Lasten des schlechter informierten Teilnehmers ausnutzen. Volkswirtschaftlich schädlich ist eine solche Möglichkeit des opportunistischen Verhaltens auf Grund zweier Wirkungsmechanismen.

Zunächst kann es durch die Unmöglichkeit, gute Qualität glaubhaft zu signalisieren, zu einer adversen Auslese kommen. Nur die Marktteilnehmer können am Markt bestehen, die niedrige Qualität anbieten und deswegen relativ kostengünstig sind. Grundlegend hat dies *Akerlof* am mittlerweile berühmten Beispiel des Gebrauchtwagenmarkts als „*market for lemons*“ demonstriert⁷¹. Auf seinem modellhaften Markt gibt es zwei Typen von Gebrauchtwagenhändlern. Die einen investieren in die Instandsetzung ihrer Fahrzeuge, die anderen nicht. Der Käufer kann als Laie die Qualität der Fahrzeuge nicht beurteilen; die Händler haben keine Möglichkeit, die Qualität ihrer Produkte zu signalisieren. Der Käufer hat aber eine Vorstellung davon, wie wahrscheinlich es ist, an einen Händler mit Fahrzeugen geringer Qualität zu geraten. Er nimmt demgemäß einen Abschlag auf die Summe vor, die er bereit ist, für ein Fahrzeug zu zahlen. Für einen Teil der Händler, die viel in die Reparatur investieren, reicht die verbliebene Zahlungsbereitschaft des Kunden nicht aus, um ihre Kosten zu decken. Sie werden den Markt verlassen. Dies führt wiederum dazu, dass sich der relative Anteil der „*unehrlichen*“ Händler erhöht und damit

⁶⁸ Zur ökonomischen Theorie des Patentrechts vgl. allgemein Schäfer/Ott, Lehrbuch der ökonomische Analyse, S. 577 ff.

⁶⁹ Müller/Vogelsang, Staatliche Regulierung, S. 41 f.; Schmidt, Wettbewerbspolitik, S. 39.

⁷⁰ Siehe dazu etwa aus betriebswirtschaftlicher Sicht Florissen/Maurer/Schmidt/Vahlenkamp, McKinsey Q. J. 2001, S. 98.

⁷¹ Akerlof, Q. J. Econ. 84 (1970), S. 488 ff..

ebenso die Wahrscheinlichkeit des Kunden, an einen solchen Händler zu geraten. Dementsprechend wird er einen größeren Abschlag vornehmen. Das wiederum führt dazu, dass noch mehr Händler, die gute Qualität anbieten, den Markt verlassen werden usw. Am Ende bleiben nur noch diejenigen übrig, die schlechte Qualität (die „Zitronen“) anbieten. In einer solchen Situation kann ein externer Normsetzer auf zwei Arten das Marktergebnis verbessern. Zum einen indem er durch einzuhaltende Mindestqualitätsstandards (produkt- oder produktionsbezogen) dem weiteren Sinken der Produktqualität vorbeugt, zum anderen indem er die Möglichkeiten schafft, glaubhaft Qualität zu versichern (sog. *signaling*⁷²).

Die zweite mögliche schädliche Folge der Informationsasymmetrie ist das Problem des *moral hazards*. Damit bezeichnet man Situationen, in denen die informierte Seite effizienzwirksame Handlungen vornehmen kann, die nicht vom Transaktionspartner kontrolliert werden können. So haben im vorangehenden Gebrauchtwagenbeispiel die Händler individuell überhaupt keinen Anreiz, in gute Qualität zu investieren. Der „ehrliche“ Händler, der viel in die Reparaturen der Fahrzeuge investiert, handelt nicht rational im engeren Sinne. Die Möglichkeit solchen opportunistischen Verhaltens wird wiederum von den Akteuren antizipiert werden und kann sich dementsprechend in weiteren Ineffizienzen bei der (Investitions)entscheidung auswirken.

Aber auch dann, wenn das nachvertragliche Verhalten von den Vertragsparteien zwar beobachtet, nicht aber – etwa vor Gericht – bewiesen werden kann, besteht die Gefahr der Ausbeutung in Form schädlichen opportunistischen Verhaltens einer Vertragspartei. Auch hier resultieren ex ante ineffiziente Verträge⁷³.

Eine Besonderheit besteht auf dem Kapitalmarkt, wo ein Marktversagen in vielen Fällen nicht schon dann droht, wenn ein Teil der Anleger informativ benachteiligt ist. Insoweit kommt diesen Anlegern nämlich der Schutz des Preismechanismus zugute. Die besser informierten Marktteilnehmer werden durch ihre Kauf- und Verkaufsbefehle den Marktpreis auf ein „faïres“ Niveau führen, so dass der uninformierte Anleger bei seiner Entscheidung im Idealfall nichts falsch machen kann⁷⁴. Auf die Grenzen dieses Schutzmechanismus und auf die Voraussetzungen seines Funktionierens wird in der Folge an verschiedenen Stellen ausführlich zurückzukommen sein.

e) Koordinierungsversagen

Ein regulierendes Eingreifen kann schließlich auch erforderlich sein, wenn die Marktteilnehmer einen optimalen Zustand auf Grund eines Koordinierungsproblems nicht erreichen können. Dieses Problem kann insbesondere in der in der Spieltheorie als sog. Gefangenendilemma bezeichneten Form auftreten⁷⁵. In einer solchen Situation hat jeder Akteur einen Anreiz, die sozial optimale Situation zu verlassen. Machen dies aber alle, so ist ihre Lage schlechter, als wenn sie alle bei der sozial optimalen Strategie geblieben wären.

⁷² Grundlegend die Analysen von Spence, Q. J. Econ. 87 (1973), S. 355; ders. Market Signaling, passim.

⁷³ Dazu wegweisend Grossman/Hart, J. Pol. Econ. 94 (1986), S. 691; vgl. auch Hart/Moore, J. Pol. Econ. 98 (1990), S. 1119. In der dt. Literatur etwa rezipiert von Richter/Furobotn, Neue Institutionenökonomik, S. 334; Jickeli, Der langfristige Vertrag, S. 242 ff., 288 ff.

⁷⁴ Vgl. Walz, ZfbF 45 (1993), Sonderheft 32, S. 85, 101; Meier-Schatz, Wirtschaftsrecht und Unternehmenspublizität, S. 204 f.; Gilson/Kraakman, Va. L. Rev. 70 (1984), S. 549, 569 ff.; Gordon/Kornhauser, N.Y.U. L. Rev. 60 (1985), S. 761, 786 ff. ausführlich dazu 4. Kap. A.

⁷⁵ Vgl. nur Mas-Colell/Whinston/Green, Microeconomic Theory, S. 236; Osborne/Rubinstein, Game Theory, S. 16.

Ein anderes Koordinierungsproblem kann in der Existenz multipler Gleichgewichte liegen. Dann ist es möglich, dass ein sozial suboptimales Gleichgewicht erreicht wird und die Marktteilnehmer durch individuelle Strategien keine Möglichkeit haben, dieses Gleichgewicht zu verlassen.

Ein auf dem Kapitalmarkt relevantes Beispiel solcher Koordinierungsprobleme ist die Gefahr des sog. *bank runs*. Zu einem solchen kann es kommen, wenn die Einleger einer Bank – berechtigt oder unberechtigt – befürchten, die Bank könne ihre Verbindlichkeiten nicht mehr gegenüber allen Kunden erfüllen. Dies führt zur Situation eines Gefangenendilemmas: jeder versucht, schnell sein Kapital in Sicherheit zu bringen. Macht dies jeder Anleger, kommt es in der Tat zu einem Zusammenbruch der Bank, selbst wenn diese ursprünglich in der Lage gewesen wäre, ihre laufenden Verbindlichkeiten bei normalem Geschäftsbetrieb zu erfüllen⁷⁶.

II. Positive Theorie der Regulierung

Die positive Theorie der Regulierung betrachtet den politischen Entscheidungsprozess und sucht daher anders als die neo-klassische und neo-institutionalistische Regulierungstheorie nach Erklärungen für bestehende Regulierung und nicht nach normativen Vorgaben für eine optimale Regulierung⁷⁷.

In diesem politikökonomischen Ansatz werden die politischen Institutionen als endogene Bestandteile des Regulierungsprozesses interpretiert. Nun bestehen diese Institutionen ihrerseits aus Individuen, die ihre Eigeninteressen verfolgen. Weiter wird ein Markt für Regulierung unterstellt, auf dem sich Politiker und Interessengruppenvertreter als Anbieter und Nachfrager gegenüber stehen und staatliche Begünstigung für einzelne Branchen gegen Wahlunterstützung durch die Begünstigten tauschen⁷⁸.

Die positive Theorie der Regulierung ist sicherlich keine umfassende Regulierungstheorie⁷⁹, sie zeigt aber die Probleme auf, die daraus resultieren, dass auch in den Regulierungsinstitutionen am Eigennutz ausgerichtete Individuen agieren.

III. Regulierungstheorie und private Regulierung

Die Regulierungstheorien unterscheiden sich in ihrem Erklärungsziel. Die normative Theorie fragt danach, wann Regulierung sinnvoll ist, die positive Theorie versucht, bestehende Regulierung zu erklären. Und beide Aspekte sind in der Tat bei dem hier relevanten Betrachtungsgegenstand der Selbstregulierung im Kapitalmarktrecht von Bedeutung. Gestützt durch empirische Erkenntnisse ermöglicht die normative Perspektive, insbesondere die neo-institutionalistische Betrachtungsweise, Notwendigkeiten externer Verhaltenssteuerung schlüssig aufzuzeigen. Im zweiten Schritt lässt sich dann unter Bezugnahme auf Erkenntnisse der politikökonomischen Perspektive

⁷⁶ Vgl. zum "bank run" etwa Ford/Kay, in: Oditah (Hrsg.), *Future for the Global Securities Market*, S. 145, 147 ff. Benston, in: Edwards/Patrick (Hrsg.), *Regulating International Financial Markets*, S. 277, 281 ff.

⁷⁷ Die positive Theorie geht zurück auf die Vertreter der alten „Chicago-Schule“. Dies sind vor allem Demsetz, J. L. *Econ.* (1969), S. 1 ff.; Stigler, *Bell J. Econ.* 2 (1971), S. 3 ff.; Posner, *Bell J. Econ.* 5 (1974), S. 335 ff.; Peltzman, *J. L. Econ.* 19 (1976), S. 211 ff.; Becker, *Q. J. Econ.* 98 (1983), S. 371 ff.; einen Überblick über diese Theorierichtung geben etwa Müller/Vogelsang, *Staatliche Regulierung*, S. 101 ff.; Weber, *Wirtschaftsregulierung*, S. 92 ff.; Finsinger, *Wettbewerb*, S. 9 f.

⁷⁸ Stigler, *Bell J. Econ.* 2 (1971), S. 1; Peltzman, *J. L. Econ.* 19 (1976), S. 234.

⁷⁹ Siehe auch die überzogene Kritik bei Krakowski, *Regulierung*, S. 95: „vor-wissenschaftliches Stadium“.

entscheiden, inwieweit private Institutionen in der Lage sind, die regulatorischen Anforderungen eigenverantwortlich zu erfüllen.

Nun sind die Theorien der positiven Regulierungstheorie in der deutschen staatswissenschaftlichen Literatur bisher auf wenig Resonanz gestoßen. Die in diesem Zusammenhang auszumachende Skepsis an der ökonomischen Perspektive erscheint aber jedenfalls dann nicht angebracht, wenn es nicht um die Bewertung des Verhaltens staatlicher Regulierungsbehörden bzw. des Gesetzgebers selbst geht, sondern um das Handeln privater Regulierungsinstanzen⁸⁰. Denn ist es das opportunistische Verhalten der privaten Unternehmen, das eine Marktregulierung erst notwendig macht, so liegt zumindest der Verdacht nahe, dass auch private Regulierungsinstanzen nicht frei von Eigennutzerwägungen agieren werden. Teilweise wird darin sogar ein Grund gesehen, privaten Stellen überhaupt keine regulatorische Verantwortung zu übertragen⁸¹.

In früherer Zeit wurde freilich von *Galbraith* die These vertreten, dass ein Wandlungsprozess insbesondere der Großunternehmen von allein dem Eigeninteresse verpflichteten Organisationen hin zu sich sozial verantwortlich fühlenden Gebilden stattfinde. Das Management in „*mature corporations*“ strebe nach Sicherheit und maximalem Wachstum, nicht mehr nach Gewinnmaximierung. Sicherheit werde erreicht durch eine Annäherung der Unternehmen an die Vorstellungen der Gesellschaft⁸². Eine solche soziale Motivation ließe sich ebenso den sich organisatorisch zum Teil auf noch höherer Ebene bewegendenden Selbstregulierungsorganisationen zusprechen. An dieser Theorie ist aber zu Recht schon in der Vergangenheit viel Kritik geübt worden⁸³. Denn letztendlich kann auch ein Großunternehmen auf die Erzielung von Gewinn nicht verzichten⁸⁴. Auch wenn neben der Profitabilität andere Motive bei der Entscheidungsbildung Bedeutung erlangen mögen, werden sie regelmäßig nur als Sekundärkriterien beachtet werden. Spätestens nach dem internationalen „Siegesszug“ des *Shareholder-Value* Konzepts⁸⁵, in dem soziale Verantwortung allenfalls indirekt von Bedeutung ist, dürften die Thesen *Galbraiths* als überholt gelten. Eine Regulierungstheorie im Kapitalmarktrecht kann nicht auf Verhaltensannahmen beruhen, die den ökonomischen Anreizen widersprechen⁸⁶.

Und es sind keine Gründe ersichtlich, warum sich diese für Unternehmen im Produktwettbewerb gültige Sichtweise im Rahmen der Betrachtung von Normsetzungsanreizen ändern sollte. Handelt es sich bei den betrachteten

⁸⁰ In der ökonomischen Literatur wurde eine Übertragung der positiven Regulierungstheorie auf private Normsetzungsorganisationen bisher freilich nicht vorgenommen, siehe Spindler, JNPÖ 15 (1996), S. 205, 224 FN 106.

⁸¹ So etwa die Position der EU-Kommission in Hinblick auf die Börsen, vgl. EU-Kommission, Vorschlag Börsenprospekt-RL, S. 4. („Börsen, die derzeit gewinnorientierte Stellen sind, sind einem Interessenkonflikt ausgesetzt“). Vgl. auch Ruffner/Stupp, Kleiner-FS, S. 395, 411, die Selbstregulierungsorganisationen im Wertpapierdienstleistungsbereich für besonders anfällig für „regulatory capture“ halten.

⁸² Galbraith, *New Industrial State*, S. 159 ff.

⁸³ Vgl. ausführlich etwa Biedenkopf, WuW 1968, S. 1, 11 ff.

⁸⁴ Hopt, Kapitalanlegerschutz, S. 151.

⁸⁵ Die Versuche in der deutschen juristischen Literatur, dem Konzept der Wertmaximierung mit der Kraft der deutschen Aktienrechtsdogmatik Einhalt zu gebieten – so vor allem Mülbart, ZGR 1997, S. 129, 156 ff. – können als gescheitert angesehen werden. Mittlerweile wird die Wertmaximierung auch in der Literatur, unabhängig von der Frage, ob sie die betriebswirtschaftlich „richtige“ Zielgröße darstellt, weitgehend als legitimes Unternehmensziel anerkannt, vgl. Groh, DB 2000, S. 2153 ff., 2158; Schilling, BB 1997, S. 373, 379 f.; differenzierend Schmidt/Spindler, FS-Kübler, S. 515, 534 ff.: „moderate“ *Shareholder-Value*-Orientierung zulässig.

⁸⁶ Hopt, Kapitalanlegerschutz, S. 151; vgl. auch Fleischer, ZGR 2001, S. 1, 32: „Wider alle ökonomische Vernunft kann auf Dauer kein Gesetzgeber dekretieren und kein Gericht judizieren“.

Normsetzungsinstitutionen – wie etwa bei der Deutsche Börse AG – um selbständige Unternehmen mit eigenen Interessen, so ist dies offenkundig. Aber auch in Fällen, in denen die Regulierung durch einen öffentlich-rechtlichen oder privaten Verband durchgeführt wird, wird das ökonomische Interesse der Einzelunternehmen auf das Verhalten des Verbandes durchschlagen. Dies gilt insbesondere auch für eine genossenschaftsähnlich organisierte Börse, sei es durch unmittelbare Einflussnahme auf die Entscheidung oder durch mittelbare Mechanismen, wie sie die positive Theorie der Regulierung beschrieben hat. Die Vorstellung, solche Unternehmensverbände handelten in einem Allgemeinwohlinteresse, das über die Wahrung der individuellen Interessen der Beteiligten hinausreicht, findet keine Stütze in realen Verhaltensbeobachtungen⁸⁷. Das Leitmotiv des privaten Handelns ist in aller Regel die Verfolgung eigennütziger Ziele⁸⁸. Ein Interesse der Allgemeinheit an der Selbstregulierung kann dementsprechend nur insoweit bestehen, wie sich die verhaltenssteuernden Individualinteressen mit dem Interesse der Allgemeinheit decken.

Wie bereits angesprochen kann auch dann nichts anderes gelten, wenn die Selbstregulierung in den Formen des öffentlichen Rechts vorgenommen wird. Teilweise wird in diesen Fällen allein auf Grund der Handlungs- und Organisationsform eine Orientierung am Allgemeinwohl unterstellt⁸⁹. Solange sich aber Privatpersonen für die Entscheidungen der Selbstregulierungseinheit verantwortlich zeigen, wie dies in den Fällen der funktionalen Selbstverwaltung der Fall ist, scheint die Annahme einer Gemeinwohlorientierung allein auf Grund des öffentlich-rechtlichen Charakters der Handlungsform kaum gerechtfertigt. Ob etwa die Handelsteilnehmer an der Börse in einer öffentlich-rechtlichen Anstalt oder in einer privatrechtlichen Organisationsform vereinigt sind, dürfte an ihrer grundsätzlichen Entscheidungsmotivation wenig ändern. Die Annahme des Rationalitätskonzepts mit der Idee der Nutzenmaximierung erscheint in beiden Fällen zur Beschreibung realer Verhaltensweisen eine sinnvolle Approximation. So hat auch das Bundesverfassungsgericht wiederholt betont, dass die an Partikularinteressen orientierte Rechtsetzung durch Berufsverbände spezifische Gefahren für die Betroffenen und die Allgemeinheit mit sich bringen kann⁹⁰. Es besteht also jedenfalls für die hier zu führende Untersuchung kein Anlass, von der Vorstellung eines am Eigeninteresse orientierten privaten Normsetzers schon im Grundsatz abzurücken.

C. Kapitalmarktregulierung durch Kapitalmarktrecht: Die Zielsetzungen des Kapitalmarktrechts

Eine ökonomische Regulierungstheorie, die als Grundlage einer rechtlichen Regelungstheorie dienen soll, hat zwei Voraussetzungen zu erfüllen. Die erste Anforderung richtet sich an die Nützlichkeit der Theorie für die Beurteilung der konkret betrachteten Regelungsprobleme. Die zweite Anforderung betrifft die Kompatibilität der

⁸⁷ Siehe Hoeren, Selbstregulierung, S. 362, der deswegen von einem „Mythos“ spricht. Vgl. umgekehrt aber auch Ulrich, in: Kumar/Osterloh/Schreyögg, Unternehmensethik und die Transformation des Wettbewerbs, S. 27, 30 ff., der von einem normativen Standpunkt aus von einem „Mythos des moralfreien Unternehmens“ spricht und die Integration ethischer Erwägungen in die Betriebswirtschaftslehre fordert.

⁸⁸ Vgl. Schmidt-Preuß, VVDStRL 56 (1997), S. 160, 166 mit Beispielen aus dem Verwaltungsrecht für Vorkehrungen zur Lenkung solchen egoistischen Verhaltens.

⁸⁹ Vgl. für die Börse als öffentlich-rechtliche Anstalt jüngst Hammen, AG 2001, S. 549, 554 mit Nachweisen aus der älteren Literatur.

⁹⁰ Siehe BVerfG, NJW 1988, S. 191; BVerfGE 72, 75; 76, 171, 185; 101, 312.

Bewertungskriterien, wie sie der Regulierungstheorie zu Grunde liegen, mit den Regelungszielen, wie sie der Rechtsordnung zu entnehmen sind. Streng genommen sind beide Fragen nicht voneinander zu trennen. Die Feststellung des Regelungsproblems kann nicht ohne Berücksichtigung der gesetzgeberischen Regelungsziele erfolgen, diese aber lassen sich ohne Verwendung regulierungstheoretischer Erkenntnisse kaum ermitteln.

Ist mit der Kombination aus normativer und positiver Regulierungstheorie ein geeigneter Ansatz für die ökonomische Seite des regulierungstheoretischen Problems gefunden, bleibt seine Adäquanz als Grundlage einer rechtlichen Analyse erst noch zu überprüfen. Ökonomische Argumente müssen *de lege lata* die Autorität des Gesetzgebers bei der Bestimmung der Regelungsziele berücksichtigen, indem sie systemstimmig mit der überkommenen Dogmatik in Verbindung gebracht werden⁹¹. Speziell kann sich eine rechtliche Regulierungstheorie über die Rechtswirklichkeit nicht hinwegsetzen, sondern muss Raum für die Integration der überkommenen Prinzipien des geltenden Rechts bieten⁹². Auch rechtspolitische Konzeptionen, wie sie hier in gewissem Umfang präsentiert werden, müssen Anknüpfungspunkte in der historischen Rechtsentwicklung finden.

Im Mittelpunkt der normativen Regulierungstheorie steht die Funktionsfähigkeit des betrachteten Marktes. Treten Funktionsstörungen auf, so liegt die Handlungsempfehlung darin, die Funktionsstörungen zu beseitigen, nicht aber unmittelbar das Marktergebnis zu korrigieren. Beruht ein Marktversagen etwa auf ungleicher Informationsverteilung, so soll die zunächst geeignete Antwort nicht in einer Mindestqualitätsregulierung bestehen, sondern in der Beseitigung der Informationsasymmetrien. Nur dann trägt sie die Vermutung in sich, unter Berücksichtigung der Transaktionskosten eine effiziente Lösung darzustellen⁹³. Dahinter steht der Gedanke, dem Markt das Finden des „richtigen“ Ergebnisses zu überlassen. Inwieweit eine solche Ideologie auch zur Analyse rechtlicher Zusammenhänge taugt, hängt von den gesetzgeberischen Intentionen ab. Je mehr das Gewicht auf der Sicherung der Funktionsfähigkeit des Marktes liegt, desto eher lässt sich die normative Regulierungstheorie mit ihrer Orientierung an der Allokationseffizienz fruchtbar machen. Spielen auch andere gesetzgeberische Ziele eine Rolle, so wird man beim Rekurs auf ökonomische Argumentationsmuster weitaus vorsichtiger vorgehen müssen.

I. Begriff des Kapitalmarktrechts

Nun hat der Begriff des Kapitalmarktrechts bislang keine allgemein akzeptierte Definition erfahren, insbesondere das Verhältnis zum Gesellschaftsrechts ist noch ungeklärt. Ausgangspunkt für die Begriffsbestimmung wird der Begriff des Kapitalmarkts in seinen funktionalen Teilen Primär- und Sekundärmarkt sein müssen. Dabei sollte man sich aber zweier Einwände bewusst sein. Zum einen ist der Begriff des Kapitalmarkts auch in den Wirtschaftswissenschaften nicht klar konturiert⁹⁴. Zum

⁹¹ Fleischer, ZGR 2001, S. 1, 32; vgl. auch allgemeiner Hommelhoff, ZHR 153 (1989), S. 181, 194 zum Verhältnis Rechtspolitik zu Rechtsdogmatik m.w.N. aus der Literatur zur Gesetzgebungslehre.

⁹² Vgl. auch Drexler, Selbstbestimmung des Verbrauchers, S. 176 ff., der diese Erkenntnis zur Grundlage eines Konzepts der „normativen Effizienz“ macht.

⁹³ Fischel/Grossman, J. Fut. Mark. 4 (1984), S. 273, 281 (“most likely to be successful”).

⁹⁴ Assmann, in: Knörr, K. (Hrsg.), 40 Jahre, S. 253; häufig erfolgt eine Orientierung an der Fristigkeit der auf dem Markt gehandelten Wertpapiere. Kapitalmarkt ist dann der Markt für mittel- bis langfristiges Kapital, vgl. Brahm, Kapitalmarktentwicklung, S. 7 ff.; Schulte, Regulierung, S. 6 m.w.N.

anderen ist die Definition des Begriffs Kapitalmarktrechts über den Begriff des Kapitalmarkts insofern tautologisch, als der Begriff des Kapitalmarkts selbst kein vorjuristischer Begriff ist, sondern durch seine rechtlich mitbestimmten Institutionen geprägt ist⁹⁵.

Ungeachtet der Details der Diskussion sind als die wichtigsten Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts das Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), das Börsengesetz (BörsG), das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAAG) und das Auslandsinvestmentgesetz (AIG) anerkannt⁹⁶.

Hinsichtlich der genaueren Abgrenzung in den Randbereichen des Kapitalmarktrechts werden in der Literatur im Wesentlichen vier verschiedene Ansichten vertreten. Nach einer weiten Definition umfasst das Kapitalmarktrecht die Regelungsmaterie, die den wirtschaftlichen Tatbestand der Versorgung der Unternehmen mit Kapital am Kapitalmarkt normiert⁹⁷. Andere wollen in ähnlich weiter Begriffsbestimmung alle Normen zum Kapitalmarktrecht zählen, die Bezug zum Kapitalmarkt haben und diesen mittelbar beeinflussen⁹⁸. Eine engere Definition geht von einem vertriebsrechtlichen Ansatz aus und versteht Kapitalmarktrecht als die Gesamtheit der Grundsätze und Normen, die sich mit dem öffentlichen Vertrieb und Umlauf fungibler Kapitalmarktpapiere befassen⁹⁹. Nicht eingeschlossen in diese Definition sind folglich verbandsrechtliche Regelungen, die allein dem Gebiet des Gesellschaftsrechts zugewiesen werden. Dies entspricht damit der Trennung zwischen *securities law* und *corporate law* in den USA. Ähnlich sieht eine vierte Ansicht im Kapitalmarktrecht die rechtlichen Beziehungen der jeweiligen Marktgegenseiten geregelt. Im Primärmarkt sind dies der Emittent und die Anleger, im Sekundärmarkt die Anleger untereinander und auf beiden Märkten auch die Finanzintermediäre (Emissionshäuser, Anlageberater und -vermittler, Banken)¹⁰⁰. Dabei wird teilweise auch die Verfassung des Kapitalmarkts und damit das Börsenrecht pauschal miteinbezogen¹⁰¹, teilweise aber auch nur eine gesondert geprüfte Übertragung von Einzelwertungen aus dem Börsen(organisations)recht befürwortet¹⁰².

Gegen den vertriebsrechtlichen Ansatz ist vorgebracht worden, dass die Trennung der Rechtsgebiete in den USA dort vor allem historisch durch die Verteilung der Gesetzgebungskompetenzen zwischen Bund und Einzelstaaten begründet sei¹⁰³. Mit der alleinigen Konzentration auf den Zeitpunkt der Anlageentscheidung werde die rechtliche Bewertung opportunistischen Verhaltens des Kapitalnachfragers ausgeblendet¹⁰⁴. Denn die Disziplinierungsleistung durch die Möglichkeit des „exits“ in Form der Desinvestition könne nicht jedes opportunistische Verhalten verhindern.

Nun kann andererseits nicht jede rechtliche Regelung, die einen Einfluss auf den Wert einer am Kapitalmarkt gehandelten Anlage hat, schon deswegen zum Bereich des

⁹⁵ Assmann, in: Knörr, K. (Hrsg.), 40 Jahre, S. 253; ders. in: Assmann/Schütz (Hrsg.), Handbuch, § 1 Rn 3.

⁹⁶ Claussen, Bank- und Börsenrecht, § 9 Rn 1c.

⁹⁷ Vgl. Kalss, in: Festschrift 100 Jahre Wirtschaftsuniversität Wien, S. 183, 192.

⁹⁸ Vgl. Assmann/Buck, EWS 1990, S. 110, 190; Assmann, 40 Jahre, S. 251, 266 f., 277.

⁹⁹ Hopt, ZHR 141 (1977), S. 431.

¹⁰⁰ Hopt, 50 Jahre, S. 497, 499, ders. in: Grundmann (Hrsg.), Systembildung, S. 307, 311 ff.; Grundmann, ZSR 115 (1996), S. 103, 120 ff.

¹⁰¹ Hopt, 50 Jahre, S. 497, 499 mit S. 504, ders. in: Grundmann (Hrsg.), Systembildung, S. 307, 311 ff.; vgl. auch Claussen, Bank- u. Börsenrecht, § 9 Rn 1c: „Ausgangspunkt für das Kapitalmarktrecht [ist] das BörsG“.

¹⁰² Grundmann, ZSR 115 (1996), S. 103, 120 ff.

¹⁰³ Assmann, in: Knörr, K. (Hrsg.), 40 Jahre, S. 266.

¹⁰⁴ Assmann, in: Knörr, K. (Hrsg.), 40 Jahre, S. 266.

Kapitalmarktrechts gezählt werden. Eine solche Begriffsfestlegung wäre unnötig weit und insbesondere für eine Abgrenzung zum Gesellschaftsrecht nicht geeignet. Sie würde vielmehr das Gesellschaftsrecht als Teil des Kapitalmarktrechts begreifen. Zwar dürfte heute unbestritten sein, dass es zwischen beiden Rechtsgebieten zahlreiche Überschneidungen gibt und deswegen eine Abstimmung zwischen den Regelungsfeldern in jedem Fall geboten ist¹⁰⁵. In der hier geführten Untersuchung werden sich solche Überschneidungen vor allem auf dem Gebiet der Emittentenregulierung durch die Börsen ergeben. Die systematischen und praktischen Gründe sprechen aber dennoch für den engeren, vertriebsrechtlichen Definitionsansatz. Dieser bringt den Vorteil mit sich, Kapitalmarktrecht und Gesellschaftsrecht als dem Grunde nach eigenständige Regelungsgebiete begreifen zu können und nur im Einzelfall einen Wertungsabgleich vornehmen zu müssen.

Als Absicherung für diese Definition kann die Anregung von *Assmann* dienen, der vorgeschlagen hat, das Kapitalmarktrecht von seinem Regelungsziel, sprich der Förderung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts, zu entwickeln. So sei es möglich, Aussagen über Regelungsbedarf und -aufgaben zu treffen¹⁰⁶. Zwar ist dieser Ansatz für die hier beabsichtigte primäre Bestimmung der kapitalmarktrechtlichen Regelungsziele konstruktionsgemäß ungeeignet, da er gerade deren Kenntnis voraussetzt. Die Eingrenzung des Betrachtungsgegenstandes liegt logisch auf vorgelagerter Ebene – die Regelungsziele ergeben sich aus den kapitalmarktrechtlichen Bestimmungen und nicht umgekehrt. Ergibt sich aber bei Heranziehung der engen, vertriebsrechtlichen Definition des Kapitalmarktrechts, dass sich das so definierte Gebiet durch einen konsistenten gesetzlichen Regelungsgedanken erfassen lässt, so wird dies ein gewichtiges Indiz für die Tauglichkeit der gewählten Form der Abgrenzung sein.

II. Regelungsziele des Kapitalmarktrechts

Seit den umfassenden Arbeiten von *Hopt*¹⁰⁷ und *Schwark*¹⁰⁸ werden als Schutzgüter des Kapitalmarktrechts zumeist das Begriffspaar Funktions- und Anlegerschutz genannt¹⁰⁹. Während sich die ökonomische Regulierungstheorie hinsichtlich des Regelungsziels Funktionsschutz ohne weiteres integrieren lässt, ist dies beim Anlegerschutz und hängt von dessen Umfang und Reichweite ab. Eine nähere Auseinandersetzung mit den Schutzmotiven ist also geboten.

¹⁰⁵ Assmann, in: ders./Schütze, Handbuch, Ergänzungsband, Rn 33 ff.; Schmidt, Gesellschaftsrecht, S. 13 f.; Hommelhoff, ZGR 2000, S. 749, 770 ff: Gebot rechtssystematisch-abgleichender Interpretation zwischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht. Vgl. auch Mülbart, 101 ff. et passim, der verschiedene aktienrechtliche Normen in Hinblick auf kapitalmarktrechtliche Zusammenhänge auslegt, ohne die formale Trennung von Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht aufzugeben.

¹⁰⁶ Assmann, Handbuch, § 1 Rn 22 ff.; vgl. auch Dimke/Heiser, NZG 2001, S. 241, 242, die das Kapitalmarktrecht als funktionserhaltendes Investorenschutzrecht begreifen, während das Gesellschaftsrecht dem Interessenausgleich aller am Verband beteiligten Interessen diene.

¹⁰⁷ Hopt, Kapitalanlegerschutz, insb. S. 59 ff.

¹⁰⁸ Schwark, Anlegerschutz.

¹⁰⁹ Vgl. Kumpel, WM 1992, S. 381, 383; ders. WM 1993, S. 2025; Kress, Kapitalmarktregulierung, S. 78 ff.; Mues, Börsenorganisation, S. 45 ff.; Kiel, Kapitalanlegerschutzrecht, S. 28; Merkt, Unternehmenspublizität, 296; Zimmer, Internationales Gesellschaftsrecht, S. 40 ff.; Hopt/Baum, in: Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, S. 373 ff. Letztere plädieren dafür, diese beiden Ziele sogar explizit in ein neues Börsenrecht aufzunehmen; vgl. ähnlich auch schon Schmidt, Wertpapierbörsen, S. 75 f.

1. Konzeption des Funktionsschutzes

Es herrscht heute Einigkeit darüber, dass eine Intervention des Staates durch kapitalmarktrechtliche Bestimmungen zur Erhaltung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts erforderlich sein kann¹¹⁰. Dahinter steht das Wissen um die Bedeutung eines funktionsfähigen Kapitalmarkts für eine möglichst effiziente Allokation des Kapitals. Die Funktionsfähigkeit des Marktes lässt sich dabei anhand der in einer Wechselbeziehung stehenden Kriterien der institutionellen, der operationalen und der allokativen Effizienz beurteilen¹¹¹.

Die *institutionelle Funktionsfähigkeit* betrifft die Grundvoraussetzungen des Funktionierens des Marktmechanismus. Diese sind der möglichst freie Marktzugang der Kapitalanbieter (Anleger) und Kapitalnachfrager (emittierende Unternehmen), der Umfang der zur Verfügung stehenden Anlagetitel und die Liquidität des Marktes. Letztere lässt sich anhand verschiedener Kriterien beurteilen. So gibt die Markttiefe an, inwieweit auch größere Transaktionen ohne nennenswerte Kursausschläge abgewickelt werden können. Die Marktbreite bemisst sich an der Spanne zwischen Geld- und Briefkursen. Die Sofortigkeit gibt an, in welcher Zeit auch größere Order zur Ausführung gelangen. Und schließlich lässt sich an der Erneuerungskraft festmachen, wie lange es dauert, bis sich nach einer Reaktion auf ein kurzfristiges Ungleichgewicht in der Auftragslage wieder ein repräsentativer Gleichgewichtskurs einpendelt.

Die *operationale Funktionsfähigkeit* des Marktes bestimmt sich in erster Linie nach den Kosten, die für die Emittenten und die Anleger bei der Vermittlung der Anlagen entstehen.

Und schließlich ist aus volkswirtschaftlicher Sicht vor allem die *allokative Funktionsfähigkeit* des Kapitalmarkts von Bedeutung. Sie garantiert, dass die knappe Ressource Kapital eine effiziente Verwendung findet, also dorthin fließt, „wo der jeweils dringendste Bedarf an Investitionsmitteln die höchste Rendite verspricht“¹¹². Zwar kommt dem Sekundärmarkt keine direkte Kapitalbeschaffungsfunktion zu, da er nur der Umschichtung bereits vorhandenen Kapitals dient. Die Kursentwicklung und auch die Transaktionskosten auf dem Sekundärmarkt stellen aber Bestimmungsfaktoren für die Kapitalkosten auf dem Primärmarkt dar. Je höher der Kurs auf dem Sekundärmarkt und je geringer die Handelskosten, desto geringer sind die Kapitalkosten der Emittenten¹¹³.

Ein Teilaspekt der allokativen Funktionsfähigkeit ist die Informationseffizienz eines Marktes. Man unterscheidet zwischen der starken, der mittelstarken und der schwachen Form der Informationseffizienz¹¹⁴. In der starken Form enthält der Kurs eines Wertpapiers jede öffentliche und nichtöffentliche Information. In der mittelstarken Form haben nur die öffentlich zugänglichen Informationen wie Unternehmensberichte,

¹¹⁰ Assmann, Prospekthaftung, S. 24 ff.; Hopt, Gutachten, S. G47f.; Mertens, Referat, S. P10, 21;

Kohl/Kübler/Walz/Wüstrich, ZHR 138 (1974), S. 1, 16 ff.; Kübler, AG 1977, S. 85, 88 ff., jeweils m.w.N.

¹¹¹ Vgl. zu dieser Unterscheidung und den folgenden Ausführungen etwa Kübler, Gesellschaftsrecht, S. 390 f.;

Kümpel, Kapitalmarktrecht, Rn 8.184 ff.

¹¹² Kübler, Gesellschaftsrecht, S. 391.

¹¹³ Ausführlich zum ökonomischen Zusammenhang zwischen Liquidität und Transaktionskosten Verrecchia, J. Acc. Econ. 26 (1999), S. 271 ff u. Baiman/Verrecchia, J. Acc. Res. (1996), S. 1 ff.; aber auch Bhidé, J. Fin. Econ. 34 (1993), S. 31, 43 ff., der umgekehrt eine positive Korrelation zwischen Liquidität und Kapitalkosten damit begründen will, dass bei höherer Liquidität die institutionellen Investoren weniger Anreize für ein internes Monitoring haben, da sie ihre Anteile leichter verkaufen können. Überzeugend ist diese Argumentation aber nicht, da die Investoren ihre Anteile ohne interne Kontrolle ja nur zu einem geringeren Wert verkaufen werden können. Den gleichen Wert hätten sie aber auch, wenn der Markt illiquide wäre und sie nicht verkaufen könnten.

¹¹⁴ Diese Differenzierung geht zurück auf Fama, J. Fin. 25 (1970), S. 383 ff.

Bilanzen, Volkswirtschaftsdaten etc. in die Kursbildung Eingang gefunden. In der schwächsten Form sind immerhin alle vergangenen Informationen im gegenwärtigen Kurs enthalten, d.h. es gibt über einen möglichen Zeittrend hinaus keine auf Grund historischer Daten prognostizierbaren Kursveränderungen.

2. Konzeption des Anlegerschutzes

Die konzeptionellen Grundlagen des Anlegerschutzes, der als zweites Regelungsziel des Kapitalmarktrechts gilt, sind bis heute nicht geklärt¹¹⁵. Ungeachtet dessen wird der Anlegerschutz vielfach als Rechtfertigung zur Normproduktion benutzt und ist als „Postulat, Normzweck und dogmatische Kategorie“¹¹⁶ dem Grunde nach allgemein akzeptiert¹¹⁷.

a) Entwicklung des Anlegerschutzgedankens

Unter dem Begriff des Anlegerschutzes wird in der Regel der Interessenschutz verstanden, der Personen gewährt wird, die sich durch Vermittlung des öffentlichen Kapitalmarkts mittelbar oder unmittelbar an Unternehmen zu Anlagezwecken beteiligen¹¹⁸. Damit unterscheidet sich der Begriff vom gesellschaftsrechtlichen Individual- und Minderheitenschutz in seiner Rechtsformunabhängigkeit¹¹⁹. Der Begriff des Anlegerschutzes ist also nicht auf bestimmte Verbandsformen beschränkt. Folge dieser Marktbezogenheit ist, dass der Anlegerschutz andere gesetzgeberische Wertentscheidungen erfordert, als sie das Gesetz für den gleichstufigen Mitgesellschafter im eigentlichen Sinne trifft¹²⁰. Im Mittelpunkt steht die Vermögensanlage als solche, nicht ein mögliches weitergehendes unternehmerisches Interesse.

Gleichwohl wurde der Anlegerschutz in Deutschland gesetzgeberisch anders als in vielen anderen Industrienationen lange Zeit als ein rechtsformspezifisches Problem und damit als Teil des Gesellschaftsrechts behandelt¹²¹. Als rechtliches Problem kam die Frage des Anlegerschutzes ohnehin erst auf, als sich die Aktiengesellschaft von der ständischen Organisation der breiteren Anlegerschaft geöffnet hat¹²². Diese Tatsache und die sich entwickelnde Erkenntnis des volkswirtschaftlichen Nutzens eines funktionierenden Kapitalmarkts führten zu ersten Bestrebungen, den Schutz der Anleger zu fördern. Das Börsengesetz von 1896 sah einen gewissen Anlegerschutz durch Informationspflichten

¹¹⁵ Assmann, ZBB 1989, S. 49 ff.; Kress, Kapitalmarktregulierung, S. 78; Mues, Börse, S. 46 ff.; Kümpel, Kapitalmarktrecht, S. 1197 nennt den Begriff des Anlegerschutzes „schillernd“.

¹¹⁶ Hopt, in: Grundmann (Hrsg.), Systembildung, S. 307, 313.

¹¹⁷ Assmann, ZBB 1989, S. 49; als Beispiele aus jüngerer Zeit sind etwa zu nennen die Regierungsbegr. zum 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 62 et passim und zum Transparenz- und Publizitätsgesetz, BT-Drucks. 14/8769, S. 2. Direkt mit dem Gedanken des Anlegerschutzes wurden in jüngerer Zeit etwa auch begründet die Erweiterung der Befugnisse des BAWe bei der Überwachung des VerkProspG (Begr. RegE BR-Drucks. 963/96, S. 57 f) und des WpHG (Begr. BT-Drucks. 13/8933, S. 59 f) und das Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsgesetz (Begr. BT-Drucks. 13/10188 S. 2).

¹¹⁸ Wiedemann, BB 1975, S. 1591.

¹¹⁹ Diese begriffliche Unterscheidung wird in der Literatur unglücklicherweise nicht immer beachtet, so dass auch in rein verbandsrechtlichen Fragen von Anlegerschutz gesprochen wird. Missverständlich aus diesem Grund die Ausführungen von Hommelhoff, ZHR 153 (1989), S. 181, 194 ff und Möllers, ZGR 1997, S. 334 ff zum „Anlegerschutz“ im Aktiengesetz. Dort werden gesellschaftsrechtlicher Individual- und Minderheitenschutz und kapitalmarktrechtlicher Anlegerschutz als weitgehend synonym verwendet.

¹²⁰ Assmann, ZBB 1989, S. 51.

¹²¹ Hopt, ZHR 141 (1977), S. 398 f.; Schwark, ZRP 1973, S. 7 f.; Wiedemann, BB 1975, S. 1591 ff.; ders. Gesellschaftsrecht, S. 477 f.; Möllers, ZGR 1997, S. 334 ff.;

¹²² Assmann, ZBB 1989, S. 49, 53.

der börsennotierten Gesellschaften und der Emissionshäuser vor¹²³. Die frühe Rechtsprechung des Reichsgerichts wollte freilich in der Entscheidung für die hoch riskante Anlageform Aktie dennoch einen weitgehenden Verzicht auf rechtlichen Schutz erkennen¹²⁴.

Kapitalmarktrechtlich umgesetzt wurde das Konzept des Anlegerschutzes spätestens mit dem 1957 erlassene KAAG¹²⁵. 1969 folgte das Gesetz über den Vertrieb ausländischer Investmentanteile¹²⁶. In dieser Tradition stand auch der (gescheiterte) Regierungsentwurf zu einem Vermögensanlagegesetz von 1978¹²⁷.

Neben der gesetzgeberischen Entwicklung hat auch die Rechtsprechung vor allem im Bereich der Publikums-Personengesellschaften zur Förderung des Anlegerschutzgedankens beigetragen. Der Kommanditist in einer solchen Gesellschaft wurde weniger als traditioneller Mitgesellschafter denn als kapitalgebender „Anlagegesellschafter“ angesehen. In Weiterbildung des Gedankens der Vertrauenshaftung wurde eine Haftung für die Vollständigkeit und Richtigkeit von Verkaufsprospekten im Interesse eines „rechtlich gebotenen“ Kapitalanlegerschutzes entwickelt¹²⁸.

Noch bei der Diskussion um das KAAG wurde die Schutzbedürftigkeit des Anlegers allerdings aus drei Gründen in Zweifel gezogen¹²⁹. Erstens verdiene derjenige keinen Schutz, der sich freiwillig auf riskante Anlagen einlasse („*volenti non fit iniuria*“), womit man sich im Wesentlichen auf dem Standpunkt des Reichsgerichts stellte. Zweitens solle es sich bei den betroffenen Anlegern meist um Bezieher hoher Einkommen handeln und drittens sollten riskante Anlagen, hinter denen häufig nur das Interesse an Steuerersparnis stehe, nicht förderungswürdig sein.

Die letzten beiden Argumente mögen bei der Regulierung des sog. grauen Kapitalmarkts in den 80-er Jahren ihre Berechtigung gehabt haben. Nun hat sich in den letzten Jahren die Anlegerstruktur gerade am Aktienmarkt aber deutlich verändert. Auch Anlegern mit geringem Vermögen steht die Partizipation am geregelten Risikokapitalmarkt offen¹³⁰. Auch die Motive für die Kapitalmarktteilnahme haben sich gewandelt. Die Anlageform als solche wird als lukrativ bewertet, steuerliche Aspekte treten in den Hintergrund. Letztlich hat auch der Gesetzgeber heute die Wichtigkeit einer breiten Partizipation der Anleger für die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte erkannt.

Dies lässt auch den Hinweis auf die Freiwilligkeit der Partizipation als ein Argument gegen einen Anlegerschutz fragwürdig werden. Zudem erlaubt es keine Differenzierungen nach Art und Umfang des Risikos, der Risikobereitschaft und dem Risikoverständnis verschiedener Anleger und Anlegergruppen¹³¹. Und Freiwilligkeit setzt

¹²³ So bestand etwa gem § 38 BörsG 1896 eine Prospektspflicht für die Zulassung zum amtlichen Markt, die gem. § 43 BörsG 1896 auch schon durch eine Prospekthaftung sanktioniert wurde.

¹²⁴ RG, WarnRspr 1908 Nr. 146; RGZ 111, S. 26, 30.

¹²⁵ Gesetz über die Kapitalanlagegesellschaften vom 16. April 1957 (BGBl. I S. 378).

¹²⁶ Gesetz über den Vertrieb ausländischer Investmentanteile und über die Besteuerung der Erträge aus ausländischen Investmentanteilen vom 28. Juli 1969 (BGBl. I S. 986).

¹²⁷ RegE eines Gesetzes über den Vertrieb von Anteilen an Vermögensanlagen (VermAnlG) vom 2. Januar 1978 (BT-Drucksache 8/1405).

¹²⁸ Siehe etwa BGH, WM 2001, 25-29 („effektiver Anlegerschutz“); BGHZ 79, 337, 341= ZIP 1981, 517; BGHZ 83, 222, 227=ZIP 1982, 561.

¹²⁹ Ausführlich Hopt, Gutachten, G45 ff.; vgl. auch Mertens, Referat, P15; Wiedemann, BB 1975, S. 1597. kritisch Horst, Kapitalanlegerschutz, S. 205 ff.

¹³⁰ Vgl. auch Merkt, Unternehmenspublizität, S. 304 f., der die Idee eines „reziprok einkommens- und vermögensdynamischen Privatrechtsschutzes“ grundsätzlich ablehnt („kryptosozialistisch“).

¹³¹ Hopt, Gutachten, G45; vgl. aus jüngerer Zeit auch Dimke/Heiser, S. NZG 2001, S. 241, 252.

die Information über bestehende Risiken voraus. Es kann, wie sogleich zu präzisieren sein wird, nicht nur sozialpolitisch, sondern auch unter dem Gesichtspunkt der Funktionserhaltung unerwünscht sein, das „Risiko“ der Ehrlichkeit der anderen Vertragsseite ganz dem Anleger aufzubürden.

b) Aspekte des Anlegerschutzes

Hopt unterscheidet in seinem Versuch, die anlegerschützenden Normen des geltenden Rechts zu ordnen, die verschiedenen Risiken, denen der Anleger ausgesetzt ist¹³². Er nennt das Risiko der Substanzerhaltung, das sich im Extremfall im wirtschaftlichen Zusammenbruch des Emittenten der Anlage realisiert. Das Informationsrisiko besteht darin, dass der Anleger eventuell nicht schnell genug auf relevante Veränderungen auf dem Markt bzw. im Bereich des Emittenten reagieren kann. Das Abwicklungs- und Verwaltungsrisiko hat seine Ursache in der bei der Kapitalanlage am Markt erforderlichen Mittlertätigkeit etwa durch ein Kreditinstitut. Davon abzugrenzen ist das Interessenvertretungsrisiko, das die Gefahr beschreibt, dass bei der delegierten Wahrnehmung der Anlegerinteressen Fremddinteressen Einfluss erhalten können. Und zuletzt besteht bei Abschluss des Vertrages über eine Vermögensanlage das Risiko, auf Grund mangelnder Preistransparenz schlechte Konditionen zu erlangen (Konditionenrisiko)¹³³.

Eine andere, gröbere Klassifikation der Anlegerrisiken differenziert zwischen den *ex ante* Risiken und den *ex post* Risiken¹³⁴. Das Risiko *ex ante* besteht vor allem darin, nicht genügend Informationen zu besitzen, um eine möglichst optimale Anlageentscheidung treffen zu können. Das *ex post* Risiko beruht letztendlich ebenfalls auf unvollständiger Information des Anlegers. Außer in der Gefahr der zu langsamen Reaktion auf neue Informationen realisiert es sich vor allem im Risiko nachträglichen opportunistischen Verhaltens des Vertragspartners.

c) Anlegerschutz als selbständiges Regelungsziel

Einigkeit besteht heute darüber, dass zur Erhaltung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts auch ein gewisses Maß an Anlegerschutz erforderlich ist. Der Zusammenhang zwischen Anlegerschutz und Markttiefe und -breite als Determinanten der Marktfunktionsfähigkeit ist mittlerweile auch empirisch belegt¹³⁵. Andererseits ist auch unzweifelhaft, dass der Funktionsschutz nicht Selbstzweck sein kann, sondern sich letztlich nur daraus rechtfertigt, die Möglichkeit der Freiheitsbetätigung des einzelnen zu gewährleisten¹³⁶. Umstritten ist aber, ob der Anlegerschutz nur über die Gewährleistung der Funktion des marktwirtschaftlichen Austauschprozesses effektuiert wird bzw. werden soll oder ihm im Kapitalmarktrecht eine darüber hinausgehende eigenständige Bedeutung zukommt, die primär auf distributive Wirkungen zielt.

¹³² Hopt, Kapitalanlegerschutz, S. 82 ff.; vgl. entsprechend auch Kress, Kapitalmarktregulierung, S. 92 ff.; Kiel, Kapitalanlegerschutzrecht, S. 6.

¹³³ Hopt, Kapitalanlegerschutz, S. 289 ff.

¹³⁴ So im Hinblick auf die Schutzziele Möllers, ZGR 3 (1997), S. 337.

¹³⁵ Vgl. grundlegend La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny, J. Fin. Econ. 52 (1997), S. 1131 ff.; vgl. auch den Überblick über anschließende Arbeiten bei dies., J. Fin. Econ. 58 (2000), S. 3 ff.

¹³⁶ Merkt, Unternehmenspublizität, S. 304. Angesprochen ist damit die hier nicht weiter zu vertiefende Frage der Wirtschaftsverfassung, vgl. dazu etwa Reich, Markt und Recht, 73 ff.; Mestmäcker, FS-Böhm, S. 383 ff.

Teilweise wird dies mit der Frage gleichgestellt, ob der Anlegerschutz individuell oder funktionell konzipiert ist¹³⁷. Letztere Konzeption soll nur die Förderung der Effizienz des Kapitalmarkts beabsichtigen und ein möglicher Anlegerschutz nur Rechtsreflex sein¹³⁸, während der individuelle Schutz primär dem einzelnen Anleger selbst dienen soll. Streng genommen decken sich diese beiden Fragen aber nicht vollständig. Denn der Aufbau individualschützender Normen kann unzweifelhaft auch dem Funktionsschutz dienen, indem die Einräumung der individuellen Schutzposition im öffentlichen Interesse instrumentalisiert wird und damit generalpräventive Zwecke erfüllt¹³⁹. Umgekehrt kann es auch sein, dass eine Norm zwar den Schutz des einzelnen Anlegers vor Augen hat, dennoch mit Rücksicht auf die Praktikabilität auf die Einräumung eines individuellen Anspruchs verzichtet. Weite Teile der Literatur verwenden den Begriff des Individualschutzes denn auch nur unpräzise als Abgrenzung zum Funktionsschutz, ohne dass sie explizit die Einräumung einer individuellen Rechtsposition im Blick haben¹⁴⁰. Wenn hier in der Folge von Individualschutz die Rede ist, sollen nur solche Normen gemeint sein, die unmittelbar den Schutz des einzelnen Anlegers zum Ziel haben. Mit anlegerschützenden Normen sollen solche gemeint sein, die entweder den einzelnen Anleger oder aber auch nur das Anlegerpublikum in der Gesamtheit schützen wollen. Der Streit um die Eigenständigkeit des Konzepts des Anlegerschutzes ist bisher zwar ohne praktische Bedeutung geblieben. In der hier geführten Untersuchung ist er aber für die Frage von Relevanz, inwieweit die Anwendung der ökonomischen Regulierungstheorien auf kapitalmarktrechtliche Fragestellungen gerechtfertigt ist. Denn bei einem selbständigen, individuell konzipierten Anlegerschutz kommt ökonomischen Argumenten nur eine Begrenzungsfunktion zu, während sich der Normgehalt dem Grunde nach allein aus wertenden Überlegungen jenseits ökonomischer Effizienzerwägungen ergibt.

aa) Anlegerschutz als Sozialschutz

Hopt folgert aus den verschiedenen Normen des AktG, KWG, KAAG, HGB, DepotG und BörsG mit anlegerschützendem Charakter induktiv ein durchgängiges Anlegerschutzprinzip. Aus diesen Vorschriften sei erkennbar, dass der Anleger von der Rechtsordnung als schutzbedürftig und schutzwürdig behandelt werde¹⁴¹. Grundlage des staatlichen Schutzes sei das Sozialstaatsprinzip des Grundgesetzes¹⁴². Die Schutzrichtungen beziehen sich auf die fünf zuvor ausgemachten Risiken

¹³⁷ Etwa bei Kümpel, Kapitalmarktrecht, Rdn. 8.204 ff.

¹³⁸ näher Kümpel, Kapitalmarktrecht, Rdn. 8.205.

¹³⁹ Assmann, ZBB 1989, S. 61; Cox, U. Cin. L. Rev. 66 (1998), S. 1179, 1186 (zum amerikanischen Recht, wo der sog. *class action* eine wesentliche Steuerungsfunktion zugeschrieben wird); Fleischer/Kalss, AG 2002, S. 329, 334; Hommelhof, ZGR 2000, S. 748, 772; aA Heiser, Interessenkonflikte, S. 21, der Schadensersatzansprüche nur dann für möglich hält, wenn sie sozialschützende Funktion erfüllen.

¹⁴⁰ So etwa Hopt, Kapitalanlegerschutz, S. 336 ff.; Kübler AG 1977, S. 87; Assmann, ZBB 1989, S. 49, 61; Kress, Kapitalmarktregulierung, S. 78 ff.; Kiel, Kapitalanlegerschutzrecht, S. 9; Merkt, Unternehmenspublizität, S. 296 ff.

¹⁴¹ Hopt, Kapitalanlegerschutz, S. 289, 345 ff.; zustimmend Kiel, Kapitalanlegerschutzrecht, S. 9; Heiser, Interessenkonflikte, S. 24; ähnlich für die §§ 31,32 WpHG auch Koller, in: Asmann/Schneider, Wertpapierhandelsgesetz, Vor § 31 WpHG RN 12 f.; vgl. auch Mues, Börsenorganisation, S. 51 der davon ausgeht, dass der Gesetzgeber immer dann, wenn der neben dem Funktionsschutz auch den Anlegerschutz als Gesetzesbegründung nennt, einen über die Steuerungsleistung hinausgehenden Bedeutungsinhalt im Sinn hat, etwa die Förderung der Aktie als private Altersvorsorge.

¹⁴² Hopt, Kapitalanlegerschutz, S. 261, 288 f.; ähnlich Kübler, AG 1977, S. 85, 87; ders. Gesellschaftsrecht, § 31 II 1 („sozialpolitisches Ziel“); siehe auch Schwark, Anlegerschutz, S. 12; vgl. auch Möllers, ZGR 1997, S. 334, 348 f („sozialschützende Anlegerfunktion“).

(Substanzerhaltungsrisiko, Informationsrisiko, Abwicklungs- und Verwaltungsrisiko, Interessenvertretungsrisiko und Konditionenrisiko). Wenngleich *Hopt* zugibt, dass das Prinzip des Anlegerschutzes zu unbestimmt ist, um konkrete Problem- und Konfliktlösungen zuzulassen, erhebt er es doch zu einem allgemein anerkannten Rechtsprinzip¹⁴³.

Unter einem Rechtsprinzip wird eine hinter den Rechtssätzen stehende Wertung als leitender Rechtsgedanke verstanden¹⁴⁴. Das Rechtsprinzip muss sich aus dem Normsystem ableiten lassen und misst diesem in Wechselwirkung wiederum Gehalt bei. Das Rechtsprinzip ist nur in seinen Konkretisierungen durch den Gesetzgeber voll erfassbar, ist also nicht der unmittelbaren Subsumtion zugänglich¹⁴⁵. Auf den Anlegerschutz bezogen bedeutet dies, dass nach einem normativen Konzept zu fragen ist, aus dem sich Notwendigkeit und Art und Umfang des Anlegerschutzes in der Auslegung von Rechtssätzen ermitteln lassen¹⁴⁶.

bb) Anlegerschutz als reiner Funktionsschutz

Die Gegenposition zu dieser Ansicht wird von *Assmann* eingenommen. Er sieht den Anlegerschutz allein als Aspekt des Funktionsschutzes und will sozialpolitischen Beweggründen keine Bedeutung zumessen¹⁴⁷.

Der Anlegerschutz diene dazu, die Steuerungsleistung des Marktes zu verbessern. Im Vordergrund stehe also die allokativen Marktfunktionsfähigkeit. So ermöglichen etwa die Standardisierungen von Informations- und Publizitätspflichten einen einfacheren Vergleich zwischen den unterschiedlichen Anlagetiteln. Der Anleger könne so eine rationale Abwägung zwischen der Renditeerwartung und dem mit der Anlage verbundenen Risiko tätigen. Dies Sorge dafür, dass das Kapital dorthin fließt, wo Rendite und Risiko in einem angemessenen Verhältnis stehen, was die allokativen Effizienz des Kapitalmarktes ausmache. Die Notwendigkeit rechtlicher Regelung ergebe sich ausschließlich aus der ökonomischen Theorie vom informationellen Marktversagen.

Vorschriften wie diejenigen der Prospekthaftung finden danach ihre eigentliche Rechtfertigung nicht in ihrer individualschützenden Funktion für den Geschädigten, sondern in dem Anreiz für den Emittenten, seinen (effizienzfördernden) Verhaltenspflichten zu genügen. Die Vorschriften, die den Anleger vor Insider-Geschäften, Mitlaufen und Gegendisposition und manipulierten Kursen schützen sollen, machen für *Assmann* dann Sinn, wenn die durch sie verursachten organisatorischen Kosten niedriger sind als die Kosten, die den Anleger durch die betroffenen Risiken entstehen¹⁴⁸.

Auch dann, „wenn berechtigter Skepsis gegen eine angemessene Informationsverarbeitung auf der einen Seite erhebliche Anlagerisiken auf der anderen Seite gegenüberstehen“, soll der Anlegerschutz vordringlich dazu dienen, das Vertrauen

¹⁴³ *Hopt*, Kapitalanlegerschutz, S. 289, 347.

¹⁴⁴ *Canaris*, Systembegriff, S. 46; *Larenz*, Methodenlehre, S. 463.

¹⁴⁵ *Larenz*, Methodenlehre, S. 159 f, 458; *Canaris*, Systembegriff, S. 57.

¹⁴⁶ *Assmann*, ZBB 1989, S. 49, 58.

¹⁴⁷ *Assmann*, ZBB 1989, S. 49, 61; ders. in: *Knörr*, K. (Hrsg.), 40 Jahre, S. 278 f.; ders. in: *Assmann/Schütze* (Hrsg.), Handbuch, § 1 Rn 53; ders. GK, AktG, Einl. Rn. 364 ff.; ebenso für gesellschaftsrechtlichen Anlegerschutz *Mülbart*, Aktiengesellschaft, S. 113 ff und in der Ablehnung sozialpolitischer Motive wohl schon *Hommelhoff* ZHR 153 (1989), S. 194.

¹⁴⁸ *Assmann*, in: *Assmann/Schütze* (Hrsg.), Handbuch, § 1 Rn. 65.

in die „gute Ordnung“ von Kapitalmärkten aufrecht zu erhalten und damit helfen, die Partizipation der Anleger zu sichern¹⁴⁹.

Assmann zieht allerdings keine Grenze zwischen dem *de lege lata* verwirklichten Schutzkonzept und der für ihn rechtspolitisch wünschenswerten konzeptionellen Fundierung des Anlegerschutzes im Funktionsschutz¹⁵⁰. Die Frage, ob sich das geltende Recht in einem solchen Sinne interpretieren lässt, beantwortet er nicht.

cc) Anlegerschutz als Verbraucherschutz

Andere Teile der Literatur sehen das den Kapitalanleger schützende Recht als Teil des Verbraucherschutzrechts an¹⁵¹. Diese Auffassung lässt sich insbesondere auf die Tatsache stützen, dass in einigen Gesetzesbegründungen für anlegerschützende Normen auf die Parallelität zum Verbraucherschutz hingewiesen wurde¹⁵². Auch der neue § 22 Abs. 1 BörsG, der die Möglichkeit von Weisungen über die Ausführung von Wertpapierorder regelt, stellt ausdrücklich Verbraucher unter einen besonderen Schutz.

Nun dürften aber auch die konzeptionellen Grundlagen des Verbraucherschutzes keineswegs als geklärt gelten. Hinsichtlich der Frage der hinter ihm stehenden gesetzgeberischen Motivation werden in der Literatur grundsätzlich zwei verschiedenen Positionen vertreten, deren Ähnlichkeit mit den Argumentationen von *Hopt* und *Assmann* unverkennbar ist¹⁵³. Während die eine Seite auch hier auf das Sozialschutzprinzip verweist¹⁵⁴, stellt die andere Seite in ordo-liberaler Sichtweise die Lenkung des Marktablaufs in den Vordergrund (sog. Informationsmodell)¹⁵⁵.

Grundlage der verfassungsrechtlichen Argumentation aus dem Sozialschutzprinzip ist die Annahme, dass der Konsument den Anbietern wirtschaftlich und sozial unterlegen ist, sich in wirtschaftlichen und juristischen Fragestellungen nicht auskennt und deswegen Beeinflussungen und Täuschungen leicht zum Opfer fällt¹⁵⁶. Die rechtliche Notwendigkeit, den so beschriebenen Verbraucher zu schützen, soll sich nun also aus der Anwendung des Sozialstaatsprinzips ergeben. Dieser Verfassungsgrundsatz rechtfertigt zum Schutz der Schwächeren Eingriffe in den wettbewerblichen Wirtschaftsablauf. Verbraucherschutz und Anbieterinteressen werden also grundsätzlich als Gegensatz empfunden¹⁵⁷.

Die entgegengesetzte Sicht hält ausgehend vom liberalen Marktmodell Verbraucherschutz dann für geboten, wenn auf Grund von Marktunvollkommenheiten ein effizientes Marktergebnis sonst nicht erreicht werden kann¹⁵⁸. Der Verbraucherschutz

¹⁴⁹ Assmann, ZBB 1989, S. 49, 60.

¹⁵⁰ im Sinne einer Handlungsempfehlung eher als aus einer Analyse des geltenden Rechts für Fundierung des Anlegerschutzes allein in die Idee der normativen Regulierungstheorie auch Ruffner/Stupp, Kleiner-FS, S. 395, 406.

¹⁵¹ Koller, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, Vor § 31, RN 12 ff.; Hellner/Steuer, Festgabe Heinsius, S. 1, 16, Garz-Holzmann/Gurke, DB 1983, S. 29, 30; vgl. auch Wieneke, Discount-Broking, S. 153 ff.

¹⁵² Siehe zum Entwurf eines Vermögensanlagegesetzes BT-Drucks. 8/1405, S. 10; vgl. auch die Begründung des § 53 II BörsG BT-Drucks. 11/4177, S. 19. Auf europäischer Ebene wurde etwa die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie vom Ausschuss für Recht und Bürgerrechte des Europäischen Parlaments für die Kategorie des Verbraucherschutzes empfohlen, vgl. Koller, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, Vor § 31, RN 14.

¹⁵³ Vgl. Schneider, Kapitalmarktrechtlicher Anlegerschutz, S. 150.

¹⁵⁴ So insbesondere Simitis, Verbraucherschutz; Schricker, GRUR Int. 1970, S. 32 ff.; Eichenhofer, JuS 1996, S. 859, 860; Reich, ZRP 1974, S. 187 ff.; Hart/Köck, ZRP 1991, S. 61, 62.

¹⁵⁵ Ausführlich Dauner-Lieb, Verbraucherschutz, S. 62 ff.; zur ökonomischen Theorie Beales/Craswell/Salop, Am. Econ. Rev., P&P, 1981, S. 410 ff.; dies. J. L. Econ. 24 (1982), S. 491 ff.

¹⁵⁶ Vgl. Simitis, Verbraucherschutz, S. 83.

¹⁵⁷ Hart/Köck, ZRP 1991, S. 61, 62.

¹⁵⁸ Vgl. zu diesen Sichtweisen im Bereich des AGBG Kötz, FS-Mestmäcker, S. 1037 ff.

bestehe aus zwei Komponenten: der Wettbewerbspolitik und der Transparenzpolitik. Letztere diene der Sicherung der Konsumentensouveränität durch Information mit dem Zweck, dem Verbraucher eine rationale Konsumententscheidung zu ermöglichen¹⁵⁹.

3. Anlegerschutz und Marktversagen

In jüngerer Zeit scheint sich nun in der Literatur eine pragmatische Position durchzusetzen, die auf die Untrennbarkeit der Wirkung von Anlegerschutz und Funktionsschutz hinweist¹⁶⁰. Der Anlegerschutz sei als solcher „janusköpfig“, d.h. jeder individuelle Schutz des Anlegers diene auch dem Funktionsschutz. Letztlich fördere der Schutz des Anlegers dessen Vertrauen in den Kapitalmarkt und mache seine künftige Partizipation wahrscheinlicher, habe also auch eine funktionsschützende Komponente¹⁶¹. Umgekehrt gelte, dass der Funktionsschutz mittelbar in der Regel auch den einzelnen Anleger schützt. Denn das Funktionieren des Marktes Sorge für einen fairen Ausgleich von Angebot und Nachfrage, der auch im Interesse der Anleger stehe¹⁶². Weder ein vollkommen eigenständiges Prinzip des Anlegerschutzes noch die vollständige Negierung eigenständiger individualschützender Zwecke des Kapitalmarktrechts soll ein zutreffendes Erklärungsmuster für das geltende Recht liefern¹⁶³. Diese Ambivalenz der Schutzzwecke wird sogar als die Rechtfertigung dafür gesehen, ein Rechtsprinzip des „kapitalmarktrechtlichen Anlegerschutzes“ anzuerkennen. Dieser definiere sich gerade durch die Untrennbarkeit der Schutzkonzeptionen, so dass die Heterogenität der unterschiedlichen anlegerschützenden Normen der Rechtsprinzipsbildung nicht im Wege stehen soll¹⁶⁴.

So richtig der Hinweis auf die Bedeutung des Vertrauens der Anleger in die Ordnung der Kapitalmärkte ist, so problematisch ist die Verwendung dieses unpräzisen Begriffs zur Begründung anlegerschützender Vorschriften. Dies gilt jedenfalls dann, wenn man jede Norm, die primär den Interessen der Anleger dienen soll, als vertrauensfördernd befindet. In Anbetracht der Häufigkeit, mit der der Vertrauensschutzgedanke mittlerweile zur Begründung des Anlegerschutzes herangezogen wird, verwundert es, wie wenig Mühe auf seine weitere Präzisierung verwendet wird. Fast scheint es, dass die Unsicherheit über die konzeptionellen Grundlagen des Anlegerschutzgedankens mit dem Verweis auf das mindestens genauso ungeklärte Vertrauensschutzkonzept überspielt werden soll. In der Tat lassen sich drei Fundamente der Idee des Vertrauensschutzes beschreiben, die alle in der Literatur eine Rolle spielen, ohne dort jedoch auseinander gehalten zu werden.

a) Vertrauensschutz als Schutz vor Übervorteilung

Der erste Aspekt des Vertrauensschutzes besteht in der Sicherung von vertraglich oder gesetzlich begründeten Rechtspositionen einerseits und dem Schutz vor Übervorteilung

¹⁵⁹ näher zum Leitgedanken der Konsumentensouveränität Gröner/Köhler, Verbraucherschutzrecht, S. 11 ff.

¹⁶⁰ Burger, Wpg 1997, S. 359, 362.

¹⁶¹ Kümpel, WM 1992, S. 381, 383; Dimke/Heiser, NZG 2001, S. 241, 252 noch weitergehend in tautologischer Formulierung auf S. 242, wo festgestellt wird, dass „das Kapitalmarktrecht dem kapitalmarktrechtlichen Funktionsschutz dient, also in erster Linie das Vertrauen der Investoren in die Funktionsfähigkeit zu gewährleisten hat“; vgl. zur Untrennbarkeit der Schutzziele auch schon Hopt, Kapitalanlegerschutz, S. 51 f., 334 f.; Koch/Schmidt, BfuP 1981, S. 231, 237; ausdrücklich ablehnend zur Gleichsetzung jüngst aber wieder Merkt, Unternehmenspublizität, S. 306.

¹⁶² Kümpel, Kapitalmarktrecht, RN 8.205 u. 16.71.

¹⁶³ Schneider, Kapitalmarktrechtlicher Anlegerschutz, S. 151.

¹⁶⁴ Schneider, Kapitalmarktrechtlicher Anlegerschutz, S. 192.

beim Vertragsschluss andererseits¹⁶⁵. Die Möglichkeit des vor- und nachvertraglichen opportunistischen Verhaltens des Vertragspartners bzw. der Marktgegenseite wird von den Anlegern antizipiert werden, so dass sie nicht in eine rechtmäßige bzw. „faire“ Behandlung vertrauen werden. Sie werde deswegen ihre geforderte Entlohnung für das Engagement am Kapitalmarkt erhöhen oder sich, falls diese Forderung nicht erfüllt wird, rationalerweise vom Markt zurückziehen¹⁶⁶. Der Vertrauensschutz dient hier also unmittelbar der Förderung der operationalen Effizienz des Marktes, indem er die indirekten Transaktionskosten der Anleger mindert. Auch der Schutz vor Übervorteilung zum Zeitpunkt der Anlageentscheidung lässt sich im Sinne der oben vorgestellten Regulierungstheorie als Funktionsschutz begreifen, da er erforderlich sein kann, um ein informationsbedingtes Marktversagen zu verhindern.

Nun würde man allerdings von vollständig rational handelnden Akteuren erwarten, dass sie von sich aus auf entsprechende vertragliche Vereinbarungen drängen. Es ist das Verdienst von *Ronald Coase* darauf hingewiesen zu haben, dass die Marktteilnehmer dann, wenn sie vollständig informiert sind, alle positiven und negativen externen Effekte in der Vertragsbeziehung internalisieren werden und sich auf eine sozial effiziente Zuordnung der Güter einigen werden¹⁶⁷. Das Recht wird in einer solchen Situation nur gebraucht, um betrügerische Verhaltensweisen zu sanktionieren bzw. eingegangene Verpflichtungen durchsetzbar zu machen¹⁶⁸. Vertrauensschutz ist hier also zu verstehen als Gewährleistung einer Vertragstreue ganz im Sinne des Grundsatzes „*pacta sunt servanda*“¹⁶⁹. Anders mag dies außerhalb der *Coase'schen* Modellwelt nur dort sein, wo die Höhe der Transaktionskosten individuell ausgehandelten Lösungen entgegensteht und sich auch kein Marktmechanismus findet, der zu einer Standardisierung entsprechender Vertragspflichten führen würde.

Insbesondere an der kapitalmarktrechtlichen Haftung für die Veröffentlichung unrichtiger Informationen lässt sich die Bedeutung eines solchermaßen verstandenen Vertrauensschutzes demonstrieren. Dabei sind die Prospekthaftung und die durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz neu geschaffene Haftung für unrichtige Ad-hoc Mitteilungen die für die Emittenten an den organisierten Märkten wichtigsten Haftungstatbestände für die Verbreitung unrichtiger Information.

aa) Beispiel Nr.1: Prospekthaftung

Die Prospekthaftung findet sich spezialgesetzlich in §§ 44, 55 BörsG, § 13 VerkProspG, § 20 KAGG und §§ 3, 12 AuslInvestmG geregelt. Daneben existiert zur Ausfüllung der gesetzgeberischen Lücken die von der Rechtsprechung entwickelte Prospekthaftung auf Grundlage der Inanspruchnahme typisierten Vertrauens.

Die Prospekthaftung schützt das Vertrauen des Anlegers in die im Verkaufsprospekt gegebenen Informationen. Der BGH sieht das Regelungsbedürfnis in einem am Individualschutz ausgerichteten Interesse eines „rechtlich gebotenen Kapitalanlegerschutzes“, der darin besteht, „dass auf eine wahrheitsgemäße und

¹⁶⁵ Vgl. zu dieser Form des Vertrauensschutzes im Zivilrecht aus ökonomischer Sicht Schäfer/Ott, Lehrbuch der ökonomischen Analyse, S. 483 ff.; speziell für das Börsenrecht Ruffner/Stupp, FS-Kleiner, S. 395, 414; Ruffner, S. 7, 10.

¹⁶⁶ Walz, ZfbF 45 (1993), Sonderheft 32, S. 85, 104.

¹⁶⁷ Coase, J. L. Econ. 3 (1960), S. 1 ff.

¹⁶⁸ Walz, ZfbF 45 (1993), Sonderheft 32, S. 85, 101.

¹⁶⁹ Ausführlich zu den Parallelen des Gedanken der Vertragstreue und der ökonomischen Analyse des Rechts Finsinger/Simon, KritV 1987, S. 262, insb. 267 ff.

vollständige Aufklärung des Rechtsverkehrs über das Risiko möglicher Anlagen hingewirkt werden muss¹⁷⁰. Auch in jüngeren Entscheidungen spricht der BGH von den Bedürfnissen des Anlegerschutzes zur Erhaltung des Selbstbestimmungsrechts über das Anlagevermögen, ohne auf dessen dogmatische Grundlagen einzugehen¹⁷¹. Die Bedeutung der Haftung für die Bereitschaft der Anleger zur Teilnahme am Risikokapitalmarkt wurde jedoch erkannt¹⁷².

Nun lässt sich aus regulierungstheoretischer Sicht für die funktionsschützende Wirkung der Prospekthaftung der Aspekt der Nichtbeobachtbarkeit der Qualität und die dadurch hervorgerufene Gefahr der adversen Auslese und des opportunistischen Verhaltens anführen¹⁷³. Es lässt sich hier das Szenario eines möglichen Marktversagens entwerfen. Die seriösen Emittenten schaffen es nicht, die Qualität der Emission glaubhaft zu machen. Die Anleger werden ihnen keinen Glauben schenken, da sie die seriösen von den unseriösen Anbietern nicht unterscheiden können. Ihre Renditeerwartung werden die Anleger an der durchschnittlichen erwarteten Qualität der Emission ausrichten. Unter Umständen werden dann seriöse Anbieter den Markt verlassen, was zu einem Sinken der durchschnittlichen Qualität führen wird usw. Die Prospekthaftung gibt dem Anbieter nun eine Möglichkeit, sich an seine Angaben zu binden und dadurch Qualität zu signalisieren. Letztlich kann so ein Marktversagen verhindert werden.

Der Gesetzgeber hat diese regulierungstheoretische Begründung der Prospekthaftung bisher nicht ausdrücklich aufgegriffen. Bei der Umsetzung der Emissionsprospekt-Richtlinie verwies er wie auch damals der Rat der Europäischen Gemeinschaften¹⁷⁴ auf die Bedeutung der Prospekthaftung für die Stärkung des allgemeinen Vertrauens in die Wertpapieranlage, welches zum einwandfreien Funktionieren der Wertpapiermärkte beitrage¹⁷⁵. Jedoch wurde explizit ein möglicher Konflikt zwischen Anleger- und Funktionsschutz betont, wenn von einer Abwägung zwischen dem Gesichtspunkt des Anlegerschutzes und der im Interesse des Finanzplatzes Deutschland gebotenen Deregulierung gesprochen wurde¹⁷⁶. Und auch der historische Börsengesetzgeber sah in der Prospekthaftung die Gefahr, dass „eine derartige Verschärfung der Haftung die soliden Emissionshäuser veranlassen würde, sich von der Emissionstätigkeit überhaupt ganz zurückzuziehen, und dass dann die Emissionen in weniger solide und leistungsstarke Hände gelangen würden“¹⁷⁷. Die Gefahr einer überschießenden Regulierung der Prospektpflichten geht aber weniger von der Prospekthaftung selbst als von den inhaltlichen Anforderungen an das Prospekt und dem Haftungsumfang aus. Diese Gefahr wird jedoch durch die Existenz unterschiedlicher Marktsegmente mit unterschiedlichem Umfang der Prospektanforderungen gemindert¹⁷⁸.

¹⁷⁰ BGHZ 79, 337, 341.

¹⁷¹ Vgl. BGH, WM 2001, 25-29 („effektiver Anlegerschutz“); BGH WM 1993, 1787, 1788; BGH WM 1991, 2092; BGH WM 1991, 13; BGH WM 1990, 1658, 1659; BGH WM 1990, 1276, 1277.

¹⁷² Vgl. BGHZ 139, 225, 231, 233.

¹⁷³ Siehe Grundmann/Selbherr, WM 1996, S. 985, 989; Koch/Schmidt, BfuP 1981, S. 231, 248.

¹⁷⁴ Vgl. Begründung der Emissionsprospekt-Richtlinie vom 17.4.1989 (89/298/EWG).

¹⁷⁵ BT-Drucks. 11/6340, S. 10.

¹⁷⁶ BT-Ducks. 11/6340, S. 10. Siehe zu diesen Interessenkonflikt jüngst wieder Fleischer, Gutachten zum 64. Dt. Juristentag, F 61 m.w.N.

¹⁷⁷ Bericht der IX. Kommission, Stenographische Berichte über die Verh. des Reichstags, 9. Legislaturperiode, IV. Session 1895/1897, 2. Anlageband Nr. 246 der RT-Drucks., S. 1469; siehe auch Weber, ZHR 1897, S. 69.

¹⁷⁸ Dies übersieht Schoenenberger, Ökonomische Analyse, passim, der die gesetzliche Ausgestaltung des Haftungsregimes für ineffizient hält (aaO, S. 161 ff.). Sein Einwand stützt sich im Wesentlichen darauf, dass die Emittenten mit den sachkundigen Anlegern von sich aus entsprechende Haftungsvereinbarungen treffen können, auf denen dann auch die uninformierten Anleger Trittbrett fahren könnten. Abgesehen davon, dass die institutionellen

Und schließlich spricht im Rahmen der Prospekthaftung ein weiteres Argument gegen eine den Funktionsschutz einschränkende Gewichtung des Anlegerschutzes. Die Anforderungen an die Verständlichkeit des Prospektinhalts richten sich aus guten Gründen nicht am Verständnisvermögen des uninformierten Kleinanlegers aus¹⁷⁹. Eine solche Konzeption würde im Widerspruch zur realen Funktionsweise der Kapitalmärkte stehen, in der die Informationsverarbeitung im Wesentlichen durch professionelle Marktteilnehmer bewerkstelligt wird und der Privatanleger seine Informationen letztlich durch Finanzintermediäre erhält oder schlicht auf den Schutz durch den Preismechanismus vertraut¹⁸⁰.

Diese Erkenntnis lässt sich verallgemeinern. Wie auch bei einem sozialschützenden Anlegerschutz, wo man in der Schutzbedürftigkeit zwischen Kleinanlegern und wohlhabenderen Privatanlegern unterscheiden muss, ist bei einem primär funktionsschutzorientierten Anlegerschutz nach den Bedürfnissen der verschiedenen betroffenen Anlegergruppen zu differenzieren. Die Größe des Vermögens der Anleger dürfte für den Funktionsschutz allerdings regelmäßig irrelevant sein¹⁸¹. Kriterien, die dagegen Bedeutung erlangen, sind etwa der Grad der Informiertheit der jeweiligen Gruppe und ihre Informationsaufnahmekapazität, das Verständnis für kapitalmarkttheoretische Zusammenhänge, die Mobilität durch den Zugang zu verschiedenen Handelsplätzen und die Höhe der Transaktionsvolumina.

Bei den Anforderungen an die Verständlichkeit eines Börsenprospekts kann dann nicht allein beachtlich sein, dass Privatanleger regelmäßig wenig informiert sind als professionelle Marktteilnehmer. Es muss auch berücksichtigt werden, dass ihnen in der Regel eine geringere Informationsaufnahmekapazität zukommt, so dass der Nutzen einer erweiterten Prospektspflicht zu den Kosten in keinem angemessenen Verhältnis stünde.

bb) Beispiel Nr. 2: Haftung für Verletzung der Ad-hoc-Publizitätspflicht

Durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz wird die Pflicht der Emittenten zur Veröffentlichung kursbeeinflussender Informationen durch zwei Haftungstatbestände sanktioniert. § 37c WpHG sieht einen Schadensersatzanspruch der Anleger vor, die einen Schaden wegen unwahrer Tatsachen in einer Mitteilung über kursbeeinflussende Tatsachen erlitten haben, weil sie die Papiere nach Veröffentlichung einer falschen positiven Nachricht erworben haben und bei Bekanntwerden der Fehlinformation noch Inhaber der Aktien sind oder weil sie die Papiere nach Veröffentlichung einer falschen negativen Nachricht vor Bekanntwerden der Unrichtigkeit verkauft haben. § 37b WpHG gibt einen entsprechenden Anspruch bei pflichtwidrigem Unterlassen der Bekanntgabe einer kursbeeinflussenden Tatsache.

Investoren nur selten Anlass haben, Privatanleger in ihre Vereinbarung einzubeziehen, wären die erforderlichen Haftungsvereinbarungen mit den verschiedenen Prospektverantwortlichen sehr komplex, so dass die typisierte gesetzgeberische Haftung unter dem Gesichtspunkt der Transaktionskosten jedenfalls nicht offensichtlich unterlegen scheint.

¹⁷⁹ BGH WM 1982, S. 862, 865; OLG Düsseldorf, ZIP 1984, S. 549, 552 ff.; OLG Frankfurt WM 1994, 291, 295; LG Frankfurt, WM 1998, S. 1181, 1184. In der Literatur ist allerdings umstritten, welche Kenntnis ein „durchschnittlicher“ Anleger hat, insbesondere ob er eine Bilanz lesen kann, dagegen etwa Hamann, in: Schäfer, WpHG, §§ 45, 46 a.F. BörsG Rn 84. vgl. aber auch für Ausrichtung an Fachmann Schönenberger, Ökonomische Analyse, S. 78; Wittmann, DB 1980, S. 1579, 1583; LG Düsseldorf, WM 1980, S. 102, 106.

¹⁸⁰ Ausführlich Meier-Schatz, Wirtschaftsrecht und Unternehmenspublizität, S. 190 ff.

¹⁸¹ Vgl. Hommelhof, ZGR 2000, S. 748, 772: Individualschützende Informationspflichten für Millionär ebenso wie für Kleinanleger legtimiert

In ihrer ökonomischen Funktion sind diese Haftungstatbestände mit der Prospekthaftung vergleichbar. Interessant ist hier jedoch vor allem, dass der Gesetzgeber sich der disziplinierenden Wirkung der Haftung bewusst war. In der Gesetzesbegründung heißt es ausdrücklich, dass die neuen Vorschriften erforderlich seien, weil „einerseits Anleger bei der unterlassenen oder verspäteten Veröffentlichung oder der unrichtigen Behauptung solcher Tatsachen bislang nur unzureichend geschützt sind und andererseits das Publizitätsverhalten einiger börsennotierter Unternehmen insoweit starke Mängel aufweist“¹⁸². Die individualschützende Haftung soll also bewusst zur Förderung der Qualität der Ad-hoc-Informationen instrumentalisiert werden.

b) Vertrauen als kollektive Erwartung

Wenn in Börsenkreisen von dem Vertrauen der Anleger *in den Markt* gesprochen wird, ist häufig etwas anderes gemeint als der Glaube an die Ordnung der Märkte. Vielmehr geht es dann um die kollektive Zukunftserwartung in steigende Kurse, etwa auf Grund einer erwarteten Besserung wirtschaftlicher Rahmenbedingungen. Wird also die Relevanz des Vertrauens der Anleger für die Entwicklung des Marktes betont, dann ist damit oft nur die Ausschlag gebende Bedeutung der Zukunftserwartungen für die Kursbildung gemeint.

Eine gesetzgeberische Handlungsanleitung lässt sich aus diesem Befund allerdings noch nicht gewinnen. Die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts verlangt möglichst korrekte Zukunftserwartungen, eine irrationale überpositive Einschätzung der künftigen Entwicklung birgt trotz der kurzfristig gesenkten Kapitalkosten der Unternehmen die Gefahr von großen, schädlichen Gegenbewegungen in sich. So dürften die jüngsten Börsenkursentwicklungen bei den Technologieunternehmen als mahnendes Beispiel für die negativen Folgen einer „Blasenbildung“ an den Finanzmärkten dienen.

Grundsätzlich ist also nur die Förderung der korrekten Bewertung der Zukunftsaussichten im Sinne eines Funktionenschutzes des Kapitalmarkts, eine darüber hinausgehende Förderung eines „Übervertrauens“ der Anleger nicht wünschenswert. Letzteres lässt sich des weiteren auch nicht aus sozialschützenden Motiven begründen, da eine kurzzeitige Überbewertung der Kurse nicht im wohlverstandenen Interesse der tendenziell längerfristig orientierten Privatanleger steht. Andererseits dürften auch die (rechtlichen) Möglichkeiten, eine Blasenbildung zu verhindern, äußerst begrenzt sein¹⁸³.

c) Vertrauen als subjektive Größe

In der juristischen Literatur wird nicht selten versucht, das Anlegervertrauen in Anlehnung an den allgemeinen Sprachgebrauch als subjektive, emotionale Größe zu qualifizieren. So soll es etwa unbedeutend sein, wenn Anleger eine bestimmte Behandlung aus „menschlicher Eifersucht“ für „unfair“ halten und sich deswegen von den Kapitalmärkten zurückziehen. Auch hier soll eine Gefahr für die Stabilität und Effizienz der Märkte bestehen, die den Gesetzgeber zu schützenden Regelungen

¹⁸² Regierungsbegründung zum 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 93.

¹⁸³ Vgl. das Interview mit Wirtschaftsminister Werner Müller in Handelsblatt Nr. 171 vom 05.09.01 Seite 5, der ausdrücklich die Bedeutung des Vertrauens der Anleger in den Neuen Markt betont, andererseits aber klar macht, dass eine spekulative Blasenbildung nicht durch Regulierung zu steuern ist; siehe auch die Diskussion der rechtlichen Beeinflussungsmöglichkeiten bei Claussen, BB 2002, S. 105 f., der aber von den „Regelsetzern“ Warnungen im Falle einer Übertreibung durch die Märkte fordert; Fleischer, NJW 2002, Sonderbeilage 23., S. 37, 38. Zum Problem auch Fleischer, Gutachten zum 64. Dt. Juristentag, F 30.

zwinge¹⁸⁴. Denn das Maß des Anlegerschutzes entscheide über den Umfang der Marktpartizipation, die wiederum mitbestimmend sei für die Liquidität des Marktes. Die Liquidität des Marktes sei aber ihrerseits unerlässliche Grundbedingung für sein Funktionieren. Nur bei einer breiten Teilnahme des Publikums könnten die Kapitalmärkte ihre Funktion erfüllen¹⁸⁵. Und auch mit einer sozialschützenden Konzeption steht die Berücksichtigung des Vertrauens als emotionale Kategorie nicht im Widerspruch. Im Gegenteil, der Schutz des sozial Schwächeren wird sogar umso mehr geboten sein, je weniger rational er handelt. Auf der Seite der professionellen Marktteilnehmer wird dagegen diese Art des Vertrauensschutzes selten erforderlich sein.

Bei einem solchen Verständnis des Anlegerschutzes wird das Argument, eine bestimmte anlegerschützende Norm fördere das Vertrauen in den Kapitalmarkt und sei deswegen auch aus funktionsschützenden Gesichtspunkten optimal, in der Tat nicht zu widerlegen sein – sofern man nur die gesamtwirtschaftliche Bedeutung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts hoch genug einschätzt. Ein eigenständiger Charakter des Anlegerschutzes kann dann immer verneint werden und mögliche Zielkonflikte können als bloße theoretische Möglichkeit abgetan werden¹⁸⁶. Eine Ordnungsfunktion als Sollensordnung nimmt das Recht bei einer solchen Orientierung an subjektiven Einschätzungen der Marktakteure dann jedoch nicht wahr.

Man würde es sich allerdings zu einfach machen, wenn man diese Begründung für eine Gleichsetzung von Anleger- und Funktionsschutz undifferenziert akzeptieren würde und daraus den Gleichlauf der ökonomischen Regulierungstheorie mit der rechtlichen Kapitalmarktschutzkonzeption folgern würde. Unberücksichtigt geblieben ist nämlich bisher der auch in der Literatur trotz seiner Wichtigkeit meist vernachlässigte Einwand, dass Anlegerschutz mit Kosten verbunden ist, die zum Teil wieder auf die Anlegerschaft abgewälzt werden und dadurch die Attraktivität ihres Kapitalmarktengagements reduzieren¹⁸⁷. Im äußersten Fall leidet die operationelle Funktionsfähigkeit dermaßen, dass der Handel in bestimmten Bereichen ganz zum Erliegen kommt. Was auf der einen Seite für die besonders geschützten Anleger dann partizipationsfördernd wirken soll, hat auf der anderen Seite womöglich Nachteile für die Marktfunktionsfähigkeit, die die Vorteile mehr als ausgleichen. Insbesondere muss nicht jede Fehlentscheidung des Einzelnen die Funktionsfähigkeit des Marktes wirklich tangieren¹⁸⁸. Aus rein funktionsschützender Perspektive kann es dementsprechend nicht Sinn der Rechtsordnung sein, um jeden Preis sicherzustellen, dass jede Anlegerentscheidung optimal getroffen wird¹⁸⁹. Dem Anleger kann „das unveräußerliche Recht, sich selbst zum Narren zu machen“¹⁹⁰ bei einzelnen Entscheidungen zugestanden werden, ohne dass

¹⁸⁴ So Dimke/Heiser, NZG 2001, S. 241, 253 im Zusammenhang mit einer möglichen Ungleichbehandlung der Aktionäre bei Kontrolltransaktionen.

¹⁸⁵ Vgl. etwa Hopt, Kapitalanlegerschutz, S. 51 f, 336; ders. Gutachten, S. G47f.; Assmann, ZBB 1989, S. 58; Kübler, Gesellschaftsrecht, S. 390; Kress, Kapitalmarktregulierung, S. 81; Kiel, Kapitalanlegerschutzrecht, S. 9; dieser Gedanke liegt im wesentlichen auch der EG-Insiderrichtlinie (4. Erwägungsgrund) und dem diese umsetzenden 2. Finanzmarktförderungsgesetz zugrunde, Begr. des RegE 2. FFG, BT-Drucksache 12/6679, S. 33; vgl. Kümpel, Kapitalmarktrecht, Rdn. 16.66.

¹⁸⁶ So im Ergebnis dann auch Hopt, ZHR 159 (1995), S. 135, 159.

¹⁸⁷ Assmann, ZBB 1989, S. 49, 62; Fischel/Grossman, J. Fut. Mark. 4 (1984), S. 273, 286 et passim; Schmidt, Kredit und Kapital, 16 (1983), S. 184 ff.; de Vries, Delisting, S. 31 Fn 152; vgl. auch Hadfield/Howse/Trebilcock, J. Consum. Pol. 21 (1998), S. 131, 141 ff. zum parallelen Problem im Verbraucherschutzrecht.

¹⁸⁸ Loss, ZHR 129 (1967), S. 197, 208.

¹⁸⁹ Assmann, ZBB 1989, S. 49, 62.

¹⁹⁰ Loss, ZHR 129 (1967), S. 197, 208; vgl. auch Fleischer, Gutachten zum 64. Dt. Juristentag, F 29. Hier ist also der insb. von Fezer, JZ 1986, S. 817 ff., 824 erhobene Vorwurf, die ökonomischen Rechtsanalyse respektiere nicht

dies der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts schadet. Eine vollständige Gleichsetzung von individuell wirkendem Anlegerschutz mit einem optimalen Funktionsschutz ist jedenfalls bei Existenz von Transaktionskosten theoretisch deswegen nicht zu rechtfertigen¹⁹¹.

Obwohl das Vertrauen irrational agierender Anleger für den Umfang ihrer Partizipation und damit auch für die Liquidität des Marktes von Bedeutung sein kann, deckt sich ein solchermaßen verstandener, kompensatorischer Funktionsschutz mit seinen regelmäßig signifikanten distributiven Effekten nicht mit den Erkenntnissen der wirtschaftswissenschaftlichen Regulierungstheorie. Erstens ist die Grundannahme in den bisherigen ökonomischen Modellen meist der rational agierende Marktteilnehmer und nur unter dieser Annahme sind die Ergebnisse und Handlungsempfehlungen der normativen Regulierungstheorie auch wissenschaftlich fundiert. Zweitens ist die Verbesserung der Marktfunktionsfähigkeit durch Maßnahmen der Umverteilung aus ökonomischer Sicht – isoliert betrachtet – kein legitimes Ziel. So würde z.B. niemand auf die Idee kommen, die Transaktionskosten auf dem Gebrauchtwagenmarkt dadurch senken zu wollen, den Käufern zusätzliche Mittel auf Kosten der Verkäufer zukommen zu lassen. Sinn macht eine solche Strategie auf dem Kapitalmarkt erst dann, wenn man der Marktfunktion eine hinreichende gesamtwirtschaftliche Bedeutung zuschreibt. Diese zu quantifizieren stellt allerdings ein komplexes Problem dar, für das von der Wirtschaftswissenschaft jedenfalls in naher Zukunft keine Lösung erwartet werden darf. Mit anderen Worten: dass eine Förderung der Partizipation der Marktteilnahme der Kleinanleger durch Schutzmaßnahmen mit individuell-distributivem Charakter gesamtwirtschaftlich effizient ist, ist zwar möglich, ist durch ökonomische Untersuchungen jedoch nicht einmal ansatzweise belegt. Wer also die Idee des Vertrauensschutzes über die Förderung der Partizipation auch der irrational agierenden Marktteilnehmer begründet, kann sich dabei nicht mehr auf die Übereinstimmung mit einem wirtschaftswissenschaftlich begründeten Konzept des Funktionsschutzes berufen. Nun kann zwar aus der Tatsache, dass die Notwendigkeit eines subjektiven Vertrauensschutzes der Marktteilnehmer aus ökonomischer Sicht nicht erforscht ist, sicherlich nicht gefolgert werden, der Gesetzgeber dürfe sich mit den Folgen irrationaler Verhaltensweisen auf den Kapitalmärkten nicht befassen. Aus rechtspolitischer Perspektive spricht allerdings einiges dafür, den Schutz vor Übervorteilung auf Grund eines Marktversagens und den Schutz des subjektiven Vertrauens als ein Regel-Ausnahme-Verhältnis zu begreifen. Letzterer ist aus funktionsschützender Perspektive wohl nur dann gerechtfertigt, wenn andernfalls mit gravierenden Beeinträchtigungen der Marktfunktionen durch Kollektivphänomene zu rechnen ist. Dies kann etwa der Fall sein, wenn Fehlverhaltensweisen auf einzelnen Teilmärkten das Vertrauen in den gesamten Markt erschüttern, also sog. *Spillover*-Effekte haben. In diesem Fall können rechtliche Rahmenbedingungen eine angemessene Reaktion zur Erhaltung der Marktfunktionsfähigkeit sein¹⁹².

das Recht des einzelnen auf unvernünftige Entscheidungen, nicht gerechtfertigt; dagegen allgemein auch schon Ott/Schäfer, JZ 1988, S. 213, 221.

¹⁹¹ Vgl. Ruffner/Schutz, S. 395, 414; Aerni, Finanzmarkt und Portfoliomanagement 1993, S. 477, 482 mit verschiedenen Beispielen; Mertens, Verhandlungen des 51. DJT, Bd. II, P 10, 16 f.; Schwark, Anlegerschutz, S. 399; Mülbert, Aktiengesellschaft, S. 112; Assmann, ZBB 1989, S. 49, 62; Merkt, Unternehmenspublizität, S. 306; Ekkenga, Anlegerschutz, S. 30.

¹⁹² Vgl. Ruffner/Stupp, Kleiner-FS, S. 395, 414; vgl. zu den von der sog. *Behavioral Finance* analysierten Kollektivphänomenen 4. Kap. A I.

Für das geltende Recht Ausschlag gebend bei der Frage, ob und inwieweit dem Anlegerschutz als Rechtsprinzip dort eine primär individuell-distributive und damit selbständige Bedeutung zukommt, müsste unter Berücksichtigung seiner Kosten eigentlich sein, inwieweit in der Austarierung von Anleger- und Funktionenschutz der Wille des Gesetzgebers zum Ausdruck kommt, zugunsten des Anlegerschutzes ein suboptimales Niveau des Funktionsschutzes zu wählen. Die Schwierigkeit besteht allerdings darin, das optimale Niveau des Funktionsschutzes festzulegen. Insbesondere der Versuch, die exakten Auswirkungen anlegerschützender Bestimmungen auf die einzelnen Transaktionskosten zu ermitteln¹⁹³, scheint auf Grund der Komplexität der Märkte und Transaktionen kaum durchführbar zu sein. Auch dürfte die Tatsache, dass sich eine gesetzgeberische Regel in der Praxis als ineffizient erweist, noch nicht den Schluss rechtfertigen, dass ihr nicht dennoch die Intention zu Grunde lag, funktionsfördernd zu wirken.

Dies leitet über zu der Frage, wie die gesetzgeberischen Ziele im Kapitalmarktrecht überhaupt zu ermitteln sind. In der Literatur wurde die Ansicht vertreten, dass es für das Erkennen eines an ökonomischen Kriterien ausgerichteten Rechtsprinzips nicht ausreicht, das geltende Recht darauf zu untersuchen, ob es sich objektiv in einem solchen Sinne interpretieren lässt. Vielmehr komme es auf den konkreten, subjektiven Willen des Normgebers an¹⁹⁴. Scheinbar kommt hier die alte Frage nach dem Rangverhältnis von historischer subjektiv-teleologischer und zeit- und umstandsangepasster objektiv-teleologischer Auslegung zum Vorschein¹⁹⁵. Jedoch handelt es sich hier um ein Scheinproblem. Die Tatsache, dass jedenfalls in der Vergangenheit weder Gesetzgeber noch Rechtsprechung das Konzept eines auf ökonomischen Zusammenhängen basierenden Funktionsschutzkonzepts im Wege bewusster Reflexion verinnerlicht haben, ist wohl nicht zu bezweifeln. Die Frage ist aber, ob sich dies auf die Rechtsgestaltung in einer Weise ausgewirkt hat, die in einem *systematischen* Widerspruch zu einem auf objektive Funktionszusammenhänge abstellenden Auslegungsergebnis steht. Nur wenn sich das Ergebnis subjektiver und objektiver Auslegung des Rechtsbefehls unterscheidet, stellt sich die Frage nach einem Vorrang einer der beiden Auslegungsmethoden. Das Rechtsprinzip ergibt sich aus dem Gesamtsystem der Rechtsbefehle und wirkt gleichzeitig wieder auf deren Auslegung zurück, ohne dass es auf die ursprüngliche Auslegungsbegründung und damit auf den subjektiven Willen des Gesetzgebers ankommt. Wenn der Gesetzgeber also auch einen sozialschützenden Anlegerschutz im Hinterkopf gehabt haben mag, ist dies für die Rechtsprinzipsbildung nur insoweit von Bedeutung, wie sich diese Zielsetzung in spürbarer und systematischer Weise in einer aus Funktionsgesichtspunkten suboptimalen Regelung niedergeschlagen hat.

Weiter ist zu beachten, dass sich das Verständnis des Gesetzgebers über einen den Marktmechanismen gerecht werdenden Anlegerschutz in den letzten Jahren weiterentwickelt hat. Besonders anschaulich wird dies im Bereich des Rechts der Termingeschäfte. Bis zur Börsengesetznovelle von 1989 waren private Anleger de facto ganz von Börsentermingeschäften ausgeschlossen. Sie konnten sich in der Regel auf den Termineinwand des § 53 Abs. 1 BörsG als „scharfes Schwert im Arsenal des Anlegerschutzes“¹⁹⁶ berufen, der Termingeschäfte für sie für unwirksam erklärte. Diese

¹⁹³ dieser Ansatz wird vorgeschlagen von Schmidt, Kredit und Kapital 16 (1983), S. 184, 188 ff.

¹⁹⁴ Eidenmüller, Effizienz als Rechtsprinzips, S. 473.

¹⁹⁵ Dazu ausführlich Mennicken, Das Ziel der Gesetzesauslegung, 1970, passim.

¹⁹⁶ Rosset, WM 1999, S. 575, 576.

Bestimmungen wurden in der Literatur teilweise als Beleg dafür angesehen, dass dem Anlegerschutz im Kapitalmarktrecht eigenständige Bedeutung zukommt¹⁹⁷. Während also das alte Recht der Börsentermingeschäfte ganz dem Gedanken des Anlegerschutzes verschrieben war, drang mit der Börsennovelle von 1989 der Gedanke des Verkehrs- bzw. Funktionsschutzes in den Vordergrund¹⁹⁸. Zur Stärkung des Finanzplatzes Deutschland sollte dem privaten Anlagepublikum der Weg auf den Terminmarkt geöffnet werden¹⁹⁹. Dem Anlegerschutz wird dadurch nachgekommen, dass der Anleger über die Risiken im Zusammenhang mit Börsentermingeschäften umfassend aufgeklärt werden muss. Die Regelung zielt auf wirksamen Selbstschutz durch verantwortliche Eigenentscheidung²⁰⁰. Dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen kommt also eine Informationspflicht zu, will es dem Anleger den Termineinwand abschneiden. Ausreichend ist dabei eine standardisierte Broschüre, die über die typischerweise mit Börsentermingeschäften verbundenen Risiken informiert, ohne dass es auf das tatsächliche Verständnis des Anlegers ankommt²⁰¹. Durch die Information soll dem Anleger prinzipiell die Möglichkeit gegeben werden, sich bewusst zu werden, welche erheblichen Risiken ihm mit dem Geschäftsabschluss drohen²⁰². Während also früher der Anlegerschutz dadurch verwirklicht wurde, dass zum Schaden der Funktionsfähigkeit des deutschen Terminmarkts auch Geschäfte wohlinformierter Privatinvestoren unterbunden wurden, fand danach ein Anlegerschutz durch Information statt, der dem Gedanken des Funktionsschutzes nicht entgegensteht²⁰³.

Mit dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz ist schließlich auch das Modell der Termingeschäftsfähigkeit kraft Information abgeschafft und ganz durch eine Informationspflicht ersetzt worden (vgl. § 37d WpHG). Auf diese lassen sich die folgenden Ausführungen über die funktionsschützende Bedeutung der Informationspflichten nach § 31 WpHG übertragen.

4. Exkurs: Zusammenspiel von Anlegerschutz und Funktionsschutz am Beispiel der §§ 31, 32 WpHG

Die vorangegangenen abstrakten Ausführungen über das komplexe Zusammenwirken von Anlegerschutz und Funktionsschutz lassen sich an den Verhaltenspflichten der §§ 31, 32 WpHG besonders anschaulich verdeutlichen. Die Argumentationsmuster, die dabei zum Tragen kommen, sind weitestgehend auf die anderen anlegerschützenden Tatbestände des Kapitalmarktrechts übertragbar.

Die §§ 31 ff. WpHG statuieren in Umsetzung von Art. 10 u. 11 der EG-Wertpapierdienstleistungsrichtlinie²⁰⁴ Verhaltensregeln für Wertpapierdienstleistungsunternehmen. Diese umfassen Verhaltensregeln im engeren Sinn (§§ 31, 32 WpHG) und Organisations- und Aufzeichnungspflichten (§§ 34, 35 WpHG). Zur Konkretisierung der §§ 31, 32 WpHG hat das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel Richtlinien

¹⁹⁷ Vgl. Assmann, ZBB 1989, S. 49, 60; Mues, Börsenorganisation, S. 51.

¹⁹⁸ Vgl. Schwark, Canaris u.a.(Hrsg.), 50 Jahre Bundesgerichtshof, S. 459, 462.

¹⁹⁹ BT-Drucks. 11/4177, S. 9.; vgl. auch Samtleben, in: Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, S. 469, 499 ff.

²⁰⁰ Hopt, in: Baumbach/Hopt, HGB, § 53 BörsG Rdn. 7; vgl. auch BGH, NJW 2001, 3258 ff.

²⁰¹ BGH, ZIP 1995, S. 553.

²⁰² OLG Hamm, ZIP 1997, S. 1880 f.

²⁰³ OLG Hamm, ZIP 1997, S. 1880 f.; Rosset, WM 1999, S. 574, 578; Horn, ZIP 1990, S. 2, 6; vgl. auch BT-Drucks. 11/4177, S. 10.

²⁰⁴ Richtlinie des Rates der EG vom 10.5.1993 (93/22/EWG).

erlassen, die rechtstechnisch als Verwaltungsvorschriften einzuordnen sind²⁰⁵. Das Gesetz unterscheidet zwischen den allgemeinen Verhaltensregeln des § 31 WpHG und den besonderen Verhaltensregeln des § 32 WpHG.

a) § 31 WpHG

Zu den in § 31 WpHG bestimmten Regeln gehören die Interessenwahrungspflichten (Abs. 1 Nr. 1), die Pflichten zur Vermeidung von Interessenkonflikten (Abs. 1 Nr. 2) und die Informations-, Aufklärungs- und Beratungspflichten (Abs. 2). Bei den Pflichten des Abs. 2 hat sich der Gesetzgeber von der sog. Bond-Entscheidung²⁰⁶ des Bundesgerichtshofs leiten lassen. Das Gericht hatte dort entschieden, dass sich Inhalt und Umfang der Beratungspflichten sowohl nach der Person des Kunden als auch nach der Art des Geschäfts richten. Die Beratung soll also „anlegergerecht“ und „objektgerecht“ sein²⁰⁷.

Dementsprechend ist gemäß § 31 Abs. 2 Nr. 1 WpHG (Ziffer 3.1 BAW-Wohlverhaltensrichtlinie) zur Erfüllung der Aufklärungs- und Beratungspflichten gegebenenfalls geboten, das Anlageziel des Anlegers und dessen finanzielle Verhältnisse und Risikobereitschaft zu erfragen²⁰⁸.

aa) Anlegerschutz als *ratio legis*

Nach heute ganz herrschender Meinung sind die §§ 31, 32 WpHG Schutzgesetze i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB²⁰⁹. Wie bereits ausgeführt kann daraus aber noch kein Schluss auf die Selbständigkeit der Anlegerschutzmotivation gezogen werden. Die Einräumung der individuellen Rechtsposition kann ebenso lediglich zum Zwecke der Durchsetzung des Funktionsschutzes konzipiert sein.

Allerdings sind die Verhaltensregeln in der Tat eher auf die Interessen des einzelnen Kunden zugeschnitten und nicht primär auf die Interessen der Allgemeinheit²¹⁰. Zum Ausdruck kommt dies auch in der Gesetzesbegründung, die von einem „Grundsatz des Vorranges des Anlegerinteresses“ spricht²¹¹. Durch die Informationspflichten soll der Kunde „in die Lage versetzt werden, die Tragweite und Risiken seiner Anlageentscheidung einzuschätzen und somit die wirtschaftlichen Folgen seiner Entscheidung tragen zu können“²¹².

²⁰⁵ Richtlinie gem. § 35 Abs. 2 des WpHG vom 16. Juli 1994 (BGBl. I, S. 1749), geändert durch Gesetz vom 18. Dezember 1995 (BGBl. I, S. 1959) zur Konkretisierung der §§ 31 und 32 WpHG für das Kommissions-, Festpreis- und Vermittlungsgeschäft der Kreditinstitute, abgedruckt in Bundesanzeiger Nr. 98 v. 3. Juni 1997.

²⁰⁶ BGHZ 123, S. 126 = ZIP 1993, S. 1148 = NJW 1993, 2433 = WM 1993, 1455; vgl. dazu etwa Heinsius, ZBB 1994, S. 47; Raeschke-Kessler, WM 1993, S. 1830; ein Überblick über die neuere Rechtsprechung zu den Informations- und Beratungspflichten bei der Anlageberatung findet sich bei Ellenberger, WM Sonderbeilage Nr. 1 (2001), S. 2 ff. und Möllers/Leisch, JZ 2000, S. 1085 ff.

²⁰⁷ Leitsatz in BGHZ 123, S. 126 = ZIP 1993, S. 1148 = NJW 1993, 2433 = WM 1993, 1455.

²⁰⁸ Vgl. auch die Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses des Deutschen Bundestags, BT-Drucks. 12/7918, S. 103 f.

²⁰⁹ Hopt, ZHR 159 (1995), S. 135, 160; Schäfer, in: Schäfer, in: Schäfer (Hrsg.), WpHG, Vor § 31 Rn 9 mit umfangreichen Nachweisen; vgl. auch BGHZ 142, 345, 356: § 31 hat trotz aufsichtsrechtlichen Charakters auch anlegerschützende Funktion.

²¹⁰ Schäfer, in: Schäfer (Hrsg.), WpHG, Vor § 31 RN 9.

²¹¹ BT-Drucks. 12/7918, S. 103 f.

²¹² BT-Drucks. 12/7918, S. 103; sinngemäß auch Claussen, Bank- und Börsenrecht, § 6 Rn 41; allgemein zur Individualpublizität Hopt, Kapitalanlegerschutz, S. 416; vgl. auch Wieneke, Discount-Broking, S. 153 m.w.N.

Nun stellte die ältere Rechtsprechung bei der Bestimmung von Informationspflichten auf vertraglicher Grundlage nicht auf den Wissenstand des konkreten Anlegers ab, sondern auf das Konstrukt des durchschnittlichen Anlegers²¹³. Der Grund hierfür sollte in der Annahme der strukturbedingten Informationsasymmetrie zwischen Investor und Anbieter einer Anlage zu sehen gewesen sein, die eine vernünftige Anlageentscheidung erschwere²¹⁴. Diese Rechtsprechung wurde als Hinweis dafür angesehen, dass ein Sozialschutzkonzept nicht verfolgt wird, da die Verwirklichung eines solchen verlangen würde, auf die jeweilige Informiertheit und Erfahrung des konkreten Anlegers abzustellen²¹⁵. Dieses Argument könnte man nun umkehren: dadurch, dass der Gesetzgeber in § 31 WpHG auf die individuelle Kenntnis des Anlegers abstellt, geht es ihm nicht nur um eine strukturbedingte Asymmetrie zwischen Anleger und Anbieter, sondern um vom Einzelfall abhängige Verhaltenspflichten. So wird auch in der Literatur der selbständige Charakter der Verhaltensregeln eben damit begründet, dass sie nicht nur dem Schutz des rational handelnden Investors dienen, sondern den unterschiedlichen Schutzbedürfnissen einzelner Gruppen von Anlegern Rechnung tragen²¹⁶. Die Unterschiede in den Schutzbedürfnissen sollen auch auf Persönlichkeitsunterschiede zurückgeführt werden können, so dass auch auf die speziellen Bedürfnisse nicht vollständig rational handelnder Akteure Rücksicht zu nehmen sei. Daraus ergebe sich, dass den Verhaltensregeln über den Funktionsschutz hinaus selbständige Bedeutung zukomme²¹⁷.

bb) Funktionsschutz als *ratio legis*

Die Verhaltenspflichten der §§ 31, 32 WpHG lassen sich gleichwohl auch aus einer funktionsschützenden Motivation erklären. In der Gesetzesbegründung wird auf die Bedeutung der Einhaltung der Verhaltensregeln für das Vertrauen der Anleger in das ordnungsgemäße Funktionieren der Wertpapiermärkte hingewiesen²¹⁸. Unklar ist, ob es sich dabei um einen Vertrauensschutz als Schutz vor marktversagensbedingter Übervorteilung handeln soll oder um einen Schutz des Vertrauens als emotionales Phänomen.

Daneben wurde auch versucht, die Verhaltensregeln aus dem nahe liegenden Zusammenhang zwischen Informationspflichten und der Informationseffizienz des Kapitalmarkts zu erklären²¹⁹. Eine solche Begründung verspricht allerdings nur eingeschränkten Erfolg, sind doch die persönlichen Verhältnisse des Anlegers, die bei der Beratung und Information zu berücksichtigen sind, für die allokativen Funktionsfähigkeit des Marktes kaum von direkter Bedeutung. Erforderlich wäre hier wieder die Begründung über die Förderung der Partizipation der Marktteilnehmer durch Verringerung ihrer Transaktionskosten²²⁰. Ein allein unmittelbar der Kapitallenkungsfunktion verpflichteter Anlegerschutz, der in der Information der Anleger

²¹³ z.B. BGH WM 1984, S. 960.

²¹⁴ Assmann, ZBB 1989, S. 49, 56.

²¹⁵ Assmann, ZBB 1989, S. 49, 56.

²¹⁶ Koller, in: Assmann/Schneider, WpHG, Vor § 31 RN 13 mit Hinweis auf den 30. Erwägungsgrund der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie.

²¹⁷ Koller, in: Assmann/Schneider, WpHG, Vor § 31 WpHG RN 13 f.

²¹⁸ BT-Drucks. 12/7918, S. 97.

²¹⁹ Vgl. Wieneke, Discount-Broking, S. 157; Koller, in: Assmann/Schneider, WpHG, Vor § 31, Rn 10.

²²⁰ Vgl. auch Koller, in: Assmann/Schneider, WpHG, Vor § 31 Rn 9: Förderung der operationellen Effizienz des Kapitalmarkts bezweckt.

die Voraussetzung für eine korrekte Abwägung zwischen Ertragserwartungen und Risiko sieht, greift hier zu kurz.

Auch die Bedeutung der anlagebezogenen Information der Privatanleger für den Grad der Informationseffizienz des Marktes dürfte begrenzt sein²²¹. Geht man davon aus, dass Privatanleger in der Regel nur kleinere Beträge anzulegen haben, so ist kaum zu erwarten, dass der von ihnen verursachte „noise“ auf den Kapitalmärkten die Preise signifikant beeinflusst. Denn die einzelnen (Fehl)entscheidungen solcher Anleger heben sich regelmäßig gegeneinander auf²²². Problematischer ist es nur dann, wenn der uninformierte Handel durch äußere Einflüsse in eine bestimmte Richtung koordiniert wird. Eine solche Koordination ging in der Vergangenheit vor allem von öffentlichen Einschätzungen von Analysten und „Börsengurus“, aber eben auch von den Anlageberatern der Finanzdienstleistungsunternehmen aus. Der rasante Aufstieg der Internet-Aktien bis hin zur eklatanten Übertreibung beruhte zum großen Teil auch darauf, dass die Analysten und Berater der Banken selbst an immer weiter steigende Kurse glaubten. Die Informationspflichten haben diesen Trend offensichtlich nicht aufzuhalten vermocht.

Zudem mag zwar hinsichtlich des Grades der Informationseffizienz der Kapitalmärkte vieles umstritten sein. In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur ist es aber als empirisches Resultat anerkannt, dass zumindest eine spekulative Informationseffizienz derart gegeben ist, dass Fondsmanager mit ihren Informationen nicht in der Lage sind, den Markt zu „schlagen“ und eine überdurchschnittliche Rendite zu erzielen²²³. Wie nun die von den kaum besser informierten Anlageberatern an den Privatanleger weitergegebenen Informationen für die Informationseffizienz förderlich sein sollen, bleibt dann aber ein Rätsel.

Der Schlüssel zum Verständnis der §§ 31, 32 WpHG als funktionsschützende Regelungen liegt in der Erkenntnis, dass der Markt für Emission und Handel von Kapitalanlagen aus ökonomisch-funktionaler Sicht vom Markt für Beratungs- und Vermittlungsleistungen zu trennen ist. Das Produkt, welches der Wertpapierdienstleister auf diesem Markt anbietet, ist die Beratung und die Vermittlung der Kapitalanlage, nicht aber die Kapitalanlage selbst. Diese wird auf dem Primärmarkt von den Emittenten und auf dem Sekundärmarkt von den anderen Marktteilnehmern bereitgestellt. Das Marktversagen, das es durch die Informationspflichten zu verhindern gilt, droht auf dem Markt für Wertpapierdienstleistungen. Können die Anleger die Qualität der Beratungsleistung nicht beobachten, besteht die Gefahr einer negativen Auslese und schädlichen opportunistischen Verhaltens der Anlageberater, welches im schlimmsten Fall zu einem Zusammenbruch des Marktes führt²²⁴.

Weiter ist nun zu fragen, inwieweit gesetzliche Verhaltenspflichten zur Verhinderung eines Versagens des Marktes für Beratungs- und Vermittlungsleistungen geboten sind. Pauschal wird hier vom Problem der asymmetrischen Information über das Anlageangebot und das Problem des opportunistischen Verhaltens nach erfolgter Anlageentscheidung gesprochen, welches durch die Beteiligten nicht befriedigend gelöst

²²¹ allzu naiv Wieneke, Discount-Broking, S. 157, der die Information auch des Kleinanlegers für die Kapitalmarkteffizienz für unverzichtbar hält.

²²² Vgl. näher 4. Kap. A.

²²³ Siehe 4. Kap. A II 3.

²²⁴ eine formale Analyse des Informationsproblems und möglicher Abhilfemöglichkeiten auf dem Markt für Wertpapierdienstleistungen findet sich bei Mayer/Neven, in: Giovannini/Mayer (Hrsg.), European Financial Integration, S. 112 ff.

werden könne²²⁵. Dahinter steht die Erkenntnis, dass das anfängliche Bestehen einer asymmetrischen Informationsverteilung keine hinreichende Bedingung für das Versagen des Marktes ist. Denn der Marktmechanismus selbst kann Anreize schaffen, Informationsgefälle zu reduzieren. Die Problematik am beispielhaften Gebrauchtwagenmarkt erschöpft sich denn auch nicht darin, dass der Käufer über die Qualität der Gebrauchtwagen anfänglich schlecht informiert ist, sondern basiert maßgeblich auf der Annahme, dass die Qualität durch den Verkäufer nicht glaubhaft vermittelt werden kann. Weder kann der Käufer den Zustand des Wagens selbst beobachten bzw. bewerten, noch existiert ein Mechanismus, mit dem eine bestimmte Qualität glaubhaft zugesagt werden könnte.

Die Qualität einer Kapitalanlage ergibt sich im Wesentlichen aus der Höhe der erwarteten Rendite, der Höhe des Risikos und eventuellen Korrelationen mit anderen Anlagen im Portfolio des Anlegers. Der durchschnittliche Anleger ist sicherlich nicht in der Lage, solche Größen selbst zu beobachten und ist deshalb in dieser Hinsicht auf die Informationen durch Dritte angewiesen.

Der Anlageberater hat in der Regel bestimmte Verkaufspräferenzen, die häufig nicht mit den Interessen des Kunden übereinstimmen oder er hat ein Interesse am Abschluss von Eigengeschäften auf Kosten des Kunden²²⁶. Dann ist zunächst wenig wahrscheinlich, dass der Anlageberater von sich aus vollständige und wahre Informationen übermittelt. Oder spieltheoretisch formuliert: die korrekte Beratung und Ausführung einer Order im Kundeninteresse ist zunächst keine Gleichgewichtsstrategie seitens des Beraters. Denn auf der anderen Seite kann der Kunde die Beratungsqualität nicht unmittelbar beurteilen. Dies macht die Beratung zum „Vertrauensgut“²²⁷. Da der rationale Kunde um die Fehlanreize auf Seiten des Beraters weiß, wird er dementsprechend eine geringere Zahlungsbereitschaft haben (bzw. eine höhere Renditeforderung). Wenn dies dann dazu führt, dass sich verlässliche und uneigennütige Beratung nicht mehr lohnt, kommt es zu einem weiteren Absinken der durchschnittlichen und damit auch der erwarteten Beratungsleistung usw. Die Folge kann – wie auf *Akerlofs* modellhaftem Gebrauchtwagenmarkt – ein komplettes Marktversagen sein.

Es bestehen in solchen Fällen, in denen die Produktqualität für den Konsumenten nicht unmittelbar zu beobachten ist, verschiedene Möglichkeiten, eine glaubhafte Informationsübertragung zu erreichen und damit doch einen Wettbewerb über gute Qualität zu ermöglichen. Eine Möglichkeit basiert auf der Existenz von Erfahrungseffekten bei wiederholten Transaktionen, eine andere auf den Wirkungen der über die einzelne Vertragsbeziehung hinausgehenden Reputation eines Anbieters²²⁸.

Erfahrungseffekte spielen dann eine Rolle, wenn der Käufer die Qualität eines Produktes zwar nicht beim Kauf, wohl aber beim Verbrauch beurteilen kann. Einen Anreiz zur Qualitätserzeugung gibt es für den Verkäufer bzw. Produzenten dann, wenn er sich erhoffen kann, durch seine hohe Qualität den Käufer auch für weitere Geschäfte zu gewinnen.

²²⁵ Assmann, ZBB 1989, S. 49, 62.

²²⁶ Ausführlich zu den möglichen Interessenkonflikten schon Hopt, Kapitalanlegerschutz, S. 108 ff.

²²⁷ Vgl. zur Unterteilung der Güter in „Untersuchungs“- , „Erfahrungs“- und „Vertrauensgüter“ grundlegend Nelson, J. Pol. Econ. 78 (1970), S. 311; vgl. auch Schäfer/Ott, Lehrbuch der ökonomischen Analyse, S. 465.

²²⁸ Vgl. zu den Mechanismen auch Schäfer/Ott, Lehrbuch der ökonomischen Analyse, S. 472 ff.; Grundlegend die Arbeiten von Kreps/Wilson, J. Econ. Th. 1982, S. 253 ff.; Shapiro, Bell J. Econ. 13 (1982), S. 20 ff.; ders. Quart. J. Econ. 98 (1983), S. 569; Klein/Leffler, J. Pol. Econ. 89 (1981), S. 615 ff.; Milgrom/Robert, J. Econ. Th. 27 (1982), S. 280 ff.; aus neuerer Zeit einflussreich Tadelis, Am. Econ. Rev. 89 (1999), S. 548 ff.

Eine Wertpapierdienstleistung ist nur bedingt als Erfahrungsgut einzuordnen²²⁹. Nur selten lässt sich bei der Wertentwicklung der Anlagen sagen, ob sie auf Tatsachen beruht, die in der Beratung erwähnt wurden, oder ob sich etwa vernachlässigte Risiken oder Chancen realisiert haben. Für eine statistisch signifikante Beurteilung der Beratungsleistung ist eine gewisse Mindestanzahl von Beobachtungen notwendig. Von Eigengeschäften entgegen dem Kundeninteresse wird der Kunde in der Regel auch ex post keine Kenntnis erlangen. Und nicht zuletzt stehen einer Überprüfung der Beratungsleistung häufig prohibitiv hohe Kosten entgegen. Es waren ja gerade diese Kosten selbständiger Information, die durch Inanspruchnahme der Beratungsleistung hätten eingespart werden sollen.

Ähnliche Schwierigkeiten bestehen auch bei der Sicherung von Qualitätsanreizen durch den Reputationsaufbau. Baut sich ein Anbieter den Ruf einer guten Qualität auf und vertrauen die Anleger auf diesen Ruf, so bestehen Anreize, diesen Ruf aufrecht zu erhalten. So gibt es in gewissem Maße auch die Versuche im Bereich der Wertpapierdienstleistungsbranche, eine Reputation für gute Beratung aufzubauen (man denke nur an Werbeslogans wie „Die Beraterbank“ etc.). Allerdings ist fraglich, ob solche Reputationsanreize für einen ausreichenden Schutz der Anleger sorgen können. Häufig sind Fälle schlechter Anlageberatung wenig spektakulär und daher kaum öffentlichkeitswirksam. Eine gewisse Abhilfe können Testberichte in Verbraucher- bzw. Anlegermagazinen schaffen²³⁰. Ansonsten wird der Aufbau von Reputation im Privatanlagegeschäft im Wege der Mund-zu-Mund-Propaganda erfolgen müssen, wo dann aber wieder das Problem mangelnder Beobachtbarkeit der Beratungsleistung besteht. Ohnehin sind der Wirksamkeit des Reputationsmechanismus für Beratungsleistungen im deutschen Einheitsbankensystem Grenzen gesetzt. Viele Anleger werden bei der Entscheidung über ein Engagement am Kapitalmarkt auf ihre Hausbank zurückkommen und sich nicht die Mühe machen, die Beratungsangebote verschiedener Wertpapierdienstleister zu vergleichen²³¹.

Erschwerend für die Funktionsfähigkeit des Marktes für Informationsdienstleistungen kommt hinzu, was von *Arrows*²³² als Informationsparadoxon bezeichnet wurde. Der Markttransfer von Informationen wird dadurch behindert, dass der Nachfrager der Information deren Wert frühestens kennt, wenn er die Information erhalten hat. Hat er die Information aber erhalten, ist er aber nicht mehr bereit, etwas dafür zu bezahlen.

Festzustellen ist also, dass der Marktmechanismus selbst keine Möglichkeiten bietet, von sich aus das Problem der asymmetrischen Informationsverteilung zu lösen. In einem solchen Fall können rechtliche sanktionierte Verhaltenspflichten in der Tat auch unter Effizienzgesichtspunkten sinnvoll sein.

Nun würde man allerdings von vollständig rational handelnden Akteuren erwarten, dass sie von sich aus auf vertragliche Vereinbarung solcher Pflichten drängen. Um ein

²²⁹ Vgl. auch Mayer/Neven, in: Giovannini/Mayer (Hrsg.), *European Financial Integration*, S. 112, 116, 118.

²³⁰ Vgl. zur Verhinderung eines informationsbedingten Marktversagens durch Tätigkeit solcher Informationsintermediäre die ökonomische Untersuchung von Faulhaber/Yao, *J. Ind. Econ.* 38 (1989), S. 65 ff.

²³¹ dies kann unter Berücksichtigung der Informationskosten durchaus rational sein, wird aber in vielen Fällen auf einem irrationalen „Anchoring“-Effekt beruhen, wie er in psychologischen Verhaltensstudien festgestellt wurde. Dieser charakterisiert das Phänomen, dass sich Individuen abweichend vom Rationalverhalten an bestimmte Bedingungen, insbesondere dem Status-Quo, festhalten. Wie der Gesetzgeber auf solche Verhaltensanomalien reagieren sollte, ist in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur bisher nicht beantwortet worden; vgl. Schäfer/Ott, *Lehrbuch der ökonomischen Analyse*, S. 65 f, 67.

²³² *Arrows*, *Essays in the Theory of Risk-Bearing*, 148.

informationsbedingtes Marktversagen zu verhindern, benötigte es also nur einer Pflicht zur wahrheitsgemäßen Auskunft und eventuell deren hoheitlicher Überwachung, nicht aber gesetzliche Informations- oder gar Nachforschungspflichten. Im Hinblick auf den rational handelnden Investor hätte es § 31 WpHG in diesem Umfang also nicht bedurft. In dieser Hinsicht ist die Unterstellung eines paternalistisch betriebenen Anlegerschutzes mit der inhärenten Gefahr einer Überregulierung mit primär distributiven Wirkungen nicht fern liegend. Denn auch wenn § 31 WpHG dazu beiträgt, indirekte Transaktionskosten zu senken, verursacht er für die Wertpapierdienstleister direkte Kosten, die diese in Form höherer Gebühren auf die Kunden abwälzen. Das Ergebnis wäre ein aus funktionsschützenden Motiven nicht mehr zu begründender Umverteilungsprozess zugunsten der weniger informierten Teilnehmer. Diese könnten sich die Kosten für die höheren Beratungspflichten mit der informierten Anlegerschar in gewissem Umfang teilen, würden aber ungleich mehr von der Beratung profitieren.

Nun hat der Gesetzgeber selbst zwar auf die schwache Verhandlungsposition des Anlegers hingewiesen, die ein individuelles Aushandeln der Beratungspflichten auch bei Unterstellung eines Rationalverhaltens nicht ermögliche²³³. Ob dies speziell auch für die Informationspflichten gilt, ist aber durchaus fraglich. Der Markt bietet für den Anleger bis hin zur Inanspruchnahme spezieller Informationsdienstleister genügend Möglichkeiten zum Ausweichen, was wiederum die Verhandlungsmacht des einzelnen Anbieters beschränkt²³⁴.

Die Gefahr überschießender Regulierung ist allerdings nur dann gegeben, wenn es für informierte Anleger keine Möglichkeit gibt, auf die Informations- und Beratungsleistung zu verzichten. Dann handelte es sich bei den Verhaltensregeln um eine Mindestqualitätsregulierung auf dem Markt für Beratungsleistungen, die aus regulierungstheoretischer Sicht in diesem Umfang kaum zu rechtfertigen wäre. Nun ist in der Literatur in der Tat umstritten, ob es sich bei § 31 WpHG um dispositives Recht handelt²³⁵ oder ob ein vom Kunden geäußelter Verzicht auf Beratung die Beratungspflicht des Finanzdienstleistungsunternehmens unberührt lässt²³⁶. Diskutiert wird dies vor allem bei der Frage der Zulässigkeit des sog. Discount-Brokings. Der BGH hat sich der herrschenden Meinung angeschlossen und sieht in § 31 WpHG keinen Grund, von seiner alten Rechtsprechung abzugehen, wonach derjenige nicht schutzbedürftig sein soll, der ausdrücklich oder konkludent auf die Beratung verzichtet hat²³⁷.

Für die Möglichkeit eines Verzichtes kann der Wortlaut angeführt werden, der die Information des Kunden verlangt, „soweit dies ... im Hinblick auf Art und Umfang der beabsichtigten Geschäfte erforderlich ist“, wobei Art und Umfang bei Discount-Brokern die Beratung entbehrlich machen sollen, da der Kunde darauf gerade zugunsten besserer Konditionen verzichten will²³⁸. Auch ist der Gesetzgeber in der Gesetzesbegründung

²³³ Vgl. Beschlussempfehlung u. Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucks. 12/7918, S. 97.

²³⁴ Vgl. Wieneke, Discount-Broking, S. 155.

²³⁵ So Köndgen, ZBB 1996, S. 361, 364 f.; ders. FS-Lutter, S. 1401, 1416 f.; Schrödermeier, WM 1995, S. 2053, 2055; Balzer, ZBB 1997, S. 260, S. 267; Schäfer, in Schäfer, WpHG, § 31 Rn 48; Schwennike, WM 1998, S. 1101, 1103; Titz, WM 1998, S. 2179.

²³⁶ So Reich, WM 1997, S. 1601, 1602 ff.; Cahn, ZHR 162 (1998), S. 1, 33 ff.; Koller, in: Asmann/Schneider, Wertpapierhandelsgesetz, Vor § 31 WpHG RN 13, § 31 Rn 96 ff., Rn 126 ff.; Wieneke, Discount-Broking, S. 157 f.; Metz, VuR 1996, S. 183 ff.; Reich, WM 1997, S. 1601, 1606; Horn, ZBB 1997, S. 139, 150 ff.; Stafflage, Anlageberatung, S. 42 für das Discount-Broking ohne vorherige Einstufung des Kunden in Risikoklassen.

²³⁷ BGHZ 142, 345 = BGH, WM 1999, 2300-2303.

²³⁸ Claussen, Bank- u. Börsenrecht, § 6 Rn 42.

offensichtlich von der Zulässigkeit des Discount-Broking ausgegangen²³⁹. Und schließlich bedeutete es eine Bevormundung des Anlegers, wenn man ihn zur Entgegennahme von Informationen zwänge, auf die er aus freien Stücken verzichtet hat²⁴⁰.

Gegen eine Verzichtsmöglichkeit spricht etwa der Charakter von § 31 WpHG als aufsichtsrechtliche Norm²⁴¹ und der Schutz von Marktteilnehmern, die sich über ihr Informationsbedürfnis nicht ausreichend im Klaren sind²⁴². Das weiter vorgebrachte Argument, eine unabdingbare Informationspflicht sei für die allokativen Funktionsfähigkeit des Marktes unerlässlich, wurde allerdings bereits widerlegt.

Die besseren Argumente sprechen dafür, prinzipiell von einer Verzichtbarkeit des Schutzes aus § 31 WpHG auszugehen. Wer nicht informiert werden will bzw. sich bereits für ausreichend informiert hält und dies explizit mitteilt, kann kaum zur Information gezwungen werden²⁴³. Auch wenn man die Norm aus dogmatischen Gründen für unverzichtbar hält, so wird man doch in solchen Fällen davon ausgehen müssen, dass die Informationspflicht selbst entfällt²⁴⁴. In der praktischen Anwendung besteht dann zwischen den Meinungen kaum ein Unterschied.

Erhalten solche Kunden von vornherein die Möglichkeit der „Selbstselektion“, so können sie im Gegenzug von den günstigeren Konditionen profitieren. Erforderlich ist dafür allerdings eine ausreichende Eingangsinformation in der Art, dass der Kunde ausdrücklich darauf hingewiesen wird, dass er keine Informationen bzw. Beratung erhalten wird²⁴⁵. Auch auf dem Markt für Informationsleistungen ist es durch solche „Meta“-Informationspflichten grundsätzlich möglich, einem Marktversagen ohne zwingende Mindestqualitätsregulierung abzuwehren.

Es bleibt also festzuhalten, dass sich § 31 WpHG aus einer funktionsschützenden Motivation in vollem Umfang erklären lässt, wenn man (auch) auf die Funktionsfähigkeit des Marktes für Beratungs- und Vermittlungsleistungen abstellt. Ein Rückgriff auf ein selbständiges, sozialschutzmotiviertes Konzept des Anlegerschutzes ist hier für das Normverständnis also nicht notwendig.

b) § 32 WpHG

§ 32 WpHG ergänzt die allgemeinen Verhaltensregeln durch besondere Vorschriften. Sie beinhalten das sog. Empfehlungsverbot und Regelungen zum sog. Vor-, Mit- und Gegenlaufen. § 32 Abs. 1 Nr. 1 WpHG untersagt dem Berater die Empfehlung für ein Geschäft mit einem Finanztitel, das nicht mit den Interessen des Kunden übereinstimmt. § 32 Abs. 1 Nr. 2 WpHG verbietet Empfehlungen, die den Zweck haben, den Preis eines

²³⁹ Beschlussempfehlung u. Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucks. 12/7918, S. 104. Auch das BAW geht von der Zulässigkeit aus, vgl. BAW-Wohlverhaltensrichtlinie Ziff 3.6 („Execution Only“).

²⁴⁰ Wieneke, Discount-Broking, S.156.

²⁴¹ Vgl. Koller, in: Asmann/Schneider, Wertpapierhandelsgesetz, § 31 WpHG RN 126. Die zivilrechtlichen Folgen des Verstoßes gegen die Informationspflichten sind aber grundsätzlich abdingbar, vgl. Koller, aaO Rn 128; vgl. auch Balzer, ZBB 1997, S. 260, 266.

²⁴² Koller, in: Asmann/Schneider, Wertpapierhandelsgesetz, Vor § 31 WpHG RN 13 f.

²⁴³ das gesteht auch Koller, in: Asmann/Schneider, Wertpapierhandelsgesetz, § 31 WpHG RN 130 ein. Hinzu kommt, dass die preisbewussten Anleger auf die Angebote ausländischer Anbieter an Märkten im Ausland über das Internet ausweichen können.

²⁴⁴ Vgl. etwa Horn, ZBB 1997, S. 139, 150 ff.; Koller, in: Asmann/Schneider, Wertpapierhandelsgesetz, § 31 WpHG RN 130.

²⁴⁵ Köndgen, ZBB 1996, S. 361, 364; Claussen, Bank- und Börsenrecht, § 6 Rn 42a; vgl. auch BAW-Wohlverhaltensrichtlinie Ziff. 3.6 Satz 1.

Finanztitels zugunsten eines Eigengeschäftes in eine bestimmte Richtung zu lenken. Damit wird der Grundsatz der Priorität des Kundeninteresses gegenüber dem Bankinteresse, der als eine allgemein anerkannte vertragsrechtliche Verhaltenspflicht allgemein anerkannt ist²⁴⁶, kodifiziert. Entsprechend verbietet § 32 Abs. 1 Nr. 3 WpHG Eigengeschäfte in Form des sog. Vor-, Mit- und Gegenlaufens²⁴⁷, wenn sie für den Kunden nachteilig sind.

Auch § 32 WpHG findet in der ökonomischen Theorie des Marktversagens vollständigen Rückhalt, indem er für den Transaktionspartner nicht beobachtbares opportunistisches Verhalten vor und nach der Durchführung der Transaktion verbietet. Dadurch werden aus Sicht des Anlegers die mit der Transaktion verbundenen Kosten reduziert und so einer Effizienz verzerrenden Entscheidung vorgebeugt. Auch an dieser Stelle entsprechen sich also Anleger- und Funktionsschutz.

5. Ergebnis

Im Vordergrund des geltenden Kapitalmarktrechts steht die Erhaltung und Sicherung der Funktionsfähigkeit des Marktes, auch wenn sich letztlich nicht bestreiten lässt, dass anlegerschützende Normen ebenso durch sozialpolitische Erwägungen begründet sein können²⁴⁸. Insofern dürfte auch kein Zweifel bestehen, dass der Anlegerschutz in Rechtsprechung, Gesetzgebung und auch in weiten Teilen der Literatur als selbständiges Ziel des Kapitalmarktrechts betrachtet wird. Die Konzeption eines an der Verhinderung von Marktversagen orientierten Funktionsschutzes war dort jedenfalls in der Vergangenheit nicht verinnerlicht und die Verbindung zwischen Anleger- und Funktionsschutz wurde allenfalls über das unpräzise Konzept des Vertrauensschutzes begründet.

Andererseits lässt sich im geltenden Recht ein systematischer Vorrang des Anlegerschutzes zum Nachteil der Marktfunktionsfähigkeit nicht (mehr) eindeutig ausmachen. Für die nachfolgende Untersuchung bedeutet dies, dass sie sich auf das Regulierungsziel des Funktionsschutzes beschränken kann, ohne in Konflikt mit dem *de lege lata* verwirklichten Wertungssystem zu geraten. Die Frage, ob sich der Anlegerschutz zu einem mit dem Verbraucherschutz vergleichbaren Rechtsprinzip entwickelt hat, braucht dabei gar nicht beantwortet werden. Jedenfalls lässt er sich im geltenden Recht weitestgehend *auch* im Sinne des Marktschutzes deuten. Dies ermöglicht den Rückgriff auf die ökonomische Regulierungstheorie als allgemeinen Ausgangspunkt der Lösung von Regulierungsfragen im Bereich des Kapitalmarkts²⁴⁹. Allerdings sollen die Bedenken gegen eine möglicherweise zu einseitige Interpretation der Regelungskonzeption des Kapitalmarktrechts ernst genommen werden. Erscheint also die Einnahme der auf ökonomische Funktionszusammenhänge ausgerichteten Perspektive grundsätzlich berechtigt, so sollen doch in der Folge an verschiedenen Stellen die Unterschiede

²⁴⁶ Vgl. etwa Hopt, ZHR 1995, S. 135, 160.

²⁴⁷ Mit Vorlaufen wird der Fall bezeichnet, indem der Wertpapierdienstleister seine Kenntnis über eine Kauforder, die den Kaufpreis hochtreiben wird, zu einer vorhergehendem eigenem Kauf ausnutzt. Beim Mitlaufen kommt es zu einer parallelen Kursausführung, beim Gegenlaufen kann ein Vorteil durch gegenläufige Transaktionen erzielt werden, bei denen der Kurseffekt gemindert ist.

²⁴⁸ Mues, Börsenorganisation, S. 51; Schulte, Regulierung, S. 63 ff.

²⁴⁹ im Ergebnis ebenso Assmann, ZBB 1989, S. 49, 61 jedenfalls für die Prospekthaftung. Nach Auffassung von Mues, Börsenorganisation, S. 51 ist dieses Ergebnis „eher durch einen Wunsch denn durch Erfahrungen getragen“. Als Beleg weist er auf die vor 1989 geltende Rechtslage zu den Börsentermingeschäften hin, ohne zu begründen, warum dies für die geltende Rechtslage von Bedeutung sein sollte.

herausgestellt werden, die sich in Argumentation und Ergebnissen bei Berücksichtigung eines als selbständig verstandenen Anlegerschutzziels ergäben.

2. Kapitel **Rechtliche Theorie der Selbstregulierung**

A. Juristisch-ökonomische Konzeption der Selbstregulierung

Eine rechtliche Theorie der Selbstregulierung steht noch aus¹. Der Begriff der Selbstregulierung wird in der Literatur in der Regel ohne nähere Konkretisierung verwendet². Wer sein Heil in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur sucht, wird ebenfalls wenig Erfolg haben. Auch dort gibt es nur wenige Arbeiten, die sich mit dem Konzept der Selbstregulierung beschäftigen³.

Für die Verortung des konzeptionellen Gerüsts einer zu entwickelnden juristisch-ökonomischen Betrachtung der Börsenselbstregulierung liegt es zunächst nahe, auf den Begriff der (juristischen⁴) Selbstverwaltung zurückzugreifen und damit die Parallelen zu öffentlich-rechtlichen Konzeptionen zu ziehen (dazu I.). In jüngerer Zeit wurde aber auch immer wieder versucht, sich dem Phänomen der Selbstregulierung mit einem eher funktionalen Begriffsverständnis zu nähern (dazu II.).

I. Selbstregulierung und Selbstverwaltung

Die Anknüpfung an den Begriff der Selbstverwaltung bereitet schon deswegen Schwierigkeiten, weil sich auch hierfür in der Literatur bisher keine allgemein akzeptierte Definition herausgebildet hat⁵.

Ein Teil des Schrifttums betont den formalen Aspekt der Wahrnehmung öffentlicher Aufgaben durch unterstaatliche Subjekte. So definierte *H.J. Wolff* Selbstverwaltung als die „selbständige, fachweisungsfreie Wahrnehmung enumerativ oder global überlassener oder zugewiesener eigener öffentlicher Angelegenheiten durch unterstaatliche Träger oder Subjekte öffentlicher Verwaltung in eigenem Namen“⁶.

¹ Hopt, ZHR 161 (1997), S. 396; Nobel, private Selbstregulierung, S. 443 f.; Westermann, Vorwort, S. 6; Reuter, AcP 188 (1988), S. 649, 653.

² Bullinger, VVDStRL 22 (1965), 305, FN 169; Vorschläge in der wirtschaftsrechtlichen Literatur sind zu finden etwa bei Hoeren, Selbstregulierung, S. 4; Schwark, Anlegerschutz, S. 273 f.; Wymeersch, L'autoregulation, S. 169; Langhart, Rahmengesetz, S. 97. Umfangreiche Nachweise über die Begriffsbildung in der verwaltungsrechtlichen Literatur finden sich bei Schmidt-Preuß, VVDStRL 56 (1997), S. 160, 162 FN 3.

³ eine eigenständige formale Analyse führen nur durch Leland J. Pol. Econ. 87 (1979), S. 1328 ff.; Shaked/Sutton, Rev. Econ. Stud. 48 (1981), S. 217 ff.; Shapiro, Rev. Econ. Stud. 53 (1986), S. 843 ff.; Gehrig/Jost, J. Reg. Econ. 7 (1995), S. 309 ff.; Fletcher, Theories of Self-Regulation; Mayer/Neven, in: Giovannini/Mayer (Hrsg.), European Financial Integration, S. 112, 124 ff.; vgl. auch den Überblick bei Scarpa, in: Bortolotti/Fiorentini (Hrsg.), Organized Interests, S. 236, 244 ff.

⁴ in der Literatur wird zwischen juristischer und politischer Selbstverwaltung unterschieden. Unter politischer Selbstverwaltung wird in Anlehnung an Rudolf v. Gneist die Tätigkeit von ehrenamtlichen Kräften als Laien in der öffentlich-rechtlichen Verwaltung verstanden, vgl. kritisch Hender, Selbstverwaltung, S. 271; ders. HStR IV, § 106 Rn 12; siehe auch Schnapp, v. Unruh-FG, S. 881, 885; Stern, Staatsrecht I, S. 399; Peters, Anschütz/Thoma (Hrsg.), Handbuch, S. 286.

⁵ Samm, Börsenrecht, S. 50 („schillernder Begriff“), Hender, Selbstverwaltung, S. 269 m.w.N.

⁶ Wolff/Bachof/Stober, VerwR II, § 84 Rn 34; vgl. auch Stern, Staatsrecht I, S. 399f.; Salzwedel, VVDStRL 22 (1965), S. 206, 216; Tettinger, Unruh-FG, S. 809; Schnapp, Unruh-FG, S. 881, 885.

Enger und noch formaler definierte *Forsthoff* Selbstverwaltung „als Wahrnehmung an sich staatlicher Aufgaben durch Körperschaften, Anstalten und Stiftungen des öffentlichen Rechts“⁷.

Daneben wurde aber auch versucht, das materielle Element der Betroffenenpartizipation schon in die Definition des Begriffes Selbstverwaltung stärker zu betonen. Dort, wo es an einer solchen Teilnahme fehle, könne nicht mehr von Selbstverwaltung gesprochen werden⁸. So definiert *Hendler* Selbstverwaltungsorganisationen als „öffentlich-rechtliche Organisationseinheiten, die gegenüber dem staatsunmittelbaren Behördensystem institutionell verselbständigt ... sind und sich dadurch auszeichnen, dass bestimmte öffentliche Angelegenheiten von den ... Betroffenen eigenverantwortlich ... verwaltet werden“⁹.

Huber suchte die Konkretisierung des Begriffs der Selbstverwaltung im Wirtschaftsrecht und sah wirtschaftliche Selbstverwaltung als öffentliche Verwaltung durch die unmittelbar Beteiligten an, entweder in der Art der körperschaftlichen oder der behördlichen Selbstverwaltung¹⁰. Zur behördlichen Selbstverwaltung zählte er die selbstverwaltungsmäßig organisierten Behörden und damit etwa auch die von den Börsenbeteiligten gewählten Börsenorgane. Körperschaftliche Selbstverwaltung werde von den Kammern, den Innungen, öffentlich-rechtlichen oder beliebigen Verbänden ausgeübt¹¹. Konstituierend für den Begriff der Selbstverwaltung im Wirtschaftsrecht sollte also auch die öffentlich-rechtliche Form der Aufgabenwahrnehmung sein¹². Damit fielen z.B. die privatrechtlich organisierten Berufsverbände nicht mehr unter die Definition der Selbstverwaltung, ebenso wie die privatrechtlichen Organisationsformen im Freiverkehr der Börsen.

An der begrifflichen Fixierung auf den öffentlich-rechtlichen Aspekt von Selbstverwaltung wurde Kritik geübt¹³. In der Tat blendet die in der verwaltungsrechtlichen Literatur verfolgte öffentlich-rechtliche Orientierung wesentliche Phänomene der Selbstorganisation wirtschaftlicher Gruppen aus¹⁴. Privatrechtlich organisierte Verbände können ähnliche Funktionen wie öffentlich-rechtliche Verbände wahrnehmen. Es erscheint damit aus regulierungstheoretischer Sicht unangemessen, solche schon auf begrifflicher Ebene auszuklammern. In der Literatur wurde dementsprechend prinzipiell vorgeschlagen, auch privatrechtliche Organisationseinheiten zur Selbstverwaltung zu zählen. *Schuppert* spricht in diesem Zusammenhang von der mittelbaren Selbstverwaltung „durch staatliche Nutznießung der Verwaltungskraft privatrechtlicher Organisationen“¹⁵. Ähnlich sieht *Schwark* als Konstitutivum der Selbstverwaltung die Wahrnehmung von Tätigkeiten, die über das bloße Eigeninteresse der Wirtschaft hinausgehen, andererseits aber mehr sind als vom Staat gelenkte Erfüllung

⁷ Forsthoff, Lehrbuch, S. 478; Sarm, Börsenrecht, S. 50.

⁸ Hendler, Selbstverwaltung, S. 284; ders. HStR IV § 106 Rn 29 ff.; Emde, Demokratische Legitimation, S. 7 ff.; vgl. auch Salzwedel, VVDStRL 22 (1965), S. 206, 223 f.

⁹ Hendler, HStR IV, § 106 Rn 20.

¹⁰ Huber, VerwArch 1932, S. 305, 307, 317.

¹¹ Huber, VerwArch 1932, S. 332 ff.

¹² ähnlich inwoweit auch Scheuner, DÖV 1952, S. 609 ff.; vgl. auch Ballerstedt, AöR 75 (1948), S. 129, 156: Wirtschaft nimmt prinzipiell nicht eigene Angelegenheiten wahr, sondern steht im Dienste der Allgemeinheit.

¹³ Etwa Salzwedel, VVDStRL 29, 209 ff.; Schwark, Anlegerschutz, S. 215.

¹⁴ Schwark, Anlegerschutz, S. 215.

¹⁵ Schuppert, v. Unruh-FG, S. 183, 205.

öffentlicher Aufgaben, ohne dass es auf eine öffentlich-rechtliche Organisationsform ankomme¹⁶.

Diese Ausdehnung des Selbstverwaltungsbegriffs auf privatrechtliche Organisationen erlaubt zwar die Integration funktionell gleichartiger Phänomene, sie beinhaltet gleichzeitig aber die Gefahr, den Begriff der Selbstverwaltung der Konturenlosigkeit preiszugeben, wenn er dann doch nur noch als Sammelbegriff für jede Interessenwahrnehmung außerhalb der staatsunmittelbaren Verwaltung steht. Letztlich steht die Ausdehnung des Selbstverwaltungsbegriffs auf den Bereich des privaten Rechts auch im Widerspruch zur dogmengeschichtlichen Entwicklung und dem historischen Verständnis der Selbstverwaltung¹⁷.

Um dieser Kritik zu entgehen, soll hier auf die Indienstnahme des Begriffs der Selbstverwaltung verzichtet werden. Vielmehr soll versucht werden, nur den in der Literatur zwar vielfach verwendeten, aber weniger vorbesetzten Begriff der Selbstregulierung heranzuziehen¹⁸.

II. Selbstregulierung als rechtssoziologisches Konzept

Mit dem Verweis auf den Begriff der Selbstregulierung ist für sich genommen noch nicht viel gewonnen. In inhaltlicher Unbestimmtheit steht er dem der Selbstverwaltung in nichts nach. So erscheint er als Synonym für Selbststeuerung ohne nähere Bestimmung auch bei den Versuchen einer rechtssoziologischen Theoriebildung über komplexe Rechtssysteme. Ausgehend von der funktionalistischen Systemtheorie haben *Teubner* und *Willke*¹⁹ einerseits und *Wiethölter*²⁰ andererseits versucht, die Erkenntnisse über autopoetische Systeme für die Rechtstheorie fruchtbar zu machen²¹.

Grundlage der Rechtstheorie von *Teubner* und *Willke* ist die auf der Systemtheorie *Luhmanns*²² aufbauende Feststellung, dass die sozialen Teilsysteme in der postmodernen Gesellschaft auf Grund ihrer funktionalen Differenzierung ein hohes Maß an Komplexität gewonnen haben²³. Dies verringert die Möglichkeiten des Staates, die Teilsysteme zentral zu steuern. Ebenso sind die Subsysteme von sich aus nicht in der Lage, adäquate Kontrollkapazitäten zu entwickeln²⁴. Es soll aber nicht um die Entscheidung zwischen mehr Markt oder mehr Staat gehen, sondern darum, eine angemessene Kombination von autonomer Selbstorganisation und gesellschaftlich verbindlicher Kontextvorgabe zu finden²⁵.

¹⁶ Schwark, Kapitalanlegerschutz, S. 218 m.w.N.

¹⁷ Vgl. Hendl, HStrR IV, § 106 Rn 24 ff.

¹⁸ auch in der verwaltungsrechtlichen Literatur scheint man die Grenzen des Begriffs der Selbstverwaltung erkannt zu haben und spricht in steuerungstheoretischen Beiträgen immer häufiger von Selbstregulierung, freilich in der Regel ohne eine Begriffspräzisierung vorzunehmen, vgl. etwa Leisner, in: Kloepfer (Hrsg.), Selbst-Beherrschung, S. 151 ff.; Kloepfer/Elsner, DVBl. 1996, S. 964 ff.; Trute, DVBl. 1996, S. 950 ff.; Backhaus, in: Herrmann/Backhaus (Hrsg.), Staatlich gebundene Freiberufe im Wandel, S. 137 ff. Schmidt-Preuß, VVDStRL 56 (1997), S. 160 ff.; ders. DÖV 2001, S. 45 ff.; Di Fabio, VVDStRL 56 (1997), S. 235 ff.; u. die Einzelbeiträge in Hoffman-Riem, Regulierte Selbstregulierung.

¹⁹ Teubner, ARSP 1982, 13 ff.; ders. Recht; ders. Verrechtlichung, S. 289 ff.; Teubner/Willke, ZfRSoz 5 (1984), S. 4 ff.

²⁰ Wiethölter, Entwicklung, S. 38, 42 ff.

²¹ Vgl. auch die monographische Aufarbeitung der Theorien des prozeduralen Rechts bei Callies, Prozedurales Recht, S. 91 ff.

²² Vgl. zur Rechtssystemtheorie aus jüngerer Zeit Luhmann, Recht der Gesellschaft.

²³ Teubner, Recht, S. 48; Teubner/Willke, ZfRSoz 4 (1984), S. 4, S. 9, S. 12.

²⁴ Teubner/Willke, ZfRSoz 4 (1984), S. 12.

²⁵ Teubner/Willke, ZfRSoz 4 (1984), S. 13.

Die strukturelle Koppelung von Politik, Recht und gesellschaftlichem Lebensbereich verbietet es, Gesellschaftsteuerung einem Teilsystem zu überlassen²⁶. Jeder unkontrollierte Eingriff des Staates in die anderen Teilsysteme ist entweder irrelevant oder hat desintegrierende Wirkungen für den betreffenden gesellschaftlichen Lebensbereich oder für das regulatorische Recht selbst zur Folge²⁷. Denn jeder regulatorische Eingriff durch Recht hat eine strukturelle Rückwirkung auf das Rechtssystem selbst (Konsistenzproblematik). Die Steuerungsfähigkeit sozialer Vorgänge hängt damit nicht nur von der rechtlichen Empfänglichkeit sozialer Strukturen ab, sondern auch von der Fähigkeit des Rechts, mit der Konsistenzproblematik zurecht zu kommen²⁸. Der Ausweg wird in der Reflexion als Steuerungsprinzip gesehen. Reflexion wird definiert als die Fähigkeit der Teilsysteme, Mechanismen zu institutionalisieren, durch die sie ihre eigene Identität thematisieren können und genau darauf ausrichten, dass in ihrer relevanten Umwelt andere Teilsysteme in Abhängigkeitsbeziehungen agieren²⁹. Der Staat beschränkt sich darauf, durch gesteuerte Selbstregulierung die Interaktionsbeziehungen zwischen den jeweiligen Teilsystemen zu kontrollieren bzw. Strukturen zur Realisierung der Reflexionsnormen zu schaffen und offensichtlichen Fehlentwicklungen durch Korrekturen entgegenzuwirken³⁰.

Einen ähnlichen Ansatz hat *Wiethölter* unter dem Begriff der Prozeduralisierung des Rechts zusammengefasst³¹. Das prozedurale Recht beschränkt sich darauf, die angestrebten Zwecke indirekt durch Einrichtung von Verfahren zu erreichen. Der Selbstregulierungsprozess als solcher, nicht das Ergebnis, unterliegen der staatlichen Kontrolle³². Das Recht zielt „nicht auf Gewährleistungen (als „Freiheits-Rechte“), nicht auf Gewährungen (als „politische Verwaltung“), sondern auf Bedingungen der Möglichkeit (und dann Organisation, Verfahren, Personal für Verwirklichungen) solcher Gewährleistungen *und* Gewährungen“³³. Diese staatlich gestalteten Verfahrensabläufe erfordern die Beteiligung der betroffenen Individuen³⁴. Prozedurales Recht steht damit für ein Konzept der Steuerung von Selbststeuerung³⁵.

In gewisser Hinsicht findet sich der „Steuerungspessimismus“³⁶ der systemtheoretisch motivierten Rechtstheorie auch in der ökonomischen Theorie. Das *Coase'sche* Irrelevanztheorem, wonach jede rechtliche direkte Steuerung in einer Welt ohne Transaktionskosten im Ergebnis bedeutungslos ist, beschreibt einen Aspekt derselben Problematik. Unter beiden Betrachtungsweisen ist umgekehrt aber auch nicht jede staatliche Steuerung ausgeschlossen. Die operative Geschlossenheit der Teilsysteme soll lediglich die Steuerung im Sinne einer äußeren Bestimmung von internen Systemzuständen unmöglich machen, nicht jedoch jede Kausalbeziehung zwischen

²⁶ Teubner/Willke, ZfRSoz 4 (1984), S. 15.

²⁷ Teubner, Verrechtlichung, S. 315.

²⁸ Assmann, in: Assmann/Brüggemeier/Hart/Joerges (Hrsg.), Wirtschaftsrecht als Kritik, S. 239, 269.

²⁹ Teubner/Willke, ZfRSoz 4 (1984), S. 6.

³⁰ Teubner/Willke, ZfRSoz 4 (1984), S. 15; vgl. zu den Aufgaben des Staates im systemtheoretischen Konzept auch Willke, in: Grimm (Hrsg.), Staatsaufgaben, S. 685 ff.

³¹ Wiethölter, Entwicklung, S. 42 ff.; ders. Materialization, S. 221 f.

³² Vgl. Hart, AG 1984, S. 66, 75 f.; aber auch Teubner, Verrechtlichung, S. 200.

³³ Wiethölter, Entwicklung, S. 43.

³⁴ Meier-Schatz, Wirtschaftsrecht und Unternehmenspublizität, S. 50.

³⁵ Callies, in: Anderheiden (Hrsg.), Globalisierung, S. 61, 78.

³⁶ Scharpf, PVS 30 (1989), S. 10; vgl. auch Assmann, in: Assmann/Brüggemeier/Hart/Joerges (Hrsg.), Wirtschaftsrecht als Kritik, S. 239, 268 f.: „Abschied vom instrumentellen Steuerungsbezug“.

Umwelt und System ausschließen³⁷. Schwierig bzw. ausgeschlossen sollen damit aus systemtheoretischer Sicht nur direkte Steuerungseingriffe in die Subsysteme sein, da jede Intervention von außen der eigengesetzlichen Kausalstruktur des betreffenden Systems folgen müsse³⁸. Möglich bleiben aber jedenfalls prozedurale Vorgaben und die Formulierung von Randbedingungen³⁹.

Die Schwierigkeit bei den rechtssoziologischen Versuchen der Bildung einer Theorie der Selbstregulierung liegt in der systemtheoretischen Betrachtungsperspektive mit ihrem hohen Abstraktionsgrad, der eine Anwendung auf die hier interessierenden konkreten Fragestellungen im Bereich der Börsenselbstregulierung unmöglich erscheinen lässt. Zwar hat der Gedanke reflexiver bzw. prozeduraler Steuerung in der verwaltungsrechtlichen Diskussion Eingang gefunden⁴⁰ und wird auch hier in der Folge eine Rolle spielen. Eine weitergehende konzeptionelle Präzisierung ist bisher aber nicht erreicht worden. Konkrete Maßstäbe für die Bewertung von alternativen Regelungskonzeptionen können dieser rechtssoziologischen Betrachtungsweise – im Gegensatz zur handlungstheoretisch motivierten ökonomischen Perspektive – kaum entnommen werden⁴¹. Hinzu kommt, dass die reflexive Steuerung nur einen Ausschnitt aus dem breiten Spektrum staatlich gesteuerter Selbstregulierung darstellt. Für das hier verfolgte Erklärungsziel scheinen die abstrakten Erkenntnisse über reflexive Systeme also auch aus diesem Grund nicht ausreichend.

III. Selbstregulierung als juristisch-ökonomisches Konzept

In der wirtschaftsrechtlichen Literatur sind verschiedene Versuche einer Definition des Begriffes der Selbstregulierung unternommen worden, wobei auch hier Unterschiede hinsichtlich materieller, personaler und funktionaler Gewichtung bestehen.

1. Ansätze in der Literatur

Wymeersch unterscheidet Selbstregulierung von Selbstdisziplin⁴². Auf Selbstdisziplin basierten Regelwerke, die auf rein freiwillige Befolgung ausgerichtet sind, ohne rechtliche Sanktionen nach sich zu ziehen⁴³. Er gesteht aber auch ein, dass außerrechtliche Sanktionen für den Betroffenen unter Umständen schwerer wiegen können als rechtliche Konsequenzen. Als Beispiel für die so verstandene Selbstdisziplin könnten etwa die Verhaltenskodizes der Londoner Börse genannt werden. Dagegen sei die Selbstregulierung dadurch gekennzeichnet, dass die Nichtbefolgung rechtliche Sanktionen nach sich ziehen kann, sei es auf Grund vertraglicher oder auf Grund verbandsrechtlicher Bestimmungen⁴⁴.

³⁷ Luhmann, *Recht der Gesellschaft*, S. 43: Geschlossenheit der Systeme bedeutet nicht Abgeschlossenheit.

³⁸ Willke, *Jahrbuch der Staats- und Verwaltungswissenschaft* 1987, S. 285, 302.

³⁹ Willke, *Jahrbuch der Staats- und Verwaltungswissenschaft* 1987, S. 285, 305; Teubner, *ARSP* 1992, S. 140, 151 f.; Teubner/Willke, *ZfRSoz* 1984, S. 4, 6.

⁴⁰ Vgl. den Überblick bei Schmidt-Preuß, *VVDStRL* 56 (1997), S. 160, 192 ff.; Hoffmann-Riem, *DVBl.* 1996, S. 225, 226.

⁴¹ Vgl. auch Finckh, *Regulierte Selbstregulierung*, S. 33 f., der darauf hinweist, dass die Orientierung an handlungstheoretischen Ansätzen nicht ausschließt, auf prinzipielle Erkenntnisse der Systemtheorie zurückzugreifen; ähnlich Mayntz, *Jahrbuch der Staats- u. Verwaltungswissenschaft* 1987, S. 89, 102: Verselbständigungstendenzen der Subsysteme sind Produkt erkennbarer Handlungsstrategien identifizierbarer Akteure.

⁴² Wymeersch, *L' autorégulation*, S. 169.

⁴³ Wymeersch, *L' autorégulation*, S. 170.

⁴⁴ Wymeersch, *L' autorégulation*, S. 171.

Abweichend davon bezeichnet *Hoeren* Selbstregulierung als Maßnahmen zur Sicherung eines lautereren oder leistungsgerechten Wettbewerbsverhaltens der beteiligten Unternehmen, die von einer oder mehreren nicht-staatlichen Stellen privatautonom getroffen werden⁴⁵. Eingeschlossen werden dabei sowohl solche Regeln, die nur auf freiwilliger Befolgung beruhen als auch diejenigen, denen Rechtsgeltung zukommt. Dafür ist die Definition materiell insoweit enger, als sie mit dem Kriterium der Sicherung der Lauterkeit oder Leistungsgerechtigkeit des Wettbewerbsverhaltens ein inhaltliches Element enthält. *Hoeren* selbst interpretiert diese Aspekte allerdings sehr weit. So soll unter die Leistungsgerechtigkeit auch jede Maßnahme fallen, die die betriebswirtschaftliche oder technische Effizienz eines einzelnen Unternehmens erhöht. Ein weiterer funktional orientierter Versuch der Begriffsfestlegung stammt von *Roßkopf*. Sie verzichtet auf jedes inhaltliche Kriterium schon im Ausgangspunkt und dementsprechend auch die bloße Verfolgung von Eigeninteressen in Selbstregie als ausreichend für das Vorliegen von Selbstregulierung erachtet⁴⁶. Die Versuche, zwischen bloßem Eigeninteresse und einem weitergehenden Allgemeininteresse zu unterscheiden, führen in der Tat zu keinem konzeptionell schlüssigen Ergebnis. Denn die Funktionsfähigkeit der Wirtschaft steht prinzipiell auch im Interesse der Allgemeinheit. Eigeninteresse der Wirtschaft und Interesse der Allgemeinheit sind hier nicht eindeutig zu trennen. Eine Beschränkung auf die Fälle, in denen ein vermeintlicher Interessengegensatz besteht, wie z.B. im Umweltschutz, ist aber nicht sinnvoll. Sie vernachlässigte doch gerade die Konstellationen, in denen Selbstregulierung besonders erfolgreich sein kann und staatliche Zurückhaltung dementsprechend in besonderem Maße geboten scheint.

2. Regulierung als Internalisierung externer Effekte

Eine rein funktionale Betrachtungsweise hat den Vorteil, dass sie die verschiedensten Erscheinungsformen der Selbstregulierung konzeptionell integrieren kann. Die Gefahr bei einem vollständigen Verzicht auf materielle Kriterien liegt in der begrifflichen Beliebigkeit. Eine solche Gefahr besteht hier jedoch nicht, da schon der Begriff der Regulierung als verhaltenssteuernde Normsetzung ausreichende Strukturelemente bietet, sofern man bereit ist, die im Folgenden darzustellenden Erkenntnisse der ökonomischen Theorie der *property rights* als Kern einer juristisch-ökonomischen Selbstregulierungstheorie zu akzeptieren⁴⁷.

a) Internalisierungsthese und *property rights*

In der normtheoretischen Literatur wurde auf der Suche nach Bedingungen, die immer vorliegen, wenn Normen entstehen, auf das Bestehen externer Effekte verwiesen⁴⁸. Wenn das Verhalten der Mitglieder einer Gruppe die anderen Mitglieder in der Erreichung ihrer

⁴⁵ Hoeren, Selbstregulierung, S. 6; ähnlich Esch, Cahiers de Droit Européen, 500, 504.

⁴⁶ Roßkopf, Selbstregulierung, S. 37 ff.; ähnlich Nobel, FS-Chapuis, S. 119, 122.

⁴⁷ Das wird insbesondere denen schwer fallen, die wie Fezer, JZ 1986, S. 817, 820 f., Raiser, in: ders. (Hrsg.), Aufgabe des Privatrechts, S. 209 u. Horn, AcP 176 (1976), S. 307, 332 f. jede funktionale Theorie des Privatrechts ablehnen. Vgl. zur Realitätsferne solcher „Reflexions- und Argumentationsverbote“ im Rahmen der sich auch im Privatrecht in vollem Gange befindenden Steuerungsdiskussion schon Kübler, FS-Steindorff, S. 687, 690 ff., 694. Man beachte aber auch die Versuche in der jüngeren US-amerikanischen Literatur unter dem Begriff der „corrective justice theory“ eine rein formalistische Begründung des Privatrechts zu geben, in der funktionalistische Erwägungen keine Rolle spielen, vgl. insbesondere Weinrib, The Idea of Private Law, passim.

⁴⁸ Engel, Normen und Nutzen, S. 92, Opp, Entstehung, S. 59.

Ziele nicht beeinträchtigt, entstünden keine Regelungen. Nur wenn sich Personen bei der Realisierung ihrer Ziele stören, entstünden Normen, die diese Störungen eliminieren oder vermindern⁴⁹.

Diese Einschätzung geht auf die ökonomische Theorie der *property rights* (Verfügungsrechte) zurück, die sich unter anderem mit der Entstehung solcher „Rechte“ beschäftigt. Es hat sich zwar trotz der umfangreichen Behandlung in der Literatur bisher kein einheitlicher Begriff der Verfügungsrechte herausgebildet⁵⁰. In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur wird der Begriff aber meist in allgemeiner Form definiert als „sanktionierte Verhaltensrelationen, die auf Grund der Existenz von Gütern bestehen“⁵¹. Damit entspricht er dem soziologischen Verständnis einer Norm⁵².

Das Bestehen externer Effekte ist nun also eine notwendige Bedingung der Entstehung von Verfügungsrechten. In der Herausbildung von Verfügungsrechten kann die Lösung für Probleme liegen, die sich aus den Konsequenzen sozialer Interdependenzen ergeben, seien diese positiv oder negativ⁵³. Andererseits besteht kein Anlass zur Entstehung von Verfügungsrechten, wenn das Verhalten der Mitglieder einer Gruppe nicht wechselseitigen Einfluss auf die anderen Mitglieder hat. Das Verfügungsrecht ist nur erforderlich zur Internalisierung oder Eliminierung der externen Effekte⁵⁴.

Der Zusammenhang zwischen privater Normsetzung und Internalisierung durch den privaten Normsetzer kann nun prinzipiell über zwei Mechanismen verlaufen. Das Funktionieren dieser Mechanismen stellt unterschiedliche Anforderungen an das Marktumfeld.

Die geringeren Anforderungen werden gestellt, wenn ein *unmittelbarer Zusammenhang* zwischen Normsetzung und Internalisierung besteht, wenn also die Normierung als solche im Interesse des privaten Regulierers steht. Es kann hier von einer geschlossenen

⁴⁹ Opp, Entstehung, S. 59.

⁵⁰ Ausführlich Cole/Grossman, Meaning of Property „Rights“, S. 2 et passim. Vgl. auch Schäfer/Ott, Lehrbuch der ökonomischen Analyse, S. 515 ff m.w.N.

⁵¹ Vgl. statt aller Furubotn/Pejovich, Property Rights, S. 3

⁵² Opp, Entstehung, S. 15 ff. Dabei kann man drei Arten der Verfügungsrechte unterscheiden (nach Richter/Furubotn, Neue Institutionenökonomik, S. 88): absolute Verfügungsrechte, die von jedermann zu beachten sind, relative Verfügungsrechte, die sich auf ein Vertragsverhältnis beziehen und schließlich die Gruppe andere Verfügungsrechte, die aus sozialen Beziehungen entstehen. Während also die ersten beiden Arten der Verfügungsrechte in juristischen Definitionen eine Entsprechung finden, ist dies bei den rein faktischen Verfügungsrechten der letzten Gruppe nicht der Fall. Beispiele für solche *property rights* als Rechte im weiten Sinne sind etwa Kundenbeziehungen oder Beziehungen innerhalb von Sozialgemeinschaften wie etwa der Familie. Property Rights als absolute Rechte wurden in der frühen wirtschaftswissenschaftlichen Literatur untersucht (z.B. Demsetz, Am. Econ. Rev., Papers & Proceedings, 57 (1967), S. 347), später rückte der weitere Verfügungsrechtsbegriff in den Mittelpunkt des Interesses (grundlegend Williamson, Am. Econ. Rev., Papers & Proceedings, 61 (1971), S. 112; ders. Markets and Hierarchies, passim; zur Erforschung tatsächlichen Verhaltens als Verfügungsrecht vgl. Macaulay, Am. Soc. Rev. 28 (1963), S. 55; Williamson, Economic Institutions, passim).

⁵³ Engel, Normen und Nutzen, S. 92.

⁵⁴ Dies wurde von Demsetz, Am. Econ. Rev., P&P, 57 (1967), S. 347 ff an dem mittlerweile klassischen Beispiel der Indianer von Labrador veranschaulicht. Diese führten erst im 18. Jahrhundert private Eigentumsrechte an Grund und Boden ein. Zuvor war die Biberjagd in den Gebieten des Stammes uneingeschränkt zulässig. Die externen Effekte der Jagd, die darin bestanden, dass andere mit jedem erlegten Biber selbst länger jagen müssen, um ein Tier zu erlegen, waren marginal. Mit dem Aufkommen des Pelzhandels stieg die Nachfrage nach Pelzen und dadurch der Preis der Pelze. Dadurch stieg auch die Jagdaktivität mit der Folge, dass der Tierbestand sich reduzierte. Deswegen und wegen der gestiegenen Pelzpreise erlangten die externen Effekte, die mit der Tötung eines einzelnen Tiers verbunden waren, größere Bedeutung. Dies führte dazu, dass begonnen wurde, Jagdgebiete zu markieren, um den eigenen Anspruch an den dort zu findenden Bibern geltend zu machen und andere von der Nutzung auszuschließen. Dies bezweckte die Internalisierung der externen Kosten der Jagd: fremde Tiere zu erlegen war nicht gestattet, erlegte man ein eigenes Tier, so musste man selbst länger suchen, um ein weiteres Tier zu finden, hatte also die Kosten selbst zu tragen.

Regulierung gesprochen werden, da nur die letztendlichen Nutznießer der Regulierung unmittelbar betroffen sind, andere Marktteilnehmer aber nicht einbezogen werden. Als naheliegende Beispiele sind hier etwa die Fälle der Produkt- und Transaktionsstandardisierung zu nennen, die im Interesse der beteiligten Kreise durch Schaffung von Kompatibilitäten zu einer direkten Reduktion der Transaktionskosten führen. Die Transaktionskostenreduktion führt unmittelbar zur Erhöhung des Zielerreichungsgrades. Der Normsetzung kommt hier eine im Interesse aller liegende Koordinationsaufgabe zu.

Auch die Existenz von sog. Gefangendilemmata kann zu solchen unmittelbaren Normsetzungsanreizen führen. Die Gesamtheit der Regulierungsadressaten hat ein Interesse daran, dass die individuellen Anreize zum Abweichen von der aus Sicht aller Regulierungsadressaten effizienten Strategie unterbunden wird. Beispiel hierfür ist etwa die Existenz von Clearing-Stellen am Kapitalmarkt, die die Erfüllung der von den Marktteilnehmern eingegangenen Verbindlichkeiten sicherstellen.

Höhere Anforderungen an das Marktumfeld werden gestellt, wenn nur ein *mittelbarer Anreizzusammenhang* besteht. Dann beruht die Verwirklichung der Zielsetzung des privaten Regulierers auf der Teilnahme von Marktteilnehmern, die nicht unmittelbare Regulierungsadressaten sind. Notwendige Voraussetzung für das Funktionieren der Selbstregulierung in diesem Falle ist, dass diese drittbetroffenen Marktteilnehmer zur Bewertung der Normen in der Lage sind und eine solche Bewertung auch vornehmen. Es kommt also auf das Funktionieren des Marktmechanismus an.

Beispiele für einen solchen mittelbaren Anreizzusammenhang sind etwa die Fälle, in denen es darum geht, ein Marktversagen auf Grund asymmetrischer Informationsverteilung zu verhindern. So haben die Verkäufer guter Autos im klassischen Gebrauchtwagenbeispiel ein Interesse daran, glaubwürdige Qualitätssignale auszusenden. Denn nur so werden die Käufer bereit sein, einen der Qualität entsprechenden Preis zu zahlen. Ein solches Qualitätssignal kann etwa in der Übernahme einer Garantiehaftung zu sehen sein. Ähnlich kann die Erfüllung privater Qualitätsnormen ein entsprechendes Signal aussenden⁵⁵. Der Anreizzusammenhang ist hier aber nur mittelbar. Die Normierung erhöht die Zahlungsbereitschaft des Kunden und dies wiederum steht im Interesse des Verkäufers. Ist der Kunde zur Beurteilung der Haftungs- oder Qualitätsnormen jedoch nicht in der Lage ist, lässt sich ein mittelbares Anreizschema nicht aufbauen.

b) Elemente eines normtheoretisch motivierten Selbstregulierungsbegriffs

Ein integraler Bestandteil eines normtheoretisch motivierten Selbstregulierungsbegriffs lässt sich damit in der Möglichkeit der eigenverantwortlichen Internalisierung externer Effekte ausmachen. Auf die Organisationsform oder die Handlungsform des öffentlichen bzw. privaten Rechts kommt es nicht an. Träger der so verstandenen Selbstregulierung können privatrechtlich oder öffentlichrechtlich organisierte Wirtschaftsverbände und Berufsvereinigungen sein, genauso wie rein gewinnorientierte einzelne Unternehmen, wenn diese eine Möglichkeit haben, durch Normsetzung eine Internalisierung externer Effekte zu bewirken.

⁵⁵ Auf diesem Prinzip basiert etwa die Qualitätssertifizierung nach Standards wie ISO 9000. Einen kurzen Überblick über Qualitätssicherungssysteme vermittelt etwa Schmitt, BewHi 1997, S. 227.

Weiter bleibt es aber, Selbstregulierung von staatlicher Regulierung einerseits und von (privater) Fremdregulierung andererseits abzugrenzen.

aa) Selbstregulierung vs. staatliche Regulierung

Auch staatliche Normen werden von der Internalisierungsthese erfasst. Damit man von Selbstregulierung sprechen kann, muss der selbstregulierenden Stelle ein gewisses Maß an Autonomie zukommen. Selbstregulierung ist die Eigenbildung von Regeln anstelle des Erlasses staatlicher Vorschriften⁵⁶. Nach funktionellem Verständnis muss dafür ausreichend sein, dass die Regulierungsstelle eigenverantwortlich und fachweisungsfrei entscheiden kann, ganz gleich, ob es sich bei ihr um ein Privatrechtssubjekt oder ein Subjekt des öffentlichen Rechts handelt⁵⁷. Private Regulierung bedeutet also selbständige, fachweisungsfreie Normsetzung und / oder Normdurchsetzung durch außerhalb der unmittelbaren Staatsverwaltung stehende Personen oder Institutionen.

bb) Selbstregulierung i.e.S. vs. private Fremdregulierung

Selbstregulierung wird in der Literatur häufig als „Selbstregulierung der Wirtschaft“ und damit als bloßer Gegensatz zu staatlicher Regulierung verstanden. Möglich ist aber auch, die Selbstregulierung im engeren Sinne von der privaten Fremdregulierung abzugrenzen. Als Abgrenzungsmerkmal kann das Element der Betroffenenpartizipation dienen. Betroffenheit wird in der verwaltungsrechtlichen Literatur als ein unmittelbares Berührtsein beschrieben⁵⁸, was im Falle der Normsetzung den Adressaten einer Norm charakterisiert. Selbstregulierung im engen Sinne steht damit für eine Normsetzung, die auf den Willen der Normadressaten zurückgeführt werden kann. Fremdregulierung liegt vor, wenn sich die durch Normverantwortung und Normbetroffenheit identifizierten Personenkreise nicht decken. Im Bereich der Regelsetzung durch die Börsen spielt diese Differenzierung eine wesentliche Rolle. Die Normsetzung durch den Börsenrat, der sich aus den Vertretern der von der Normsetzung betroffenen Kreise zusammensetzt, kann unter den Begriff der Selbstregulierung i.e.S. subsumiert werden. Dagegen wird die Normsetzung durch eine kapitalistisch organisierte Börse oder einen als Aktiengesellschaft organisierten Börsenträger bei differenzierter Betrachtung als Fremdregulierung zu qualifizieren sein, auch wenn sich die Regelungsbereiche in beiden Fällen vollständig decken können.

B. Erscheinungsformen der Selbstregulierung

Die allgemein gehaltene Definition der Selbstregulierung i.w.S. als private Regulierung erlaubt eine Subsumtion verschiedenster Regulierungsphänomene. Zu deren Kategorisierung kommen neben der Unterscheidung in Selbst- und Fremdregulierung

⁵⁶ Nobel, FS-Chapuis, S. 119, 122.

⁵⁷ Für Hoeren, Selbstregulierung, S. 5 erfordert dieses Kriterium, dass kein hoheitliches Handeln vorliegt. Nach dieser Auffassung würde die Tätigkeit der Börsen nach geltendem Recht nicht unter den Begriff der Selbstregulierung fallen, wenn sie hoheitlich tätig werden. Demnach haben der verwaltungsrechtliche Selbstverwaltungsbegriff und der Begriff der Selbstregulierung bei Hoeren keine Überschneidungen. Nun ist gerade im Börsenrecht die Grenze zwischen öffentlich-rechtlicher und privatrechtlicher Tätigkeit äußerst unbestimmt. Aus diesem Grund ist die Rechtsnatur der Börse bis heute nicht unumstritten. Dies spricht dagegen, öffentlich-rechtliche Organisations- und Handlungsformen von der Betrachtung auszunehmen.

⁵⁸ So die Definition von Hendlar, HStR IV, § 106 Rn 20.

mehrere Kriterien in Betracht⁵⁹. Zum einen kann man nach dem Umfang der privat regulierten Elemente in einem regulierten Markt unterscheiden. Auf der einen Seite steht dann die rein private Regulierung, auf der anderen Seite die ganz staatliche Regulierung. Dazwischen gibt es die in jüngerer Zeit immer populäreren Mischformen, in denen der Gesetzgeber Ziel- oder Rahmenvorgaben trifft, während die Lösung von Detailfragen der privaten Regulierung überlassen wird (dazu I.).

Man kann die Erscheinungsformen der privaten Regulierung im Bereich der Normsetzungsfunktion aber auch danach unterscheiden, wie den privaten Normen zur Geltung verholfen wird, d.h. inwieweit und in welcher Form ihnen Rechtsgeltung zugesprochen wird. Natürlich sind die so zu bestimmenden Fallgruppen nicht immer genau voneinander abgrenzbar und Mischformen sind auch hier denkbar (dazu II.).

I. Unterscheidung nach Art und Umfang der staatlichen Einflussnahme

Es lassen sich im Wesentlichen fünf Formen bzw. Intensitäten der staatlichen Einflussnahme auf private Selbstregulierung unterscheiden. Bei der rein privaten Regulierung enthält sich der Staat jeglicher Einflussnahme (1.). Die nächst stärkere Form der Einflussnahme besteht in der Formulierung prozeduraler Rahmenbedingungen an die private Interessenwahrnehmung (2.). In der Regel bedeutsamer sind die Eingriffe, wenn materielle Ziele formuliert werden, die durch private Institutionen erreicht werden sollen (3.). Ähnlich liegt es in den Fällen, in denen der Gesetzgeber durch Rahmengesetze die wesentlichen Fragen eines Regelungsbereiches selbst beantwortet, während die Lösung der Detailfragen den Betroffenen überlassen wird (4.). Und schließlich kann der Staat dadurch Einfluss nehmen, dass er Zustimmungserfordernisse für private Regulierungen aufstellt (5.).

In Anbetracht dieser unterschiedlichen Ausformungen staatlicher Einwirkungsmöglichkeiten wurde in der verwaltungsrechtlichen Literatur versucht, die Grundtypen der Verwaltungsverantwortung des Staates zu kategorisieren. Herausgebildet hat sich die Unterscheidung in Erfüllungsverantwortung, Gewährleistungsverantwortung und Auffangverantwortung⁶⁰. Die *Erfüllungsverantwortung* kommt zum Tragen, wenn der Staat selbst für die Erfüllung bestimmter Aufgaben verantwortlich ist und diese Aufgaben in eigener Regie wahrnimmt, wie dies etwa in den klassischen Bereichen der Inneren Sicherheit, Verteidigung oder Justiz der Fall ist. Von der *Gewährleistungsverantwortung* wird gesprochen, wenn der Staat das Verhalten Dritter zu steuern versucht, aber nicht als Garant für bestimmte Ergebnisse auftritt. Dies ist der Fall bei der gesteuerten Selbstregulierung durch Ziel- oder Rahmenvorgaben. Und schließlich bedeutet die staatliche *Auffangverantwortung*, dass sich der Staat die Möglichkeit vorbehält, bei einem Versagen der gesellschaftlichen Steuerung korrigierend oder substituierend einzugreifen.

⁵⁹ Ansätze zu einer Kategorisierung sind etwa zu finden bei Roßkopf, Selbstregulierung, S. 38 und Marti, SchwZStV 3 (2000), S. 565 ff.; Cansier, in: Klöpfer (Hrsg.), Selbst-Beherrschung, S. 105 ff.

⁶⁰ Vgl. Schuppert/Bunke, in: Kleindiek/Oehler (Hrsg.), Zukunft, S. 71, 83 ff.; Hoffmann-Riem, in: Hoffmann-Riem/Schneider, Verfahrensprivatisierung, S. 9, 24 ff.; ders. DVBl. 1996, S. 225, 231 ff., ähnlich Schmidt-Aßmann, in: Hoffmann-Riem/Schmidt-Aßmann/Schuppert (Hrsg.), Reform des Allgemeinen Verwaltungsrechts, S. 11, 44: Erfüllungs-, Beratungs-, Überwachungs-, Organisations- und Einstandverantwortung.

1. Rein private Normsetzung

Bei der reinen privaten Selbstregulierung liegen sowohl Anstoß für die Regulierung als auch deren Durchsetzung ganz auf der Seite privater Akteure. Der Staat trägt hier allenfalls die Auffangverantwortung. Beispiele für diese Form der Selbstregulierung sind etwa im Sportrecht zu finden⁶¹, in den verschiedenen Versuchen der privaten Regelung des Internets⁶² und in der Standardsetzung in technischen Bereichen⁶³. Gerade die Standardsetzung in der Industrie hat in Deutschland eine lange Tradition⁶⁴. Unter den mehr als 150 privatrechtlichen Organisationen⁶⁵, die sich mit der Schaffung von Standards befassen, haben insbesondere das DIN Deutsche Institut für Normung e.V., der Verband Deutscher Elektrotechniker e.V. (VDE) und der Verband Deutscher Ingenieure e.V. (VDI) große Bedeutung.

Hier haben die selbstregulierenden Organisationen entweder den Nutzen der Absprachen zur Überwindung von „Gefangenendilemmata“ erkannt oder aber fürchten ein sich abzeichnendes, aber noch nicht konkretisiertes Eingreifen des Staates. Diesen Beispielen der privaten Normsetzung ist gemeinsam, dass sie bislang keine gesetzliche Regelung erfahren haben. Einen Sonderfall stellt allerdings der Vertrag zwischen der Bundesrepublik Deutschland und dem DIN dar⁶⁶, der der Bundesregierung auf Antrag Sitze in Lenkungsgremien der Normenausschüsse einräumt und das DIN verpflichtet, die jeweils zuständigen Stellen bei der Durchführung der Normungsarbeit zu unterstützen⁶⁷.

Zu der rein privaten Normsetzung zählen auch die im Freiverkehr angesiedelten, privatrechtlich von den Börsenträgern organisierten Handelssegmente wie der Neue Markt der Deutsche Börse AG, der Start Up Market in Hamburg oder der Prädikatsmarkt in München⁶⁸.

Und schließlich sind auch die sogleich unten zu beschreibenden verschiedenen Versuche, bestimmte Bereiche des Kapitalmarkts mit Hilfe freiwilliger Verhaltenskodices zu regulieren, zu dieser Art der rein privaten Selbstregulierung zu zählen, wenngleich hier die Initiative teilweise auch von staatlicher Seite ausging.

2. Selbstregulierung durch institutionelle Funktionalisierung

Von einer Steuerung durch institutionelle Funktionalisierung lässt sich dann sprechen, wenn der Staat private Eigendynamik durch strukturelle Vorgaben zu lenken versucht. Ausdruck finden solche staatlichen Steuerungsbemühungen in einer prozeduralen Ausgestaltung der Rechtsbeziehungen. Die staatlichen Eingriffe in die Beziehungen der

⁶¹ Vgl. etwa Fritzweiler/Pfister/Summerer, Sportrecht, S. 8 f, S. 80 ff.

⁶² Vgl. unter dem Gesichtspunkt der Selbstregulierung etwa Christiansen, MuR 3 (2000), S. 123 ff.; Mayer, K&R 3 (2000), S. 13 ff.; aus systemtheoretischer Sicht Callies, in: Anderheiden (Hrsg.), Globalisierung, S. 61 ff.

⁶³ zur Regulierungstheorie hier vgl. Schmidt-Preuß, Private technische Regelwerke, S. 89 ff.; Reihlen, Private technische Regelwerke, S. 75 ff beide m.w.N.

⁶⁴ Kloepfer/Elsner, DVBl 1996, S. 964, 966.

⁶⁵ Kloepfer/Elsner, DVBl 1996, S. 964, 966.

⁶⁶ Vertrag vom 5.9.1975 (Beil. zum Bundesanzeiger Nr. 114 vom 27.6.1975).

⁶⁷ Daneben existiert eine Vereinbarung des DIN mit dem Bundesumweltministerium über die Berücksichtigung von Umweltbelangen (abgedruckt in Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit, Umwelt, S. 8 f. Auf dessen Grundlage wurde 1994 der Normenausschuss Grundlagen des Umweltschutzes gegründet, siehe auch Kloepfer/Elsner, DVBl 1996, S. 964, 966; zum Ganzen zusammenfassend Eichener/Voelzkow, Umweltinteressen, S. 87 f.

⁶⁸ Die diesen Marktsegmenten zu Grunde liegenden privaten Regelwerke werden im dritten Teil dieser Arbeit ausführlich beschrieben.

Privatrechtssubjekte untereinander beinhalten also keine materiellen Vorgaben, sondern sind auf die „Erhaltung, Wiederherstellung und Fortentwicklung prozeduraler Möglichkeitsbedingungen der Autonomie“⁶⁹ gerichtet. Der Staat übernimmt hier weitestgehend nur die Gewährleistungsverantwortung, ohne als Garant für ein vorbestimmtes Ergebnis aufzutreten. In der Praxis finden sich solche Formen der gesteuerten Selbstregulierung insbesondere dort, wo sich das Privatinteresse der Regulierungsadressaten mit dem Gemeinwohl deckt⁷⁰.

In diesem Sinne lässt sich das gesamte Privatrecht als Teil der staatlichen Formungskraft verstehen, welche die Ausgleichsmechanismen des Marktes in rechtliche Bahnen lenkt⁷¹. Dort, wo die Verhandlungsmacht zwischen den Privaten zu weit auseinander klafft, macht die staatliche Verfahrenlenkung eine Ausübung der Privatautonomie erst möglich. Hier klingt der Gedanke der Verhinderung eines möglichen Marktversagens durch staatliche Kompensation an. Die Kompensation ist aber nicht materieller und damit imperativer Natur⁷², wie es bei staatlicher Wertungs-Eigenvorname der Fall wäre, sondern geht indirekt von der Verfahrenssteuerung aus und stellt die aktuelle Freiheitsverwirklichung in die Entscheidungsgewalt des Einzelnen⁷³. In diesem Sinne können insbesondere auch die zahlreichen kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten als der Versuch gedeutet werden, die Grundbedingungen für eine privatautonome Entscheidung der Anleger zu gewähren⁷⁴. So ist es auch zu verstehen, wenn das Bild der Waffengleichheit bemüht wird, um anlegerschützende Vorschriften im Kapitalmarktrecht zu begründen⁷⁵.

Prozedurale Vorgaben an die private Interessenwahrnehmung stellt der Staat nicht nur an die bilaterale Verwirklichung der Vertragsfreiheit, sondern insbesondere dann, wenn er private Normierungsarbeit zu steuern sucht und so im öffentlichen Interesse funktionalisiert. Auch wenn solche Normsetzung sich des Rahmens des privaten Vertragsrechts bedienen mag, kann hier eine staatliche Nichteinmischung kaum mehr mit dem Argument begründet werden, es handele sich nur um den „eigenen“ Vertrag der Parteien⁷⁶. Bestehen starke Gefälle zwischen den Beteiligten kann insbesondere eine Lenkung der Verhandlungsmacht geboten sein. Prominente Beispiele für eine solche Funktionalisierung im Bereich der Normsetzung sind die Gesetzgebung und die Rechtsprechung im kollektiven Arbeitsrecht.

Dort, wo anlagegemäß die „defizitäre Berücksichtigung nicht konflikt- und organisationsfähiger“⁷⁷ Parteien droht, kann durch Verfahrensgestaltung für den Eingang der widerstreitenden Interessen gesorgt werden⁷⁸. Das Betriebsverfassungsrecht mit

⁶⁹ Callies, Prozedurales Recht, S. 179 f.

⁷⁰ Schmidt-Preuß, VVDStRL 56 (1997), S. 160, 194.

⁷¹ Schmidt-Aßmann, in: Hoffmann-Riem/Schmidt-Aßmann, Öffentliches Recht und Privatrecht, S. 7, 16; vgl. auch Kübler, FS-Steindorf, S. 687, 693: Recht des privaten Güter- und Leistungsaustauschs wird „funktionalisiert“; ausführlich schon Steindorff, FS-Raiser, S. 621 ff.; grundlegend zu rechtlichen Marktinterventionen und zum Verhältnis von Wirtschaftsordnung und Staatsverfassung bereits Reich, Markt und Recht, 26 ff., 158 ff.; Mestmäcker, FS-Böhm, S. 383 ff., insb. 401 f.; Die Steuerungsfunktion des öffentlichen Rechts ist dagegen anerkannt, vgl. nur Schuppert, in: Hoffmann-Riem/Schmidt-Assmann/Schuppert (Hrsg.), Reform, S. 65 ff.

⁷² Kritisch zur imperativen staatlichen Steuerung von Marktprozessen Reich, Markt und Recht, S. 166 ff.

⁷³ Vgl. dazu Hart, AG 1984, S. 66, 75, der als Beispiel für eine solche Kompensation strategischen Informationsübergewichts die Einrichtung der Stiftung Warentest auf Initiative der Bundesregierung anführt.

⁷⁴ So Hommelhoff, ZGR 2000, S. 748, 772.

⁷⁵ Wieneke, Discount-Broking, S. 157; Hopt, AcP 183 (1983), S. 608, 664.

⁷⁶ Vgl. Ladeur, RabelsZ 64 (2000), S. 61, 95.

⁷⁷ Hart, AG 1984, S. 66, 76.

⁷⁸ Vgl. Hommelhoff/Schwab, BFuP 50 (1998), 38, 49 f.; dies. Kruse-FS, S. 693, 704.

seinen verschiedenen Ausgleichsmechanismen bietet hierfür ein anschauliches Beispiel. Und auch hinter der Verbandsklage des UKlaG steht die Idee, private Interessen in den Dienst des im öffentlichen Interesse stehenden Verbraucherschutzes zu stellen. Ähnliches gilt für die im amerikanischen Kapitalmarktrecht so bedeutsame *class action*, wo sich der Staat der privaten Initiative zum Zwecke der Disziplinierung der Unternehmensführung bedient⁷⁹. Ein aktuelles Beispiel im Bereich der Normsetzung sind die prozeduralen und organisatorischen Vorgaben an die Struktur privater Rechnungslegungsgremien. So verlangt § 342 Abs. 1 HGB für die Anerkennung eines privaten Rechnungslegungsgremiums, dass seine Satzung die Unabhängigkeit seiner ausschließlich durch Rechnungslegern entwickelten Empfehlungen sichert und das Verfahren so gestaltet ist, dass die fachlich interessierte Öffentlichkeit mit einbezogen wird.

Und schließlich ist auch die reflexive Steuerung durch staatliche Beeinflussung als eine Methode staatlicher Indienstnahme privater Eigendynamik anzusehen. Von einer solchen Steuerung kann gesprochen werden, wenn der Staat die Privaten Lern- und Selbstkontrollprozessen aussetzt. Beispiele für solche Einwirkungen sind die obligatorische Selbstkontrolle durch Betriebsbeauftragte und die Eigenüberwachung im Umweltrecht, aber auch das fakultative Öko-Audit, wo den Unternehmen Selbstverbesserungspotenziale in einem gesteuerten Prozess der Selbstanalyse nahe gelegt werden⁸⁰.

3. Selbstregulierung mit staatlicher Zielvorgabe

Bei der Selbstregulierung mit staatlicher Zielvorgabe wird die Umsetzung eines bestimmten staatlich definierten Ziels im Rahmen von privater Eigentätigkeit vorgenommen. Der motivationale Druck auf die private Regulierung, der die Umsetzung der Zielvorgaben steuert, kann durch unterschiedliche Regelungstechniken herbeigeführt werden.

Eine Möglichkeit besteht in der Begründung einer ordnungsrechtlichen Primärpflicht mit der Möglichkeit der Abwendung durch private Maßnahmen. Bekanntestes Beispiel für diese Art der Regulierung ist die Verpackungsverordnung⁸¹. Diese begründet mit den Rücknahme-, Verwertungs- und Pfanderhebungspflichten verschiedene Primärverantwortlichkeiten, die für den Verpflichteten dann suspendiert werden, wenn er sich „freiwillig“ an einem privaten System der Abfallentsorgung beteiligt.

Die andere Art und Weise, einen Druck zur Erfüllung von staatlichen Zielvorgaben aufzubauen, besteht in der ausdrücklichen oder stillschweigenden Androhung einer staatlichen Alternativregelung. Als Beispiele können hier die (nicht ganz freiwilligen) Selbstverpflichtungen der Automobilindustrie zur umweltgerechten Altautoverwertung⁸²

⁷⁹ Vgl. Cox, U. Cin. L. Rev. 66 (1998), S. 1179, 1186; Fishman, Comp. Lawyer 14 (1993), S. 162, 168.

⁸⁰ Dazu Schmidt-Preuß, VVDStRL 56 (1997), S. 160, 192 ff.

⁸¹ Verordnung über die Vermeidung und Verwertung von Verpackungsabfällen vom 21.8.1998 (BGBl. I S. 2379). Vgl. zu deren konzeptionellen Grundlagen etwa Koch, NVwZ 1996, S. 215 ff.; Flanderka, BB 1996, S. 649 ff.

⁸² vom 20.3.1997, abgedruckt in: Bundesanzeiger v. 3.6.1997. Dazu und zur darauf Bezug nehmenden Altautoverordnung vgl. Giesberts/Hilf, NVwZ 1998, S. 1158 ff.; ausführlich Beudt, Altautoverordnung.

oder die Selbstverpflichtung der Industrie zur Reduktion des CO₂ Ausstoßes⁸³ genannt werden⁸⁴.

4. Selbstregulierung mit gesetzlicher Rahmensteuerung

Bei der Selbstregulierung innerhalb eines vom Gesetzgeber gesetzten Rahmens bleibt den privaten Institutionen der Raum für Detailregelungen, während die wesentlichen Fragen eine gesetzliche Regelung erfahren haben. Den Detailregelungen kommt aber eigenständige Bedeutung zu, was sie von den bloßen Ausführungsbestimmungen unterscheidet, die kaum mehr als Selbstregulierung bezeichnet werden können⁸⁵. Anzutreffen ist dieses Regelungsmodell etwa im Bereich der funktionalen Selbstverwaltung. Das Bundesverfassungsgericht hat diesbezüglich in der sog. Facharzt-Entscheidung klargestellt, dass der Gesetzgeber auch im Bereich der funktionalen Selbstverwaltung im Hinblick auf das Demokratieprinzip und das Rechtsstaatsprinzip die wesentlichen Fragen selbst gesetzlich festschreiben muss⁸⁶.

Auch bei der börslichen Selbstverwaltung spielt die Rahmengesetzgebung eine wesentliche Rolle. So wird die Regelung der Einzelheiten der Zulassung und des Handels im geregelten Markt den Börsenordnungen überlassen, wobei dann allerdings die Rahmenvorgaben der §§ 49 ff. BörsG beachtet werden müssen.

5. Selbstregulierung mit Steuerung durch Zustimmungserfordernisse

Eine weitere Möglichkeit einer gesteuerten Selbstregulierung besteht in der durch staatliche Zustimmungserfordernisse gelenkten Normsetzung. Hier sichert sich der Staat die Einflussmöglichkeit, eventuell zusätzlich zu inhaltlichen Vorgaben, durch ein Letztentscheidungsrecht und übernimmt damit die Erfüllungsverantwortung, ohne am Prozess der Normsetzung selbst mitgewirkt zu haben.

Das Börsengesetz verlangt etwa für die vom Börsenrat als Maßnahme der Selbstverwaltung erlassenen Börsenordnungen die Genehmigung durch die Börsenaufsichtsbehörde, vgl. § 13 Abs. 5 S. 1 BörsG. Gleiches gilt für die gem. § 14 Abs. 1 BörsG zu erlassene Gebührensatzung, die gem. § 14 Abs. 2 BörsG auch der Genehmigung durch die Börsenaufsichtsbehörde bedarf.

Das Zustimmungserfordernis ist auch das zentrale Steuerungselement im amerikanischen Kapitalmarktrecht, das ein Mischsystem aus staatlicher Regulierung durch die SEC und eigenverantwortlicher Normsetzung durch die *self-regulatory organizations* darstellt. Dort muss jede Regeländerung einer Selbstregulierungsorganisation durch die SEC gebilligt werden⁸⁷.

II. Unterscheidung nach Normqualität

Wenn man nicht nach der Art der staatlichen Einflussnahme, sondern nach der Qualität der selbstregulativen Normen unterscheiden will, lassen sich im geltenden Recht vier Gruppen bilden. Dies sind die rein private Selbstregulierung (1.), die Selbstregulierung

⁸³ Aus der umfangreichen Literatur zu diesen Selbstverpflichtungen allgemein vgl. etwa Sendler, Selbstregulierung, S. 135 ff.; Cansier, in: Klöpfer (Hrsg.), Selbst-Beherrschung, S. 105 ff.; zur Produktverantwortung generell Engel, Staatswissenschaft und Staatspraxis 9 (1998), S. 535 ff.

⁸⁴ Weitere Beispiele aus dem Umweltrecht bei Schmidt-Preuß, VVDStRL 56 (1997), S. 160, 188.

⁸⁵ Vgl. Hopt/Baum, in: Hopt/Rudolph/Baum, Börsenreform, S. 367 („echte“ vs. „unechte“ Selbstregulierung)

⁸⁶ BVerfGE 33, 125 ff. vgl. ausführlich unten Zweiter Teil, 2. Kap. C II 2.

⁸⁷ Siehe Exchange Act s 19, 15 USCA 78s; vgl. dazu auch Fishman, Comp. Lawyer 14 (1993), S. 162, 164 f.

durch autonome Satzung (2.), die Allgemeinverbindlichkeitserklärung (3.) und die gesetzliche Verweisung auf private Normen (4.).

1. Rein private Selbstregulierung

Bei der rein privaten Normsetzung hat das geschaffene Regelwerk ganz privatrechtlichen Charakter und ist insbesondere nicht mit öffentlich-rechtlichen Zwangsmitteln durchsetzbar. Dies muss aber nicht in jedem Fall bedeuten, dass die geschaffenen Normen unverbindlich sind. Denn neben den rechtsunverbindlichen Selbstverpflichtungen besteht grundsätzlich auch die Möglichkeit einer rechtlich erheblichen Selbstbindung.

Beispiele für unverbindliche Absprachen finden sich in großer Zahl etwa im Bereich des Umweltschutzes. Hier relevante Beispiele für rechtsverbindliche private Normen sind die von den Börsenträgern gestellten Regelwerke für die privatrechtlich organisierten Handelssegmente. Rechtstechnisch stellen diese Regelwerke AGB dar⁸⁸. Sie enthalten im Rahmen des rechtlich Zulässigen sanktionierbare, verpflichtende Vorschriften.

Auch die verschiedenen Versuche, bestimmte Bereiche des Kapitalmarkts mit Hilfe von freiwilligen Verhaltenskodices zu regulieren, sind zu dieser Art der Selbstregulierung zu zählen. Dabei lässt sich unterscheiden zwischen unverbindlichen Übereinkommen (a), vertraglichen Selbstverpflichtungen (b) und der verbandsrechtlichen Regulierung (c).

a) Unverbindliche Übereinkommen

Vereinbarung ohne Rechtsverbindlichkeit werden als *Gentlemen's Agreements* bezeichnet. Sie sind dadurch charakterisiert, dass die Beteiligten ihr Verhalten abstimmen, ohne dass eine vertragliche, bindende Vereinbarung zustande kommt⁸⁹. Stehen damit keine rechtlichen Sanktionen zur Durchsetzung der Übereinkunft zur Verfügung, muss dies aber nicht bedeuten, dass sich die Beteiligten nicht auf Grund faktischer Zwänge an die Abmachung gebunden fühlen⁹⁰. Markante Beispiele für solche rechtlich unverbindlichen Übereinkommen sind der Übernahmekodex, die Grundsätze für die Zuteilung von Aktienemissionen und der Corporate Governance Kodex.

aa) Übernahmekodex⁹¹

Der Übernahmekodex (ÜK) ist eine von der Börsensachverständigenkommission erstellte Empfehlung von Verhaltensnormen für die an freiwilligen öffentlichen Übernahmeangeboten beteiligten Parteien. Er sollte seit dem 1.10.1995 angewendet werden und löste damit die Leitsätze der Börsensachverständigenkommission (BSK) von 1979⁹² ab. Die seit 1968 bestehende BSK berät das Bundesministerium der Finanzen in Fragen der Kapitalmarktpolitik. Es handelt sich bei dieser Institution um ein Gremium unabhängiger Experten, das nicht im Namen des Finanzministeriums handelt⁹³. Der BSK gehören Vertreter der Anlegerschutzverbände, Kreditinstitute, Versicherungen,

⁸⁸ Vgl. ausführlich Dritter Teil, 3. Kap. C.

⁸⁹ Vgl. Hoeren, Selbstregulierung, S. 17.

⁹⁰ Vgl. zu den außerrechtlichen Sanktionen 3. Kap. B III 1 a und b.

⁹¹ Abgedruckt etwa in NZG 2000, S. 390 ff.

⁹² Abgedruckt in Baumbach/Hopt, HGB, 29. Aufl., Nr. 18.

⁹³ Neye, ZIP 1995, S. 1464, 1465.

Investmentgesellschaften, Börsen, Industrie, Deutschen Bundesbank, Wissenschaft und des Länderarbeitskreises Börsen an.

Der ÜK sollte dazu beitragen, dass öffentliche Angebote alle Informationen enthalten, die für eine sorgfältige und sachgerechte Entscheidung der Wertpapierinhaber und der Organe der betroffenen Gesellschaft (Zielgesellschaft) notwendig sind. Der Kodex sollte weiter Marktmanipulationen vorbeugen und sicherstellen, dass alle Beteiligten die Grundsätze von Treu und Glauben beachten.

Das am 1.1.2002 in Kraft getretene Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz löste den Übernahmekodex ab. Am 4.3.2002 hat schließlich die Übernahmekommission den ÜK formell außer Kraft gesetzt, um eine Kollision der freiwilligen Verhaltensregeln mit den gesetzlichen Standards zu vermeiden⁹⁴. Der ÜK bleibt aber anwendbar für die Abwicklung der Übernahmeangebote, die vor dem 1.1.2002 getätigt wurden.

Der Kodex regelte freiwillige öffentliche Übernahmeangebote für an einer deutschen Börse oder im Freiverkehr gehandelte Anteile von Aktiengesellschaften oder Kommanditgesellschaften auf Aktien mit Sitz in Deutschland. Wesentliche Regelungen⁹⁵ waren die in Art. 1 - 6 ÜK enthalten allgemeine Verfahrensgrundsätze wie das Gleichbehandlungsgebot, Informationspflichten und das Verbot der Marktbeeinflussung. Inhaltliche Anforderungen an das öffentliche Angebot wurden in Art. 7 - 11 ÜK gestellt. Zu den Pflichten des Bieters, die der Kodex in den Art. 12 - 17 festlegte, gehörten vor allem das Pflichtangebot gem. Art. 16 f. ÜK⁹⁶. Danach hatte ein Übernehmer, wenn er mehr als 50 % der Aktien der Zielgesellschaft erworben hatte, den ausstehenden Aktionären ein Angebot zum Kauf ihrer Anteile zu machen, wobei der Übernahmepreis im angemessenen Verhältnis zum aktuellen Börsenpreis liegen musste und nicht mehr als 25 % unter dem Preis liegen sollte, den der Mehrheitsaktionär in den letzten 6 Monaten vor Überschreitung der Schwelle für Wertpapiere der Zielgesellschaft gezahlt hat.

Art. 18 und 19 ÜK regelten schließlich die Pflichten der Zielgesellschaft. Nach Art. 18 ÜK hat die Zielgesellschaft unverzüglich eine begründete Stellungnahme zu einem Angebot zu veröffentlichen. Art. 19 ÜK verpflichtete den Vorstand der Zielgesellschaft zur Neutralität und untersagte ihm vor allem, Maßnahmen zur Abwehr des Übernahmeversuches zu ergreifen.

Der Übernahmekodex war als rein freiwilliges Regelwerk konzipiert, beruhte also auf einer freiwilligen Anerkennung. Nicht unumstritten war allerdings, ob durch die Anerkennung ein verbindlicher Vertrag zustande kam⁹⁷. Insbesondere zwei Gründe sprechen gegen eine Rechtsbindung. Zum einen fehlte es der Übernahmekommission bzw. ihrer Geschäftsstelle, gegenüber der die Anerkennung zu erklären war, an der Rechtsfähigkeit, zum anderen war das im Folgenden beschriebene Sanktionssystem nicht auf eine rechtliche Bindung angelegt⁹⁸.

⁹⁴ Vgl. BSK Pressemitteilung vom 4. März 2002.

⁹⁵ Vgl. die Überblicke bei Neye, ZIP 1995, S. 1464 ff.; Thoma, ZIP 1996, S. 1725 ff.; Schander, NZG 1998, S. 799 ff.; Assmann, AG 1995, S. 563, 567 ff.

⁹⁶ Vgl. zum Pflichtangebot nach dem Übernahmekodex etwa jüngst Letzel, NZG 2001, S. 261 ff.

⁹⁷ Ablehnend die ganz hM, vgl. Schander, NZG 1998, S. 799, 800; Hopt, ZHR (161) 1997, S. 368, 400 ff.; Gross, DB 1996, S. 1909; Kersting, AG 1997, S. 222, 226; Kallmeyer, ZHR 161 (1997), S. 435, 451; Mayer/Zschocke, ÖBA 1996, S. 711, 712; offen gelassen von Weisgerber, ZHR 161 (1997), S. 421, 426. Für Vertragsbindung Assmann, AG 1995, S. 563, 564; Thoma, ZIP 1995, S. 1725.

⁹⁸ Vgl. zu beiden Argumenten näher Hopt, ZHR (161) 1997, S. 368, 400 ff.

Die Überwachung der Einhaltung des Kodex erfolgte durch eine Übernahmekommission, in der die Gruppen vertreten sein sollten, aus denen sich auch die Börsensachverständigenkommission zusammensetzt⁹⁹. Die Geschäftsstelle der Übernahmekommission hat in der Vergangenheit regelmäßig eine Liste der Unternehmen und Personen veröffentlicht, die den Kodex anerkannt haben, vgl. § 21 S. 2 ÜK.

Die einzige Möglichkeit der Kommission, ein Zuwiderhandeln gegen die Regelungen zu sanktionieren, bestand gem. § 21 S. 3 ÜK in der Veröffentlichung des betreffenden Sachverhalts, unabhängig davon, ob das Unternehmen den Kodex anerkannt hat oder nicht.

Daneben wurden Überlegungen angestellt, Schadensersatzpflichten aus culpa in contrahendo mit Drittwirkung zu konstruieren, wobei die Anerkennung die gesetzlichen Informationspflichten konkretisieren sollte oder von den Gerichten im Rahmen von §§ 276, 278 BGB bei der Bestimmung des Pflichtenrahmens zu berücksichtigen sein sollte¹⁰⁰.

In der Literatur wird den informellen Sanktionen wegen der Möglichkeit einer negativen Kapitalmarktreaktion erhebliches Gewicht beigemessen¹⁰¹. Empirische Studien, die diese Einschätzung stützten, existieren freilich nicht. Die Anerkennungsquote des Kodex lag bei allen börsennotierten Gesellschaften bei 64%, bei den Gesellschaften im DAX bei ca. 93%, was vor allem darauf zurückzuführen war, dass die Deutsche Börse AG von den DAX-Unternehmen die Anerkennung gefordert hat¹⁰². Allerdings ist die Durchsetzung des Kodex in Teilbereichen unbefriedigend geblieben, denn selbst die Unternehmen, die den Kodex anerkannt haben, haben sich insbesondere häufig nicht an die Pflichtangebotsregelung gehalten¹⁰³. Diese Tatsache veranlasste die Übernahmekommission schließlich, eine gesetzliche Regelung der Übernahmeangebote anzumahnen¹⁰⁴.

bb) Grundsätze für die Zuteilung von Aktienemissionen

Die Börsensachverständigenkommission zeichnet sich mit dem Regelwerk „Grundsätze für die Zuteilung bei Aktienemissionen“ (GZA) für einen weiteren Verhaltenskodex für die Emittenten auf dem Kapitalmarkt verantwortlich.

Die GZA liegen derzeit in der Fassung vom 7. Juni 2000 vor. Sie versuchen, das Verfahren der Zuteilung an Privatanleger bei der Emission transparenter und objektivierbarer zu machen. So sollen Einzelheiten über den beabsichtigten Umfang der Zuteilung an Privatanleger bereits vor der Zuteilung veröffentlicht werden (Art. 3 GZA). Mitarbeiter der Konsortialmitglieder und anderer Wertpapierdienstleistungsunternehmen dürfen nicht günstiger gestellt werden als andere Privatanleger (Art. 7 GZA). Die Zuteilung bei Überzeichnung erfolgt nach einem objektiven Verfahren (Losverfahren, Zuteilung nach Ordergröße, nach bestimmter Quote, nach Eingang der Order oder anderen sachgerechten Kriterien, vgl. Art. 12 GZA).

⁹⁹ Vgl. Art. 20 ÜK.

¹⁰⁰ Vgl. Hopt; ZHR 161 (1997), S. 368, 402 m.w.N.

¹⁰¹ Vgl. Letztel, NZG 2001, S. 261, 266 f.; Krause, AG 1996, S. 209, 215; Assmann, AG 1995, S. 563, 564; Kallmeyer, ZHR 1997, S. 434, 451; Groß, DB 1996, S. 1909 f.; Hopt; ZHR 161 (1997), S. 368, 402; Thoma, ZIP 1996, S. 1725, 1732 („Publizitätswaffe“).

¹⁰² So auch die Einschätzung der Übernahmekommission, vgl. Loehr, Der Übernahmekodex, S. 2.

¹⁰³ Loehr, Der Übernahmekodex, S. 3, der deswegen auch zum Ergebnis kommt, dass sich der Übernahmekodex als Instrument der freiwilligen Selbstregulierung nicht durchgesetzt hat, aaO S.8.

¹⁰⁴ Vgl. Standpunkte der Börsensachverständigenkommission, S. 9 f.

Wie auch der Übernahmekodex enthalten die GZA keine über die Publizität hinausgehenden Sanktionsmöglichkeiten, mit denen ein Zuwiderhandeln der Emittenten oder Konsortialmitglieder, die sich zu ihrer Einhaltung bereit erklärt haben, geahndet werden könnte. Denkbar sind aber Ansprüche aus culpa in contrahendo, wenn der Emittent die Einhaltung der GZA öffentlich angekündigt hat.

cc) Deutscher Corporate Governance Kodex

Der Deutsche Corporate Governance Kodex ist ein Projekt der vom Bundesjustizministerium im September 2001 eingesetzten Regierungskommission gleichen Namens. Die 13 Mitglieder der Kommission setzen sich zusammen aus Vertretern der Wirtschaft, der Rechts- und Wirtschaftswissenschaften, der Anleger und der Gewerkschaften. Am 26. Februar 2002 hat die Kommission das Ergebnis ihrer Beratungen vorgestellt. Ziel des Kodex ist es zum einen, wesentliche gesetzliche Vorschriften zu Unternehmensleitung und -überwachung börsennotierter Gesellschaften zusammenzufassen, zum anderen aber auch, Empfehlung für international und national anerkannte (freiwillige) Verhaltensweisen zu geben. Damit soll dem Kapitalmarkt auch ein Beurteilungskatalog für gute Unternehmensführung an die Hand gegeben werden¹⁰⁵.

Inhaltlich enthält der Kodex Regelungen über das Verhalten der Gesellschaftsorgane untereinander¹⁰⁶. Insbesondere die Rechte der Aktionäre werden betont. So soll den Aktionären etwa die Verfolgung der Hauptversammlung im Internet ermöglicht werden¹⁰⁷, ihre Interessen bei Übernahmeangeboten sollen in geeigneten Fällen durch Einberufung der Hauptversammlung gewahrt werden¹⁰⁸ und die Gesellschaft soll die Aktionäre bei der persönlichen Wahrnehmung ihrer Rechte unterstützen¹⁰⁹.

Weiter enthält der Kodex Regeln für die Zusammenarbeit von Vorstand und Aufsichtsrat¹¹⁰, insbesondere hinsichtlich der Informationsversorgung des Aufsichtsrats¹¹¹.

Auch will der Kodex die Transparenz deutscher Aktiengesellschaften fördern, indem er verschiedene Anregungen zur Unternehmenspublizität macht (Einhaltung internationaler Rechnungslegungsstandards, Angabe der variablen Vergütungsbestandteile von Vorstand und Aufsichtsrat)¹¹².

Und schließlich enthält der Kodex Regeln, die die Unabhängigkeit von Aufsichtsratsmitgliedern und Abschlussprüfern sichern helfen sollen¹¹³.

Die Einhaltung des Kodex soll, nicht zuletzt wegen § 23 Abs. 5 S. 1 AktG, auf rein freiwilliger Basis geschehen. Vorgesehen ist durch den neuen § 161 AktG nur, dass die Vorstände und Aufsichtsräte börsennotierter Aktiengesellschaft einmal jährlich öffentlich

¹⁰⁵ Vgl. Cromme, Ausführungen, S. 1. Neben dem Corporate Governance Kodex existieren mittlerweile verschiedene Versuche der freiwilligen Kodifizierung von Verhaltensstandards für Gesellschaftsorgane. Zu nennen sind etwa die OECD-Grundsätze zur Corporate Governance, der German Code of Governance des Berliner Initiativkreises und die Corporate Governance Grundsätze der Grundsatzkommission (sog. „Frankfurter Kodex“). Einen Überblick über die Kodices gibt Peltzer, NZG 2002, S. 10 ff.

¹⁰⁶ Vgl. auch Ulmer, ZHR 166 (2002), S. 150, 155 ff; Schiessl, AG 2002, S. 593, 594 ff.; Ihrig, BB 2002, S. 2509 ff. jeweils m.w.N.

¹⁰⁷ Kodex Kapitel II. Ziff. 3.4.

¹⁰⁸ Kodex Kapitel III Ziff. 6.

¹⁰⁹ Kodex Kapitel II. Ziff. 3.3.

¹¹⁰ Kodex Kapitel III.

¹¹¹ Kodex Kapitel II. Ziff. 3.4.

¹¹² Kodex Kapitel VII.

¹¹³ Kodex Kapitel V u. VII.

erklären, ob sie den Kodex einhalten. Gemäß der Idee des „*comply-or-explain*“ sollen die Organe also nur die Möglichkeit haben, den Kodex einzuhalten oder zu erklären, aus welchen Gründen sie dies nicht tun wollen¹¹⁴. Eine Überprüfung der Einhaltung des Kodex selbst findet nicht statt. Dies soll den Kapitalmarktteilnehmern überlassen bleiben.

b) Vertragliche Selbstbeschränkungsabkommen

Vergleichbar mit dem *Gentlemen's Agreement* geschieht die Anerkennung der privaten Regelwerke bei vertraglichen Selbstbeschränkungsabkommen in der Regel freiwillig, bewirkt aber eine rechtliche Bindung des Anerkennenden. Bekannte Beispiele für eine solche Form der Selbstbindung sind insbesondere die Insiderhandelsrichtlinien bzw. Händler- u. Beraterregeln und der (gescheiterte) Vorschlag eines Kodex für Wertpapieranalysten.

aa) Insiderhandelsrichtlinien und Händler-u. Beraterregeln¹¹⁵

Vor Inkrafttreten des gesetzlichen Insiderhandelsverbots in § 14 WpHG beruhte die Regulierung des Insiderhandels auf dem von der BSK entworfenen, zuletzt 1988 ergänzten und erweiterten Insiderhandelsrichtlinien (IHRL) als freiwilligem Verhaltenskodex¹¹⁶.

Nach § 1 IHRL durften Insider in Insiderpapieren unter Ausnutzung von Insiderinformationen, von denen sie auf Grund ihrer Stellung Kenntnis erlangt haben, keine Geschäfte zum eigenen oder zum Vorteil Dritter abschließen oder abschließen lassen. Die Insiderrichtlinien stellten gesellschafts- und kapitalmarktbezogene Insider gleich, wenn sie in einem engen Verhältnis zu derjenigen Gesellschaft standen, mit deren Wertpapieren sie handelten¹¹⁷. Nicht erfasst wurden Sekundärinsider, wengleich die Weitergabe von Insiderwissen an Nichtinsider („*Tipping*“) gem. § 1 Nr. 2 IHRL untersagt war. Zu den Insiderinformationen gehörten Kenntnisse von noch nicht bekannt gegebenen oder bekannt gewordenen Umständen, die von Einfluss auf die Bewertung des Insiderpapiers sein konnten, vgl. § 2 Abs. 3 S. 2 IHRL¹¹⁸.

Parallel zu den Insiderhandelsrichtlinien wurden die Händler- und Beraterregeln entworfen als Verhaltenspflichten für Kreditinstitute in ihrer Funktion als Wertpapierhändler sowie für deren Geschäftsleiter und den Mitarbeitern im Bereich Wertpapierberatung und Wertpapierhandel. Materiell brachten diese Regeln gegenüber dem damals geltenden Recht keine Änderung, da sie letztlich nur den anerkannten Grundsatz der Priorität des Kundeninteresses gegenüber dem Bankinteresse

¹¹⁴ Zum Versuch einer rechtsdogmatischen Einordnung dieser Regulierungstechnik vgl. Ulmer, ZHR 166 (2002), S. 150, 158 ff.

¹¹⁵ Abgedruckt in Baumbach/Hopt, HGB, 29. Aufl., (16) u. (17); vgl. auch die Kommentierung von zur Megede, in: Assmann/Schütze, Handbuch, Ergänzungsband, § 14 Rn. 23 – 73; vgl. ausführlich auch Rodrian, Insider-Regelungen, S. 19 ff.; 48 ff.

¹¹⁶ Der Kodex wurde im November 1970 in der ersten Fassung beschlossen und dann in den Jahren 1976 und 1988 ergänzt und erweitert; vgl. Überblick bei Schörner, Gesetzliches Insiderhandelsverbot, S. 27 f.

¹¹⁷ Siehe § 2 Abs. 1 IHRL; vgl. auch Kress, Effizienzorientierte Kapitalmarktregulierung, S. 206; Jenckel, Insiderproblem, S. 46.

¹¹⁸ § 2 Abs. 3 S. 2 IHRL enthielt eine abschließende Aufzählung der Art der Informationen, nämlich Kenntnisse von einer Änderung des Dividendensatzes, von wesentlichen Ertrags- oder Liquiditätsveränderungen oder von wesentlichen Umständen, die hierauf von Einfluss sind oder sein werden, von einer Kapitalherabsetzung- oder Kapitalbeschaffung, von dem Abschluss eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrages, von einem Übernahme- oder Abfindungsangebot, von einer Eingliederung, Verschmelzung, Vermögensübertragung, Umwandlung oder Auflösung.

konkretisierten¹¹⁹. Heute finden sich die entsprechenden Verhaltenspflichten in den §§ 31, 32 WpHG spezialgesetzlich geregelt.

Ergänzt wurden die beiden Regelwerke durch eine Verfahrensordnung, die Einrichtung, Zusammensetzung und Kompetenzen der Insider-Prüfungskommissionen an den deutschen Wertpapierbörsen sowie den Ablauf des Prüfungsverfahrens regelte.

Die Insiderrichtlinien waren ebenso wie die Händler- und Beraterregeln keine Rechtsnormen¹²⁰. Es fehlte ihnen dafür an der heteronom begründeten Rechtsgeltung. Ihre Geltung erhielten die Normen durch eine freiwillige Verpflichtungserklärung. Zu verpflichten hatten sich zunächst die einzelnen potentiellen Insider gegenüber ihrer Gesellschaft bzw. dem Kreditinstitut. Die Gesellschaften, die selbst als Insider galten, namentlich die Kreditinstitute, hatten gegenüber ihren Spitzenverbänden eine entsprechende Verpflichtungserklärung zur Einhaltung der Regeln abzugeben¹²¹. Daneben bestand aber auch für die übrigen börsennotierten Unternehmen die Möglichkeit, die Richtlinien anzuerkennen. Auch wenn die Abgabe der entsprechenden Willenserklärungen freiwillig war, kamen so doch verbindliche Vertragsbeziehungen zustande.

Die Gesellschaften sollten veranlassen, dass die bei ihnen tätigen Insider die Richtlinien anerkennen, § 5 Nr. 1 IHRl. Diese Anerkennung war gesellschaftsbezogen und musste daher bei einem Wechsel der Gesellschaft neu erklärt werden. In der Regel war die Verpflichtung Bestandteil des Anstellungsvertrages, zuweilen beruhte sie aber, etwa bei Aufsichtsratsmitgliedern, auf einer separaten Abrede¹²². Dann kam durch die Anerkennung zwischen dem Insider und dem betreffenden Unternehmen ein Vertrag *sui generis* über die Einhaltung der Regeln und die Unterwerfung unter die vorgesehenen Sanktionsmöglichkeiten zustande. Die Börsen hatten sich darauf geeinigt, diejenigen Unternehmen, die die Insiderhandelsrichtlinien nicht anerkannten, im Kursblatt durch einen Kurszusatz kenntlich zu machen. Letztendlich wurden die Richtlinien von nahezu allen börsennotierten Gesellschaften anerkannt¹²³. Nicht bekannt ist dagegen, wie viele der möglichen Unternehmensinsider in den Unternehmen eine Verpflichtungserklärung gegenüber der Gesellschaft abgegeben haben. Bekannt ist allerdings, dass sich die Gewerkschaftsmitglieder den Verhaltensregeln nicht unterwarfen, da der Deutsche Gewerkschaftsbund die freiwillige Regelung ablehnte und eine gesetzliche Lösung des Problems forderte¹²⁴. Das hatte dann auch die Konsequenz, dass im Jahre 1993 der begründete Verdacht des Insiderhandels durch den ehemaligen IG-Metall-Vorsitzenden *Steinkühler* keine rechtlichen Folgen hatte.

Nach der Insiderverfahrensordnung waren an den Wertpapierbörsen Prüfungskommissionen zu bestellen, denen ein amtierender, in Handelssachen erfahrener Richter vorsitzen sollte. Die vier vorgesehenen Beisitzer sollten aus dem Kreis der Unternehmer der gewerblichen Wirtschaft stammen. Die Mitglieder der Prüfungskommissionen wurden von den jeweiligen Börsenzulassungsstellen gewählt.

Im Prüfungsverfahren, das entweder durch eine Anzeige oder bei Verdachtsmomenten von „Amts wegen“ eingeleitet wurde, wurde geprüft, ob ein Verstoß gegen die IHRl

¹¹⁹ Vgl. Hopt, in: Baumbach/Hopt, HGB, 29. Aufl., (17) Händler- und Beraterregeln, Rn 5.

¹²⁰ Hopt, in: Baumbach/Hopt, HGB, 29. Aufl., (16) Insiderhandels-Richtlinien, Rn 3

¹²¹ Vgl. dazu zur Megede, in: Assmann/Schütze, Handbuch, Ergänzungsband, § 14 Rn 14.

¹²² zur Megede, in: Assmann/Schütze, Handbuch, Ergänzungsband, § 14 Rn 20; Mennicke, Sanktionen, S. 187; Dingeldey, Insiderhandel, S. 36.

¹²³ Vgl. Ott/Schäfer, ZBB 1991, S. 226, 227.

¹²⁴ Vgl. Mennicke, Sanktionen, S. 190.

oder die Händler- und Beraterregeln vorlag. Das Verfahren endete mit der förmlichen Feststellung, ob ein Verstoß vorliegt oder nicht oder jedenfalls nicht beweisbar ist¹²⁵. Ohne die Einwilligung des Betroffenen war die Veröffentlichung des Prüfungsergebnisses nur bei grobem Verstoß mit schweren Folgen und schwerwiegendem Verschulden zulässig¹²⁶. Die Prüfungskommission selbst konnte keine Sanktionen verhängen. Ihre Aufgabe bestand allein in der Sachverhaltsaufklärung¹²⁷. Rechtlich waren die Prüfungskommissionen damit nur Schiedsgutachter zwischen der Gesellschaft und dem ihr gegenüber vertraglich verpflichteten Insider¹²⁸.

Hatte die Prüfungskommission einen Verstoß gegen die Insiderhandelsrichtlinien festgestellt, erlangte die betroffene Gesellschaft gem. § 4 Nr. 1 IHRL aus dem Unterwerfungsvertrag mit dem Insider einen Anspruch auf Abführung der durch den Verstoß erlangten Vermögensvorteile. War ein Kreditinstitut betroffen, so stand der Anspruch auf die erzielten Vermögensteile der Gesellschaft zu, deren Insider-Papiere Gegenstand des Insidergeschäfts waren. Rechtstechnisch wurde dies durch einen in § 4 Abs. 1 S. 2 IHRL ausdrücklich erwähnten Vertrag zugunsten Dritter gem. § 328 BGB erreicht. Da im Vordergrund nicht ein möglicher Schadensausgleich stand, sondern vielmehr die Herausgabe des Erlangten, war dieser Teil der Insiderhandelsrichtlinien als selbständige Vertragsstrafe zu verstehen¹²⁹. Daneben blieb aber prinzipiell die Geltendmachung eines weitergehenden Schadensersatzanspruchs möglich¹³⁰.

Hinsichtlich ihrer Wirksamkeit wurden die Insiderhandelsrichtlinien unterschiedlich bewertet. Während aus der Literatur überwiegend kritische Stimmen zu hören waren, zeigte sich die Praxis zunächst viele Jahre zufrieden und gelangte erst in Folge des *Steinkühler*-Skandals zur Befürwortung zwingender gesetzlicher Regelungen¹³¹.

Die Kritik der Literatur stützte sich im Wesentlichen auf zwei Bereiche der Insiderhandelsrichtlinien, nämlich deren beschränkten personalen Wirkungskreis und das inkonsequente Ermittlungs- und Sanktionssystem¹³².

In personaler Hinsicht war die Wirkung der Richtlinien zum einen deswegen beschränkt, weil die Regelungen konstruktionsgemäß nur Primärinsider erfassten und man gegen die Geschäfte von Sekundärinsidern keine Handhabe hatte. Zum anderen hing ihre Effektivität auf Grund des rein freiwilligen Charakters der Regeln von der vom Kapitalmarkt kaum beobachtbaren Anerkennungsquote innerhalb der Unternehmen ab¹³³.

Auch das Überprüfungs- und Sanktionssystem wurde wegen seiner begrenzten Wirksamkeit bemängelt. Die Wahrscheinlichkeit der Eröffnung eines Prüfungsverfahrens war äußerst gering, nicht zuletzt deswegen, weil systematische Börsenkursbeobachtungen durch die Prüfungskommission nicht vorgesehen waren¹³⁴. Auch bestanden weder

¹²⁵ Vgl. § 5 Nr. 1 InsiderverfahrensO.

¹²⁶ § 5 Nr. 7 InsiderverfahrensO.

¹²⁷ Vgl. § 2 Nr. 3 InsiderverfahrensO.

¹²⁸ Hopt, in: Baumbach/Hopt, HGB, 29. Aufl., (16) Insiderhandels-Richtlinien, Rn 11; Dingeldey, Insiderhandel, S. 37; Hopt/Will, Europäisches Insiderrecht, S. 116 f.; Mennicke, Sanktionen, S. 188 m.w.N.

¹²⁹ Vgl. Mennicke, Sanktionen, S. 197 m.w.N., die auch auf die Parallelen zur Vorteilsabführung bei der Geschäftsführung ohne Auftrag (§ 687 Abs. 2 BGB) hinweist.

¹³⁰ Hopt, in: Baumbach/Hopt, HGB, 29. Aufl., (16) Insiderhandels-Richtlinien, Rn 9. In der Literatur wurde teilweise eine Schutzwirkung zugunsten Dritter angenommen, vgl. Will, NJW 1973, S. 645, von der hM aber abgelehnt, vgl. Groß, DB 1996, S. 1909, 1910: „allgemeine Meinung“.

¹³¹ Hopt, in: Baumbach/Hopt, HGB, 29. Aufl., (16) Insiderhandels-Richtlinien, Rn 1.

¹²⁷ Vgl. Überblick bei Schörner, Gesetzliches Insiderhandelsverbot, S. 31.

¹³³ Ballwieser, Insider-Regeln, Sp. 1099, 1103 ff.

¹³⁴ Hopt/Will, Europäisches Insiderrecht, S. 118; Hübscher, Insider-Geschäfte, S. 332 f.

Beschlagnahmemöglichkeiten noch ein Aussagezwang der Betroffenen. Man war dementsprechend auf eine freiwillige Mitwirkung angewiesen¹³⁵.

Auch die Sanktionsdrohungen schienen nicht weit genug zu gehen. Die Veröffentlichung der Prüfungsergebnisse als eine mögliche Sanktion war nur unter engen Voraussetzungen möglich. Und schließlich drohte im schlimmsten Fall die Herausgabe des durch den Insiderhandel Erlangten, nicht aber etwa ein zusätzliches Bußgeld. Der erwartete Erlös eines Insiders aus einem Insidergeschäft war also in dieser Hinsicht immer positiv, da er nicht mehr verlieren konnte, als er durch den Insiderhandel gewann¹³⁶. Möglich waren allerdings weitergehende arbeitsrechtliche Sanktionen, so dass ein gewisser Abschreckungseffekt nicht von der Hand zu weisen war¹³⁷. Jedoch konnte die betroffene Gesellschaft gem. § 4 Abs. 2 2. HS IHRl von der gerichtlichen Geltung ihrer Abführungsansprüche gegen den Insider absehen, wenn dem im Einzelfall die Vermögensverhältnisse des Verpflichteten oder ein anderer wichtiger Grund entgegenstanden. Im Ergebnis wurde den Gesellschaften so eine Möglichkeit gegeben, von einem u.U. das Ansehen des Unternehmens beschädigenden Prozess unter Hinweis auf den Ermessensspielraum abzusehen. Die Prüfungskommission selbst hatte keine Möglichkeit, die Gesellschaft zur gerichtlichen Geltendmachung des Anspruchs zu verpflichten¹³⁸.

bb) Analystenkodex

Der Vorschlag einer Selbstverpflichtung der Wertpapieranalysten geht auf ein Gutachten von *Gerke u. v. Rosen* zurück¹³⁹. Der Kodex sollte verbindliche Verhaltenspflichten insbesondere für Analysten, Journalisten und alle anderen Personen enthalten, die sich gegenüber der Öffentlichkeit wertend, beurteilend oder empfehlend über Wertpapiere äußerten¹⁴⁰. Zu den durch Anerkennungsvertrag begründeten Pflichten sollten vor allem Informations- und Sorgfaltspflichten gehören¹⁴¹, aber auch ein Verbot des Eigenhandels in Wertpapieren, über die eigene Analysen veröffentlicht wurden¹⁴². Überwacht werden sollte die Einhaltung des Kodex durch einen Beirat für Kapitalmarktkommunikation, der beim Bundesamt für Wertpapierhandel eingerichtet werden sollte¹⁴³. Anders als bei den Insiderrichtlinien oder den gänzlich unverbindlichen Übernahme- und Emissionsgrundsätzen sollte ein breit gefächertes Sanktionsinstrumentarium zur Verfügung stehen. Vorgesehen waren die schriftliche Warnung, die Abschöpfung des unredlich erlangten Gewinns, ein Bußgeld bis zu 50.000 Euro, Übernahme der Verfahrenskosten, Verlust von Verbandsbezeichnungen, Ausschluss aus Verbänden und schließlich die Aberkennung der Nutzung des Kodex als Gütesiegel¹⁴⁴.

Trotz anfänglicher Sympathie mit dem Kodex beim Bundesfinanzministerium hat sich der Gesetzgeber nun für eine zwingende, gesetzliche Regelung und damit gegen den

¹³⁵ Vgl. Kress, Kapitalmarktregulierung, S. 207, die aber darauf hinweist, dass in der Praxis dem Auskunftersuchen der Prüfungskommission i.d.R. vollständige entsprochen wurde und zur Aufklärung der Sachverhalte sogar Befreiungen vom Bankgeheimnis erteilt wurden.

¹³⁶ Mennicke, Sanktionen, S. 199.

¹³⁷ Vgl. Kress, Kapitalmarktregulierung, S. 207 m.w.N.

¹³⁸ Kritisch dazu Mennicke, Sanktionen, S. 199; Dingeldey, Insiderhandel, S. 39.

¹³⁹ v.Rosen/Gerke, Kodex für anlegergerechte Kapitalmarktkommunikation.

¹⁴⁰ v.Rosen/Gerke, Kodex für anlegergerechte Kapitalmarktkommunikation, S. 66 (§ 1 Abs. 1).

¹⁴¹ v.Rosen/Gerke, Kodex für anlegergerechte Kapitalmarktkommunikation, S. 68 (§ 4).

¹⁴² v.Rosen/Gerke, Kodex für anlegergerechte Kapitalmarktkommunikation, S. 68 (§ Abs. 1).

¹⁴³ v.Rosen/Gerke, Kodex für anlegergerechte Kapitalmarktkommunikation, S. 70 (§ 7).

¹⁴⁴ v.Rosen/Gerke, Kodex für anlegergerechte Kapitalmarktkommunikation, S. 71 (§ 8).

freiwilligen Analystenkodex entschieden. § 34b WpHG n.F. beinhaltet Sorgfalts- u. Informationspflichten für Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die Wertpapieranalysen veröffentlichen und auch das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation gem. § 20a WpHG n.F. kann auf Wertpapieranalysen Anwendung finden.

c) Berufsständische Verhaltensvorschriften

Neben den individuellen Selbstverpflichtungen der Unternehmen besteht auch die Möglichkeit der privaten Koordination durch Unternehmensverbände. Bei solchen Regelungen auf verbandlicher Ebene wird der Vorteil darin gesehen, dass ein Verband die Möglichkeit hat, die Unternehmen zur Anerkennung und Einhaltung bestimmter Regeln anzuhalten¹⁴⁵. Dies kann durch sanktionslose Verbandsempfehlungen geschehen oder durch verbindliche Verbandsrichtlinien und -beschlüsse, bei deren Nichtbeachtung die Möglichkeit der vereinsrechtlichen Sanktion eröffnet wird. Inwieweit sich eine solche Regeldurchsetzung mit den ökonomischen Anreizen verträgt, denen der Verband ausgesetzt ist, wird an späterer Stelle zu klären sein.

Relevante Beispiele für verbandsrechtliche Regelungen im Bereich des Börsen- und Kapitalmarktrechts sind die Regelwerke der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Anlagemanagement e.V. (DVFA). Die DVFA ist mit ca. 1300 Mitgliedern der von der Mitgliederzahl bedeutendste Berufsverband der Finanzanalysten¹⁴⁶. Regulierend wirkt der Verein vor allem durch seine Standesrichtlinien und verschiedene Analyse- und Bewertungsstandards

aa) Standesrichtlinien der DVFA

Die Standesrichtlinien, die seit dem 15. Mai 1995 gelten, regeln die Grundsätze ordnungsgemäßer Analyse und Anlageberatung, die Berufspflichten, speziell im Umgang mit Informationen und Analysen, die Pflichten gegenüber dem Arbeitgeber und das Verhalten gegenüber dem Berufsstand. Die Richtlinien enthalten eine Reihe von Konkretisierungen gesetzlich festgelegter Normen, ohne jedoch praktisch über die gesetzlichen Standards hinaus zu gehen¹⁴⁷.

Als Sanktionen gegen Verstöße gegen die Standesrichtlinien sind in der Vereinssatzung der DVFA die Verhängung von Vereinstrafen durch ein Ehrengericht vorgesehen¹⁴⁸. Mögliche Strafen sind Verwarnungen, Geldbußen bis maximal eine Höhe von 5.000 Euro, vorübergehender, maximal einjähriger Ausschluss von der Nutzung der Vereinseinrichtungen und der völlige Ausschluss des Mitgliedes.

Die DVFA hat auf Kritik an den Standesrichtlinien reagiert und das Regelwerk verschärft, wobei die Änderungen von der Mitgliederversammlung erst noch angenommen werden müssen. Die neuen Vorschriften enthalten nun insbesondere ein Verbot des Eigenhandels der Analysten in Wertpapieren, zu denen sie Analyseberichte veröffentlicht haben¹⁴⁹ und die Pflicht zur Darstellung von Interessenkonflikten

¹⁴⁵ Hoeren, Selbstregulierung, S. 17.

¹⁴⁶ Weniger bedeutsam sind die Vereinigung Technischer Analysten Deutschlands e.V. (VTAD) und die German Association of Investment Professionals (GAIP), die ebenfalls bestimmte Berufsregeln propagieren.

¹⁴⁷ Vgl. v.Rosen/Gerke, Kodex für anlegergerechte Kapitalmarktkommunikation, S. 26.

¹⁴⁸ Vgl. § 13 Vereinssatzung DVFA.

¹⁴⁹ Vgl. DVFA, Entwurf: Standesregeln für Finanzanalysten, Nr. 8 (zum download bereit gestellt unter www.dfva.de)

multifunktionaler Institute¹⁵⁰. Das Ehrengericht kann künftig auch von Außenstehenden, insbesondere Privatanlegern, angerufen werden¹⁵¹.

bb) Sonstige Standards

Neben den Standesrichtlinien zeichnet sich die DVFA für eine Reihe von Analyse- und Bewertungsstandards verantwortlich, die, ähnlich wie die DIN-Normen, die Kompatibilität der Arbeit der Angehörigen des Berufszweigs sichern sollen¹⁵².

Die *DVFA-Standards für Researchberichte am Neuen Markt* bezwecken, die Bewertungsgrundlagen für Analysen von Gesellschaften, die am Neuen Markt notiert sind, zu vereinheitlichen und transparent zu machen. Der Anleger soll über die Bewertungsverfahren sowie die Prognosen und Prämissen, die in die Bewertung einfließen, informiert werden.

Ziel der *DVFA-Performance Presentation Standards* ist die Förderung der Professionalisierung unter den Investment Managern und Investoren durch Bereitstellung eines international kompatiblen Instrumentariums der Abbildung des Unternehmenserfolgs. Ähnlich haben die *DVFA Reporting Standards* die Verbesserung der Transparenz und Aussagefähigkeit der unterjährigen Unternehmensberichterstattung zum Ziel. Dabei kommt auch der standardisierten Kennziffer des Unternehmensergebnisses nach DVFA/SG die Funktion zu, zur Vergleichbarkeit und Transparenz der Unternehmenszahlen beizutragen.

Die *Scorecard for German Corporate Governance-Standard DVFA Evaluation Method for CG* soll schließlich die transparente Analyse von Kompetenzen, Kommunikation und Kontrolle börsennotierter Unternehmen ermöglichen.

2. Selbstregulierung durch autonome Satzungen

Auch die kraft ihrer Autonomie erlassenen Satzungen der Selbstverwaltungskörperschaften stellen nach dem hier zu Grunde gelegten Begriffsverständnis eine Selbstregulierung Privater dar. Diese Satzungen sind aber anders als die privaten Regelwerke öffentlich-rechtlicher Natur und damit auch mit dem öffentlich-rechtlichen Instrumentarium durchsetzbar.

Nach heute allgemeiner Ansicht sind die gem. § 13 Abs. 1 BörsG zu erlassenen Börsenordnungen öffentlich-rechtliche Satzungen. Auf die damit zusammenhängenden Fragenkomplexe wird später an verschiedenen Stellen ausführlich eingegangen.

3. Allgemeinverbindlichkeitserklärung privater Normen

Die Allgemeinverbindlichkeitserklärung von Tarifverträgen gem. § 5 TVG ist eine außerhalb des Tarifvertragsrechts heute nicht mehr bedeutsame Regulierungstechnik¹⁵³. Durch sie wird die Anwendung des im Rahmen der Selbstregulierung geschaffenen Tarifvertrags auf Außenseiter erweitert. Die Rechtsnatur der Allgemeinverbindlichkeitserklärung ist umstritten. Teilweise wird sie als Allgemeinverfügung charakterisiert¹⁵⁴, teilweise als Delegation von

¹⁵⁰ Vgl. DVFA, Entwurf: Standesregeln für Finanzanalysten, Nr. 4.

¹⁵¹ Vgl. DVFA, Entwurf: Standesregeln für Finanzanalysten, Nr. 10.

¹⁵² Vgl. Überblick in DVFA, Persönliche Mitgliedschaft, S. 12. (zum download bereit gestellt unter www.dfva.de).

¹⁵³ Nur in § 19 Heimarbeitsgesetz findet sich eine ähnliche Regelung, vgl. Wank, in: Wiedemann, TVG, § 5 Rn 12.

¹⁵⁴ Vgl. Nachweise bei Wank, in: Wiedemann, TVG, § 5 Rn 34.

Rechtsetzungsbefugnis an die Tarifpartner, durch die diese zusätzliche Tarifmacht über Außenseiter erhalten¹⁵⁵. Das Bundesverwaltungsgericht¹⁵⁶ geht von einer Rechtsverordnung aus, während das Bundesarbeitsgericht¹⁵⁷ mit der herrschenden Meinung in der Literatur¹⁵⁸ von der Doppelnatur der Allgemeinverbindlichkeitserklärung ausgeht. Im Verhältnis des Staates zu den tarifschießenden Verbänden soll die Erklärung einen Verwaltungsakt darstellen und im Verhältnis zu den Außenseitern eine Mitwirkungshandlung im Rahmen der autonomen Rechtsetzung der Verbände. Ähnlich beurteilt das Bundesverfassungsgericht die Allgemeinverbindlichkeitserklärung gegenüber den Außenstehenden als Rechtssetzungsakt eigener Art, der seine Grundlage in Art. 9 Abs. 3 GG finde¹⁵⁹.

Eine Allgemeinverbindlichkeitserklärung sah früher auch das Gesetz über das Kreditwesen vor. So erklärte etwa der Reichskommissar für das Kreditwesen im Jahre 1936 das Wettbewerbsabkommen der Banken aus dem Jahre 1928 zur allgemeinverbindlichen Norm, die letztlich bis 1967 fortgalt¹⁶⁰.

4. Gesetzliche Verweisung auf private Normen

Bei der gesetzlichen Verweisung auf private Normen erhalten die privaten Bestimmungen materiell den Rang der verweisenden Norm. Man unterscheidet zwischen statischen Verweisungen, die sich auf zu einem bestimmten Zeitpunkt gültige Regelungen beziehen und dynamischen Verweisungen, die die jeweils gültige Fassung einbeziehen.

Im Bereich des Kapitalmarktrechts hat in den letzten Jahren vor allem der neu eingeführte § 342 Abs. 1 Nr. 1 HGB für Diskussionen gesorgt, da er die Möglichkeit vorsieht, dass die Grundsätze über die Konzernrechnungslegung durch ein privates Rechnungslegungsgremium konkretisiert werden und daher in dieser Form nach teilweise vertretener Ansicht eine unzulässige dynamische Verweisung darstellen soll¹⁶¹.

C. Überblick über die allgemeine Bewertung der privaten Regulierung

Entsprechend der Vielfältigkeit der Erscheinungsformen privater Normsetzung findet sich in der Literatur eine Auseinandersetzung mit den Möglichkeiten dieser Regelungsform meist nur in unsystematischer Weise, indem ihre einzelnen Vor- und Nachteile im Vergleich zur rein staatlichen Aufgabenerfüllung angeführt werden. Im Folgenden sollen die wesentlichen dabei genannten Aspekte zusammengefasst werden. Dies ermöglicht einen ersten Überblick über die im Anschluss zu behandelnden Fragenkomplexe, wenn es um die speziellere Untersuchung der Normsetzung durch die Börsen geht.

¹⁵⁵ Herschel, FS Bogs, S. 125, 135 ff.

¹⁵⁶ BVerwG 3.11.1988 AO Nr. 23 zu § 5 TVG.

¹⁵⁷ Vgl. etwa BAG, NJW 1990, S. 3036; BAGE 17, 59, 67 ff.

¹⁵⁸ Vgl. nur Schaub, Arbeitsrechtshandbuch, S. 1734; Wank, in: Wiedemann, TVG, § 5 Rn 45.

¹⁵⁹ BVerfG 44, 322, 347.

¹⁶⁰ Vgl. Hoeren, Selbstregulierung, S. 19.

¹⁶¹ Vgl. dazu auch Zweiter Teil, 2. Kap. C II 3.

I. Die Vorteile der privaten Regulierung

Als Vorzüge der privaten Regulierung werden gemeinhin genannt ihre größere Flexibilität, die Sachnähe der Beteiligten und die auch dadurch bedingte Akzeptanz der Regelwerke bei den Betroffenen, Kostenaspekte und schließlich die geringere Bedeutung territorialer Grenzen¹⁶².

1. Flexibilität

Einer der gewichtigsten Vorteile autonomer Regulierung ist ihre besondere Flexibilität. Dies kann im Prozess der Normsetzung selbst zum Tragen kommen, aber auch in der späteren Anwendung der Normen¹⁶³. In der Regel existieren anders als bei der staatlichen Gesetzgebung keine langwierigen, mit zahlreichen Hindernissen versehenen Rechtsetzungsverfahren¹⁶⁴. Folglich können private Regeln schneller aktuellen Entwicklungen angepasst werden als gesetzliche Regelungen. Dies gilt allemal im Vergleich zu formellen Gesetzen, trifft aber im Allgemeinen auch im Vergleich zu von der Exekutive erlassene Rechtsregeln zu. Zwar können Rechtsverordnungen schneller als formelle Gesetze geändert werden, die Verfahren weisen in der Regel aber auch dort einen großen bürokratischen Aufwand auf und haben größere Widerstände bei den Verantwortlichen zu überwinden¹⁶⁵. Dies stellt letztlich ein Hindernis für Innovationen dar und schließt eine Reaktion auf subtile Veränderungen des regulierten Umfelds aus¹⁶⁶. Dadurch, dass private Regulierer nicht in gleicher Art an staatliche Prinzipien gebunden sind, haben sie auch bei der Anwendung ihrer Normen einen größeren Spielraum. Sie können in Einzelfällen Ausnahmen machen oder ihre Vorschriften auf vom Wortlaut nicht erfasste Sachverhalte anwenden¹⁶⁷. Zwar steht auch der staatlichen Verwaltung bei der Anwendung der Gesetze häufig ein gewisser Ermessensspielraum zu. Dies ist insbesondere dort der Fall, wo der Gesetzgeber Sachverhalte nur durch Generalklauseln erfasst hat, deren Konkretisierung er den Gerichten und der Verwaltung überlassen hat. In diesem Fall bleibt auch dem Rechtsanwender ein gewisser Freiraum. Diesem sind aber durch die allgemeinen Prinzipien des öffentlichen Rechts Grenzen gesetzt. Weder kann der Wortlaut einer (belastenden) Norm allzu weit gedehnt werden, noch sind Änderungen der Verwaltungspraxis unter dem Gesichtspunkt des Vertrauensschutzes uneingeschränkt möglich. Private Regulierer können daher vergleichsweise mehr Gewicht auf die teleologische Anwendung der Normen legen¹⁶⁸. Damit bleibt für Regelungslücken und eine daraus folgende mögliche Gesetzesumgehung wenig Raum, wengleich sich auch hier zeigen wird, dass der privaten Willkür durch die Rechtsordnung Grenzen gesetzt werden.

Weiter sind private Regulierer eher empfindsam für nachteilige Konsequenzen fehlerhafter Regulierung. Deswegen werden sie weniger auf eine starre, dem Wortlaut entsprechende

¹⁶² Vgl. auch die Übersichten bei Marti, SchZStV 101 (2000), S. 577 ff.; Roßkopf, Selbstregulierung, S. 43 ff.; Brennecke, Normsetzung, S. 29.

¹⁶³ Vgl. Ayres/Braithwaite, Responsive Regulation, S. 104 f.; Donnan, Austral. J. Corp. L. 10 (1999), S. 1, 22.

¹⁶⁴ Marti, SchZStV 101 (2000), S. 516, 578; Roßkopf, Selbstregulierung, S. 43 ff.; Bagott, Pub. Admin. 67 (1989), S. 435, 443; Michael, Admin. L. Rev. 47 (1995), S. 171, 182.

¹⁶⁵ Roßkopf, Selbstregulierung, S. 44; Karmel, 45 Wash. & Lee L. Rev. 1297, 1306 (1988).

¹⁶⁶ Michael, Admin. L. Rev. 47 (1995), S. 171, 182.

¹⁶⁷ Berger, J. Int. Bus. L. 12 (1991), S. 11, 15.

¹⁶⁸ Roßkopf, Selbstregulierung, S. 45; Fishman, Comp. Lawyer 14 (1993), S. 162, 165.

Einhaltung der Regeln pochen und eher bereit sein, Ausnahmen zu akzeptieren, wenn die Normbefolgung unangemessen wäre¹⁶⁹.

Auch bei der Normdurchsetzung kann den privaten Organisationen die fehlende (unmittelbare) Bindung an rechtsstaatliche Prinzipien zu Gute kommen. In der Regel existieren in selbstregulativen Normgebungsprozessen weniger Verfahrensvorschriften, so dass schnellere Entscheidungen möglich sind und diesbezüglich für die Beteiligten schneller Klarheit über ihre Lage herrscht. Häufig sind die Entscheidungen auch nicht weiter angreifbar, also endgültig¹⁷⁰. In der Praxis dürfte vor allem ein informationeller Aspekt relevant werden. Nicht selten wird eine Situation vorliegen, in der der Normbruch unter den Beteiligten beobachtbar ist, aber gegenüber einer dritten Partei, insbesondere einem staatlichen Gericht, nicht bewiesen werden kann. Das Problem der Nichtbeweisbarkeit der opportunistischen Verhaltensweisen ist unbeachtlich, wenn die Betroffenen die Streitigkeiten unter sich ausmachen können¹⁷¹.

2. Sachnähe und Regulierungsanreize

Der zweite große Vorteil der Nutzung privatregulativer Mechanismen ist die Möglichkeit der Einbeziehung des Fachwissens der an der Regulierung beteiligten Kreise. Die Selbstregulierungsgremien setzen sich in der Regel aus Vertretern des jeweiligen Industriezweiges zusammen, die nicht nur über theoretisches Fachwissen, sondern auch über praktische Erfahrungen verfügen¹⁷². Nicht zuletzt die manchmal beachtliche Entlohnung der Vertreter der privaten Gremien führt zu einer Ansammlung von Fachkompetenz¹⁷³. Dies sichert die Qualität der Normierung¹⁷⁴. Zugleich wird, wie auch das Bundesverfassungsgericht im Facharztbeschluss betonte, „der Gesetzgeber davon entlastet, sachliche und örtliche Verschiedenheiten berücksichtigen zu müssen, die für ihn oft schwer erkennbar sind und auf deren Veränderungen er nicht rasch genug reagieren könnte“¹⁷⁵.

Die Stichhaltigkeit dieser Motivation für den Einsatz von selbstregulativer Normsetzung wurde teilweise bezweifelt. Vor allem drei Argumente wurden dabei ins Feld geführt. Erstens verfügten auch staatliche Stellen über umfangreiche Sachkompetenz, zweitens könne man sich das Fachwissen der Experten auch über deren Beteiligung im Gesetzgebungsverfahren, etwa durch Stellungnahmen oder Anhörungen, dienstbar machen und drittens sähen die Mitarbeiter in Selbstregulierungsorganisationen ihre Mitarbeit bei der Normsetzung nur als eine Nebenbeschäftigung oder als eine Beschäftigung auf Zeit und würden dementsprechend nicht ihre ganze Energie in diese Tätigkeit einbringen¹⁷⁶.

¹⁶⁹ Bardach/Kagan, *Regulatory Unreasonableness*, S. 241; Rider, *J. Comp. Corp. L.* (1978), S. 319, 338

¹⁷⁰ Roßkopf, *Selbstregulierung*, S. 44 m.w.N.

¹⁷¹ Vgl. Scarpa, in: Bortolotti/Fiorentini (Hrsg.), *Organized Interests*, S. 236, 244.

¹⁷² Michael, *Admin. L. Rev.* 47, S. 171, 182; Marti, *SchZStV* 101 (2000), S.516, 578; Fishman, *Comp. Lawyer* 14 (1993), S. 162, 164; Roßkopf, *Selbstregulierung*, S. 46 m.w.N.; Schmidt-Preuß, *ZLR* 1997, S. 249, 251; Donnan, *Austral. J. Corp. L.* 10 (1999), S. 1, 22; vgl. auch Cooter, *U. Penn. L. R.* 144 (1996), S. 1643, 1646: in entwickelter Volkswirtschaft ist der Staat auf Grund informativer Barrieren überfordert; siehe ähnlich Hommelhoff/Schwab, *BfUP* 50 (1998), 38, 45 mit umfangreichen Nachweisen aus dem dt. staatswissenschaftlichen Schrifttum.

¹⁷³ Karmel, 45 *Wash. & Lee L. Rev.* 1297, 1306 (1988).

¹⁷⁴ Michael, *Admin. L. Rev.* 47, S. 171, 182; Marti, *SchZStV* 101 (2000), S.516, 578; Brunner, *Rechtsetzung*, S. 115 ff.; Karmel, 45 *Wash. & Lee L. Rev.* 45 (1988), S. 1297, 1306.

¹⁷⁵ BVerfGE 33, 125, 159 f.

¹⁷⁶ Roßkopf, *Selbstregulierung*, S. 46.

Zutreffend ist natürlich, dass auch auf der Seite der staatlichen Regulierer teilweise hohes Fachwissen vorhanden ist. Naturgemäß unterscheidet sich dieses Wissen aber in der Betrachtungsperspektive und ist dementsprechend weniger an der praktischen Sicht der regulierten Unternehmen orientiert¹⁷⁷. Sofern in den Ministerien auch Praxiskompetenz vertreten ist, besteht trotzdem die Gefahr, dass dieses Wissen auf Grund neuer technischer oder wirtschaftlicher Entwicklungen nicht mehr aktuell ist.

Und zwar können die Behörden in der Tat auf externe Experten im Rahmen von Gutachten und Anhörungen zurückgreifen. Dies steigert den verwaltungstechnischen Aufwand aber nur noch weiter und lässt die staatliche Regulierung unter dem Gesichtspunkt der Flexibilität noch mehr in Rückstand geraten. Denn es ist ja gerade die Idee der De-Regulierung, die dazu anregen sollte, zur Reduzierung des bürokratischen Aufwands die Regulierung den Stellen mit der größten Regulierungskompetenz zu übertragen.

Eine andere Frage ist, ob den Mitgliedern in den Selbstregulierungsgremien genügend Anreize für eine Teilnahme am Regulierungsprozess gegeben wird. Auf die Bedeutung der Regulierungsanreize wird noch ausführlich einzugehen sein. Andererseits ist allerdings auch nicht gesagt, dass die Aufmerksamkeit staatlicher Regulierer immer uneingeschränkt ihrer Regulierungsaufgabe gilt. Insbesondere ist bei Ihnen die Gefahr größer, auf Grund politischer Erwägungen sachfremde Motive in den Normgebung einfließen zu lassen.

3. Akzeptanz

Ein weiteres Plus der privaten Selbstregulierung liegt in der Akzeptanz durch die betroffenen Kreise¹⁷⁸. Argumentiert wird damit, dass sich die Wirtschaft für die Regeln, die sie selbst erlasse, verantwortlich fühle¹⁷⁹. Außerdem stärke die Sachnähe der Selbstregulierungsorganisationen den Glauben der Regulierten, dass auf ihre Belange angemessene Rücksicht genommen wird. Im Idealfall kommt es so zu einer umfassenden Kooperation zwischen Betroffenen und Regulierungsorgan¹⁸⁰. Die Normen verlieren dann den Charakter von einseitig gesetzten Regeln, was die Akzeptanz weiter fördert¹⁸¹. So sieht auch das Bundesverfassungsgericht den Sinn der „Prinzipien der Selbstverwaltung und der Autonomie“ darin, „gesellschaftliche Kräfte zu aktivieren, den entsprechenden gesellschaftlichen Gruppen die Regelung solcher Angelegenheiten, die sie selbst betreffen und die sie in überschaubaren Bereichen am sachkundigsten beurteilen können, eigenverantwortlich zu überlassen und dadurch den Abstand zwischen Normgeber und Normadressat zu verringern“¹⁸².

Diese Argumentation hat sicherlich dann häufig Berechtigung, wenn es sich um die Selbstregulierung innerhalb eines Unternehmensverbands handelt. Für die sonstige private Regulierung, zumal in der Form der Fremdsteuerung, gilt sie nur bedingt. Dort sind Fälle denkbar, in denen die Interessen von Regulierer und Regulierten divergieren können. Dann ist aber auch fraglich, ob allein die Sachkompetenz ausreichend für eine

¹⁷⁷ Rider, J. Comp. Corp. L. (1978), S. 319, 338 f.

¹⁷⁸ Niederleithinger, ZLR 1997, S. 329, 330; Michael, Admin. L. Rev. 47, S. 171, 183; Marti, SchZStV 101 (2000), S. 516, 579; Brunner, Rechtssetzung, S. 116 f.; Ayres/Braitwaite, Responsive Regulation, S. 113; Fishman, Comp. Lawyer 14 (1993), S. 162, 164; Donnan, Austral. J. Corp. L. 10 (1999), S. 1, 23.

¹⁷⁹ Schmidt-Preuß, ZLR 1997, S. 249, 251: Wirtschaft ist „in der Pflicht“.

¹⁸⁰ Roßkopf, Selbstregulierung, S. 46.

¹⁸¹ So schon Rider, J. Comp. Corp. L. (1978), S. 319, 339.

¹⁸² BverfGE 33, 125, 156 f.

Akzeptanz der Regeln ist. Nach der hier vertretenen Konzeption werden sich die Unternehmen bzw. deren Management nur dann normkonform verhalten, wenn dies ihrem Eigeninteresse entspricht. Sei es, dass die Norm selbst diesem Eigeninteresse Geltung verleiht oder aber dass bei Nichtbefolgung entsprechende Sanktionen drohen. Auf einen „inhärenten“ Normbefolgungswillen kann kaum vertraut werden (vgl. näher 3. Kap. B II)¹⁸³. Die Akzeptanz einer Norm wird umso größer sein, je mehr sie dem Interesse des Normadressaten gerecht wird. Allein die Sachkompetenz des Regulierers lässt aus Sicht der Regulierten nicht in jedem Fall vermuten, dass ihren so verstandenen Belangen Rechnung getragen wird.

4. Kosteneffizienz

Die Reduzierung der mit der Regulierung verbundenen Kosten für den Fiskus wird in der Regel als ein weiterer Vorteil der Selbstregulierung angeführt¹⁸⁴. Dieses Argument beinhaltet zwei zu unterscheidende Aspekte. Zum einen geht es um die Frage, inwieweit die der privaten Regulierungsinstanz entstehenden Kosten geringer sind als die Kosten, die dem Staat bei der Normsetzung entstehen würden, also um die Effizienz des Normgebungsprozesses. Unter diesem Aspekt sollte derjenige die Normsetzungsaufgaben wahrnehmen, der der „*cheapest standard setter*“¹⁸⁵ ist. Zum anderen hat das Problem aber auch eine verteilungspolitische Komponente, indem es schlicht um die Frage geht, wer die Kosten der Normgebung zu tragen hat¹⁸⁶.

Natürlich ist nicht in jedem Fall gesichert, dass die gesamten Kosten in einem System mit autoregulativen Komponenten geringer ausfallen als in einem einseitig staatlichen Regulierungssystem. Selbstregulierung muss nicht gleichbedeutend mit Deregulierung sein¹⁸⁷. Dies liegt insbesondere daran, dass der Staat auf eine Überwachung der privaten Regulierung häufig nicht verzichten kann und dadurch zusätzliche Kosten anfallen¹⁸⁸. Oder aber daran, dass der Staat in bestimmten Fragen eine direkte Regulierung vornimmt und es so zu einem kostspieligen Nebeneinander von autonomer und heteronomer Regulierung kommt¹⁸⁹. Und schließlich kann der Staat unter Umständen von *economies of scale* der Regulierung profitieren, also von Größenvorteilen, was vor allem im Bereich der Normdurchsetzung von Bedeutung sein dürfte¹⁹⁰.

Jedenfalls kommt es aber zu einer Kostenabwälzung vom Staat auf die privaten Regulierungsorganisationen und damit indirekt in der Regel auch auf die Regulierten selbst. Neben der Entlastung für den öffentlichen Haushalt ist dies auch unter Steuerungsgesichtspunkten ein wichtiger Aspekt. Durch die Internalisierung der

¹⁸³ So aber Michael, Admin. L. Rev. 47, S. 171, 183 FN 50; vgl. auch Bardach/Kagan, Regulatory Unreasonableness, S. 65f, die davon ausgehen, dass die heute bestehenden Regulierungssysteme nicht funktionsfähig wären, wenn die Normbefolgung nur auf Sanktionsandrohungen beruhte.

¹⁸⁴ Schmidt-Preuß, ZLR 1997, S. 249, 251; Hoffmann-Riem, DVBl. 1996, S. 225, 227; Donnan, Austral. J. Corp. L. 10 (1999), S. 1, 23.

¹⁸⁵ Dies ist angelehnt an die Figur des „cheapest cost avoider“, die von den Anhängern der ökonomischen Analyse des Rechts als Argumentationsfigur im Bereich des Schadensrecht verwendet wird, vgl. dazu Schäfer/Ott, Lehrbuch der ökonomischen Analyse, S. 213 f.; Salje, Rechtstheorie 1984, S. 277, 285 f.

¹⁸⁶ Vgl. zu der Unterscheidung auch Ayres/Braithwaite, Responsive Regulation, S. 103 f.

¹⁸⁷ Spindler, JNPÖ 15 (1996), S. 205, 224.

¹⁸⁸ Michael, Admin. L. Rev. 47, S. 171, 184.

¹⁸⁹ Vgl. Jennings, Law & Contemp. Probs. 29 (1964), S. 663, 678 am Beispiel einer 2/3 zu 1/3 Aufteilung zwischen direkter Regulierung und überwachter Selbstregulierung.

¹⁹⁰ Vgl. Ayres/Braithwaite, Responsive Regulation, S. 121.

Regulierungskosten werden in der betreffenden Industrie Anreize für eine effiziente Regulierung geschaffen¹⁹¹.

5. Unbedeutsamkeit von Landesgrenzen

In jüngerer Zeit wurde mit der Möglichkeit der internationalen Ausrichtung auf einen weiteren Vorteil der privaten Regulierung hingewiesen¹⁹². Mit Hilfe der privaten Steuerung ist eine weltweite Harmonisierung von Normen möglich¹⁹³. Da die Implementierung autonomer Normen in der Regel ohne hoheitliche Instrumentarien auskommt, stellen auch die Grenzen nationaler Hoheitsgewalt kein Problem dar.

Als Beispiele für Harmonisierungsbemühungen im Bereich des Kapitalmarktrechts sind etwa die Bestrebungen des IASC (International Accounting Standards Committee) zu nennen¹⁹⁴. Der IASC ist eine unabhängige private Organisation mit Sitz in London, die es sich zum Ziel gesetzt hat, die handelsrechtlichen Bilanzierungsvorschriften weltweit zu harmonisieren. In Deutschland haben die so entstandenen Bilanzierungsgrundsätze schon eine gewisse gesetzgeberische Anerkennung gefunden. §292a HGB befreit von der Konzernrechnungslegungspflicht nach deutschem Recht, wenn ein Abschluss nach international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen aufgestellt wurde, worunter auch die IAS fallen.

Dass internationale Harmonisierungsbemühungen im Kapitalmarktrecht ebenso von staatlicher Seite ausgehen können, zeigt die Tätigkeit der IOSCO (International Organization of Securities Commissioners). Sie wurde in den 70'er Jahren als Diskussionsforum für Kapitalmarktregulierer aus mehr als 40 Ländern gegründet. Ziel der Organisation ist die weltweite Koordinierung der Regulierung der Finanzmärkte durch Statuierung von allgemein anerkannten Zielen und Grundsätzen¹⁹⁵.

II. Die Nachteile der privaten Regulierung

Den Vorteilen der Regulierung durch Private stehen eine gewisse Anzahl von Nachteilen gegenüber. Zu nennen sind in dieser Hinsicht insbesondere die Vernachlässigung der öffentlichen Interessen, Mängel bei der Durchsetzbarkeit privater Normen und allgemeine Rechtsstaatlichkeitsdefizite.

1. Vernachlässigung öffentlicher Interessen / Externalitäten

Ein häufig vorgebrachter Einwand gegen die private Regulierung ist, dass das öffentliche Interesse hinter den Interessen der regulierenden Industriemitglieder zurücktreten müsse. Insbesondere finde in der Regel weder eine Anhörung aller betroffenen Kreise statt noch

¹⁹¹ Roßkopf, Selbstregulierung, S. 47; Bagott, Pub. Admin. (1989), S. 435, 443.

¹⁹² Marti, SchZStV 101 (2000), S.516, 579.

¹⁹³ Marti, SchZStV 101 (2000), S.516, 579 nennt als Beispiele die Harmonisierungen im Handel wie etwa die Incoterms (International Commercial Terms) und die technische Normung, jeweils mit Nachweisen.

¹⁹⁴ Vgl. zu den privaten Standardsetzungsgremien IASC, FASB und DRSC etwa Küting/Brakensiek, BB 1999, S. 678 ff.

¹⁹⁵ Salomon/Corso, John Marshall L. Rev. 24 (1991), 299, 334; siehe ausführlich auch www.iosco.org/docs-public/1998-objectives.html; einen Überblick über die Struktur der IOSCO gibt Guy, in: Edwards/Patrick, Regulating international financial markets, S. 291 ff.

die Durchführung eines allgemeinen Interessenausgleichs¹⁹⁶. Mögliche externe Effekte auf nicht an der Regulierung beteiligte Kreise blieben meist unberücksichtigt¹⁹⁷.

Teilweise wird weiter die Objektivität und Unabhängigkeit des Regulierers von den Regulierte als unabdingbare Notwendigkeit für eine neutrale Abwägung verschiedener Interessen gesehen¹⁹⁸. Die beschränkte Perspektive von privaten Regulierungsorganisationen auf gewisse Regulierungsbereiche begründe zudem die Gefahr der Isolierung einzelner Branchen und der Koordinationslosigkeit der Regulierung in verschiedenen Industrien¹⁹⁹. So könne die Möglichkeit bestehen, dass die betroffenen Teilsysteme in unkontrollierter und unkoordinierter Weise auseinander driften und damit die Funktionalität des Gesamtsystems gefährden²⁰⁰. Dass sich das Interesse des Selbstregulierers mit dem Gemeinwohl deckt, könne dann nicht mehr als eine Hoffnung sein²⁰¹.

Die Vernachlässigung öffentlicher Interessen komme auch in wettbewerbsbeschränkenden Tendenzen der privaten Regulierung zum Vorschein. So geschehe es häufig, dass an den Marktzugang zu hohe Anforderungen gestellt würden oder Preisabsprachen durchgeführt würden²⁰².

Wie sich in der Folge zeigen wird, treffen diese Einwände nicht auf jede Art der privaten Regulierung zu. Individual- und Gemeinschaftsinteresse müssen nicht zwangsläufig entgegengesetzt sein. Was für die „unsichtbare Hand“ des Marktmechanismus für Gütertauschprozesse gilt, kann auch auf dem „Markt für Regulierung“ funktionieren. Weiter ist eine, die Gefahr der Einseitigkeit begründende Interessenkongruenz zwischen Regulierer und Regulierte nicht in jedem Fall vorhanden. Und schließlich kann in den Fällen, in denen der Staat die Selbstregulierung durch prozessuale Vorgaben steuert, die Partizipation von Vertretern externer Interessen gesichert werden.

2. Durchsetzbarkeitsdefizit

Als weiterer gravierender Nachteil der privaten Regulierung wird das Durchsetzbarkeitsdefizit genannt. Empirische Untersuchungen auf dem Kapitalmarkt legen aber nahe, dass die Möglichkeiten der Durchsetzung kapitalmarktrechtlicher Normen für deren tatsächliche Effektivität von erheblicher Bedeutung sind²⁰³. In den Fällen der komplett freiwilligen Selbstregulierung durch *Gentlemen's Agreements* gibt es definitionsgemäß überhaupt keine rechtlich wirksamen Sanktionen für Verstöße gegen die Abmachungen. Und in vielen anderen Fällen sehen Selbstregulierungssysteme nur die beiden Extreme einer schlichten Verwarnung oder eines Ausschlusses aus der jeweiligen Organisation oder dem Vertragssystem vor²⁰⁴. Das Bestehen eines abgestuften Systems von Sanktionsmöglichkeiten ist jedoch elementare Voraussetzung für die

¹⁹⁶ Marti, SchZStV 101 (2000), S.516, 580; Nobel, private Selbstregulierung, S. 443 f.

¹⁹⁷ Vgl. plastisch Fishman, Comp. Lawyer 14 (1994), S. 162, 164: „self-regulatory bodies emphasise the ‘self’ ...rather than the ‘regulation’”.

¹⁹⁸ Cane, Civ. Just. Quart. (1989), S. 324, 330 f.

¹⁹⁹ Black, Mod. L. R. (1996), S. 24, 25; Fishman, Deregulation, S. 51 f.

²⁰⁰ Denninger, Verfassungsrechtliche Anforderungen, S. 128.

²⁰¹ Denninger, Verfassungsrechtliche Anforderungen, S. 126.

²⁰² Roßkopf, Selbstregulierung, S. 47; Ogus, Ox. J. Leg. Stud. (1995), S. 97, 99; Langhardt, Rahmengesetz, S. 102.

²⁰³ Vgl. Modigliani/Perotti, Int. Rev. Fin. 1 (2000), S. 81 ff.; La Porta, Rafael/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny, J. Fin. Econ. 58 (2000), S. 3, 22; vgl. auch Erhardt/Nowak, AG 2002, S. 336, 338 f.

²⁰⁴ Roßkopf, Selbstregulierung, S. 47.

Funktionsfähigkeit eines Kontrollsystems²⁰⁵. Hinzu kommt, dass grundsätzlich nur die angeschlossenen Kräfte an die private Normen gebunden werden können²⁰⁶.

Nicht nur die Sanktion von Normbrüchen ist in einem privatregulativem System problematischer, sondern auch das Entdecken von Verstößen und deren Beweis, also die Wahrnehmung der Kontrollfunktion. Denn es fehlt an den Mitteln der zwangsweisen Beweiserhebung²⁰⁷. Anders als staatlichen Stellen steht rein privaten Regulierungsorganisationen weder die Möglichkeit zu, zwangsweise Durchsuchungen zur Erhebung von Urkundsbeweisen vorzunehmen noch die Möglichkeit, Zeugen unter Androhung von Zwangsmaßnahmen vorzuladen.

Zur Beurteilung der Durchsetzbarkeit von privaten Regulierungsnormen wird man nicht umhin können, zwischen den verschiedenen Formen der privaten Regulierung zu differenzieren. Die schwächste Form der Regulierung, die rein private Selbstverpflichtung ohne Rechtsbindung, muss in der Tat in manchen Gebieten auf die freiwillige Normbefolgung vertrauen. Dort, wo die Unternehmen der Bewertung durch einen Markt ausgesetzt sind, kann aber durch die drohenden Konsequenzen aus dem Bekanntwerden eines Regelverstößes oder einer schlichten Mahnung ein nicht zu unterschätzender Normbefolgungsdruck aufgebaut werden²⁰⁸. In den Fällen, in denen die Regulierten die Normbefolgung vertraglich zusichern bzw. sich einer Regulierungsinstanz unterwerfen, bestehen dagegen durchaus Mittel der Rechtsdurchsetzung. Dort besteht auch die Möglichkeit, durch die Vereinbarung von Vertragsstrafen abgestufte Anreize zur Normbefolgung zu schaffen.

Und schließlich gibt es nach dem hier untersuchten weiten Konzept auch Selbstregulierung, bei der öffentlich-rechtliche Rechtsnormen gesetzt werden. Dort steht dann auch das gesamte öffentlich-rechtliche Instrumentarium der Rechtsdurchsetzung zur Verfügung.

3. Rechtsstaatlichkeitsdefizit: mangelnde Transparenz und Rechtsschutz

Die Kehrseite der höheren Flexibilität der privaten Regulierung auf Grund der Nichtgebundenheit an staatliche Prinzipien besteht in der Schwächung der Position der durch die Regulierung Betroffenen. Dem Staat stehen nur beschränkte Möglichkeiten der Kontrolle der privaten Regulierer zu²⁰⁹.

Privaten Regulierungsverfahren, so heißt es, fehle es oft an fundamentalen verfahrensrechtlichen Sicherungen wie etwa der Gewährung rechtlichen Gehörs²¹⁰. Auch bestehe bei rein privaten Verfahren weder eine Bindung an den Bestimmtheitsgrundsatz noch das Erfordernis der Begründung einer Entscheidung. Dort könnten die Entscheidungen der Regulierungsorganisationen auch nicht mit öffentlich-rechtlichen Rechtsmitteln angegriffen werden, sondern nur mit zivilprozessualen Mitteln, die im Hinblick auf Prozessführung und -kosten riskanter seien²¹¹. Drittbetroffenen würde in der Regel nicht einmal dieser Weg offen stehen²¹². Auch bestehe bei rein privaten Normen

²⁰⁵ Ayres/Braithwaite, *Responsive Regulation*, S. 35 ff.; vgl. auch Instefford/Jackson/Perraudin, *Economic Policy* 27 (1998), S. 587, 591.

²⁰⁶ Marti, *SchZStV* 101 (2000), S.516, 584.

²⁰⁷ Roßkopf, *Selbstregulierung*, S. 48.

²⁰⁸ Siehe näher 3. Kap. B III 1 a.

²⁰⁹ Roßkopf, *Selbstregulierung*, S. 48.

²¹⁰ Fishman, *Deregulation*, S. 54; Sabrowsky, *Selbstregulierung*, S. 176; Roßkopf, *Selbstregulierung*, S. 49.

²¹¹ Marti, *SchZStV* 101 (2000), S.516, 582.

²¹² Marti, *SchZStV* 101 (2000), S.516, 582.

kaum die Möglichkeit einer abstrakten Normenkontrolle. Auch dem Grundsatz der Transparenz werde häufig nicht nachkommen. Weder seien die Normsetzungsverfahren öffentlich, noch werden die erlassenen Normen zwingend in öffentlich zugänglichen Formen publiziert²¹³. In der Regel werde in den privaten Regulierungsorganisationen auch keine Trennung in legislative, exekutive und judikative Funktionen vorgenommen, also der Grundsatz der Gewaltenteilung nicht beachtet²¹⁴.

Diese Kritik an privater Normsetzung trifft in vollem Umfang sicherlich allenfalls auf die rechtsunverbindlichen *Gentlemen's Agreements* zu. Sobald aber ein privates Regelwerk Rechtsgeltung beansprucht, treten die der staatlichen Geltungsanordnung zu entnehmenden Bindungen ein, die sich im Ergebnis häufig nicht viel von den öffentlich-rechtlichen Rechtsstaatlichkeitsgrundsätzen unterscheiden. Am deutlichsten wird sich dies im dritten Teil dieser Arbeit in den Fällen zeigen, in denen die privaten Regelwerke als Allgemeine Geschäftsbedingungen Teil einer vertraglichen Abrede werden. Dann verlangen die §§ 305 ff. BGB nicht nur die Beachtung bestimmter Transparenzgrundsätze, sondern eröffnen auch den Weg der Inhaltskontrolle des Regelwerks. Mit § 2 UKlaG existiert dort auch ein von Verbänden geltend zu machender Unterlassensanspruch bei Verwendung rechtswidriger AGB, der einer öffentlich-rechtlichen Normenklage ähnelt.

III. Zwischenergebnis

Betrachtet man sich diese erste Gegenüberstellung der in der Literatur genannten Vor- und Nachteile der Beteiligung Privater an Normsetzung und -durchsetzung, so lassen sich schon gewisse vorsichtige Schlüsse im Hinblick auf die notwendigen Voraussetzungen einer wirkungsvollen privaten Regulierung ziehen. Sie erscheint im Vergleich zu staatlicher Regulierung immer dann vorzugswürdig, wenn der Regelungsbereich eine erhöhte Flexibilität erfordert, wenn die Akzeptanz einer Regulierung gesichert erscheint oder wenn der Regelungsbereich auf Grund seiner Komplexität nach einer besonderen Sachkenntnis und Sachnähe verlangt bzw. das Auffinden der „richtigen“ Regulierung allenfalls in einem wettbewerbsgesteuerten heuristischen Verfahren gelingen kann. Staatliche Regulierung ist umgekehrt tendenziell dann vorzugswürdig, wenn dem staatlichen Durchsetzungsinstrumentarium eine gesteigerte Bedeutung zukommt und / oder wenn durch die Selbstregulierung die als vorrangig eingeschätzten Interessen der Allgemeinheit nicht ausreichend berücksichtigt werden.

²¹³ Nobel, Private Selbstregulierung, S. 441, 455; Roßkopf, Selbstregulierung, S. 50; Marti, SchZStV 101 (2000), S.516, 582.

²¹⁴ Roßkopf, Selbstregulierung, S. 50, Ogus, Ox. J. Leg. Stud. (1995), S. 97, 99; ders., Regulation, S. 108.

3. Kapitel Die ökonomische Theorie der Selbstregulierung

Nun gilt es, den vorangehenden allgemeinen Überlegungen über die Vor- und Nachteile bzw. den Möglichkeiten und Grenzen der Selbstregulierung eine theoretische Fundierung in der ökonomischen Analyse des Rechts zu verleihen. Von einem positiven Ansatz aus lässt sich nach Erklärungen für Phänomene der privaten Regulierung auf dem Kapitalmarkt fragen. Aus normativer Perspektive wäre die Frage nach einer Theorie der Wahl der optimalen Handlungsform zu stellen. Beide Ansätze induzieren eine Komplexität der Problemstellung, die eine umfassende Behandlung auf abstraktem Niveau als ausgeschlossen erscheinen lässt. Versucht werden soll daher an dieser Stelle nur, die notwendigen Elemente einer ökonomischen Theorie der Selbstregulierung vorzustellen und so den Rahmen für die konkreteren Fragestellungen im Anschluss abzustecken.

Wie sich im vorangehenden Kapitel gezeigt hat, stehen den Vorteilen der Selbstregulierung auch eine Reihe nicht unbeachtlicher Nachteile gegenüber. Dies impliziert, dass sich eine allgemeine Vorzugswürdigkeit einer bestimmten Regulierungskonzeption nicht begründen lässt. In der Literatur findet sich vielfach die pauschale Feststellung, dass die Stärkung von selbstregulativen Elementen wünschenswert, gleichzeitig aber auch ein wirksames System staatlicher Aufsicht einzurichten sei¹. Dahinter steht offensichtlich der Wunsch, die Vorteile der Selbstregulierung zu nutzen und die Nachteile zu begrenzen. Angesichts der Vielzahl der unterschiedlichen Erscheinungsformen der Selbstregulierung tut jedoch eine differenziertere Betrachtungsweise Not. Die Frage nach der generellen Einsatzmöglichkeit von privaten Regulierungsmechanismen ist wenig ergiebig. Abhängig vom Regulierungsbereich wird die Frage nach dem gebotenen Maß staatlichen Einflusses auf die Normsetzung und die Normdurchsetzung unterschiedlich zu beantworten sein. Es gilt also, Kriterien zu entwickeln, nach denen eine effiziente und effektive Balance zwischen staatlicher und autonomer Steuerung gefunden werden kann.

Die zweite Variable in der steuerungstheoretischen Auswahl-situation² ist die Institution bzw. Gruppierung, welche die Normsetzungsaufgabe wahrnehmen soll. So kann die für die Teilnahme am Börsenhandel erforderliche Qualifikation etwa von den Börsen selbst geregelt werden, könnte aber auch Aufgabe eines Berufsverbandes sein. Beide haben ein Interesse daran, ein gewisses Qualifikationsniveau zu sichern. Dabei ist die Frage zu beantworten, inwieweit die Motivation, die die verschiedenen möglichen Normgeber antreibt, dem staatlichen Regulierungsziel entspricht. Das Problem der Wahl der richtigen Regulierungsinstanz stellt sich also nicht isoliert von der Frage nach den

¹ Hopt/Baum, Hopt/Baum, in: Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, S. 4 f, 367 f.; IOSCO, Model for Effective Regulation, S. 8; Ruffner, in: Meier-Schatz (Hrsg.), Das neue Börsengesetz der Schweiz, S. 7, 10 mit Hinweis auf die gesetzgeberische Zielgebung bei der schweizerischen Börsenreform 1993; Baums/Segna, Börsenreform, S. 46.

² Vgl. auch Schuppert/Bumke, Schuppert/Bumke, in: Kleindiek/Oehler (Hrsg.), Zukunft, S. 71, 100, die folgende Auswahl-situationen charakterisieren: 1. hinsichtlich des Regelungstyps (Gesetzliche Detailsteuerung, Verordnungsermächtigung oder Gesetzgeberische Verweisung) u. 2. hinsichtlich der Regelungsebene (verfassungsändernde Gesetze, Grundlagengesetze, Maßstäbengesetze, „normale“ Gesetze oder vereinfachte Gesetzgebung wie Verordnungen, Verwaltungsvorschriften u. Inkorporierung nichtstaatlicher Standardsetzung); Siehe ähnlich Schuppert, in: Grimm (Hrsg.), Staatsaufgaben, S. 647 ff.

Regulierungsanreizen und den Möglichkeiten der Normdurchsetzung, sondern ist ein Teilaspekt dieser Frage.

Als Ausgangspunkt der folgenden Überlegungen ist zunächst die Feststellung unerlässlich, dass die übliche dualistische Gegenüberstellung von der (selbst)regulierenden Wirtschaft auf der einen Seite und dem Staat auf der anderen Seite die regulatorische Problemstellung nur unvollständig beschreibt. Neben dem Staat sind die regulierende Institution und die Adressaten der Regulierung vielmehr als getrennte, nicht notwendigerweise identische Gruppen mit möglicherweise unterschiedlichen Zielen und Interessen zu behandeln³.

A. Aspekte der Normsetzung

Als notwendige Bedingung der Normentstehung wurde bereits die Möglichkeit der Internalisierung externer Effekte identifiziert. Dort, wo externe Effekte vorliegen, existieren immer auch Anreize, diese externen Effekte zu eliminieren. Ist das Bestehen eines Regulierungsanreizes nun also eine notwendige Voraussetzung der Normsetzung, so ist es doch nicht hinreichend. D.h., wenn es zu privater Normgebung kommen soll, müssen Anreize in irgendeiner Art vorhanden sein. Umgekehrt gilt aber nicht, dass immer dann, wenn gewisse Anreize vorhanden sind, sich Verhaltensregeln herausbilden werden. Dies erklärt sich daraus, dass eine Normierung für den Normgeber nur dann sinnvoll ist, wenn sein Nutzen aus der Normsetzung größer ist als die ihm durch sie verursachten Kosten⁴.

1. Hinreichende Bedingungen für eine effektive Selbstregulierung

Eine hinreichende Bedingung für die Normentstehung ist also, dass Anreize der Normsetzung in der Art bestehen, dass das Kosten-Nutzen-Kalkül auch auf der individualisierten Ebene des potentiellen Normgebers aufgeht⁵. Nicht ausreichend ist dagegen, dass der insgesamt durch die Normierung entstehende Wohlfahrtszuwachs größer ist als die für den Normgeber entstehenden Kosten. Entscheidend ist, ob eine Möglichkeit besteht, den Normierer an den Vorteilen der Normsetzung soweit partizipieren zu lassen, dass er mindestens für seine Normsetzungskosten entschädigt wird.

Bestehen nun diese hinreichenden Anreize für den Selbstregulierer zur Setzung von Verhaltensregeln, ist damit noch nicht gesagt, dass die resultierende Normsetzung auch im staatlichen Interesse steht. Erforderlich für eine aus staatlicher Sicht interessengerechte Instrumentalisierung privater Eigeninitiative ist vielmehr, dass sich die privaten Interessen des privaten Regulierers und das staatliche Regulierungsziel decken. Eine solche Interessenkongruenz wird im Rahmen des ökonomischen Verhaltensmodells in der Regel nur mittelbar vorhanden sein, wenn die Durchsetzung der Ziele der privaten Regulierungsorganisation gleichzeitig auch dem staatlichen Regulierungsziel dient⁶.

³ Ausführlich Ayres/Braithwaite, *Responsive Regulation*, S. 54 ff., die ausgehend von dieser Erkenntnis ein Regulierungsmodell des „*tripartism*“ entwerfen.

⁴ Opp, *Entstehung*, S. 84.

⁵ Engel, *Normen und Nutzen*, S. 95.

⁶ Unmittelbare Kongruenz bei gewinnorientierten privaten Normsetzern würde voraussetzen, dass das staatliche Regulierungsziel in der Umverteilung zum Normsetzer besteht, also in der wirtschaftlichen Privilegierung einer Gruppe im Vergleich zum reinen Marktergebnis. In der Regel sind mögliche Effizienzsteigerungen für den Staat

Für den notwendigen Umfang staatlicher Intervention bietet die ökonomische Theorie also zunächst eine eindeutige Aussage. Je eher für eine Personengruppe die notwendigen und hinreichenden Bedingungen der Normsetzung erfüllt sind und je eher die Ziele dieser Regulierungsinstitution den staatlichen Regulierungszielen entsprechen, desto weniger ist die Einflussnahme seitens des Staates auf den privaten Regulierungsmechanismus notwendig.

2. Das Problem der Bestimmung der privaten Zielfunktion

Was in der abstrakten Beschreibung des Problems der Regelungsformwahl so einfach klingt, wird in der Realität aber nur äußerst schwierig umsetzbar sein. Dies liegt an der Schwierigkeit, die Ziele der betreffenden Regulierungsinstitution zu bestimmen. Die Grundlage jeder wirtschaftswissenschaftlichen Analyse des Verhaltens von Marktakteuren ist deren entscheidungssteuernde Zielfunktion. Nach der Idee des *homo oeconomicus* betreibt das Individuum bewusst die Maximierung seines (erwarteten) Nutzens. Der Nutzen selbst ist aber nicht beobachtbar, ebenso wenig wie eine mögliche Nutzenfunktion, die den unterschiedlichen Entscheidungsalternativen einen erwarteten Nutzenwert zuordnet. Noch komplexer wird das Problem, wenn es um die Beschreibung des Verhaltens von Organisationen geht. Oft wird auch hier die Annahme gemacht, die Organisationen betrieben die Maximierung eines Zielwerts, seien also mit demselben individualistischen Akteurmodell wie natürliche Personen abzubilden. Selbst wenn man diese Annahme akzeptiert, bereitet die Bestimmung der Zielfunktion häufig vergleichbare Schwierigkeiten wie bei natürlichen Personen. Relativ einfach ist es nur dann, wenn es um eine gewinnorientierte Gesellschaft geht, deren Anteile sich im Streubesitz befinden. Dort scheint das Ziel der Maximierung des *Shareholder Value* eine approximativ stimmige Annahme an das Entscheidungsverhalten. Aber selbst für solche Unternehmen wurde lange Zeit, jedenfalls in der rechtswissenschaftlichen Literatur⁷, das Gebot eine Ziel-Mixes propagiert, welcher auch an den Interessen der übrigen *Stakeholder* im Unternehmen orientiert sein sollte.

Die Ziele des privaten Regulierers müssen nun nicht (ausschließlich) auf die eigene Gewinnerzielung bzw. die seiner Mitglieder beschränkt sein. So bezweckt die DVFA Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management neben der Förderung der Interessen der Mitglieder durch Mitarbeit in anderen internationalen Verbänden etwa auch, das Verständnis der Öffentlichkeit für die Bedeutung und Funktion der Finanzanalyse zu fördern⁸. Allerdings werden die Ziele wirtschaftlichen Interessenvereinigungen in der Regel in wesentlichem Maße auf die Verbesserung der eigenen oder der wirtschaftlichen Situation ihrer Mitglieder abzielen, auch wenn dies nicht ausdrücklich aus den offiziellen Programmsätzen bzw. Organisationssatzungen hervorgeht.

Für die nicht gewinnorientierten Börsen werden schließlich in der Literatur unterschiedliche Zielfunktionen vorgeschlagen. So wird teilweise angenommen, dass die

unmittelbares Regulierungsziel, für den privaten Normgeber aber nur Mittel zum eigentlichen Zweck der Gewinnsteigerung.

⁷ Siehe Nachweise unter 1. Kap., B III.

⁸ Sie weiteren Ziele sind, durch Information, Veröffentlichungen und Aus- und Weiterbildung die berufliche Qualifikation ihrer Mitglieder zu fördern; die Berufsausübung auf einem qualitativ hohen, international anerkannten Niveau mittels professioneller Standards zu gewährleisten und das Vertrauen nationaler und internationaler Anleger in die Kapitalmärkte zu stärken und damit deren Attraktivität zu fördern; siehe ausführlich <http://www.dvfa.de/satzung.html>.

Börsen versuchen, die Gesamteinnahmen der Handelsteilnehmer zu maximieren, wobei dies etwa über die Optimierung der Teilnehmerzahl oder die Maximierung des Handelsumsatzes erreicht werden soll⁹. Von anderen wird den Börsen unterstellt, sie maximierten die Qualität ihrer angebotenen Dienstleistung¹⁰.

Auch das zweite Problem, welchem man sich bei der Bestimmung der Zielfunktion einer Organisation konfrontiert sieht, resultiert aus der Existenz heterogener Interessengruppen. Denn die Vorstellung, die betrachtete Normgebungsorganisation handle nach außen als eine abstrakte Einheit, ist mit realen Entscheidungsstrukturen nicht in Einklang zu bringen. Dies wird unmittelbar einsichtig, wenn man etwa die komplexen Regelungen betrachtet, die im Gesellschaftsrecht notwendig sind, um die verschiedenen Interessen der an der Unternehmung Beteiligten zum Ausgleich zu bringen. Nun wäre es unrealistisch anzunehmen, dass sich die internen Interessenkonflikte nicht auch auf die externen Handlungsentscheidungen der Unternehmung auswirken. Was *Jensen u. Meckling*¹¹ einflussreich für die Unternehmung beschrieben haben, gilt generell auch für die Normsetzungsorganisation und findet sich entsprechend auch im Konzept der positiven Regulierungstheorie¹². Die normsetzende Organisation ist keine Einheit, sie besteht ihrerseits aus Individuen, die individuelle Ziele verfolgen. Diese können einerseits persönlicher Natur sein, andererseits aber auch in der Vertretung von heterogenen fremden Partikularinteressen liegen. Wenn man also die Ziele einer normsetzenden Organisationen charakterisieren will, ist eine Disaggregation der organisatorischen Einheit auf die Ebene der Entscheidungsträger unausweichlich. Allgemein gilt dies für jede Organisation. Der Einfluss der Organisationsstruktur auf das Entscheidungsverhalten wird sich bei der Börse in der Folge allerdings in besonderem Maße herausstellen¹³.

B. Aspekte der Normdurchsetzung

Von erheblicher Bedeutung für die Effektivität kapitalmarktlicher Normen sind die Möglichkeiten ihrer Durchsetzung¹⁴. Auch für das Problem der Normdurchsetzung bietet das Verhaltensmodell des *homo oeconomicus* eine klare Richtschnur: eine Norm wird nur dann befolgt, wenn der erwartete Nutzen aus der Normbefolgung höher ist als der erwartete Nutzen aus dem Normbruch.

I. Normbefolgung auf Grund inhärenter wirtschaftlicher Anreizkompatibilität („self-enforcing regulation“)

Der ideale Fall ist der, in dem die Normbefolgung für jeden Adressaten seinen individuellen Interessen entspricht. Dann hat auch ohne externe Sanktionsdrohungen keiner der Normadressaten einen Anreiz, von der Strategie der Normbefolgung abzuweichen. Der inhärente Nachteil bzw. der entgangene Vorteil im Falle des

⁹ Ferrarini, in: Ferrarini (Hrsg), *European Securities Markets*, S. 245, 247.

¹⁰ Vgl. näher Lee, *What is an Exchange?*, S. 23 mit Nachweisen aus der wirtschaftstheoretischen Literatur.

¹¹ Jensen/Meckling, *J. Fin. Econ.* 3 (1976), S. 305 ff.

¹² In die deutsche verwaltungsrechtlichen Diskussion um die gesteuerte Selbstregulierung hat die Bedeutung der Organisationsformen erst in jüngster Zeit durch Schmidt-Preuß, *DÖV* 2001, S. 45 ff. Eingang gefunden.

¹³ Vgl. dazu Merkt, Gutachten zum 64. Dt. Juristentag, G 90 m.w.N.

¹⁴ Vgl. La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny, *J. Fin. Econ.* 58 (2000), S. 2, 22; Erhardt/Nowak, *AG* 2002, S. 336, 338 f.; siehe auch die empirische Untersuchung bei Modigliani/Perotti, *Int. Rev. Fin.* 1 (2000), S. 81 ff.

Normbruchs ist als Sanktion ausreichend. Oder in den Worten der Spieltheorie formuliert: die Normbefolgung stellt ein stabiles Gleichgewicht dar. Dabei lässt sich weiter unterscheiden zwischen Gleichgewichten in dominanten und solchen in nicht-dominanten Strategien. In den bei gesetzten Normen seltenen Gleichgewichten in dominanten Strategien ist die Normbefolgung immer die für die Individuen beste Strategie, ganz gleich wie sich die anderen verhalten. Bei Gleichgewichten in nicht-dominanten Strategien ist Normkonformität nur dann individuell optimal, wenn die anderen sich ebenfalls normkonform verhalten.

Nahe liegende Beispiele für anreizkompatible Normen sind vor allem Kompatibilitätsstandards wie die der DIN-Normen. Von deren Befolgung hat jeder Hersteller oder Verwender der betreffenden Produkte inhärent den Vorteil, die Kosten der individuellen Anpassung zu vermeiden. Die Koordination der eigenen Aktivitäten mit denen der jeweiligen Marktgegenseite steht also im Interesse eines jeden Marktakteurs¹⁵. Ähnliche Wirkungen haben etwa auch die Handelsusancen an den Börsen, die die Koordinierung von Transaktionen vereinfachen und die Kompatibilität von Angebot und Nachfrage gewährleisten.

Aus der Gleichgewichtseigenschaft lassen sich für die Durchsetzung der Normen zwei Schlüsse ziehen¹⁶. Erstens, die Norm ist selbstdurchsetzend. Aus Sicht des Regulierers bedeutet dies, dass Vorkehrungen zur Sicherung der Normbefolgung und -durchsetzung, also insbesondere die Androhung von Sanktionen, nicht erforderlich sind. Die Norm wird von jedem rational agierenden Marktteilnehmer befolgt. Keiner hat einen Anreiz des Normbruchs, jedenfalls dann, wenn die anderen sich normkonform verhalten. Und zweitens erwartet jeder, dass die anderen sich normkonform verhalten und wird deswegen selbst die Norm einhalten.

Dem Regulierer kommen bei solchen sich selbst durchsetzenden Normen zwei Aufgaben zu. Zum einen mag die individuelle Vorteilhaftigkeit der Normbefolgung nicht allen Normadressaten bewusst sein. Insofern ist eine Informationsaufgabe zu leisten. Zum anderen besteht die Möglichkeit der Existenz mehrerer Gleichgewichte¹⁷. Folge kann ein Koordinierungsproblem unter den Marktteilnehmern sein. Dies lässt sich einfach am Beispiel des Straßenverkehrs veranschaulichen, wo es aus Effizienz Gesichtspunkten nicht wichtig ist, ob die Fahrzeuge jeweils die rechte Seite der Fahrbahn benutzen oder die linke. Wichtig ist, dass sich die Verkehrsteilnehmer einig sind, welche Regel gelten soll. In anderen Fällen mögen mehrere Gleichgewichte existieren, von denen nur eines effizient ist. Spieltheoretische Erkenntnisse lassen es keineswegs als zwingend erscheinen, dass die Teilnehmer in solchen Fällen in jedem Fall von sich aus das effiziente Gleichgewicht wählen¹⁸. Und selbst in den Fällen, in denen die Wahl auf ein pareto-effizientes Gleichgewicht fallen würde, also auf ein solches, in dem einzelne Akteure allenfalls noch auf Kosten anderer besser gestellt werden können, kann die exogene Normdurchsetzung vorzugswürdig sein, indem sie die Anpassungskosten minimiert. Der Normgeber wählt das vorzugswürdige Gleichgewicht, was dazu führt,

¹⁵ Vgl. zu Beispielen von sozialen Normen als Lösung von Koordinierungsproblemen auch Schmidtchen, *Rules and Order*, S. 5; Sugden, *Conventions*, S. 453, 456 f.

¹⁶ Vgl. zur ökonomischen Theorie der Konventionen Schmidtchen, *Ordnung*, S. 5.

¹⁷ Solche Koordinationsprobleme werden in der spiel- und normtheoretischen Literatur meist im Zusammenhang mit der Herausbildung von sozialen Normen bzw. Gewohnheitsrecht untersucht. Grundlegend dazu schon Ullman-Margalit, *Emergence of Norms*, S. 74 ff. et passim.

¹⁸ Vgl. die Überblicke zu diesem Problem bei Sugden, *Conventions*, S. 453 ff.; Mailath, *J. Econ. Lit.* 36 (1998), S. 1347 ff.

dass sich die Einschätzungen („beliefs“) der Marktteilnehmer über das Verhalten der anderen Marktteilnehmer auf dieses Gleichgewicht einrichten¹⁹. Erwarten sie die Normbefolgung durch die anderen Akteure, ist es die beste Verhaltensalternative für sie, ebenso die Strategie der Normbefolgung zu wählen.

II. Normbefolgung auf Grund von Norminternalisierung

In den soziologischen Verhaltensmodellen ist Normbefolgung vielfach ein Ergebnis von Norminternalisierung. Diese soll in der Kinder- und Jugendzeit durch Einflussfaktoren im persönlichen Umfeld stattfinden oder aber dadurch, dass die Notwendigkeit und der Nutzen der Normkonformität für die Gesellschaft insgesamt eingesehen werden²⁰. Letztere Einschätzung geht zurück auf die allgemeinere These, dass soziales Handeln an der Vorstellung vom Bestehen einer legitimen Ordnung orientiert sein kann. Die Normadressaten werden also dann zur Normbefolgung bereit sein, wenn sie die Normen internalisiert haben und / oder an ihre Legitimität glauben und darin einen Grund zur Normbefolgung sehen²¹. Legitimität kann dabei auf zwei Arten entstehen. Erstens dann, wenn der Normadressat die Norm aus eigener Überzeugung für geboten hält und zweitens, weil die Norm durch einen als legitim anerkannten Normgeber gesetzt wurde. Dies würde die These bestätigen, dass Selbstregulierung durch von den Betroffenen respektierte Normsetzungsgremien die Normakzeptanz fördert²².

Der *homo sociologicus* beschreibt den Menschen damit an der Schnittstelle zwischen gesellschaftlich erzwungenen Rollen und den eigenen Bedürfnissen. Anders als der *homo oeconomicus* ist er ein Akteur, der normativen Erwartungen folgt, die von außen an ihn gerichtet werden, weil „es sich so gehört“ und nicht, weil er es auf Grund eines individuellen Nutzenkalküls für vernünftig hält²³.

Nun wurde mittlerweile auch in der Soziologie erkannt, dass sich Normbefolgung zwar häufig ohne nähere Reflexion vollzieht – insbesondere bei den sog. sozialen Normen –, andererseits aber auch nicht zu leugnen ist, dass sich ein Großteil der Normkonformität – insbesondere bei gesetzten Normen – nur daraus ergibt, dass die Vor- und Nachteile aus der Normbefolgung mit den möglichen Vor- und Nachteilen im Falle des Normbruchs verglichen werden²⁴. Dementsprechend wurden auch in der soziologischen Literatur Versuche unternommen, die Rationalverhaltensannahme zu implementieren²⁵. Umgekehrt gilt die Rationalitätsannahme in den Wirtschaftswissenschaften nicht mehr als unverrückbar. In verschiedenen methodischen Ansätzen bemüht man sich um eine

¹⁹ Schmidtchen, Ordnung, S. 8.

²⁰ Sagel-Grande, ZRP 1990, S. 26, 28. Zur Bedeutung der Moral für die Steuerung durch Selbstzwang vgl. Braun, JuS 1994, S. 727 f.

²¹ Vgl. Hillmann, Wörterbuch der Soziologie, S. 615.

²² Vgl. dazu zuvor unter 2. Kap. C I 3.

²³ Vgl. Schimank, Handeln, S. 147. Siehe auch Elster, J. Econ. Persp. 3 (1989), S. 99: „The former [der homo oeconomicus] is “pulled” by the prospect of future rewards, whereas the latter [der homo sociologicus] is “pushed” from behind by quasi-inertial forces”.

²⁴ Vgl. insbesondere die umfassende Behandlung der Normsysteme als Anreizsysteme bei Ellickson, Law without order, S. 123 ff., der dabei zwischen „first-party control“, „second-party control“ durch Vertragspartner und der „third-party control“ durch außenstehende Organisationen, der Gesellschaft oder den Staat unterscheidet. Nur erstere ist in der soziologischen Norminternalisierungsthese begründet

²⁵ Überblick bei Opp, ZgS 141 (1985), S. 213 ff.; Schimank, Handeln, S. 71 ff.; vgl. auch Esser, Soziologie, S. 246 ff. Der wohl bekannteste Versuch der Bestimmung einer Zwischenposition zwischen dem „übersozialisierten“ Modellmenschen der Soziologie und des „untersozialisierten“ Modellmenschen der Ökonomik stammt von Granovetter, Am. J. Soc. 91 (1985), S. 481 ff., mit dem Konzept der „Embeddedness“, womit die strukturelle Einbettung des einzelnen in soziale Netzwerke charakterisiert werden soll.

realistischere Abbildung menschlicher Verhaltensweisen²⁶. Im Übrigen lässt sich die Internalisierung einer Norm auch im Rationalitätsmodell über die Nutzeneinbuße im Falle des Normbruchs darstellen²⁷.

Welches Akteurmodell als Grundlage einer Normentheorie besser geeignet ist, lässt sich wohl nicht allgemein sagen²⁸. Aus mehreren Gründen treten dem Konzept des *homo sociologicus* aber jedenfalls im Rahmen einer Regulierungstheorie im Kapitalmarktrecht Bedenken entgegen. Es handelt sich beim Kapitalmarktrecht um ein relativ junges und komplexes Rechtsgebiet, was eine Norminternalisierung durch Erfahrungen im persönlichen Nahbereich, insbesondere in der Jugend, als unwahrscheinlich erscheinen lässt. Hinzu kommt die Anonymität der Transaktionen auf dem Kapitalmarkt, die es für die Akteure leichter macht, allein den eigenen Nutzen als maßgeblichen Maximanden anzusehen. Es geht hier schließlich auch nicht darum, in einem vermeintlichen Allmachtsglauben der Ökonomik in der Tradition *Gary Beckers*²⁹ die Rationalitätsannahme in wirtschaftsfremde Bereiche zu tragen, sondern nur darum, sie wenigstens in ihrem Kernbereich zu akzeptieren³⁰. Wie bereits wiederholt festgestellt wurde, sollte von den Teilnehmern auf dem Kapitalmarkt kein Verhalten erwartet werden, das ihren ökonomischen Interessen widerspricht.

Auch würde es für eine Regulierungstheorie kaum befriedigend sein, Gründe für eine *mögliche* Normbefolgung zu identifizieren. Erforderlich ist vielmehr das Auffinden *hinreichender* Gründe, da auch die „im Prinzip rechtstreuen Bürger ... nicht um jeden Preis rechtstreu sein [werden]“³¹. Selbst also wenn man davon ausgeht, dass sich Individuen in vielen Fällen unbedacht altruistisch, d.h. gegenseitig wohlwollend verhalten, ist nicht gesichert, dass sie dies in jedem Falle tun. Eine gesetzte Norm muss sich aber an der Konstruktion des eigennütigen Menschen erproben³². Die Normakzeptanz im weiteren Sinne kann dann nur eine unterstützende Funktion innehaben. Auf diese Weise ist etwa auch die Idee der positiven Generalprävention im Strafrecht zu begründen. Während die negative Prävention dafür sorgen soll, dass das individuelle Kosten-Nutzen-Kalkül des Normbruchs nicht mehr aufgeht, hat die positive

²⁶ Am prominentesten ist das Konzept der „bounded rationality“, welches auf Simon, *Quart. J. Econ.* 69 (1955), S. 99 ff. zurückgeht. Nach dieser Theorie verhalten sich Individuen als „Satisficer“, die Entscheidungen daran orientieren, ob sie ihnen ein bestimmtes Nutzenniveau garantieren und nicht danach, ob sie zu einem optimalen Nutzenniveau führen. Zur Integration des beschränkt rational handelnden Akteurs in die ökonomische Regulierungstheorie Black, *Ox. J. Leg. Stud.* 16 (1996), S. 699, 709 m.w.N. In der jüngeren amerikanischen gesellschaftsrechtlichen Literatur wurden die Folgen sozialer Normen im Bereich der Corporate Governance auf das Entscheidungsverhalten untersucht, vgl. etwa Cooter, *U. Penn. L. R.* 144 (1996), S. 1643.

²⁷ Vgl. ausführlich Cooter, *U. Penn. L. R.* 144 (1996), S. 1643, 1661 ff.

²⁸ AA Adams, *JZ* 1991, S. 941 ff., der das Konzept des *homo sociologicus* als Grundlage einer Rechtsnormtheorie grundlegend ablehnt.

²⁹ Becker hat in verschiedenen Arbeiten versucht, das ökonomische Verhaltensmodell auf verschiedene Bereiche der sozialen Interaktion wie der Familie oder des Verbrechens zu übertragen, vgl. Becker, *Der ökonomische Ansatz*, passim. Vgl. zu Grundlagen der Übertragung des ökonomischen Paradigmas auf außerwirtschaftliche Lebensbereiche etwa Kirchgässner, *JNPÖ* 7 (1988), S. 128; ders. *Analyse & Kritik*, 10 (1988), S. 107 ff.; Nutter, *J. L. Econ.* 22 (1979), S. 263 ff.; Hirshleifer, *Am. Econ. Review* 75 (1985), S. 53 ff.; zur ökonomischen Theorie des Strafrechts ausführlich Curti, *Abschreckung durch Strafe*, S. 27 ff.

³⁰ Vgl. Mues, *Börsenorganisation*, S. 51, der zu Recht darauf hinweist, dass das ökonomische Verhaltensmodell kaum anderswo sinnvoller ist als im Börsenwesen.

³¹ So für das Strafrecht Baumann, *GA* 1994, S. 368, 380.

³² Kirchgässner, *JZ* 1991, S. 104, 10. Diese Erkenntnis geht letztlich auf zurück auf Immanuel Kant, nach dem eine Staatsverfassung „selbst für ein Volk von Teufeln“ geeignet sein sollte (Kant, *Kleinere Schriften zur Geschichtsphilosophie*, S. 164). Dazu und zur entsprechenden Interpretation der Rechtstheorie Fichtes als eine auf äußeren Rechtszwang, statt auf innerer Verpflichtung beruhenden Ordnung siehe Braun, *JuS* 1994, S. 727, 729.

Generalprävention die Aufgabe, Normakzeptanz zu sichern, indem die Strafe für eine ausgleichende Gerechtigkeit sorgt und so dem einzelnen das Gefühl gibt, dass auch andere sich normkonform verhalten werden³³.

III. Anreizkompatibilität durch Sanktionsdrohung

Fehlt es einer Norm an einer inhärenten Anreizkompatibilität, so muss diese also durch wirksame Sanktionsdrohungen hergestellt werden. Sich allein auf die Legitimität einer Norm zu berufen, auch wenn sie den individuellen Interessen des Adressaten zuwiderläuft, reicht in aller Regel nicht aus, die Normbefolgung zu sichern.

Der einem Rationalitätskonzept verpflichtete Normadressat sieht sich dann der Entscheidung gegenüber, die Norm zu befolgen und die damit verbundenen Nachteile in Kauf zu nehmen oder die Norm nicht zu befolgen und deswegen eine Sanktion zu erwarten. Der Sanktionsdruck ergibt sich dabei aus dem Produkt der sanktionsbedingten Nutzeneinbuße und der Wahrscheinlichkeit, dass ein normabweichendes Verhalten entdeckt und sanktioniert wird. Es kommt also sowohl auf die Art der Sanktion (1.), wie auch die Wahrscheinlichkeit ihrer Verhängung und damit auf eine wirksame Überwachung an (2.).

1. Sanktionsmöglichkeiten bei privater Normsetzung

Als außerrechtliche Sanktionen stehen dem privaten Regulierer die Maßnahmen der öffentlichen Mahnung (a) und des „*cold shouldering*“ (b) zur Verfügung. Neben den außerrechtlichen Sanktionen ermöglicht die Vertragsfreiheit zudem ein breites Spektrum rechtlich verbindlicher Sanktionsdrohungen (c).

a) Öffentliche Mahnung

Die Androhung einer öffentlichen Rüge von Normbrüchen kann ein überaus wirksames Mittel sein, Normkonformität zu sichern³⁴. Auch hier gilt es aber, Kriterien zur Beurteilung der Wirkungsfähigkeit auszumachen. Allein der mögliche Einfluss der Mahnung auf die öffentliche Meinung ist nicht ausreichend. Häufig bleiben die Normbrüche zudem unter der Reizschwelle, ab der sie von den Medien aufgegriffen würden oder die theoretischen Grundlagen sind zu komplex, als dass sie die Massenöffentlichkeit erreichen³⁵. Die Gefahr unmittelbarer realwirtschaftlicher Nachteile der Unternehmen, die gegen kapitalmarktrechtliche Normen verstoßen – etwa durch Nachfragerückgang auf dem Absatzmarkt –, dürfte daher die Ausnahme sein. Dies gilt nicht nur für die Verbraucherentscheidungen auf den Realmärkten, sondern ebenso für die Entscheidungen der Anleger auf dem Markt für Wertpapierdienstleistungen. Das hat auch damit zu tun, dass der Boykott eines Unternehmens für den einzelnen Konsumenten individuell nur dann rational ist, wenn er glaubt, dass das Unternehmen

³³ Vgl. näher zur Theorie der Generalprävention im Strafrecht Baurmann, GA 1994, S. 368, 380. Zu den Verbindungslinien zur ökonomischen Analyse siehe insb. Werner, KritV 1992, S. 433 ff., 442 ff.

³⁴ Roßkopf, Selbstregulierung, S. 47; Rider, J.Comp.Corp. L. (1978), S. 319, 339; Feldges, Konsumentenschutz, S. 119 f.; Hommelhoff/Schwab, FS-Kruse, S. 693, 711; Schmidt-Preuß, VVDStrL 56 (1997), S. 160, 187: Prangereffekt nicht gering zu erachtender Steuerungsfaktor; vgl. speziell zur Wirksamkeit der Sanktionen beim Übernahmekodex 2. Kap. B. II. 1 b aa aaa (2); kritisch zur Sanktionswirkung adverser Publizität Böckem, DB 2000, S. 1185, 1187; ders. Durchsetzung von Rechnungslegungsstandards, S. 45 ff., 63 ff (kaum Wirkung in Großbritannien).

³⁵ Hopt, Kapitalanlegerschutz, S. 162.

sich weiterhin normbrecherisch verhält. Glaubt er aber, dass alle anderen Konsumenten das Unternehmen „bestrafen“ und dass sich dieses deswegen in Zukunft normkonform verhält, so hat er selbst keinen Anreiz mehr, einen solchen Boykott vorzunehmen. Da dies aber jedem Kunden so geht, kommt eine Bestrafung insgesamt nicht zustande³⁶.

Häufiger als realwirtschaftliche Auswirkungen auf den Absatzmärkten sind dagegen finanzwirtschaftliche Reaktionen des Kapitalmarkts, wenn der Normbruch nicht im Interesse der Anteilseigner des Unternehmens stand. Weniger problematisch ist hier, dass der durchschnittliche Anleger häufig wenig informiert sein wird und den Normbruch entweder nicht beachten wird oder ihn nicht zutreffend bewerten können wird. Wie noch zu präzisieren sein wird, reicht es bei der Kontrolle durch den Preisbildungsprozess aus, dass eine gewisse Anzahl von Marktteilnehmern ausreichende Informationen besitzt und diese zutreffend werten kann. Das Hauptproblem besteht hier vielmehr darin, dass die Sanktionsdrohung ihre Wirkung nur entfaltet, wenn die Aktionäre überhaupt ein Interesse an der Normbefolgung haben und nur das Management des Unternehmens am Normbruch interessiert ist und damit m.a.W. ein typisches Prinzipal-Agenten-Problem vorliegt. Liegt dagegen die Normbefolgung auch nicht im Interesse der Aktionäre, so ist auf das Bekanntwerden des Normbruches eine negative Reaktion des Kapitalmarkts nicht zu erwarten. Wurde etwa von den Unternehmensleitern in der Vergangenheit gegen die Pflichtangebotsregelung des Übernahmekodex verstoßen, so war dies durchaus im Interesse der Aktionäre der Bietergesellschaft. Eine negative Reaktion des Kapitalmarkts auf einen solchen Normbruch war nicht wahrscheinlich³⁷.

Teilweise wird weiter vorgebracht, öffentliche Rügen seien deswegen effektiv, weil ihnen bei der Vergabe von Lizenzen eine große Bedeutung zukomme. In der stark regulierten Finanzindustrie müssten Genehmigung immer wieder neu beantragt werden bzw. verlängert werden. Bei der Entscheidung über diese Anträge komme auch der Frage Gewicht zu, ob ein Unternehmen sich in der Vergangenheit normkonform verhalten hat³⁸. Streng genommen handelt es sich dabei aber nicht mehr um das Sanktionsmittel der Mahnung, sondern vielmehr um die drohenden staatlichen Sanktionen im künftigen Zulassungsverfahren.

b) „cold shouldering“

Das zweite außerrechtliche Sanktionsinstrument des privaten Regulierers besteht darin, auf die sonstigen Mitglieder bzw. die sonstigen Regulierungsadressaten einzuwirken, dass diese ihrerseits Druck auf den Normbrecher ausüben³⁹. Dies kann etwa durch Boykottmaßnahmen oder deren Androhung geschehen⁴⁰. Und schließlich kann der Selbstregulierer dadurch Druck ausüben, dass er Unternehmen, die normbrüchig geworden sind, häufiger kontrolliert oder von ihnen häufiger Informationen anfordert⁴¹.

³⁶ Spieltheoretisch formuliert ist also die Strategie „Boykott“ nicht Teil eines Nash-Gleichgewichts, vgl. dazu Stiglitz, in: Schmalensee/Willig (Hrsg.), Handbook of Industrial Organization, S. 771 ff.

³⁷ Anderes könnte nur gelten, wenn man die Möglichkeit irrationaler Reaktionen in Betracht zieht; vgl. auch Letzel, NZG 2001, S. 260, 267; Kallmeyer, ZHR 161 (1997), S. 435, 451, die mit solchen (vergeblich) bei Verstößen gegen den Übernahmekodex rechneten, weil der Markt weitere Repressalien durch Mobilisierung der Öffentlichkeit und der einschlägigen Verkehrskreise befürchten könne. Besteht begründeter Anlass für eine solche Befürchtung, liegt allerdings gerade keine irrationale Marktreaktion vor.

³⁸ Bittner, RIW 1992, S. 182, 186.

³⁹ Bittner, RIW 1992, S. 182, 186 mit Hinweis auf den einzigen Fall eines „cold shouldering“ des Panel on Takeovers and Merges der Londoner City.

⁴⁰ Feldges, Konsumentenschutz, S. 121 f.

⁴¹ Bardach/Kagan, Regulatory Reasonableness, S. 163 f.

Eine ähnliche Möglichkeit der Sanktion kann auch von externen Interessengruppen durchgeführt werden, wenn diese kollektiv auftreten. Nach dem Vorbild des Kollektivarbeitsrechts könnte von Interessenverbänden versucht werden, Druck auf Normbrecher auszuüben. Nun liegt hier aber das Problem, dass weder die Verbraucher noch die Anleger eine genügend homogene Gruppe sind, um durch ein organisiertes Verhalten reagieren zu können⁴².

Das Problem des „*cold shouldering*“ besteht wie auch bei der Mahnung an der glaubhaften Bindung auf die Sanktionsmaßnahmen. Denn der Boykott eines Marktteilnehmers kann *ex post* den ökonomischen Anreizen der Beteiligten widersprechen. Dies ist regelmäßig dann der Fall, wenn mit einem erneuten Normbruch nicht zu rechnen ist. Nur in wiederholten Transaktionen kann eine Strategie der Bestrafung, die zunächst auch zu einem Nutzeneinbußen des Bestrafenden führt, eine optimale Strategie sein⁴³.

c) Rechtliche Sanktionen

Bei den rechtlichen Sanktionsmöglichkeiten kann unterschieden werden zwischen autonom begründeten privatrechtlichen und den heteronom begründeten öffentlich-rechtlichen Sanktionen.

Die privaten Sanktionsmöglichkeiten in Ausformung der privatautonen Gestaltungsfreiheit bieten prinzipiell einen vielfältigen Spielraum. Neben der Vereinbarung von Schadensersatzpflichten kann ein zusätzlicher motivationaler Normbefolgungsdruck insbesondere durch eine Vertragsstrafevereinbarung im Sinne der §§ 339 ff. BGB aufgebaut werden. Die Höhe der Vertragsstrafe kann vom Normsetzer selbst oder durch einen oder mehrere Dritte entweder als Schiedsgutachter gem. § 319 BGB oder als Schiedsrichter i.S.d. §§ 1025 ff. ZPO mit eingeschränkter gerichtlicher Nachprüfbarkeit festgesetzt werden.

Eine andere, oft weitreichendere Sanktionsmöglichkeit ist im Ausschluss des Normbrechers aus dem betreffenden Verband oder der Vertragsbeziehung zu sehen. Aufgrund der negativen Auswirkung auf den Mitgliederbestand wird dies aber in der Regel nur als *ultima ratio* glaubhaft anzudrohen sein⁴⁴.

Bei privatrechtlichen Sanktionsvereinbarungen sind insbesondere zwei äußere Grenzen zu beachten. Zum einen können beim Entwurf komplexer vertraglicher Vereinbarungen erhebliche Transaktionskosten entstehen. Es kann vertraglich nicht jede mögliche Eventualität berücksichtigt werden, so dass ein vollständiger Vertrag *de facto* nicht zu realisieren ist. Es besteht aber auch in vertraglichen Vereinbarungen die Möglichkeit der Verwendung von allgemeinen Klauseln, die im Falle des Streites durch die Gerichte *ex post* konkretisiert werden können. Zum anderen bestehen nicht zwischen allen Marktteilnehmern vertragliche Beziehungen, in denen solche Sanktionsmöglichkeiten vorgesehen werden könnten.

Neben den privatrechtlichen Sanktionsdrohungen besteht das öffentlich-rechtliche Spektrum der Sanktionsmöglichkeiten. Diese sind ohne Zweifel häufig am effektivsten

⁴² Hopt, Kapitalanlegerschutz, S. 166.

⁴³ Vgl. aus spieltheoretischer Sicht zu solchen Strategien in wiederholten Spielen Osborne/Rubinstein, Game Theory, S. 143 ff.

⁴⁴ Feldges, Konsumentenschutz, S. 121. So ist auch die Tatsache zu erklären, dass die Deutsche Börse AG die Unternehmen BMW und VW weiter im DAX geführt hat, obwohl diese nicht wie gefordert den Übernahmekodex anerkannt haben; vgl. allgemein auch IOSCO, Issues, S. 7.

und haben den Vorteil, dass für sie eine vertragliche Beziehung nicht erforderlich ist. Allerdings sind öffentlich-rechtliche Sanktionen auch nur in den (engen) Schranken des öffentlichen Rechts möglich. In vielen Fällen wird diese Art der Sanktion im Rahmen selbstregulativer Systeme daher nicht anwendbar sein⁴⁵.

2. Notwendigkeit wirksamer Kontrolle

Um die Durchsetzung autonomer Satzungen auch bei Interessendivergenzen zwischen Staat, Selbstregulierer und Regulierungsadressaten zu sichern, reicht das Bestehen von Sanktionsmöglichkeiten nicht aus. Hinzu kommen muss die Möglichkeit und der Wille, Normverstöße aufdecken und nachweisen zu können. Auf der Seite der Regulierungsadressaten gibt es mehrere Möglichkeiten, die Normbefolgung zu überwachen. Möglich sind die staatliche Aufsicht (a), die Aufsicht durch den Selbstregulierer (b) oder die Aufsicht durch eine unabhängige private Organisation (c). Natürlich sind auch Kombinationen dieser Überwachungsmöglichkeiten denkbar. Eine mögliche Kontrolle der privaten Überwachung („Kontrolle der Kontrolle“) kann wiederum entweder durch den Staat in eigener Aufgabenwahrnehmung geschehen oder aber von privaten Überwachungsorganisationen übernommen werden.

a) Kontrolle durch staatliche Aufsicht

Die Vorteile der staatlichen Aufsicht liegen vor allem in der Möglichkeit des Gebrauchs hoheitlicher Eingriffsbefugnisse. Eine staatliche Behörde ist in der Lage, ihre Anordnungen im Wege des Verwaltungszwangs durchzusetzen, ohne dabei auf die Mitwirkung von einem Gericht angewiesen zu sein. Dies kann insbesondere dort von großem Vorteil sein, wo es auch eine schnelle Reaktion ankommt, etwa weil Beweismittel gesichert werden müssen.

Hinzu kommt, dass eine staatliche Aufsichtsbehörde prinzipiell weniger anfällig für den *regulatory capture* ist als eine rein private Organisation. Zwar wurde etwa auch der amerikanischen Kapitalmarktaufsichtsbehörde SEC immer wieder vorgeworfen, dass sie eher Partikularinteressen diene denn dem Gemeinwohl. Gleichwohl ist die Gefahr einer solchen Beeinflussung durch Einzelinteressen bei privaten Organisationen häufig noch größer.

Die Nachteile der staatlichen Aufsicht sind, dass ihre Mitarbeiter womöglich über weniger Sachkenntnis verfügen, da sie dem Marktgeschehen weiter entfernt stehen. Insbesondere wenn die Normsetzung selbst durch private Gruppen erfolgte, werden diese ein größeres Verständnis für die Normierung mitbringen als eine erst bei der Normdurchsetzung hinzugezogene staatliche Behörde.

Hinzu kommt, dass den staatlichen Behörden kaum Anreize zur Optimierung ihrer Organisationsstrukturen zukommen. Mangels Wettbewerbsdruck und mangels Möglichkeit zur Einrichtung interner Anreizstrukturen kann bei staatlicher Aufgabenwahrnehmung ein Innovations- und Verbesserungsdruck kaum aufkommen⁴⁶.

Und auch das Bestehen hoheitlicher Eingriffsbefugnisse führt nicht unbedingt zu einer höheren Effektivität. Insbesondere der durch Art. 19 Abs. 4 GG gewährte Rechtsschutz gegen behördliche Anordnungen kann zu erheblichen Verzögerungen führen, die den Vorteil hoheitlicher Eingriffsbefugnisse schnell aufbrauchen können. Das

⁴⁵ Vgl. zu den verfassungsrechtlichen Grenzen ausführlich Zweiter Teil, 2. Kapitel.

⁴⁶ Spindler, JNPÖ 15 (1996), S. 205, 223.

Rechtsstaatsprinzip zwingt zur Einhaltung bestimmter Verfahrensgrundsätze, die nicht nur die Normsetzung selbst erschweren, sondern eben auch die Normdurchsetzung⁴⁷.

b) Interne Kontrolle des Normgebers

Umgekehrt verhält es sich mit den Stärken und Schwächen der normsetzenden privaten Regulierungsinstitution als Kontrollinstanz. Sachnähe und Kompetenz sind die Vorteile eines solchen Modells, mangelnde Unabhängigkeit und mögliche Voreingenommenheit sind die Nachteile. Weiter wird das Fehlen hoheitlicher Eingriffsbefugnisse als Schwäche privater Überwachung genannt. Dies gilt im deutschen Recht aber nur insoweit, als der Beleihung Privater mit hoheitlichen Befugnissen Grenzen auferlegt sind⁴⁸.

Je mehr die Normdurchsetzung dem Eigeninteresse des privaten Regulierers entspricht, desto erfolgsversprechender ist die Eigenüberwachung. Dort aber, wo sich Interessen des sozialen Regulierers und des privaten Regulierers nicht vollständig decken und der Staat deswegen schon Einfluss auf die Normsetzung nimmt, wird er in der Regel auch die Durchsetzung der Normen kontrollieren müssen. Überlässt er in diesem Falle die Kontrolle gleichwohl der normsetzenden Organisation, so wird er deren Tätigkeit beaufsichtigen müssen und damit jedenfalls die Letztaufsicht ausüben müssen.

Einen gewissen Ausweg aus den Interessenkonflikten kann in dieser Situation auch die Übertragung der Überwachungsaufgabe auf in den Bereich des Normgebers zu zählende, von ihm aber formal unabhängige private Dritte bieten, wie dies z.B. bei der Börsenaufsicht in Selbstverwaltung durch die Handelsüberwachungsstellen der Fall ist⁴⁹. Aber selbst in diesen Fällen wird es problematisch sein, die formal gegebene Unabhängigkeit auch faktisch zu gewährleisten.

c) Kontrolle durch externe Private

Schließlich kann die Überwachungsaufgabe auch externen privaten Stellen angetragen werden. Diese können entweder unmittelbar überwachend tätig sein oder sich auf die Kontrolle der Wirksamkeit der Selbstüberwachungsmechanismen beschränken und so die Unabhängigkeit der Marktüberwachung sichern. Solche Kontrollmechanismen finden sich beispielsweise auf dem Gebiet der Rechnungslegung, des Qualitätsmanagements, der Produktsicherheit und beim Öko-Audit⁵⁰. Ähnlich wirkt auch die indirekte Kontrolle der Bonität von Unternehmen durch unabhängige Rating-Agenturen⁵¹. Damit eine wirksame Kontrolle auf diese Art und Weise möglich ist, müssen adäquate Anreizstrukturen für die externen Gutachter bestehen. Es handelt sich dabei um ein komplexes Prinzipal-Agent-Problem zwischen den Dritten als Agenten auf der einen Seite und den Managern und Marktteilnehmern als Prinzipale auf der anderen Seite⁵². In der institutionenökonomischen Wirtschaftsprüfungsliteratur, die den Kontrolleur ebenso wie

⁴⁷ Die Frage, inwieweit der Staat überhaupt private Normen zur Grundlage eigener hoheitlicher Maßnahmen machen darf, ist aus verfassungsrechtlicher Sicht im zweiten Teil der Arbeit zu behandeln.

⁴⁸ Vgl. Baums/Segna, Börsenreform, S. 51 f zur Übertragung von hoheitlichen Befugnissen auf eine private Überwachungsstelle.

⁴⁹ Vgl. zur Handelsüberwachungsstelle Dritter Teil, 2. Kap. A IV.

⁵⁰ Überblick bei Schmitt, BewHi 1997, S. 227.

⁵¹ Vgl. Randow, ZBB 1995, S. 140.

⁵² Ewert, Zfbf 45 (1993), S. 715, 720 ff.; Spindler, JNPÖ 15 (1996), S. 205, 215 m.w.N. Vgl. den daraus gezogenen Schluss von Merkt, Gutachten zum 64. Dt. Juristentag, G 62: „Ob der politische Prozess oder die Marktkräfte bessere Gewähr für eine effiziente Aufsicht bieten, ist offen“.

den Kontrollierten als ein dem Eigeninteresse verpflichtetes Subjekt betrachtet⁵³, sind die sich in diesen Vertragsbeziehungen ergebenden Interessenkonflikte umfassend untersucht worden⁵⁴.

Die Überwachungsleistung lässt sich ihrerseits schwer von den Marktakteuren beobachten, so dass auch auf dem „Markt für Kontrolle“ eine Situation asymmetrischer Information und dadurch bedingt die Gefahr eines Marktversagens besteht. Folgen sind die typischen Probleme des *moral hazards* und der *adverse selection*.

Opportunitätserwägungen können auf der Seite der Kontrolleure insoweit bestehen, als sie einen Anreiz haben, durch geringe Überwachungsintensität ihre Kosten gering zu halten⁵⁵.

Für den Überprüften wiederum kann sich die Möglichkeit zum opportunistischen Nachverhandeln in längerfristigen Vertragsbeziehungen ergeben (sog. *hold-up*). Die Möglichkeit folgt daraus, dass es für die Prüfungsgesellschaften optimal sein kann, durch niedrige Gebühren für die erste Prüfung einen neuen Kunden zu gewinnen (sog. *low balling*) und dann in der Folge auf Grund der spezifischen unternehmensbezogenen Kenntnisse (Quasi)renten zu extrahieren. Hier kann der Überprüfte in gewissem Rahmen wirksam damit drohen, die Prüfergesellschaft zu wechseln und so einen Einfluss auf die Kontrolltätigkeit ausüben⁵⁶. Letztlich werden sich Überwacher und Überwachter dann in beiderseitigem Interesse koordiniert kollusiv verhalten und den Markt gemeinsam täuschen⁵⁷. Die Bilanz-Skandale in den USA in der jüngsten Vergangenheit geben ein anschauliches Beispiel für die Defizite der Kontrollmechanismen.

Allgemeiner besteht die Gefahr, dass der Kontrollierte sich diejenigen Kontrolleure aussuchen wird, die seinen Interessen am ehesten entsprechen. So können Anreize bestehen, sich den preiswertesten Prüfer mit der geringsten erwarteten Überwachungsintensität zu wählen⁵⁸.

Eine adverse Selektion kann auf dem Prüfermarkt schließlich ebenfalls durch die begrenzte Möglichkeit der Qualitätsbeobachtung auftreten. Nicht diejenigen, die den besten Mix aus Preis und Qualität anbieten, sondern nur die kostengünstigsten Anbieter werden am Markt bestehen bleiben.

Die Wege zur Bewältigung dieser Probleme wurden in der ökonomischen Literatur extensiv behandelt. Ein Grund für das mehr oder weniger gute Funktionieren des

⁵³ Grundlegend Antle, J. Acc. Res. 20 (1982), S. 503, 504; ders. J. Acc. Res. 22 (1984), S. 1, 2.

⁵⁴ Zu den Prinzipal-Agent-Problemen bei der Rechnungslegung und den Methoden ihrer Überwindung vgl. den umfassenden neueren Überblick bei Lambert, J. Acc. Econ. 32 (2001), S. 3 ff.; vgl. weiter etwa Marten, ZfB 1995, 706 ff.; ders. in: Richter (Hrsg.), Theorie und Praxis der Wirtschaftsprüfung, S. 101, 130 ff.; Ewert, Wirtschaftsprüfung, S. 140 ff.; ders. Zfbf 45 (1993), S. 715 ff.; ders. in: Richter (Hrsg.), Theorie und Praxis der Wirtschaftsprüfung, S. 35 ff.; Ballwieser, in: Schneider (Hrsg.), Kapitalmarkt, S. 351, 352 f.; ein Überblick über alternative ökonomische Ansätze zur Theorie der Wirtschaftsprüfung findet sich bei Ballwieser, BFuP 48 (1996), S. 503 ff.; einen Überblick über empirische Ergebnisse zur Principal-Agent-Problematik gibt etwa Hachmeister, Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, S. 23 ff.

⁵⁵ Ewert, ZfbF 45 (1993), S. 715, 718.

⁵⁶ Grundlegend zum „low balling“ das Modell von DeAngelo, J. Acc. Econ. 1981, S. 113 ff.; dieses Modell und die darauf aufbauenden Untersuchungen werden besprochen etwa von Ewert, Zfbf 45 (1993), S. 715, 731 f.; ders. in: Richter (Hrsg.), Theorie und Praxis der Wirtschaftsprüfung, S. 35, 41 ff.; Marten, in: Richter (Hrsg.), Theorie und Praxis der Wirtschaftsprüfung, S. 101, 108 ff. vgl. aber auch Calegari/Schatzberg/Sevcik, Acc. Res. 1998, S. 255 ff. u. Lee/Gu, Acc. Rev. 1998, S. 533 ff., die zeigen, dass das „low balling“ unter gewissen Annahmen die Unabhängigkeit der Prüfer sogar erhöhen kann.

⁵⁷ Vgl. Baiman/Evans/Nagarajan, J. Acc. Res. 29 (1991), S. 29 ff.; Ballwieser, in: Schneider (Hrsg.), Kapitalmarkt, S. 351, 352 f., 361; Herzig/Watrin, ZfbF 1995, S. 775, 790; Ewert, Wirtschaftsprüfung, S. 156 ff.

⁵⁸ Vgl. Spindler, JNPÖ 15 (1996), S. 205, 222.

Prüfungswesens wird in der Möglichkeit des Aufbaus von Reputation gesehen⁵⁹. Diese Reputation stellt für das Prüfungsunternehmen einen Wert dar, den es zu verlieren droht, wenn es sich nachträglich opportunistischem Verhalten hingibt. Je größer die Reputation, desto höher auch die Wahrscheinlichkeit sorgfältiger Aufgabenerfüllung⁶⁰. Neben dem Reputationsmechanismus können institutionelle Vorkehrungen wie *audit committees* bzw. die Zusammenarbeit von Aufsichtsräten und Wirtschaftsprüfern oder das sog. *peer review*, d.h. der Kontrolle der Tätigkeit der Prüfer durch andere private Prüfer, für eine Milderung der Opportunismusproblematik sorgen⁶¹.

Gerade im letzteren Fall besteht aber die Gefahr, in eine ineffiziente und kostspielige Kontrollspirale zu geraten, da die gegenseitigen Abhängigkeiten auch auf der zweiten Kontrollebene wieder auftreten werden und nach Abhilfe verlangen. Sinnvoller könnte es dann sein, wenn der Gesetzgeber insbesondere durch die Einrichtung einer Haftung der Kontrolleure für mangelhafte Kontrollleistung eine Möglichkeit schafft, die Kontrollqualität zu sichern, ohne selbst die Aufgabenverantwortung zu übernehmen⁶². Damit von ihr geeignete Anreize ausgehen, ist allerdings auch eine gewisse Aufdeckungswahrscheinlichkeit der „Schlechterfüllung“ erforderlich und damit letztlich auch ein gewisses Maß an staatlicher Letztüberwachung⁶³. Die Qualität der Kontrollleistung kann zudem, soweit es sich nicht um ein Opportunismusproblem handelt, sondern die Qualifikation der Kontrolleure in Frage steht, durch staatliche Prüfungs- und Zulassungsverfahren garantiert werden. Da die hiervon ausgehenden Qualitätssignale im Interesse der Prüfungsunternehmen stehen, wäre diesbezüglich auch eine Selbstregulierung der Betroffenen möglich, wenngleich mit der Gefahr, dass durch zu hohe Anforderungen eine Markteintrittsschranke für neue Wettbewerber errichtet wird⁶⁴.

C. Zwischenergebnis

Als notwendige und hinreichende Bedingung für die Normsetzung durch private Institutionen wurde die Möglichkeit des Normgebers identifiziert, von den Folgen der Normgebung in einer Art zu profitieren, dass die mit ihr verbundenen Kosten bzw. Nachteile zumindest ausgeglichen werden. Allgemein lässt sich dann für den notwendigen Umfang staatlicher Teilnahme bei der Normsetzung aus Sicht der ökonomischen Theorie feststellen: je eher für eine Personengruppe die notwendigen und

⁵⁹ Antle, J. Acc. Res. 22 (1984), S. 1, 16 f.; Hachmeister, Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, S. 93 ff.; Spindler, JNPÖ 15 (1996), S. 205, 215 m.w.N.

⁶⁰ Vgl. Marten, in: Richter (Hrsg.), Theorie und Praxis der Wirtschaftsprüfung, S. 101, 135; empirisch kann in der Studie von Jäckel/Leker, Wpg 1995, S. 293 ff für den deutschen Markt eine Stütze dieser Hypothese gesehen werden. Die Autoren weisen nach, dass die großen Prüfungsgesellschaften eine höhere Prüfungsqualität erbringen. Allgemein zum Zusammenhang zwischen Reputation und Qualität in Märkten mit asymmetrischer Information Spremann, ZfB 1990, S. 561, 578.

⁶¹ Vgl. zu empirischen Untersuchungen über die Wirkung solcher institutioneller Vorkehrungen den Überblick bei Marten, in: Richter (Hrsg.), Theorie und Praxis der Wirtschaftsprüfung, S. 101, 121 ff.

⁶² eingehend zur theoretischen Literatur über die Auswirkungen der Prüferhaftung Ewert, in: Richter (Hrsg.), Theorie und Praxis der Wirtschaftsprüfung, S. 35, 61 ff.; empirisch wurde der positive Einfluss der Haftung etwa bestätigt von Brown/Raghunandan, Acc. Hor. 1995, S. 1 ff., Schwartz, Accounting Review 1997, S. 385 ff.

⁶³ Vgl. Spindler, JNPÖ 15 (1996), S. 205, 222. Die Belastung für die staatliche Stelle wird dabei aber geringer sein als bei Eigenvorname der eigentlichen Überwachung, vgl. La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny, J. Fin. Econ. 58 (2000), S. 3, 22 mit Verweis auf die (vermeintlich) funktionierende Zusammenarbeit zwischen SEC und den Wirtschaftsprüfern.

⁶⁴ Vgl. näher unter F I 4.

hinreichenden Bedingungen der Normsetzung erfüllt sind und je eher die Ziele dieser Regulierungsinstitution den staatlichen Regulierungszielen entsprechen, desto weniger ist die Einflussnahme seitens des Staates auf den privaten Regulierungsmechanismus notwendig. Die Schwierigkeit in der praktischen Umsetzung dieser Erkenntnis besteht in der Bestimmung der relevanten Zielfunktionen auf Seiten der privaten Normgeber. Diesbezüglich wird eine Disaggregation der Organisationsstrukturen bis auf die Ebene der Entscheidungsträger unvermeidlich sein.

Verhalten sich auch die betrachteten Marktakteure entsprechend dem Leitbild des *homo oeconomicus* als Eigennutzenmaximierer, so wird man zur Beurteilung der Möglichkeiten der Durchsetzung privater Normen die erwarteten Vor- und Nachteile bei Normbefolgung mit den erwarteten Vor- und Nachteilen beim Normbruch vergleichen müssen. Die erwarteten Nachteile bei normwidrigem Verhalten ergeben sich aus der Höhe der drohenden Sanktion und der Wahrscheinlichkeit ihrer Verhängung. Als Sanktionsmöglichkeiten zur Durchsetzung privater Regelwerke stehen auf der einen Seite die öffentliche Mahnung und das „*could shouldering*“ als außerrechtliche Vorkehrungen zur Verfügung, auf der anderen Seite aber auch ein breites Spektrum privatrechtlicher und unter gewissen Voraussetzungen öffentlich-rechtlicher Sanktionen. Für die Wahrscheinlichkeit der Aufdeckung eines Normbruchs und einer darauf folgenden Sanktion ist das Maß der Überwachung und Kontrolle ausschlaggebend. Ob die Kontrolle dabei wirksam von der normsetzenden Institution selbst ausgeübt werden kann, hängt zum einen davon ab, ob entsprechende Kontrollanreize vorhanden sind, zum anderen aber auch davon, inwieweit nicht staatliche Behörden auf Grund ihrer weitergehenden öffentlich-rechtlichen Befugnisse effektiver tätig werden können. Eine Möglichkeit, auf private Initiative zu setzen und mögliche Interessenkonflikte zu umgehen oder zumindest zu reduzieren, besteht in der Überwachung durch unabhängige private Dritte. Auch hier wird man letztlich aber nicht gänzlich auf eine staatliche Letztüberwachung verzichten können.

D. Normgebungswettbewerb und Selbstregulierung

Wie bereits mehrfach angeklungen ist, kann als ein Vorteil der privaten Normsetzung gelten, dass sie prinzipiell für eine Konkurrenz der Normsetzer offen ist. Der Normgebungswettbewerb kann so eine bedeutsame Bestimmungsgröße für die Anreize des privaten Normsetzers darstellen.

Die Idee der Selbstregulierung und die des Normgebungswettbewerbs sind aber das Fundament zweier distinkter Regelungskonzeptionen. Weder geht private Normsetzung notwendigerweise mit einem Regulierungswettbewerb einher, wie etwa die zahlreichen privaten Initiativen zur Vereinheitlichung der Publizitätspflichten börsennotierter Gesellschaften, die Tätigkeit der technischen Normungsinstanzen oder die Selbstregulierung der freien Berufe zeigen, noch ist die Möglichkeit des Wettbewerbs auf private Normierer beschränkt. In der Tat hat sich die rechtswissenschaftliche Literatur bisher fast ausschließlich mit der Normgebungskonkurrenz der staatlichen Gesetzgeber beschäftigt. Es liegt also nahe, sich zunächst die allgemeinere Diskussion um die Idee des Gesetzgebungswettbewerbs zu vergegenwärtigen, um dann im Anschluss die Besonderheiten des Normgebungswettbewerbs privater Regulierer auf dem Kapitalmarkt herauszustellen.

I. Grundsätzliches

Die Idee des Wettbewerbs der Gesetzgebung hat in der dogmatisch ausgerichteten deutschen Rechtswissenschaft keine Tradition⁶⁵. In jüngerer Zeit werden aber zunehmend Versuche unternommen, das ursprünglich in der ökonomischen Theorie entwickelte Konzept für rechtspolitische Fragestellungen vor allem im Bereich des Europarechts fruchtbar zu machen. Allerdings bewegen sich diese Arbeiten immer noch auf einem hohen Abstraktionsniveau und lassen häufig den Blick auf konkrete Problemstellungen vermissen. Der Beitrag, der hier geleistet werden soll, ist somit ein zweifacher. Zum einen sollen die in der Literatur gewonnenen Erkenntnisse auf Fragen im Bereich des Börsen- und Wertpapierhandelsrecht angewendet werden. Dies soll in der Art und Weise geschehen, dass bestimmte Kriterien für das Funktionieren des Gesetzgebungswettbewerbs festgehalten werden sollen, an denen in der Folge die konkreten Begebenheiten gemessen werden sollen. Zum anderen werden die Besonderheiten der Konkurrenz privater Normsetzer im Vergleich zum staatlichen Gesetzgebungswettbewerb hervorzuheben sein.

Eine Diskussion des Konzepts der gesetzgeberischen Konkurrenz kommt nicht ohne einen Verweis auf das US-amerikanische Gesellschaftsrecht und die dort geführte Diskussion aus⁶⁶. In den USA existiert kein einheitliches Gesellschaftsrecht, weil die Gesetzgebungskompetenz in diesem Bereich den Bundesstaaten überlassen ist. Da in den USA zudem weitgehend nach der gesellschaftsrechtlichen Gründungstheorie verfahren wird, d.h. sich das anwendbare Recht nicht nach dem späteren Geschäftsschwerpunkt, sondern nach dem Ort der Gründung der Gesellschaft bestimmt, können die Gesellschaften das für sie günstigste Recht nahezu frei wählen. Nun haben die einzelnen Bundesstaaten auf Grund der nicht unerheblichen Inkorporierungsgebühren einen wirtschaftlichen Anreiz, sich durch attraktive Ausgestaltung des Gesellschaftsrechts um die Ansiedlung der Unternehmen zu bemühen. Bisheriger Gewinner in diesem Konkurrenzgeschehen ist der Bundesstaat Delaware, der sich nach weit verbreiteter Ansicht durch ein dem Management entgegenkommendes Recht auszeichnet, also etwa eine weitgehende Möglichkeit der Haftungsfreistellung, niedrige Sorgfaltspflichten und kaum Minderheitenschutz bietet⁶⁷.

1. Vorteile des Gesetzgebungswettbewerbs

Die Grundidee des Gesetzgebungswettbewerbs ist eine Analogie zum Mechanismus des Produktwettbewerbs⁶⁸. Der Normgeber tritt als Anbieter auf, Nachfrager sind die Individuen bzw. Unternehmen. Die Nachfrager haben hier allerdings zwei

⁶⁵ Vgl. Kübler, KritV 1994, S. 79.

⁶⁶ Vgl. aus der ausufernden Literatur grundlegend Cary, Yale L. J.83 (1974), S. 663 ff. einerseits und Winter, J. Leg. Studies 6 (1977), S. 251 ff.; ders. Col. L. Rev. 89 (1989), S. 1526 ff. andererseits, vgl. weiter etwa Bebchuk, Harv. L. Rev. 104 (1992), S. 1435 ff.; ders. Harv. L. Rev. 102 (1989), S. 1820 ff.; ders. Col. L. Rev. 89 (1989), 1395 ff.; Bebchuk/Ferrell, Va. L. Rev. 87 (2001), S. 101; dies. Col. L. Rev. 99 (1999), S. 1168 ff.; Coffee, Col. L. Rev. 89 (1989), S. 1618 ff.; Gordon, Col. L. Rev. 89 (1989), S. 1549 ff.; Romano, Col. L. Rev. 89 (1989), S. 1599 ff.; dies. in: Bratton /McCahery/Piccioto /Scott (Hrsg.), International Regulatory Competition, S. 127 ff.

⁶⁷ Vgl. den Leitsatz von OLG Düsseldorf, ZIP 1995, 1009, wo von einer "liberalen bis laxen" Rechtsordnung gesprochen wird. In den letzten Jahren haben freilich auch die Gerichte in Delaware wieder die Rechte der Aktionäre gestärkt. So wurden in *Carmody v. Toll Brothers, Inc.* (Del. Ch., 723 A.2d 1180, July 24, 1998) die Abwehrmöglichkeiten des Boards durch Gebrauch von irreversiblen sog. "dead-hand poison-pills" eingeschränkt. Zudem wurden Regelungen für unrechtmäßig erklärt, die die Auswechslung des Boards erschweren sollten, vgl. o.V., The Economist, 1.6.2002, S. 65.

⁶⁸ Kiwit/Voigt, JNPÖ 17 (1997), S. 313, 320.

Möglichkeiten, auf den Anbieter Einfluss zu nehmen. Auf direktem Wege können sie ihre Präferenzen in Wahlen oder Abstimmungen („voice“) signalisieren, auf indirektem Weg kann dies durch die Entscheidung über eine Abwanderung („exit“)⁶⁹ geschehen. Auf diese Weise werden für den Normgeber in der Regel Anreize geschaffen, seine Normen zu optimieren. Theoretisch lässt sich zeigen, dass auch der Normgebungswettbewerb in Abwesenheit von Transaktionskosten und bei entsprechend perfekter Mobilität der Regulierungsadressaten in gewissen Bereichen zu einem effizienten Ergebnis führt⁷⁰.

a) Wettbewerb als Entdeckungsverfahren

Dem Wettbewerb kommt die Rolle zu, einen Anreiz zur Suche nach attraktiveren institutionellen Bedingungen zu schaffen und bestehende Bedingungen kritisch zu hinterfragen. In dieser Hinsicht lässt sich der Wettbewerb als ein Entdeckungsverfahren im Sinne *Hayeks* begreifen⁷¹. Ohne ein solches Entdeckungsverfahren stellt sich das sog. „Nirwana-Problem“, welches in der Literatur zur Bezeichnung der Tatsache verwendet wird, dass der Normgeber nur über ein begrenztes Wissen verfügt. Selbst wenn er wirklich nur an der Realisierung des sozialen Optimums interessiert sein sollte, ist damit noch nicht gesagt, dass er über genügend Kenntnisse verfügt, diesen Zustand zu erreichen⁷². Im Wettbewerb ist selbst in solchen Fällen dank seiner Rückkopplungsmechanismen ein Finden des „richtigen“ Rechts im Wege des „*trial and error*“ möglich.

b) Berücksichtigung lokaler Präferenzen

Ein weiterer Vorteil der Gesetzgebungskonkurrenz besteht in der möglichen Vielfalt der regulatorischen Ansätze. Diese ermöglicht die Berücksichtigung lokaler Präferenzen und damit die Ausrichtung des Normgefüges auf die spezifischen Anforderungen eines begrenzten Kreises von Normadressaten⁷³.

Dies wird insbesondere bei der Frage der relativen Wettbewerbsfähigkeit verschiedener Länder bedeutsam. Länder mit geringerer Produktivität können nur dann mit den führenden Industrieländern konkurrieren, wenn sie geringere regulatorische Kosten zu tragen haben⁷⁴. Im Grunde kann es so zu einer effizienten Aufteilung der Produktionskapazitäten zwischen den verschiedenen Ländern kommen, indem jedes Land seinen komparativen Vorteil nutzen kann.

Hinzu kommt, dass der lokale Normgeber in der Regel auch eine bessere Kenntnis der lokalen Präferenzen der „Nachfrager“ besitzt und diese schon deswegen gezielter berücksichtigen kann⁷⁵.

⁶⁹ Die Begriffe gehen auf Hirshman, Exit zurück.

⁷⁰ Grundlegend Tiebout, J. Pol. Econ. 64 (1956), S. 416 ff.; vgl. aber auch den Überblick über alternative Betrachtungen des Regulierungswettbewerbs bei Coffee, Bus. Lawyer 50 (1995), S. 447, 455 f.

⁷¹ Ausführlich Wohlgemuth, in: Streit/Wohlgemuth (Hrsg.), Systemwettbewerb, S. 49 ff.; Winkler, in: Streit/Wohlgemuth (Hrsg.), Systemwettbewerb, S. 103; vgl. auch Streit, Mestmäcker-FS, S. 521, 524 u. Streit/Mussler, in: Gerken, L. (Hrsg.), Europa zwischen Ordnungswettbewerb und Harmonisierung, S. 75, 78 die zwischen Systemwettbewerb als Entdeckungsverfahren und als Kontrollverfahren unterscheiden.

⁷² Sykes, J. Int. Econ. L. 2000, S. 257, 258.

⁷³ Sykes, J. Int. Econ. L. 2000, S. 257, 258.

⁷⁴ Woolcock, in: Bratton/McCahery/Piccioto/Scott (Hrsg.), International Regulatory Competition, S. 289, 299; Siebert/Koop Aussenwirtschaft 45 (1990), S. 439, 445; Kerber, JNPÖ 17 (1997), S. 199, 218.

⁷⁵ Hauser, Aussenwirtschaft 48 (1993), S. 459, 465.

c) Geringere Gefahr eines „*regulatory capture*“

Da die Normgeber einer ständigen Bewertung durch die „Nachfrager“ ausgesetzt sind, sollte das Problem des „*regulatory capture*“ im Sinne einer übergewichteten Einflussnahme von einzelnen Interessengruppen gemindert werden⁷⁶. Der Normgeber hat sich an der Nachfrage zu orientieren, so dass für ein „*rent seeking*“ weniger Raum bleibt. Denn die einzelnen Regulierer sehen sich mit der Gefahr einer Bestrafung ineffizienter Regulierung durch die wohlfahrtschädliche Abwanderung der Betroffenen konfrontiert. Mittelbar wirkt sich dies auch auf die Chancen der Wiederwahl bzw. Bestätigung des Normgebers durch die Gesamtheit der von der Normierung Betroffenen aus. Letztlich kann dieser Wettbewerbsdruck also auch Anreiz bieten, „wohlfahrtliche Verkrustungen“ abzubauen⁷⁷.

Hinzu kommt, dass die Abwälzung politischer Verantwortung für die lokal Verantwortlichen bei zentralisierter Normgebung einfacher ist. Auf diesen Effekt wurde im Bereich der Gesetzgebungstätigkeit in der Europäischen Union hingewiesen⁷⁸. Die vermeintliche Tatsache, dass die Einflussmöglichkeiten einzelner Interessengruppen auf europäischer Ebene größer als auf nationaler Ebene sind, soll sich damit erklären lassen, dass sich der nationale Regulierer im Gesetzgebungsprozess auf Unionsebene leichter „verstecken“ kann. So kann er die politische Verantwortung für eventuell ineffiziente, Partikularinteressen dienenden Regelsetzungen auf andere abwälzen⁷⁹.

d) Höhere Flexibilität durch einfachere Normgebungsprozesse

Der Normgebungswettbewerb lässt die Möglichkeit einer flexiblen Anpassung an geänderte Rahmenbedingungen zu. Gerade angesichts der gegenwärtigen Veränderungen auf dem Kapitalmarkt ist die Flexibilität der Normgebung ein überaus bedeutsamer Aspekt im Bereich der Kapitalmarktregulierung. Auch unter diesem Aspekt kann man eine Analogie zum Produktmarkt bilden. Ein monopolistischer Markt führt dort in der Regel zu einer trägen Anpassung an veränderte Marktbedingungen. In vergleichbarer Weise ist ein harmonisiertes Normsystem weniger anpassungsfähig als ein dezentrales, kompetitives System⁸⁰.

Ein trivialer und trotzdem wichtiger Grund für eine mögliche Überlegenheit einer wettbewerblichen Lösung ist zudem, dass sich eine Harmonisierung auf internationaler Ebene aus politischen Gründen regelmäßig nicht oder nur mit größten Verzögerungen erreichen lässt⁸¹. Als prominentes Beispiel im Bereich der europäischen Harmonisierung kann die Richtlinie zur Regelung von Unternehmensübernahmeangeboten gelten, über die trotz einer mehr als elf Jahre währenden Verhandlungszeit keine Einigkeit erzielt werden konnte. Das Problem besteht letztendlich darin, dass ein optimaler politischer Abstimmungsmechanismus, mit dem eine effiziente Lösung in jedem Fall durchgesetzt werden kann, nicht existiert.

⁷⁶ Hauser, *Aussenwirtschaft* 48 (1993), S. 459, 467; Streit, *Mestmäcker-FS*, S. 521, 524 u. Streit/Mussler, in: Gerken, L. (Hrsg.), *Europa zwischen Ordnungswettbewerb und Harmonisierung*, S. 75, 78 f.; Sykes, *J. Int. Econ. L.* 2000, S. 257, 259; Winkler, in: Streit/Wohlgemuth (Hrsg.), *Systemwettbewerb*, S. 103, 104;

⁷⁷ Streit/Mussler, in: Gerken, L. (Hrsg.), *Europa zwischen Ordnungswettbewerb und Harmonisierung*, S. 75, 79; Streit, *ZfW* 44 (1995), S. 113, 114; Siebert/Koop, *Aussenwirtschaft* 45 (1990), S. 439, 444.

⁷⁸ Hauser, *Aussenwirtschaft* 48 (1993), S. 459, 467; Hauser/Hösli, *Aussenwirtschaft* 46 (1991), S. 497, 502; White, in: *Industrial Organization of Securities Markets*, S. 207, 216.

⁷⁹ Mussler, in: Streit/Wohlgemuth (Hrsg.), *Systemwettbewerb*, S. 71, 95.

⁸⁰ Woolcock, in: Bratton/McCahery/Piccioto/Scott (Hrsg.), *International Regulatory Competition*, S. 289, 299.

⁸¹ Sykes, *J. Int. Econ. L.* 2000, S. 257, 262.

e) Erhaltung der Entscheidungsfreiheit

Und nicht zuletzt bleibt den einzelnen Regulierern im Rahmen eines Normgebungswettbewerbs *de jure* eine gewisse Entscheidungsfreiheit erhalten. Auf die Nationalstaaten als Regulierungsinstanzen angewendet bedeutet dies die formale Beibehaltung der staatlichen Souveränität in den betreffenden Regelungsbereichen. Allerdings ist zu beachten, dass diese Entscheidungsfreiheit angesichts der durch den Wettbewerb gesetzten Grenzen *de facto* eingeschränkt ist⁸².

2. Grenzen des Wettbewerbs

Die Diskussion um die Vor- und Nachteile des Gesetzgebungswettbewerbs war lange Zeit von zwei diametral entgegengesetzten Positionen geprägt. Auf dem Gebiet des US-amerikanischen Gesellschaftsrechts vertrat *B. Cary* die Ansicht, dass der Bundesstaat Delaware den Managern der Unternehmen auf Kosten der Anteilseigner durch ein laxes Gesellschaftsrecht entgegenkomme. Der Grund liege darin, dass das Management einen wesentlichen Einfluss auf die Entscheidung hat, in welchem Staat sich eine Gesellschaft (re-)inkorporiert. Die Einzelstaaten versprechen sich bei dieser Entscheidung durch die Gewährung sonst nicht gerechtfertigter Vergünstigungen für das Management einen Vorteil. Folge sei ein schädliches „*race to the bottom*“ in dem sich die Einzelstaaten mit immer laxeren Vorschriften gegenseitig überbieten⁸³. Dem trat *R. Winter* mit dem Entwurf des schon skizzierten „*race to the top*“ durch den Wettbewerbsmechanismus entgegen⁸⁴.

Wie sich zeigen wird, haben beide Positionen ihre Berechtigung. Während die Konkurrenzsituation für den Gesetzgeber in vielen Fällen adäquate Anreize zur Normoptimierung liefern kann, gibt es Bereiche, in denen das Wettbewerbsresultat unbefriedigend ist. Diese Bereiche lassen sich am einfachsten verdeutlichen, wenn man sich erneut die Analogie zum Wettbewerb auf Produktmärkten vor Augen führt. Wie dort gibt es auch auf dem Markt für Normgebung Marktversagensgründe⁸⁵. Beim Produktwettbewerb wurden diese bereits als rechtfertigende Gründe für regulierende Eingriffe ausgemacht. Entsprechend gilt beim Normgebungswettbewerb, dass dort, wo ein Marktversagen droht, eine zentrale, einheitliche Regelung einem Wettbewerbsergebnis vorzuziehen sein kann.

a) Grenzen der Faktormobilität und unvollkommener Wettbewerb

Ein effizienter Gesetzgebungswettbewerb setzt das Bestehen vollständiger Faktormobilität voraus. In vielen Bereichen ist eine solche Annahme illusionär. So dürfte nicht nur die Mobilität der meisten Arbeitnehmer beschränkt sein⁸⁶, sondern auch viel Kapital fest in immobilien Gütern investiert sein. Hinzu kommen die mitunter erheblichen rechtlichen Mobilitätsgrenzen⁸⁷.

⁸² Woolcock, in: Bratton/McCahery/Piccioto/Scott (Hrsg.), *International Regulatory Competition*, S. 289, 299.

⁸³ Cary, *Yale L. J.* 83 (1974), S. 663.

⁸⁴ Winter, *J. Leg. Studies* 6 (1977), S. 251 ff.

⁸⁵ Siebert/Koop, *Aussenwirtschaft* 45 (1990), S. 439, 450 ff.; Hauser, *Aussenschwirtschaft* 48 (1993), S. 459, 467 ff.; Sinn, in: Oberhauser (Hrsg.), *Fiskalföderalismus in Europa*, Berlin, 1997, S. 9, 10 ff.

⁸⁶ Esty/Damien, *J. Int. Econ. L.* 2000, S. 235, 242; Siebert/Koop, *Aussenwirtschaft* 45 (1990), S. 439, 444 mit Nachweisen aus empirischen Studien; dies. *WiSt* 1994, 611, 612; Dreher, *JZ* 54 (1999), S. 105, 108.

⁸⁷ Esty/Damien, *J. Int. Econ. L.* 2000, S. 235, 242.

Ein weiterer wichtiger Grund, weshalb der Gesetzgebungswettbewerb nicht immer zu effizienten Ergebnissen führen muss, ist das Fehlen eines vollständigen Wettbewerbs. Eine solcher liegt vor, wenn die Entscheidungen eines Anbieters auf Grund der Zahl der konkurrierenden Anbieter einen vernachlässigbaren Einfluss auf das Marktgeschehen haben. Nun ist die Zahl der konkurrierenden Normgeber aber im Bereich der Gesetzgebung von vornherein beschränkt. Gerade wenn es um den Wettbewerb der Industrienationen geht, scheint die Annahme einer atomistischen Marktstruktur keine zutreffende Approximation der Realität. Allzu offensichtlich ist die Dominanz einzelner Länder schon allein auf Grund ihrer Größenvorteile. Eine solche Dominanz könnte nun aber durch einen Regulierungswettbewerb gerade noch verstärkt werden⁸⁸. Und anders als im Produktmarkt Wettbewerb, wo trotz ebenfalls häufig begrenzter Anbieterzahl immer noch die Bedrohung durch den möglichen Markteintritt neuer Konkurrenten besteht, ist die Zahl der konkurrierenden Länder exogen vorgegeben. Die Idee eines „streitbaren“ Marktes lässt sich hier also nicht übertragen⁸⁹.

In einem solchen Fall ist das Funktionieren des Wettbewerbsmechanismus aber keineswegs gesichert. So könnte es zu stillschweigendem oder explizitem kollusiven Verhalten der einzelnen Normgeber kommen, das tendenziell weiter wettbewerbsbeschränkend wirken wird⁹⁰.

Und schließlich kommt hinzu, dass das angebotene Produkt „Regulierung“ nicht homogen ist⁹¹. Eine gewisse Homogenität der Produkte ist aber Voraussetzung für eine Vergleichbarkeit aus Sicht der Konsumenten, ohne die wiederum ein Wettbewerb kaum möglich ist.

b) Transaktionskosten und natürliches Monopol

Der am häufigsten genannte Grund für eine ökonomische Vorteilhaftigkeit von einheitlicher Normgebung bzw. Rechtsharmonisierung ist die Reduktion von Transaktionskosten. Gemeint sind die Kosten, die dadurch entstehen, dass Individuen bzw. Unternehmen auf mehreren Märkten mit unterschiedlicher Normierung tätig werden oder dass ein grenzüberschreitender Handel stattfindet. In einem solchen Falle entstehen Reibungsverluste etwa in Form von Informations- oder Anpassungsbedürfnissen auf Grund von Inkompatibilitäten der Regulierungssysteme. Diese Kosten könnten vermindert werden, wenn die betreffenden Normen vereinheitlicht würden. Insofern könnte hier, um mit einer regulierungstheoretischen Vokabel zu sprechen, ein natürliches Monopol vorliegen, d.h. die zentrale Normsetzung bzw. Harmonisierung könnte kostengünstiger als jede Form der dezentralen Normsetzung sein⁹². Hinsichtlich der Kapitalmarktregulierung gewinnt hier der Aspekt der Marktliquidität Bedeutung. Je einheitlicher die Regelungen sind, desto größer ist der Austausch zwischen den einzelnen Märkten und desto größer ist die Liquidität des so entstehenden Gesamtmarktes.

Allerdings spricht dieses Argument nicht unbedingt für eine zentral gesteuerte Harmonisierung. Denn auch im Rahmen eines Wettbewerbsergebnisses kann es zu Imitationen kommen, die letztendlich rechtsvereinheitlichend wirken. Hier kann auf das Beispiel des US-amerikanischen Gesellschaftsrechts hingewiesen werden, wo sich viele

⁸⁸ Hauser, Aussenwirtschaft 48 (1993), S. 459, 471.

⁸⁹ Vgl. zur Idee des „streitbaren Marktes“ sogleich unter II. 3.

⁹⁰ Woolcock, in: Bratton/McCahery/Piccioto/Scott (Hrsg.), International Regulatory Competition, S. 289, 301.

⁹¹ Siebert/Koop, Aussenwirtschaft 45 (1990), S. 439, 453.

⁹² Esty/Damien, J. Int. Econ. L. 2000, S. 235, 243; Sykes, J. Int. Econ. L. 2000, S. 257, 263.

der Bundesstaaten bemühen, das Recht des Bundesstaats Delaware zu kopieren⁹³. Auch im autonomen Recht der deutschen Börsen ist eine ähnliche Entwicklung in der jüngsten Vergangenheit zu beobachten. Neuregelungen durch die dominante Frankfurter Wertpapierbörse werden von den anderen Börsen regelmäßig in ihre Börsenordnungen übernommen. Während solche Änderungen früher durch eine Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen koordiniert wurden⁹⁴, fanden die Imitationen in jüngerer Zeit ohne ausdrückliche Absprachen statt⁹⁵.

c) Externe Effekte

Das nächste bedeutsame Argument, das gegen den Normgebungswettbewerb und für die Normharmonisierung vorgebracht wird, liegt in der Existenz externer Effekte. Dies wird besonders im Bereich des Umweltschutzes relevant, wo das Problem grenzüberschreitender Verschmutzungen auftritt. Für die einzelnen Staaten stellen solche negativen Umweltwirkungen externe Effekte dar, da sie sich nicht unmittelbar schädlich auf das eigene Land auswirken. In einem solchen Fall gehen vom Wettbewerbsdruck keine adäquaten Anreize aus⁹⁶. Wichtiges Beispiel auf dem Kapitalmarkt ist das systemische Risiko des Zusammenbruchs des Bankensystems durch den Konkurs einer einzigen Bank⁹⁷. Der einzelne Regulierer hat zu wenig Anreize zur Überwachung, da er den Schaden, den der Konkurs der Banken in seinem Hoheitsgebiet auf ausländische Banken hat, nicht in sein Kalkül einbezieht.

In der Existenz externer Effekte liegt auch ein berechtigter Grund für die Befürchtung, auf dem Gebiet des amerikanischen Gesellschaftsrechts sei es zu einem „*race to the bottom*“ gekommen. Die Vorteile für einen Bundesstaat aus der Inkorporierung liegen im Wesentlichen in der Einnahmesteigerung durch die Inkorporierungsgebühr und der jährlichen Lizenzgebühr. Wegen der Möglichkeit der Rechtswahl haben die meisten Firmen ihren Sitz außerhalb von Delaware und auch die Anteilseigner selbst kommen nicht zu überproportionalen Anteilen aus diesem Staat. Also werden deren Interessen bei der Gesetzgebung relativ weniger Gewicht haben als die des Managements, welches für die Inkorporierungsentscheidung von maßgeblicher Bedeutung ist. Dies bedeutet jedoch nicht, dass die Unternehmens- oder Anteilseignerinteressen ganz außer Betracht bleiben, sondern nur, dass die Mitberücksichtigung des Managementinteresses zu Verzerrungen und damit zu einem sozial suboptimalen Resultat führen wird⁹⁸.

⁹³ Vgl. etwa Bebchuk, Harvard Law Review 105 (1992), S. 1435, 1443 m.w.N.

⁹⁴ Siehe Mues, Börsenorganisation, S. 31 ff.; vgl. auch Schmidt, Kredit und Kapital 25 (1992), S. 233, 237: „Geleitzugprinzip“.

⁹⁵ Vgl. Beck, WM 2000, S. 597, 608.

⁹⁶ Woolcock, in: Bratton/McCahery/Piccioto/Scott (Hrsg.), International Regulatory Competition, S. 289, 300; Esty/Damien, J. Int. Econ. L. 2000, S. 235, 241; Hauser, Aussenwirtschaft 48 (1993), S. 459, 468 f.; Siebert/Koop, Aussenwirtschaft 45 (1990), S. 439, 450 f.

⁹⁷ Siehe dazu bereits 1. Kap. B I 2 e.

⁹⁸ Nun könnte man überlegen, dass in diesem Fall die Anleger weniger zu zahlen bereit sind für Gesellschaften, die in Delaware inkorporiert sind. Auf diese Weise könnten Anreize für das Management bestehen, in Staaten mit einer strengeren Normierung zu inkorporieren. Denn in gewissen Maße hängt der Erfolg der Unternehmensleitung auch vom Börsenwert des Unternehmens ab. Dieser Zusammenhang kann direkt sein, etwa durch Gewährung von Aktienoptionen, oder indirekt durch die niedrigeren Finanzierungskosten auf Grund höherem Marktwert, die dem Manager die erfolgreiche Unternehmensführung einfacher machen. Das Problem bei dieser Argumentation besteht allerdings in der Möglichkeit „nachvertraglichen“ opportunistischen Verhaltens des Managements, das ja auch nach einer Inkorporierung in einem anderen Bundesstaat und der Realisierung der Mittelzuflüsse noch nach Delaware wechseln kann. Diese Möglichkeit werden die Anleger durch entsprechende Diskontierungen ihrer

Ein ähnliches Problem wird in der deutschen gesellschaftsrechtlichen Diskussion um die Möglichkeiten des Gesetzgebungswettbewerbs innerhalb Europas vorgebracht. Hingewiesen wird in diesem Zusammenhang insbesondere auf den multidimensionalen Regelungsansatz des deutschen Gesellschaftsrechts, der, anders als etwa in den angelsächsischen Rechtsordnungen, nicht nur die Interessen der Anteilseigner, sondern auch die der Gläubiger und Arbeitnehmer im Auge habe. Dementsprechend könne ein gleichberechtigter Wettbewerb im Bereich des Gesellschaftsrechts nicht zustande kommen⁹⁹. Für den hier betrachteten Bereich des Kapitalmarktrechts hat dieses spezielle Problem kaum Bedeutung, wurde doch die Erhaltung und Förderung der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte als die bestimmende gesetzgeberische Motivation ausgemacht.

Die Existenz externer Effekte und die damit verbundene Notwendigkeit von Absprachen zwischen den verschiedenen Normgebern ist in der Literatur weitestgehend unumstritten. Offen ist nur die Frage, in welchem Ausmaß solche Externalitäten in den einzelnen Regulierungsbereichen relevant sind und in welchem Ausmaß dadurch Harmonisierungsbemühungen gerechtfertigt sind¹⁰⁰.

d) Regulierung als öffentliches Gut

Normen haben den Charakter eines öffentlichen Gutes. Charakteristisch für ein öffentliches Gut ist die Nichtausschließbarkeit im Konsum. Nun werden die Normgeber versuchen, erfolgreiche Regelungen von anderen Normgebern zu übernehmen. Wie bereits angesprochen lässt sich ein solches Imitationsverhalten in den USA im Gesellschaftsrecht der einzelnen Staaten beobachten. In dem Moment, wo andere Staaten eine erfolgreiche Regulierung kopiert haben, endet der relative Vorteil des Vorreiters. Denn zwar zeichnet sich die Normverwendung selbst durch eine Nichtrivalität im Konsum aus, die mittelbare Folge der Imitation ist aber, dass sich eventuell bestehende Vorteile einzelner Normgeber nivellieren, ohne dass diese dafür kompensiert werden. Es bestehen in dieser Hinsicht also verminderte Anreize zur Normsetzung, da auf Grund von Trittbrettfahrertum nicht alle positiven Effekte vom vorreitenden Regulierer internalisiert werden können. Gleiches gilt für die Anreize zur Normdurchsetzung, wenn von dieser eine unbestimmte Anzahl von Marktteilnehmern als Transaktionspartner der überwachten Teilnehmer profitieren kann¹⁰¹.

Wie auch bei der vergleichbaren Problemstellung bei technologischen Innovationen wäre es zwar *ex post* effizient, wenn eine neue Entwicklung sofort jedem zur freien Verfügung stehen würde. Damit würde aber *ex ante* betrachtet jeder Investitionsanreiz ausgeschlossen. Die Normgeber könnten so die Früchte der von ihnen getätigten Entwicklungsbemühungen nicht ernten. Eine teilweise Abhilfe auf dem Gebiet der Produktinnovation schafft der Schutz durch Patente, der den Unternehmen zumindest auf begrenzte Zeit ermöglicht, die durch eine Neuentwicklung zu erzielende Wertschöpfung ganz zu internalisieren¹⁰². Ein entsprechender Schutzmechanismus für die Normgebung existiert jedoch nicht.

Zahlungsbereitschaft antizipieren, so dass im Ergebnis kein Vorteil mehr in der Inkorporierung in einem anderen Bundesstaat besteht. Vgl. zu dieser Argumentation Bebchuk, Col. L. Rev. 99 (1999), S. 1168, 1172.

⁹⁹ Ausführlich Merkt, RabelsZ 59 (1995), S. 554 ff.; siehe auch Spindler, AG 1998, S. 53, 71 ff.

¹⁰⁰ Esty/Damien, J. Int. Econ. L. 2000, S. 235, 241.

¹⁰¹ Vgl. Pirrong, J. Leg. Stud. 24 (1995), S. 229, 240; Telser, J. L. Econ. 24 (1981), S. 1 ff.

¹⁰² Zu den Wohlfahrtseffekten des Patentschutzes vgl. etwa Tirole, Industrial Organization, S. 399 ff.

e) Informationsasymmetrie

Auch im Rahmen der Konkurrenz der Gesetzgeber kann das Bestehen asymmetrischer Informationen zum Problem werden. Denn die von der Regulierung Betroffenen können nur dann durch die Möglichkeiten des „*Exits*“ und des „*Voice*“ adäquaten Druck auf die Normgeber ausüben, wenn sie überhaupt zur Beurteilung der Qualität einer Regulierung in der Lage sind¹⁰³. Fehlt eine Beurteilungsfähigkeit vollständig, so versagt der Gesetzgebungswettbewerb¹⁰⁴. In der Literatur gehen dabei die Ansichten darüber auseinander, inwieweit die Bürger im Allgemeinen zur Beurteilung der Gesetzesqualität in der Lage sind. Während die einen pessimistisch von einer nahezu absolut fehlenden Bewertungsfähigkeit ausgehen¹⁰⁵, schätzt die Gegenansicht die Gefahr eines Marktversagens dank möglicher Reputationseffekte (etwa „*Made in Germany*“) für gering ein¹⁰⁶. Nun braucht die Frage nach der Normbewertungsfähigkeit in dieser Allgemeinheit hier nicht beantwortet werden. Es wird in der Folge nur die Frage zu klären sein, inwieweit Kapitalmarktnormen von den Kapitalmarktakteuren beurteilt werden können. Wie noch näher auszuführen sein wird, liegt die Besonderheit im Bereich des Normgebungswettbewerbs auf dem Kapitalmarkt darin, dass es in vielen Fällen ausreicht, dass ein gewisser Teil der Akteure zu einer korrekten Bewertung in der Lage ist und es – anders als im Produktwettbewerb – gar nicht darauf ankommt, ob alle Marktteilnehmer zu einer Qualitätsbeurteilung fähig sind. Selbst wenn man also davon ausgeht, dass der Normgebungswettbewerb in vielen Bereichen an der mangelnden Normbewertungsfähigkeit der Betroffenen scheitert, so kann er auf dem Kapitalmarkt auf Grund der dort geltenden Besonderheiten dennoch funktionieren.

f) Koordinierungsprobleme

Koordinierungsprobleme können auch im Gesetzgebungswettbewerb auftreten, wenn die individuellen Anreize für die Wettbewerber das Erreichen eines pareto-optimalen Zustandes verhindern. Dieses Problem kann beim Normgebungswettbewerb vor allem im Zusammenhang mit sog. Netzwerkeffekten auftreten. Unter einem (positiven) Netzwerkeffekt versteht man den Fall, dass ein Gut für einen Konsumenten umso nützlicher wird, je mehr andere Konsumenten dieses Gut benutzen¹⁰⁷. Naheliegendes Beispiel hierfür ist das Telefonnetz: je mehr Personen über einen Telefonanschluss verfügen, desto größer ist der Vorteil des einzelnen von seinem Anschluss. In diesem Fall liegt ein direkter Zusammenhang zwischen der Größe eines Netzwerks und dem Teilnehmernutzen vor. Es können aber auch indirekte Zusammenhänge von Bedeutung sein. Diese können etwa darin bestehen, dass Größenvorteile in der Produktion oder im Vertrieb genutzt werden. So profitieren die Benutzer von bestimmten Computerbetriebssystemen von der großen Zahl anderer Nutzer desselben Systems, da erst die große Nutzerzahl die aufwendige Entwicklung neuer Software aus Sicht der Hersteller lohnenswert macht. Netzwerkeffekte im Bereich des Kapitalmarktrechts lassen sich z.B. im Bereich der Rechnungslegungs- und Publizitätsstandards ausmachen. Je

¹⁰³ Vgl. Esty/Damien, J. Int. Econ. L. 2000, S. 235, 242.

¹⁰⁴ Formelle Darstellung bei Sinn, in: Oberhauser (Hrsg.), Fiskalföderalismus in Europa, S. 9, 41 ff.

¹⁰⁵ Sinn, in: Oberhauser (Hrsg.), Fiskalföderalismus in Europa, S. 9, 47; skeptisch auch Esty/Damien, J. Int. Econ. L. 2000, S. 235, 242; Dreher, JZ 54 (1999), S. 105, 109.

¹⁰⁶ Winkler, in: Streit/Wohlgemuth (Hrsg.), Systemwettbewerb, S. 103, 115.

¹⁰⁷ Tirole, Industrial Organization, S. 404.

mehr Unternehmen einheitlichen Standards folgen, desto weniger Kosten wird es für die Anleger verursachen, verschiedene Unternehmensveröffentlichungen zu vergleichen.

Im Falle solcher Netzwerkeffekte kann es zu Koordinierungsproblemen kommen. In der Literatur werden beim Produktmarktwettbewerb zwei Situationen unterschieden, in denen der Wettbewerb auf Grund von Netzwerkeffekten zu einem suboptimalen Ergebnis führen kann. Beide Phänomene können auch beim Normgebungswettbewerb relevant werden. Zum einen ist dies das Auftreten von sog. Exzessträgheit („*excess inertia*“), zum anderen das Vorliegen von sog. Exzessbeschleunigung („*excess momentum*“)¹⁰⁸.

Die Exzessträgheit beschreibt das Problem eines ineffizienten Gleichgewichts, in dem zwar ein suboptimales Ergebnis besteht, aber kein Marktteilnehmer von sich aus einen Anreiz hat, den ersten Schritt eines Wechsels zu tun. Dies kann daran liegen, dass die Vorteile aus der Annahme eines neuen Systems durch den Wettbewerbsmechanismus nicht angemessen verteilt werden, so dass derjenige nicht genügend von einem Wechsel profitiert, für den das alte System relativ lukrativ ist. Oder aber die Kosten der Anpassung würden durch den Marktmechanismus nicht angemessen verteilt. Es handelt sich bei Netzwerkeffekten in aller Regel um nicht-kompensierte Externalitäten, d.h. die jeweiligen Vor- und Nachteile eines Netzwerkes werden nicht über Preise unter den Beteiligten kompensiert¹⁰⁹. Hier kann eine Verbesserung durch eine Koordinierung zwischen den einzelnen Normgebern erreicht werden, die entweder direkte Transferleistungen zwischen den Beteiligten vorsieht oder aber versucht, die Kosten für die Etablierung eines Netzwerkes angemessen zu verteilen.

Unter Exzessbeschleunigung werden die umgekehrten Fälle verstanden, in denen ein System überhastet gewechselt wird, weil neuere Nutzer das Interesse anderer Nutzer an der Aufrechterhaltung des alten Systems nicht in ihrer Nutzenkalkulation berücksichtigen. Dann werden die alten Nutzer mit den alten Standards allein gelassen, die deswegen nun zunehmend den Netzwerkvorteil verlieren¹¹⁰. Auch in einer solchen Situation kann es Sinn machen, durch Harmonisierungsbemühungen für die Beibehaltung einheitlicher Standards zu sorgen.

Auch die Gefahr eines „*race to the bottom*“ ist in vielen Fällen auf ein Koordinierungsproblem zurückzuführen¹¹¹. So ist der vielfach befürchtete und teilweise bereits diagnostizierte¹¹² Wettbewerb um den niedrigsten Körperschaftssteuersatz das Beispiel für ein klassisches Gefangenendilemma. Jeder Staat hat einen Anreiz, durch Senkung seines Steuersatzes die Unternehmen anzuziehen, da er sich so im Ergebnis durch die größere Zahl an steuerpflichtigen Unternehmen insgesamt höhere Einnahmen verspricht. Theoretisch kann dieser Wettbewerb zu einer „*zero regulation*“ führen, bei der der Steuersatz aller Staaten gegen null geht. Dann bestehen aber auch keine Steueranreize mehr für die Unternehmen, den Standort zu wechseln. Verlierer sind die

¹⁰⁸ Die Begriffe gehen zurück auf Farrell/Saloner, Am. Econ. Rev. 76 (1986), S. 940; grundlegend auch Katz/Shapiro, Am. Econ. Rev. 75 (1985), S. 424; einen Überblick über die formale Analyse gibt Tirole, Industrial Organization, S. 404 ff.; vgl. auch den (verbalen) Überblick bei Adams, JZ 1991, S. 941, 948 ff u. Knieps, ORDO 45 (1994), S. 51, 56 f.

¹⁰⁹ Adams, JZ 1991, S. 941, 947.

¹¹⁰ Adams, JZ 1991, S. 941, 949.

¹¹¹ Esty/Damien, J. Int. Econ. L. 2000, S. 235, 245.

¹¹² Siebert/Koop, Aussenwirtschaft 45 (1990), S. 439, 447.

einzelnen Staaten, da sie allesamt besser daran getan hätten, die alten Steuersätze beizubehalten¹¹³.

II. Normgebungswettbewerb durch private Normsetzer

Sind nun die Möglichkeiten und Grenzen des Normgebungswettbewerbs im Allgemeinen geklärt, gilt es die Besonderheiten der hier betrachteten privaten Regulierung im Kapitalmarktrecht herauszustellen.

Denn auch wenn in der Literatur über den Normgebungswettbewerb in der Regel explizit oder implizit von einer Konkurrenz (staatlicher) Gesetzgeber ausgegangen wird, ist die Idee des Wettbewerbs mit gewissen Akzentuierungen auch auf private Normsetzungsinstanzen übertragbar. Entgegen einer in der Literatur geäußerten Ansicht lässt sich auch der bisherigen Gesetzgebung im Bereich des Börsenrechts nichts darüber entnehmen, „dass das deutsche Börsenwesen das geschlossene und einheitliche Auftreten ... anstrebt und nicht sechs verschiedene föderative Börsen haben will, die untereinander Wettbewerb treiben“¹¹⁴.

1. Enger Anreizzusammenhang

Bei privaten Normgebern besteht in der Regel ein engerer Anreizzusammenhang zwischen der Normgebung und den zu erreichenden Zielen. Negativ formuliert wurde als eine Schwäche der privaten Regulierung die erhöhte Möglichkeit des „*regulatory capture*“ genannt. Diese Berücksichtigung von Partikularinteressen ist in der Tat das Fundament, auf dem eine funktionierende private Regulierung steht. Gerade dadurch steigert sich aber auch die Eignung des Wettbewerbs als effizienten Steuerungsmechanismus. Die Berücksichtigung von Partikularinteressen geht regelmäßig mit einer begrenzten, überschaubaren Zielsetzung einher. Und das Erreichen dieser Ziele ist umso einfacher zu überprüfen, je beschränkter der Zielkatalog ist. Zudem gilt, dass der Wettbewerbsmechanismus ein über die Zielverwirklichung hinausgehendes „*rent seeking*“ der Normgebungsorgane weitgehend verhindert.

Zentraler Vorteil der privaten Regulierung ist also die Möglichkeit, einen engen Anreizzusammenhang für den Normgeber zwischen Normsetzung und Erhöhung seines Zielerreichungsgrades zu schaffen. Dies ist nicht zuletzt auch deswegen leichter möglich als bei staatlichen Normsetzungsstellen, weil hinsichtlich der Organisationsstruktur und den internen Anreizsystemen bei privaten Normgebern ein größerer Spielraum besteht.

2. Diskrete Optimierung

Ein weiterer Vorteil der privaten Normsetzung ist, dass sie problemlos dezentral und sachlich dezentriert organisiert werden kann. Dadurch lassen sich die zu

¹¹³ Gegen diese Argumentation wird allerdings häufig vorgebracht, dass die Senkung der Steuersätze mit Opportunitätskosten verbunden sei. Unternehmen legten auch Wert auf eine gute Infrastruktur oder gute Ausbildung der Mitarbeiter. Dies würde wiederum durch die Steuereinnahmen finanziert, so dass die Unternehmen auch Vorteile von den hohen Steuersätzen haben sollen, vgl. Siebert/Koop, *Aussenwirtschaft* 45 (1990), S. 439, 450. Das Koordinierungsproblem vermag dadurch aber nicht grundsätzlich gelöst werden, allenfalls wird ein Aufschub begründet für die Länder, die in der Vergangenheit hohe Investitionen in Infrastruktur und Bildung getätigt haben.

¹¹⁴ So aber Claussen, *ZHR* 153 (1989), S. 216, 251, der aber nicht näher konkretisiert, was er mit den „Bestrebungen“ des „deutschen Börsenwesens“ meint. Die Ansicht von Claussen verwundert, rechtfertigt er doch die Existenz unterschiedlicher Marktsegmente im deutschen Börsenrecht mit dem „Wettbewerb als einem Lebensgesetz einer freien Gesellschaft und dem obersten Leitmotiv für das Kapitalmarktrecht“ (Claussen, *Bank- u. Börsenrecht*, § 9 Rn 39).

regulierenden Bereiche leichter abgrenzen, so dass es tatsächlich zu einem Wettbewerb um einzelne Normen und nicht nur zu einem Wettbewerb um ein gesamtes Normsystem kommen kann. Der Wettbewerb um die beste Regelung eines Teilbereichs des Marktes wird effektiver sein, wenn sich die Wirkungen verschiedener Regelungsansätze für bestimmte Bereiche isolieren lassen¹¹⁵. Die Homogenität des Produkts „Regulierung“ in den Einzelbereichen nimmt dann zu. Dadurch wird das Experimentieren für den Normgeber einfacher, da sich die Wirkungen einzelner Normveränderungen leichter messen lassen.

Allerdings sind mit der Aufteilung der Regulierungskompetenzen in einzelne Bereiche auch Nachteile verbunden. Zum einen kann es zu einer unerwünschten Überregulierung kommen, zum anderen besteht die Gefahr, dass das Problem negativer Externalitäten verstärkt wird.

Zu einer Überregulierung kann es kommen, wenn die Bereiche verschiedener Normgebungsinstanzen nicht vollständig voneinander unabhängig sind. Bestehen Abhängigkeiten oder Überschneidungen, so kann es zu Mehrfachregulierungen kommen, die im besten Fall einfach überflüssig sind, im schlimmsten Fall aber widersprüchliche Pflichten für die Regulierungsadressaten begründen.

Das Problem negativer Externalitäten kann sich durch die Begrenzung des Regulierungs- und damit auch des Verantwortungsbereichs der Normgeber verstärken. Ein vollkommen effizienter Normgebungswettbewerb setzt die vollständige Internalisierung der Folgen der Regulierung voraus. Die Normgebungskompetenz sollte im Idealfall der Stelle zufallen, die auch die Auswirkungen der Normierung ganz zu tragen hat¹¹⁶. Je dezentraler und sachlich dezentrierter die Normgebung, desto größer die Gefahr, dass die Regulierungswirkungen aus Sicht der Regulierungsstelle als Externalitäten auftreten.

3. Möglichkeit des *new entry*

Ein dritter entscheidender Vorteil des hier betrachteten privaten Normgebungswettbewerbs im Börsenrecht ist, dass die Anzahl der Wettstreiter anders als beim sonst in der Literatur analysierten Wettbewerb der Nationalstaaten nicht von vornherein begrenzt ist. So kann es zwar sein, dass in einem Land nur eine einzige Organisation mit Normgebungskompetenzen in einem bestimmten Bereich ausgestattet ist, trotzdem aber prinzipiell verschiedener Normsetzer in Betracht kommen. Dann kann selbst dort, wo gegenwärtig ein privates Normsetzungsmonopol besteht, die Situation eines sog. streitbaren Monopols vorliegen, d.h. es kann die Möglichkeit bestehen, dass bei ineffizienter Arbeitsweise des Monopolisten Wettbewerber auf den Markt drängen, um sich als Alternative anzubieten. Es lässt sich theoretisch zeigen, dass dann, wenn keine Markteintrittsbarrieren bestehen und die bestehenden Wettbewerber nicht schnell genug auf neue Konkurrenten reagieren können, der durch den drohenden Markteintritt ausgelöste Druck mit dem Druck bei Bestehen einer tatsächlichen Wettbewerbssituation vergleichbar ist¹¹⁷. Der Monopolist wird so zu einem Marktverhalten gezwungen, das dem Verhalten auf einem kompetitiven Markt entspricht und damit auch dessen Effizienzeigenschaften teilt.

¹¹⁵ Woolcock, in: Bratton/McCahery/Piccioto/Scott (Hrsg.), *International Regulatory Competition*, S. 289, 302 f.

¹¹⁶ Macey, in: Esty/Damien (Hrsg.), *Regulatory Competition and Economic Integration*, S. 95, 96.

¹¹⁷ Vgl. grundlegend Baumol/Panzar/Willig, *Contestable Markets*, Kapitel 1, 2, 10, 16.

In der Realität dürfte aber insbesondere das Bestehen von Marktzutrittsbarrieren in Form von fixen Anfangsinvestitionen einem solchen effizienten Ergebnis des monopolistischen Optimierungskalküls im Wege stehen. Im Bereich der privaten Normierung und Durchsetzung sind die erforderlichen Investitionen allerdings relativ gering. Das benötigte „Kapital“ besteht vor allem in dem für die Normsetzung benötigten Fachwissen, welches die privaten Normsetzer idealerweise auf Grund ihrer Industriezugehörigkeit von Hause aus mitbringen. Problematischer könnte dagegen sein, dass alteingesessene Normgeber einen gewissen Reputationsvorteil genießen und zudem regelmäßig von einem Netzwerkeffekt der Normsetzung profitieren. Wie bereits wiederholt festgestellt wurde, kann der Reputationsvorteil nun aber auch gerade Ansporn sein, ein hohes Qualitätsniveau zu halten. Denn durch geringe Qualität kann dieser Ruf verspielt werden und damit den neuen Mitbewerbern der Markteintritt erleichtert werden. Die Netzwerkeffekte und die mit ihnen verbundenen Pfadabhängigkeiten können jedoch in der Tat einem wirksamen Druck von potentiellen Wettbewerbern entgegenstehen.

III. Wettbewerb durch (Mindest)harmonisierung

Angesichts der möglichen Schwächen eines ungesteuerten regulatorischen Wettbewerbs wird in der Literatur der erfolgversprechende Kompromiss zwischen Wettbewerb und Harmonisierung in der Schaffung von Mindeststandards gesehen. Die Harmonisierung soll die Voraussetzungen für einen funktionierenden Normgebungswettbewerb schaffen, mithin als eine Art Wettbewerbsordnung dienen¹¹⁸.

Grundvoraussetzung für den Erfolg des Wettbewerbsmechanismus ist die Mobilität der Produktionsfaktoren. Dort, wo eine solche Mobilität durch protektionistisches Verhalten der Nationalstaaten eingeschränkt wird, fehlen die geeigneten Anreize im Wettbewerb um die beste Normgebung. Wenn Harmonisierung also auf einen Abbau von Marktzutrittsbarrieren zielt, so liegt darin kein Widerspruch zur Idee des Gesetzgebungswettbewerbs, sondern schafft erst seine Voraussetzungen. Allerdings steht dabei weniger die Harmonisierung der Beschränkungen als deren Abbau im Vordergrund.

Als ein Hauptargument für eine Mindestharmonisierung wird die Schaffung eines einheitlichen „*level playing fields*“ gesehen¹¹⁹. Dahinter steckt die Idee, dass Unternehmen aus Ländern mit niedrigen regulatorischen Standards einen Kostenvorteil gegenüber Unternehmen aus Ländern mit hohen Standards haben. Dieser Vorteil, der seine Ursache nicht in der Produktivität der Unternehmen habe, stelle eine ungewünschte Wettbewerbsverzerrung dar. Daher sollten in allen Bereichen Harmonisierungen durchgeführt werden, die für die Produktionskosten der Firmen relevant sind.

Gegen diese Argumentation wurde vorgebracht, dass eine solche Angleichung der Ausgangssituation nicht möglich sei, da für die Produktionskosten nicht nur die Regulierung, sondern auch andere Faktoren wie etwa die bestehende Infrastruktur mitbestimmend seien. Durch eine Rechtsharmonisierung würden dann diejenigen Unternehmen bevorzugt, die in jenen Bereichen Vorteile haben¹²⁰.

¹¹⁸ Sykes, J. Int. Econ. L. 2000, S. 257, 262; Mussler, in: Streit/Wohlgemuth (Hrsg.), Systemwettbewerb, S. 71 ff.; Kerber, JNPÖ 17 (1997), S. 199; Siebert/Koop, Aussenwirtschaft 45 (1990), S. 439, 455; Kritisch Calliess, EWS 2000, S. 432, 439 f. mit Hinweis auf das Subsidiaritätsprinzip; siehe auch Merkt, Gutachten zum 64. Dt. Juristentag, G 67: dezentrale Regulierung Grundsatz, Harmonisierung Ausnahme.

¹¹⁹ Siebert/Koop, Aussenwirtschaft 45 (1990), S. 439, 445 f.; Kerber, JNPÖ 17 (1997), S. 199, 217 ff.

¹²⁰ Revesz, J. Int. Econ. L. 2000, S. 219, 222.

Andere verweisen auf das Konzept der komparativen Kostenvorteile. Eine vollständige Angleichung der Wettbewerbsbedingungen der Unternehmen sei nicht wünschenswert, da die Vorteile der internationalen Arbeitsteilung gerade auf der Ausnutzung unterschiedlicher Bedingungen und den damit einhergehenden komparativen Kostenvorteilen beruhen¹²¹. Dieses Argument ist aber wenig überzeugend, beschreibt doch die ökonomische Theorie der komparativen Kostenvorteile nur die Möglichkeiten effizienter Allokationen von Produktionsfaktoren durch Ausnutzung internationaler Arbeitsteilung bei Bestehen unterschiedlicher Faktorpreise. Die Faktorpreise selbst werden als exogen vorgegeben betrachtet. Die Frage, ob sich insgesamt durch Angleichung der Faktorkosten ein besseres Ergebnis erzielen ließe, wird von dieser Theorie also gar nicht behandelt.

Es geht hier im Grunde um ein Spannungsverhältnis zwischen Produktmarkt Wettbewerb und Regulierungswettbewerb¹²². Der Produktmarkt Wettbewerb soll die geeigneten Anreize für den Normgebungswettbewerb schaffen. Letzterer aber bestimmt die Konditionen, mit denen die einzelnen Unternehmen in den Wettbewerb eintreten. Es kann also nicht darum gehen, jede wettbewerbsbeeinflussende Normierung zu unterlassen. Eine solche Beeinflussung ist ja gerade die Idee des Normgebungswettbewerbs: die Unternehmen sollen die Normen wählen, unter denen sie sich die größten Wettbewerbschancen ausrechnen. Das Problem ist, dass es sich dabei häufig um die Wahl von Normenpaketen handelt, also eher um einen Systemwettbewerb als einen Einzelnormwettbewerb. Dies macht es schwer, zwischen „künstlichen“ Wettbewerbsverzerrungen, die eine unerwünschte staatliche Einflussnahme darstellen und „natürlichen“ Wettbewerbsverzerrungen, die durchaus im Sinne des Gesetzgebungswettbewerbs sind, zu unterscheiden¹²³.

Eine Lösung bietet auch hier die ökonomische Regulierungstheorie. Man wird eine normgebungsbedingte Wettbewerbsverzerrung auf dem Produktmarkt dann als „künstlich“ anzusehen haben, wenn über sie ein Wettbewerb der Normgeber nicht stattfinden kann. Dies ist dann der Fall, wenn in diesem Bereich Marktversagensgründe vorliegen. Dieses Marktversagen führt dazu, dass sich die Wettbewerbsverzerrung nicht durch das Konkurrenzgeschehen abbauen lässt und behindert damit auch die Konkurrenz über andere Bestandteile der Normsysteme.

Eine ganz andere Frage ist, ob eine solche selektive Harmonisierung ohne Rückwirkungen auf nicht-harmonisierte Bereiche überhaupt möglich ist. Grund für mögliche Zweifel daran bieten die in komplexen Rechtssystemen bestehenden Komplementaritäten¹²⁴. Beispielhaft zu nennen sind hier die europäischen Harmonisierungsbemühungen im Bereich des Kapitalmarktrechts. Diese Bestrebungen, obgleich sie nur Teilbereiche betreffen, haben auch einen Effekt auf die *Corporate Governance* Systeme der Unternehmen in den einzelnen Mitgliedsstaaten. Es besteht nun die Gefahr, dass die Änderungen in Randbereichen zu einem inkonsistenten Gesamtsystem führen¹²⁵. Dann mag der Wettbewerb zwar in der Lage sein, ein unter diesen Umständen optimales Ergebnis zu produzieren. Ob dieses Ergebnis besser ist als der *status quo ante*, ist dann aber eine ganz andere Frage.

¹²¹ Kerber, JNPÖ 17 (1997), S. 199, 218.

¹²² Sacksofsky, J. Int. Econ. L. 2000, S. 237, 239.

¹²³ Kerber, JNPÖ 17 (1997), S. 199, 218.

¹²⁴ Spindler/Schmidt, Path Dependence, insb. S. 10 ff.

¹²⁵ Schmidt/Spindler, Path Dependence, S. 17.

IV. Ergebnis

Der Normgebungswettbewerb bietet gegenüber einer Rechtsvereinheitlichung verschiedene Vorzüge. So kann er als Entdeckungsverfahren angesehen werden, in dem das Finden des „richtigen“ Rechts ermöglicht wird. Weiter bietet er Raum für die Berücksichtigung lokaler Präferenzen, reduziert die Gefahr des *regulatory capture*, bietet vergleichsweise höhere Flexibilität, kann dort zum Einsatz kommen, wo eine Vereinheitlichung nicht durchsetzbar ist und macht es möglich, den einzelnen Normgebungsautoritäten ihre Souveränität zu belassen.

Die Grenzen der Idee des Wettbewerbs der Normgeber werden dort erreicht, wo ein Versagen des „Marktes für Regulierung“ droht. Dies kann der Fall sein auf Grund begrenzter Faktormobilität, zu hohen Transaktionskosten, externen Effekte und dem Charakter der Regulierung als öffentliches Gut, informationellen Barrieren oder Koordinierungsproblemen unter den Regelsetzern.

Im Vergleich zum in der Literatur diskutierten Wettbewerb staatlicher Gesetzgeber auf internationaler Ebene erscheint die hier behandelte private Normgebungskonkurrenz im Bereich des Kapitalmarktrechts noch erfolgsversprechender. So besteht der Vorteil eines engeren Zusammenhangs zwischen Regulierungsfolgen und Zielerreichung, die Möglichkeit einer diskreten Optimierung einzelner Normbereiche statt eines bloßen Systemwettbewerbs und vor allem die Möglichkeit, dass durch einen drohenden Eintritt neuer Konkurrenten auf den „Markt für Regulierung“ positive Regulierungsanreize ausgehen.

Will man aber den Bedenken an der generellen Funktionsfähigkeit des Wettbewerbsmechanismus gerecht werden, so bietet sich ein Konzept der Mindestharmonisierung der Normen in den Bereichen an, wo Marktversagensgründe ein adäquates Wettbewerbsresultat als unwahrscheinlich erscheinen lassen.

E. Private Regulierung durch die Börsen

Sind allgemeinen theoretischen Grundlagen einer ökonomisch motivierten Betrachtung der privaten Normsetzung und -durchsetzung präsentiert, soll nun in der Folge der regulierungstheoretische Blick auf Einzelfragen im Bereich der Regulierung der Wertpapierbörsen beschränkt werden. Die erste Hürde besteht hier zunächst darin, den Begriff der Börse zu präzisieren (I.). Um das Verständnis für die Notwendigkeiten der Börsenregulierung zu fördern, werden im Anschluss sowohl die elementaren Funktionen, die die Börse auf dem Kapitalmarkt erfüllt (II.), wie auch die regulatorischen Herausforderungen durch die Veränderungen der Märkte in den letzten Jahren aufgezeigt (III.). Schließlich wird ein Überblick über mögliche Regulierungsregime im Bereich des Börsenrechts gegeben, wie sie in der jüngeren Literatur diskutiert werden (IV.)

I. Der Begriff der Börse

Obwohl das Börsengesetz den Begriff an verschiedenen Stellen verwendet und gem. § 1 Abs. 1 S. 1 BörsG für die Errichtung einer Börse eine Genehmigung der zuständigen obersten Landesbehörde verlangt, enthält es keine Definition. Die Börsenenquêtekommission, die für den Gesetzestext des Börsengesetzes verantwortlich war, hatte die Aufnahme einer allgemeinen Definition abgelehnt, weil eine solche schlicht als zu schwierig angesehen wurde. Die tatsächliche Gestaltung der bestehenden

und anerkannten Börsen sollte Anhaltspunkt genug sein, um auch künftig entscheiden zu können, ob eine kaufmännische Versammlung als Börse im Gesetzessinne anzusehen sei¹²⁶.

Die Kommission wurde aber alsbald nach Inkrafttreten des Gesetzes eines Besseren belehrt. Die Berliner Getreidehändler schlossen sich am 1.1.1897 zum „Verein Berliner Getreide- und Produktenhändler“ zusammen und trafen sich statt in der Berliner Getreide- und Produktenbörse in einem Varietétheater (dem Feenpalast), um die in der Börsenordnung vorgesehene Beteiligung der Vertreter der Landwirtschaft in Börsenvorstand und bei der Preisfeststellung zu umgehen. Dies führte letztendlich zum „Feenpalasturteil“ des preußischen Oberverwaltungsgerichts, das sich mit der Frage auseinandersetzen musste, ob die Zusammenkünfte des Vereins den Charakter einer Börse im Sinne des BörsG hatten. Das Gericht charakterisierte den Begriff Börse in seinem Urteil wie folgt: erforderlich seien regelmäßige, an einem bestimmten Ort zu festgelegten Zeiten und in verhältnismäßig kurzen Zeitabständen stattfindende Versammlungen einer großen Anzahl eines zumindest vorwiegend aus Kaufleuten bestehenden Personenkreises, die dem Zweck dienen, Handel in nicht zur Stelle gebrachten, vertretbaren Waren zu treiben¹²⁷.

Noch in jüngerer Zeit finden sich in der Literatur Definitionen, die den Ausführungen des preußischen Oberlandesgericht im Wesentlichen entsprechen. So definiert *Schwark* die Börse als die organisierte, regelmäßig in verhältnismäßig kurzen Abständen stattfindende Zusammenführung von Angebot und Nachfrage in vertretbaren, typischerweise nicht zur Stelle gebrachten Gegenständen nach grundsätzlich einheitlichen Usancen, mit dem Ziel, Vertragsabschlüsse herbeizuführen¹²⁸. Das Merkmal des Zusammentreffens an einem bestimmten Ort taucht nicht mehr auf, um der Möglichkeit der Orderkonzentration über elektronische Handelssysteme gerecht zu werden¹²⁹.

Diese und ähnliche Definitionen lassen sich als *institutionell-materielle* Börsendefinitionen bezeichnen. Dem stehen Versuche gegenüber, von einer *funktionalen* Betrachtungsweise zu einer Begriffsfestlegung zu gelangen. Am deutlichsten ist dabei die Beschreibung von *Röhrl*, der in der Börse einen Marktbetrieb sieht, der für den Handel von standardisierten Wertpapieren standardisierte Transaktionsprozesse anbietet¹³⁰.

Daneben hat *Mues* den Versuch einer *normativen* Börsendefinition gestartet, indem er von der dem Börsengesetz zugewiesenen Ordnungsaufgabe auf den Begriff der Börse schließen will¹³¹. Das Zirkularitätsproblem bei einem solchen Vorgehen liegt auf der

¹²⁶ Vgl. Stenographische Berichte über die Verhandlungen des Reichstages, 9. Legislaturperiode, IV. Session 1895/97, Erster Anlageband, Aktenstück Nr. 14, S. 11 ff.; auch bei späteren Novellierungen wurde in Hinblick auf eine notwendige Flexibilität bewusst auf eine Legaldefinition verzichtet, vgl. BT-Drucks. 11/444721, S. 16. Vgl. auch Schwark, BörsG, § 1 Rn 1; Kümpel, Börsenrecht, S. 13; ders. WM 1989, S. 1313, 1314; Schäfer, ZIP 1989, S. 1103, 1108; Samm, Börsenrecht, S. 44.

¹²⁷ Preuß OVG 34, 315, 335f = ZHR 48 (1899), 274, 292 ff.

¹²⁸ Schwark, BörsG, § 1 Rn. 5; Schlüter, Wertpapierhandelsrecht, S. 205 f („moderner Börsenbegriff“).

¹²⁹ Schwark, BörsG, § 1 Rn 4; Kümpel, Börsenrecht, S. 14 ff.; Wastl, WM 1999, S. 620, 621.

¹³⁰ Röhrl, Börsenwettbewerb, S. 17; vgl. auch Rudolph/Röhrl, in: Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, S. 143, 168; Merkt, NJW 2002, Sonderbeilage 23, S. 41, 43; ablehnend zur funktionalen Begriffsbildung Baums/Segna, Börsenreform, S. 19.

¹³¹ Mues, Börsenorganisation, S. 62; vgl. auch den normativen Ansatz von Wastl/Schlitt, WM 2001, S. 1703, 1708 ff., die de lege ferenda als zwingendes Merkmal für eine Börse die staatliche Überwachung der Preisbildung fordern; nach Riehmer/Heuser, NZG 2001, S. 385 ist die staatlich überwachte Preisfeststellung gar schon de lege lata Begriffsmerkmal der Börse. Nach dieser Auffassung läuft die Genehmigungspflicht gem. § 1 Abs. 1 BörsG jedoch weitgehend leer und macht nur noch für die Handelsplätze Sinn, die bewusst nicht auf die staatliche Überwachung verzichten wollen.

Hand. Denn der Anwendungsbereich des Börsengesetzes und damit in gewissem Maße auch die ihm zugedachte Ordnungsaufgabe hängt gerade von der Definition der Börse ab. Vergleicht man die verschiedenen Definitionsversuche, so lassen sich gewisse charakterisierende Merkmale herausstellen¹³². Allen Definitionsversuchen gemeinsam sind zwei Elemente: die Konzentration der Geschäftsabschlüsse und der Handel mit vertretbaren Gegenständen¹³³. Weitgehend Einigkeit besteht auch über das Merkmal der Regelmäßigkeit der Veranstaltung¹³⁴.

Neuere institutionelle Definitionsversuche unterscheiden sich von den funktionalen Ansätzen letztlich nur noch im Merkmal der mitgliedschaftlichen Organisation. Historisch waren Börsen im In- und Ausland tatsächlich immer mitgliedschaftlich organisiert, d.h. der Teilnehmerkreis war auf besonders zugelassene Professionelle begrenzt. Die neueren institutionellen Ansätze behalten dieses Kriterium bei¹³⁵.

An dieser Stelle geht es nur um die Festlegung des Betrachtungsgegenstandes für die weitere Untersuchung. Insofern ist es wichtig, die Definition nicht zu restriktiv zu fassen, um den Blickwinkel nicht zu frühzeitig zu verengen. Für die hier zunächst eingenommene rechtstheoretische Perspektive scheint die Wahl eines funktionell orientierten Begriffs sinnvoll. Aus ökonomischer Sicht liegen die Betrachtungsweisen ohnehin nicht weit auseinander. Denn versteht man unter einer Institution eine sanktionierbare, kollektive Verhaltenserwartung, wie dies in der institutionenökonomischen Literatur üblich ist¹³⁶, dann hat schon die Standardisierung der Transaktionen an der Börse institutionellen Charakter. Dabei kann die Sanktionierung nicht nur durch den Handelsausschluss bei Nichtbefolgung der Regeln geschehen¹³⁷, sondern schon in der Tatsache gesehen werden, dass nicht-standardisierte Transaktionen gar nicht durchführbar sind, weil das Transaktionssystem keinen Raum für solche Order lässt.

¹³² Vgl. die Übersicht bei Hopt/Baum, in: Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, S. 287, 386; andere Schwerpunkte bei Breitzkreuz, Ordnung, S. 30 ff. Beachte aber auch die Einschätzung von Breitzkreuz, Ordnung, S. 34 f, der in Anlehnung an Göppert, Recht der Börsen, S. 63 den Abschluss von Termingeschäften als wesentliches Abgrenzungskriterium bezeichnet, das sich „durchgesetzt“ habe (mit Verweis auf die Arbeit von Wiede, Börse, S. 35). Diese Ansicht würde bedeuten, dass eine Marktveranstaltung, um als Börse zugelassen zu werden, zwingend nicht nur einen Kassahandel, sondern auch einen Terminhandel anbieten muss, nur weil das Börsengesetz in den §§ 50 ff BörsG entsprechende Regelungen enthält. Dies lässt sich mit der äußerst kritischen Haltung des Gesetzgebers zum Terminhandel in der Vergangenheit nicht ein Einklang bringen.

¹³³ Mues, Börsenorganisation, S. 64 spricht von „fungiblen“ Gegenständen, meint aber dasselbe, obwohl er vorher das Merkmal ausdrücklich abgelehnt hat (aaO, S. 57). Von der funktionellen Perspektive bedeutet „vertretbar“ dasselbe wie „standardisiert“, vgl. die Definition bei Röhr, Börsenwettbewerb, S. 17.

¹³⁴ Wenn Mues, Börsenorganisation, S. 56 dies mit dem Argument ablehnt, auch einmalige Veranstaltungen könnten ein großes Ordervolumen auf sich ziehen und seien deswegen regelungsbedürftig, so verlässt er das Fundament seines gewählten Ansatzes. Denn die Orientierung an der Ordnungsaufgabe des geltenden Börsenrechts kann nicht nur die Feststellung der bloßen Regulierungsbedürftigkeit bedeuten, sondern muss auch das zum Einsatz kommende Instrumentarium berücksichtigen. Die organisations- und aufsichtsrechtsrechtlichen Konsequenzen der Klassifizierung als Börse lassen diese für unregelmäßige, im Extremfall einmalige, Veranstaltungen als völlig unpassend erscheinen und bedeuten unter Berücksichtigung der damit verbundenen Kosten *de facto* ein Verbot solcher Veranstaltungen.

¹³⁵ Hopt/Baum, in: Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, S. 287, 387; Schmidt, Wertpapierbörsen, S. 1. Gegen dieses Kriterium lässt sich vorbringen, dass das Zulassungserfordernis für die Teilnehmer Bestandteil der rechtlichen Ausgestaltung der Börse durch das Börsengesetz ist. Dabei steht das Zulassungserfordernis systematisch neben solchen Elementen, die erst zu den Rechtsfolgen der Börsengenehmigung gehören, sie aber nicht voraussetzen, Vgl. Breitzkreuz, Ordnung, S. 38.

¹³⁶ Vgl. Röhr, Börsenwettbewerb, S. 17 m.w.N.

¹³⁷ Röhr, Börsenwettbewerb, S. 17; Rudolph/Röhr, in: Hopt/Rudolph/Baum, Börsenreform, S. 143, 168.

Die Börse soll demgemäß in den folgenden theoretischen Ausführungen als eine Institution verstanden werden, die regelmäßig oder fortdauernd standardisierte Geschäftsabschlüsse über vertretbare Gegenstände vermittelt. Erst im rechtsanalytischen Teil wird die Perspektive dann auf die in Deutschland genehmigten Börsen mit ihrer durch das Börsengesetz vorgegebenen Organisationsstruktur beschränkt werden.

II. Funktionen der Börse

Als ein Segment des Kapitalmarkts übernimmt die Börse die Funktion, Kapitalanbieter und -nachfrager zusammenzubringen. Die Börse hat sich dabei als eine Institution herausgebildet, die diese Funktion besonders effizient erfüllt. Diese Effizienz der Börse beruht zum einen darauf, dass sie den Ausgleich von Angebot- und Nachfrage unter geringen direkten Transaktionskosten ermöglicht (dazu 1.)¹³⁸, zum anderen darauf, dass sie an die Teilnehmer wichtige Qualitätssignale vermittelt und dadurch zur Reduktion der indirekten Transaktionskosten beiträgt (dazu 2.)¹³⁹.

1. Orderkonzentration und Kapitalmarkteffizienz

Der Handel an der Börse entbindet die Handelswilligen durch Bündelung ihrer Aufträge von der kostenaufwendigen Suche nach einer Marktgegenseite. Dadurch werden die anfallenden Suchkosten reduziert. Daneben stellt die Börse durch die Standardisierung Regeln zur Verfügung, die das Zustandekommen der Geschäftsabschlüsse vereinfachen¹⁴⁰. Die Kontrakte sind hinsichtlich ihrer Erfüllungsmodalitäten vereinheitlicht. Lediglich Gegenstand, Menge und Preis müssen individuell festgelegt werden.

Von regulierungstheoretischer Seite stellt sich in diesem Zusammenhang die Frage, ob die Börse ein natürliches Monopol darstellt und deswegen eine staatliche Monopolisierung angebracht ist. Bei einem natürlichen Monopol ist die nachgefragte Menge an Gütern von einem einzelnen Unternehmen kostengünstiger zu produzieren als von jeder größeren Anbieterzahl. (sog. Subadditivität der Kostenfunktion¹⁴¹). Nun besteht ein sehr großer Teil der beim Betreiben einer Börse anfallenden Kosten aus Fixkosten, d.h. diese Kosten entstehen unabhängig von der „Ausbringungsmenge“ in Form der Handelsabschlüsse. In einem solchen Fall sind die Durchschnittskosten regelmäßig abnehmend und das Vorliegen eines natürlichen Monopols nahe liegend¹⁴².

Nun bringt die Regulierung eines staatlich begünstigten Monopols vielfältige Probleme mit sich. Zum einen wird in der Regel eine Preisregulierung erforderlich sein, da der Monopolist bei gewinnmaximierendem Verhalten einen zu hohen Preis und damit eine ineffizient geringe Ausbringungsmenge festsetzen wird. Zum anderen fehlen die in der Konkurrenzsituation bestehenden Innovationsanreize. Dies legt nahe, nicht in jedem Fall, in dem eine subadditive Kostenfunktion vorliegt, für eine Monopolregulierung zu plädieren. Es ist vielmehr angebracht, die Vor- und Nachteile gegeneinander abzuwägen.

¹³⁸ Mues, Börsenorganisation, S. 25 f., 28; Bindseil, Verfügungsrechte, S. 68;

¹³⁹ Fischel, U. Chic. L. Rev. 54 (1987), S. 119, S. 121 f.; Walgenbach, Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik 35 (1990), S. 257, 260

¹⁴⁰ Kitch, in: Oditah (Hrsg.), The Future for the Global Securities Market, S. 233, 235, der zudem auf die Bedeutung der Börsenregeln für eine schnelle Streitschlichtung über die Geschäfte hinweist.

¹⁴¹ Siehe bereits I. Kap. B I 2 a.

¹⁴² Vgl. zu Größenvorteilen speziell auf dem Kapitalmarkt Goldberg/Hanweck/Keenan/Young, J. Mon. Econ. 13 (1991), S. 393 ff.

Sprich: die Kostenvorteile des Monopolisten müssen erheblich sein, um eine Monopolgewährung zu rechtfertigen. Nun sind die Fixkosten für mögliche Konkurrenten einer Monopolbörse in absoluter Größe eher gering, da heute eine elektronische Handelsplattform mit geringem Aufwand aufgestellt werden kann. Allein die abnehmenden Durchschnittskosten für den Börsenbetreiber mögen die Notwendigkeit einer Monopolregulierung also nicht begründen.

Allerdings kann hier noch ein weiterer Effizienzvorteil der Orderkonzentration relevant werden. Die Konzentration von Angebot und Nachfrage an einer Stelle bedeutet eine hohe Liquidität dieses Marktes. Je mehr verschiedene Börsen nun existieren, d.h. je fragmentierter die Börsenlandschaft durch Verteilung von Angebot und Nachfrage ist, desto geringer ist *ceteris paribus* auch die Liquidität der Einzelbörsen¹⁴³. Die Liquidität eines Marktes beruht auf einem Netzwerkeffekt hinsichtlich der Zielgröße Liquidität¹⁴⁴. Je mehr Teilnehmer das Netzwerk hat, desto größer ist die Zielgröße.

Orderkonzentration und Liquidität sind im Hinblick auf die Funktionsfähigkeit des Marktes insbesondere unter zwei Gesichtspunkten von großer Bedeutung. Erstens haben sie einen Einfluss auf die Informationseffizienz der Kurse, zweitens sind sie Bestimmungsgrößen der Transaktionskosten der Marktteilnehmer.

Die Börsenpreise sind im Idealfall Abbild der im Markt vorhandenen Informationen. Damit sorgen sie für eine effiziente Allokation des Kapitals¹⁴⁵. Weiter können sie Bedeutung auch für am Marktgeschehen nicht unmittelbar Beteiligte haben, wenn diese auf Grundlage der Marktpreise disponieren¹⁴⁶. Je weniger vollständig das Abbild der Order in einem bestimmten Markt von Gesamtnachfrage und Gesamtangebot ist, desto unvollständiger ist auch das Abbild der in einem Markt vorhandenen Informationen¹⁴⁷. Dementsprechend verschlechtert sich die allokativen Funktionsfähigkeit des Marktes.

Weiter gilt, dass je geringer die Liquidität eines Marktes ist, desto größer ist *per definitionem* auch seine Anfälligkeit für kurzzeitige Kursausschläge¹⁴⁸. Geringere Liquidität bedeutet damit auch höhere Volatilität der Kurse. Auch darunter leidet die Informationseffizienz eines Marktes. Dadurch, dass der Preiseinfluss einzelner Order steigt, steigt auch die Möglichkeit, dass der Kurs aus dem informationseffizienten Gleichgewicht gerät.

Eine Folge einer reduzierten Liquidität des Marktes ist die Weitung der An- und Verkaufsspannen. Theoretisch gibt es für den Zusammenhang zwischen Liquidität und Größe der An- und Verkaufspanne in der Literatur verschiedene Erklärungsansätze. Dabei muss man unterscheiden zwischen den Märkten, in denen sich ein Marktmacher verpflichtet, jederzeit verbindliche An- und Verkaufskurse für ein bestimmtes Papier zu stellen (sog. *quote-driven-markets*) und den Märkten, in denen die An- und Verkaufsspanne durch die limitierten Order des Publikums zustande kommt (sog. *order-driven-markets*). Bei letzteren liegt auf der Hand, dass ein höheres Ordervolumen auch bedeutet, dass die Wahrscheinlichkeit höher ist, dass sich zwei Handelspartner finden, die

¹⁴³ Scheffrahn, Gestaltung, S. 107; Mues, Börsenorganisation, S.101; Economides, in: Schwartz (Hrsg.), Global Equity Markets, S. 90 f.; Bradley, in: Fingleton/Shoemaker (Hrsg.), Capital Markets, S. 183, 188. Grundlegend zur ökonomischen Theorie Pagano, Quart. J. Econ. 104 (1989), S. 255 ff.

¹⁴⁴ Rudolph/Röhl, in: Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, S. 143, 179 f.

¹⁴⁵ Siehe bereits unter I. Kap. C II. 1.

¹⁴⁶ Mues, Börsenorganisation, S. 103; Schwark, BörsG, § 29 Rn. 9; grundlegend schon Hayek, Am. Econ. Rev. 35 (1945), S. 519 ff.

¹⁴⁷ Schwartz, Equity Markets, S. 431; Schmidt, Kredit und Kapital 25 (1992), S. 120.

¹⁴⁸ Siehe zu Definition der Liquidität bereits I. Kap. C II. 1.

zu einem bestimmten Preis eine Transaktion durchführen wollen. Dies erklärt die Größe der An- und Verkaufsspannen aber nur unvollständig.

Ein weiterer Erklärungsansatz verweist daher auf die geringere Informationseffizienz in illiquiden Märkten¹⁴⁹. Dadurch wird das Risiko, mit einer Order nur deswegen Erfolg zu haben, weil man an einen Transaktionspartner mit überlegenen Informationen gerät, größer. Dieses Risiko wird bei unterstelltem Rationalverhalten sowohl von den Marktmachern als auch vom Publikum bei der Festlegung ihrer Preislimits antizipiert. Folge ist, dass die An- und Verkaufsspanne mit steigender Informationsasymmetrie ebenfalls zunimmt.

Ein dritter Erklärungsversuch sieht in der An- und Verkaufsspanne die Möglichkeit, Marktteilnehmer dafür zu belohnen, dass die dem Markt Liquidität liefern, indem sie kurzfristig Positionen aufbauen, die eigentlich ihren Risikopräferenzen widersprechen¹⁵⁰. Je illiquider der Markt ist, desto größer sind die von diesen Händlern aufzunehmenden Order und desto länger dauert es, bis sie diese Positionen wieder abbauen können. Dementsprechend muss die Belohnung in illiquiden Märkten auch höher sein, was sich in weiten An- und Verkaufsspannen niederschlägt.

Die Größe der An- und Verkaufsspanne ist nun aber relevant für die bei den Transaktionen anfallenden indirekten Kosten und damit für die Funktionsfähigkeit des Allokationsprozesses¹⁵¹. Umgekehrt haben hohe Transaktionskosten einen negativen Einfluss auf das Ordervolumen und damit die Liquidität des Marktes¹⁵². Es liegt hier also eine negative Rückkopplung vor, die den Effekt der verminderten Marktliquidität auf Grund der Marktfragmentierung weiter verstärkt.

Die Vorzüge einer Orderkonzentration sind also nicht von der Hand zu weisen. Nun besteht aber auch die Möglichkeit, durch Nutzung der modernen Informationstechnologien Verbindungen zwischen den Märkten herzustellen. In der Tat bestehen heute vielfältige Beziehungen der Märkte untereinander¹⁵³. In Deutschland werden diese Verbindungen insbesondere durch das von der Deutschen Börse in Frankfurt betriebene XETRA-Handelssystem hergestellt¹⁵⁴. Die oben beschriebenen Gefahren der Fragmentierung für die Informationseffizienz der Märkte werden dadurch erheblich relativiert¹⁵⁵. Allerdings dürfte auch klar sein, dass die Anreize der Börsen, sich gegenüber konkurrierenden Handelsplätzen zu öffnen, begrenzt sind. Wenn die Börsen in der Vergangenheit um Kooperation bemüht waren und sich weitere Konsolidierungsbestrebungen auch für die Zukunft abzeichnen, so ging es immer darum, die eigene Wettbewerbsposition gegenüber der (weltweiten) Konkurrenz zu stärken. Eine Vernetzung aller Handelsplätze ist aus diesen Bemühungen nicht zu erwarten. Dann kann jedenfalls eine staatliche Regulierung der Intermarktbeziehungen als eine im Verhältnis zur staatlichen Monopolisierung mildere Maßnahme erforderlich sein.

¹⁴⁹ Grundlegend dazu Copeland/Galai, J. Fin. 38 (1983), S. 1457ff.; Glosten/Milgrom, J. Fin. Econ. 13 (1985), S. 71 ff.

¹⁵⁰ Fundamental Grossman/Miller, J. Fin. 43 (1988), S. 617 ff.

¹⁵¹ Mues, Börsenorganisation, S. 97 m.w.N.

¹⁵² Mues, Börsenorganisation, S. 102.

¹⁵³ Cohen/Maier/Schwartz/Whitcomb, Microstructure, S. 38 f.; Mues, Börsenorganisation, S. 107; Rudolph/Röhrli, in: Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, S. 143, 154 f.

¹⁵⁴ Kritisch zur Konstruktion des Anschlusszwanges Köndgen/Mues, WM 1998, S. 53 ff., die aber die Frage, ob sich die Börsen von sich auf eine Systemintegration einigen würden, offen lassen (aaO, S. 62).

¹⁵⁵ Cohen/Maier/Schwartz/Whitcomb, Microstructure, S. 158; Mues, Börsenorganisation, S. 107; Harris, in: Schwartz (Hrsg.), Global Equity Markets, S. 284; Baums/Segna, Börsenreform, S. 20.

2. Börse und Qualitätssignale

Die zunehmende Spezialisierung auf dem Markt für Finanzdienstleistungen führt zu einem Ansteigen der Informationsasymmetrien zwischen Emittenten, professionellen Marktteilnehmern und privaten Investoren. Folge der asymmetrischen Information sind, wie bereits dargestellt¹⁵⁶, die Probleme der adversen Selektion und des opportunistischen Verhaltens. Die Börse stellt eine Institution dar, die geeignet ist, beiden Problemen wirkungsvoll zu begegnen¹⁵⁷.

a) Zulassung als Qualitätssicherung

Qualitätssicherung geschieht bei den traditionellen Börsen zunächst durch das Zulassungserfordernis für die verschiedenen Marktakteure. Die Zulassung ist dabei an die Erfüllung bestimmter Kriterien geknüpft. So sieht das deutsche Recht für die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel je nach Marktsegment die Erfüllung unterschiedlicher Anforderungen vor (vgl. §§ 30 ff. BörsG für den amtlichen Markt, §§ 49 ff. BörsG für den geregelten Markt, § 57 BörsG für den Freiverkehr). Insbesondere soll so ein „ordnungsgemäßer Börsenhandel“ gewährleistet werden (§ 30 Abs. 3 1. BörsG; § 51 Abs. 1 1. BörsG und § 57 Abs. 1 BörsG). Die Erfüllung der Zulassung (und die Prospekthaftung) stellt eine Möglichkeit für die Emittenten dar, dem Marktumfeld ihre Qualität zu signalisieren.

Auch für die Teilnahme am Börsenhandel ist nach § 16 Abs. 1 BörsG die Zulassung erforderlich, welche an die Erfüllung bestimmter Kriterien geknüpft ist (§ 16 Abs. 2 BörsG), insbesondere an einen Nachweis ausreichender Eigenkapitalausstattung. Und schließlich benötigen auch die Personen, die berechtigt sein sollen, für ein zugelassenes Unternehmen an der Börse zu handeln, eine Zulassung, die nur zu erteilen ist, wenn sie zuverlässig sind und über die nötige berufliche Eignung verfügen (§ 16 Abs. 5 BörsG). Die Eignung und die Zuverlässigkeit der Handelsteilnehmer sind für die rasche Abwicklung der in mündlicher Form und regelmäßig über hohe Summen abgeschlossenen Geschäfte unerlässlich¹⁵⁸.

b) „Monitoring“ zur Unterbindung opportunistischen Verhaltens

Neben der Zulassung als Qualitätssignal ist auch die anschließende Überwachung der Marktteilnehmer für die Funktionsfähigkeit der Börsen von großer Bedeutung. Auf diese Weise wird von außen schwer zu beobachtendes opportunistisches Verhalten verhindert. Auf die Anreize der Börse für eine solche Überwachung, die verschiedenen Formen der Handelsüberwachung und die Sanktionsmöglichkeiten bei Verstößen gegen die börsenrechtlichen Vorschriften wird sogleich ausführlich einzugehen sein.

III. Regulatorische Herausforderungen durch Veränderungen im Börsenumfeld

Seit dem letzten Jahrzehnt sind die Kapitalmärkte einem tiefgreifenden Wandel ausgesetzt, der die Börsen dazu zwingt, ihre Position neu zu bestimmen. In der Literatur wird gar die Frage diskutiert, welche Funktion die traditionellen Börsen noch erfüllen, die nicht ebenso gut von Softwareanbietern und Datenlieferanten erfüllt werden

¹⁵⁶ 1. Kap. B I 2. d.

¹⁵⁷ Vgl. Mues, Börsenorganisation, S. 26 ff.

¹⁵⁸ Walter, WM 1986, S. 1489, 1494.

könnten¹⁵⁹. Auf diese Frage, vor allem hinsichtlich dem hier im Mittelpunkt stehenden Aspekt der Regulierung der Märkte und Marktteilnehmer, wird noch einzugehen sein. Zunächst soll aber ein Bild vom Ausmaß der Veränderungen der Rahmenbedingungen des Börsengeschäfts in den letzten Jahren vermittelt werden.

Der Wandel auf den Kapitalmärkten lässt sich im Wesentlichen durch die Schlagwörter Globalisierung, Institutionalisierung, und Technologisierung beschreiben. Hinzu kommt auf Seiten der Börsen die Umwandlung ihrer ehemals genossenschaftlich geprägten Strukturen hin zu kapitalistischen Organisationen- und Rechtsformen. Gleichsam Ursache und Folge dieser Entwicklungen ist eine zunehmende Bedeutung des Wettbewerbs zwischen den Börsen, dem auch für die Frage ihrer Eignung zur Normsetzung große Bedeutung zukommen wird.

1. Globalisierung

Der Begriff der Globalisierung lässt sich in dem hier betrachteten Zusammenhang begreifen als die zunehmende Ausweitung internationaler Kapitalströme mit der Folge der Reduktion der Marktsegmentierung¹⁶⁰. Die Globalisierung auf den Aktienmärkten wurde vor allem von dem gestiegenen Bewusstsein um die Vorzüge international diversifizierter Portfolios vorangetrieben¹⁶¹. Erleichtert wurde sie durch technologische Entwicklungen, aber auch durch die Akzeptanz der englischen Sprache als quasi-offizielle Sprache auf den Finanzmärkten¹⁶² und durch die vielerorts zu beobachtende Kapitalmarktderegulierung¹⁶³.

Allein im Jahre 2000 stieg das Vermögen, das Deutsche in ausländischen Aktien angelegt haben, um über 240 Milliarden Euro, nach einem Anstieg von ca. 102 Milliarden Euro im Jahr 1999 und ca. DM 150 Milliarden im Jahre 1998, während der durchschnittliche jährliche Zuwachs in den achtziger Jahren noch bei etwa DM 10 Milliarden gelegen hatte¹⁶⁴.

Für die Anleger ist es einfacher geworden, in internationale Wertpapiere zu investieren. Dies gilt auch hinsichtlich solcher Titel, die nicht in Deutschland gehandelt werden. Denn die Transaktionskosten für grenzüberschreitende Wertpapiertransaktionen sind in den vergangenen Jahren nicht unerheblich gesunken. Mit Hilfe des Internets ist es zudem heute kein Problem mehr, etwa in den USA ein Wertpapierdepot bei einem Online-Broker wie Charles Schwab, Fidelity Online, E*Trade etc. zu unterhalten und dann an den amerikanischen Börsen zu den normalen Konditionen, die mit den deutschen Inlandsbedingungen vergleichbar sind, zu handeln.

Der größte Teil der Investitionen deutscher Anleger in ausländische Papiere wird aber über Fondsanlagegesellschaften vermittelt. So bieten zahlreiche Fonds ein auf bestimmte Länder oder ein weltweit diversifiziertes Portfolio an.

¹⁵⁹ Vgl. Köndgen, FS-Lutter, S. 1401, 1416, der die Frage offen lässt.

¹⁶⁰ Vgl. Gerke/Rapp, Betriebswirtschaft 52 (1994), S. 5; Gaa/Ogrodnick/Thurlow, Fin. Markets Trends 2001, S. 37, 46. Ruffner/Stupp, FS-Kleiner, S. 395, 397 f.

¹⁶¹ Grundfest, in: in: Edwards/Patrick (Hrsg.), Regulating international financial markets, S. 123, 124;

Rudolph/Röhr, in: Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, S. 143, 152.

¹⁶² Gaa/Ogrodnick/Thurlow, Fin. Markets Trends 2001, S. 37, 46.

¹⁶³ Rudolph/Röhr, in: Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, S. 143, 157; vgl. auch Garten, Colum. Bus. L. Rev. 2000, S. 23, 26 f., der als weitere Gründe nennt: Privatisierung von Staatsbetrieben, grenzüberschreitende Fusionen, Internalisierung von Banken und Finanzdienstleistern, Kooperationen zwischen Börsen und „Amerikanisierung“ des Kapitalismus weltweit.

¹⁶⁴ Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Sept. 2001, Statistisches Beiheft 2, S. 10.

Aber nicht nur die Anleger, sondern auch die Emittenten sind zunehmend bemüht, auf ausländischen Aktienmärkten Fuß zu fassen. So waren im Oktober 2001 an der New York Stock Exchange (NYSE) 15 deutsche Unternehmen gelistet, davon haben fünf den Gang nach New York gleich mit dem ersten öffentlichen Angebot ihre Aktien angetreten¹⁶⁵. An der Technologiebörse NASDAQ sind 9 deutsche Unternehmen notiert¹⁶⁶. Und an der London Stock Exchange (LSE) werden 9 deutsche Gesellschaften in qualifizierten Marktsegmenten geführt¹⁶⁷. Dabei wird die Börseneinführung deutscher Gesellschaften vor allem in den USA aber durch hohe Zulassungshürden – insbesondere der Forderung nach einer Rechnungslegung gem. US-GAAP – erschwert¹⁶⁸.

Eine aufwendige Börsennotierung ist aber für den Handel mit ausländischen Titeln nicht unbedingt in jedem Land erforderlich. So konnte die LSE in Folge der Deregulierungsbemühungen im Rahmen des „Big Bangs“ Ende der achtziger Jahre ein beträchtliches Handelsvolumen an ausländischen Titeln auf freiverkehrsmäßig organisierte Handelssegmente ziehen. Im Jahre 1989 wurde dort nahezu 16 % des gesamten Handelsvolumens in deutschen Aktien ausgeführt¹⁶⁹.

Inzwischen wird auch in Deutschland eine Vielzahl ausländischer Titel gehandelt. Während nur ein kleiner Teil davon zu den öffentlich-rechtlichen Marktsegmenten des amtlichen Marktes und des geregelten Marktes zugelassen ist¹⁷⁰, findet der Großteil des Handels in ausländischen Werten im Freiverkehr statt. Die Bedeutung dieses Marktsegments für ausländische Wertpapiere nahm in den letzten Jahren explosionsartig zu. Während etwa 1994 nur 854¹⁷¹ ausländische Papiere gehandelt wurden, waren es 1996 schon 1385¹⁷², 1997 dann 2186¹⁷³ und 1998 schließlich 7974¹⁷⁴.

Im September 2001 hat die Deutsche Börse mit den XETRA US-Stars ein neues, im Freiverkehr angesiedeltes Marktsegment geschaffen, nachdem schon die übrigen Regionalbörsen ähnliche Projekte initiiert hatten. Das Segment enthält die rund 200 US-Werte der Indizes *Dow Jones Industrial Average*, *S&P 100*, *Nasdaq 100* und *Global Titans 50*.

¹⁶⁵ Vgl. zu den Listings-Informationen <http://www.nyse.com/pdfs/forlist011012.pdf>. Als erste deutsche Firma wurde die SGL Carbon AG am 6.5.1996 notiert. Zwölf der gelisteten Unternehmen werden über sog. American Depository Receipts (ADR) gehandelt. Unter ADR werden auf den Namen lautende übertragbare Zertifikate, die Rechte an Aktien ausländischer Gesellschaften verbriefen, aber von einer als Treuhänderin agierenden US-Depotbank gegen Hinterlegung der Aktien auf dem US-Markt ausgegeben werden, vgl. Fraune, RIW 1994, S. 126, 128; Ausführlich Böckenhoff/Ross, WM 1993, S. 1781ff. u. 1825 ff.; siehe auch Licht, Col. Bus. L. Rev. 1 (2000), S. 51, 58 ff. Nur die Celanese AG, die DaimlerChrysler AG und die Deutsche Bank AG werden über „reguläre“ Papiere gehandelt.

¹⁶⁶ Liste unter http://www.nasdaq.com/about/NonUSoutput_G0.stm. Stand: Oktober 2001.

¹⁶⁷ www.londonstockexchange.com/content/companies/excel/int0210.xls.

¹⁶⁸ Vgl. allgemein zu den Zulassungsvoraussetzungen etwa Roquette/Stanger WM 1994, S. 137; Fraune, RIW 1994, S. 126; Liener, Semler-FS, S. 721. In den USA ist die Vereinfachung der Zulassung ausländischer Unternehmen durch Anerkennung der IAS heftig diskutiert, siehe dazu etwa Licht, Cardozo L. Rev. 20 (1998), S. 227, 234 ff., m.w.N.; vgl. auch die Sicht der SEC, Concept Release: International Accounting Standards, Release Nos. 33-7801, 34-42430, zum Download verfügbar auf <http://www.sec.gov>.

¹⁶⁹ Rudolph/Röhl, in: Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, S. 143, 152 f.

¹⁷⁰ An der FWB waren Ende 2000 von 545 im amtlichen Markt zugelassenen Emittenten 179 ausländisch, im Geregelten Markt von 105 Emittenten 10 und im Neuen Markt waren 59 ausländische Emittenten (von insgesamt 339 notierten Werten) zugelassen. Dagegen wurden im Freiverkehr nur Aktien von 161 deutschen im Vergleich zu 4544 ausländischen Unternehmen gehandelt, vgl. Deutsche Börse, Factbook 2000, S. 9.

¹⁷¹ Deutsche Börse AG, Jahresbericht der Deutschen Börsen 1994, S. 103.

¹⁷² Factbook 1997, Deutsche Börse AG, S. 124.

¹⁷³ Factbook 1998, Deutsche Börse AG, S. 79.

¹⁷⁴ Factbook 1999, Deutsche Börse AG, S. 73.

2. Institutionalisierung

Unter dem Begriff der Institutionalisierung wird die zunehmende Kapitalkonzentration in den Händen institutioneller Anleger verstanden. Institutionelle Anleger sind Finanzinstitutionen wie Versicherungen, Fondsgesellschaften oder Banken, die die Mittel von Privatpersonen oder Gesellschaften, die nicht dem Finanzsektor angehören, am Kapitalmarkt anlegen¹⁷⁵.

Dabei erfolgt die Institutionalisierung auf zwei Ebenen: einerseits bevorzugen private Anleger verstärkt Investmentfonds gegenüber einer Direktanlage in einzelne Aktien und andererseits bauen Banken und Versicherungen die Anlage in Spezialfonds gegenüber Direktanlagen aus¹⁷⁶.

Der Trend zur Institutionalisierung hat in den USA begonnen, wo den Pensionsfonds schon in der Vergangenheit eine große Rolle zukam. Machte der Anteil der institutionell verwalteter Anlagen in Aktien dort im Jahre 1950 nur 6,1% aus, waren es 1970 schon 28,2%, im Jahre 1990 dann 41,7% und schließlich im Jahr 2000 insgesamt 50,8%¹⁷⁷. In Deutschland setzte die Entwicklung später ein, nahm dann aber in den neunziger Jahren eine rasante Entwicklung. So befanden sich Anfang der neunziger Jahre nur 26% des in Aktien angelegten Vermögens in der Hand von institutionellen Anlegern, Ende 1999 waren es schon 43%¹⁷⁸. Die noch 1996 gültige Feststellung, die institutionellen Anleger spielten hierzulande eine „eher bescheidene Rolle“¹⁷⁹, dürfte damit überholt sein.

Diese Entwicklung macht sich auch in der Zahl der Privatpersonen in Deutschland bemerkbar, die in Aktienfonds investiert haben. Im 1. Halbjahr 2001 besaßen ca. 10,2 Millionen Deutsche Fonds-Anteile¹⁸⁰, während 1997 nur ungefähr 2,38 Millionen Deutsche ihr Vermögen in Fonds angelegt haben. Und dieser Trend dürfte angesichts der zunehmenden Bedeutung privater Altersvorsorge anhalten.

Die Konzentration des Anlagekapitals bei institutionellen Investoren begünstigt den strukturellen Wandel des Wertpapierhandels¹⁸¹. Diese Investoren handeln verglichen mit privaten Anlegern in größeren Volumen und in größerer Frequenz, so dass für ihre Wahl des Handelsplatzes die Höhe der Transaktionskosten ein wesentliches Kriterium ist.

3. Technologisierung

Die fortschreitende Entwicklung der Informations- und Kommunikationstechnologie ist die treibende Kraft hinter dem institutionellen und strukturellen Wandel der Kapitalmärkte. Der Einsatz moderner Technologien trägt zur Reduktion von Transaktionskosten bei und ermöglicht die Vernetzung verschiedener Märkte. An der Frankfurter Wertpapierbörse werden heute ca. 90% des Umsatzes in DAX-Unternehmen

¹⁷⁵ Vgl. Blommestein/Funke, OECD Observer 1998, S. 1 ff; Breuer, in: Schwartz, Robert A. (Hrsg.), Global Equity Markets, S. 380, 381; Gerke/Steiger, in: Hummel/Breuer (Hrsg.), Handbuch Europäischer Kapitalmarkt, S. 207, 209.

¹⁷⁶ Deutsche Bundesbank, Monatsbericht April 2001, S. 46.

¹⁷⁷ Zahlen des Federal Reserve Bank zitiert nach

http://www.nyse.com/pdfs/06_INSTITUTIONALINVESTORS.pdf.

¹⁷⁸ Deutsche Bundesbank, Monatsbericht April 2001, S. 45 f.; vgl. auch die internationalen Vergleichszahlen bei Gerke/Steiger, in: Hummel/Breuer (Hrsg.), Handbuch Europäischer Kapitalmarkt, Wiesbaden, 2000, S. 207, 212.

¹⁷⁹ So Hopt/Baum, in: Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, S. 187, 293.

¹⁸⁰ DAI, Stellungnahme, S. 2 f. Dementsprechend verdoppelte sich das Fondsvermögen von ca. 307 Milliarden Euro im Jahre 1996 auf 662 Milliarden Euro im Jahre 2000, vgl. Focus, Der Markt für Finanzanlagen, März 2001, S. 7, zum Download bereit gestellt unter <http://www.focus.de/marktanalysen>.

¹⁸¹ Rudolph/Röhrl, in: Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, S. 143, 151; Wastl, WM 1999, S. 620, 621.

und fast 80 % des Umsatzes im Handel aller deutschen Aktien im 1997 eingeführten, vollelektronischen Handelssystem XETRA getätigt¹⁸².

Die Entwicklung der Computerhandelssysteme birgt aber auch die Gefahr der Marktfragmentierung. Darauf wird insbesondere im Zusammenhang mit dem Vordringen der sog. proprietären Transaktionssysteme hingewiesen. Diese Systeme haben sich in der Vergangenheit an institutionelle Investoren gerichtet, bieten aber prinzipiell auch die Möglichkeit des Anschlusses von privaten Investoren¹⁸³.

Die proprietären Handelssysteme ziehen mittlerweile ein beträchtliches Ordervolumen auf sich. So machte etwa der Anteil solcher Handelssysteme im Juli 2000 bereits 30% des gesamten Umsatzes in Aktien aus, die an der NASDAQ gelistet sind¹⁸⁴.

In den USA hat die *Securities Exchange Commission* (SEC) mit der Archipelago-Exchange im Oktober 2001 das erste vollelektronische Handelssystem als Aktienbörse anerkannt. Die Handelsplattform Island ECN hat inzwischen ebenfalls einen Zulassungsantrag gestellt¹⁸⁵.

4. Transformation der Börsen

Im Hinblick auf die strukturelle Entwicklung der Börsen selbst war im letzten Jahrzehnt vor allem die Transformation der überkommenen verbandlichen Strukturen mit genossenschaftlicher Zielsetzung hin zur Kapitalgesellschaft zu beobachten.

Beginnend mit der Stockholm Stock Exchange, die im Jahre 1993 in eine Kapitalgesellschaft umgewandelt wurde, hat heute eine große Zahl der internationalen Börsen den Wechsel von der genossenschaftsähnlichen Struktur zur kapitalistischen Struktur vollzogen¹⁸⁶. Andere planen die Transformation in der nahen Zukunft¹⁸⁷. Auch die deutsche Börsenlandschaft wurde von dieser Entwicklung ergriffen. Die Organisationsform der Börse selbst wird hier zwar durch das Börsengesetz vorgegeben, der Transformationsprozess hat aber bei den Trägern der Wertpapierbörsen stattgefunden. Traditionellerweise waren die Träger der deutschen Wertpapierbörsen

¹⁸² Vgl. Deutsche Börse, Facts & Figures 1/2001, S. 10. Auf den gesamten Markt bezogen betrug der Anteil des Xetra-Handels im Jahr 2000 ca. 41% (vgl. Deutsche Börse, Factbook 2000, S. 34). Dieser Anteil dürfte sich aber nach Einführung des Segments Xetra-US Stars deutlich erhöhen.

¹⁸³ Das gemeinsame Merkmal der Handelssysteme mit Marktplatzfunktion ist die Zusammenführung von Angebot und Nachfrage in Wertpapieren innerhalb eines elektronischen Systems zu festgelegten, verbindlichen Regeln (vgl. Börsensachverständigenkommission, Empfehlungen zur Regulierung alternativer Handelssysteme, Mai 2001, S. 4 ff). Unterschieden werden können die Systeme vor allem in der Art der Preisbildung. Bei sog. Order-getriebenen Systemen werden limitierte Order in einem Orderbuch erfasst und dann entweder kontinuierlich (z.B. bei Instinet) oder in Auktionen (z.B. Optimark) die Preise gebildet. Bei den sog. Quote-getriebenen Systemen stellen *Market Maker* eine An- und Verkaufsspanne, zu der sie verbindlich zum Handel bereit sind. Ein solches System stellt etwa die NASDAQ dar, die in den USA nicht als Börse im Sinne der *Securities Exchange Regulation*, sondern als Finanzdienstleister eingeordnet wird. Die sog. *Crossing-Systeme* wie ITG-Posit führen Angebot und Nachfrage zu von anderen Märkten importierten Preisen zusammen.

Daneben existieren sog. Kontrahentensysteme wie z.B. CITICATS-OS, Tradelink oder Maxblue, die nicht Angebot und Nachfrage vieler Marktteilnehmer zusammenführen, sondern bilateralen Vertragsschlüssen dienen.

¹⁸⁴ Vgl. Gaa/Ogrodnick/Thurlow, Fin. Markets Trends 2001, S. 37, 49.

¹⁸⁵ Vgl. o.V., Süddeutsche Zeitung, 31. Okt. 2001, S. 32.

¹⁸⁶ Beispiele sind etwa (Datum der Umwandlung in Klammern): Helsinki Stock Exchange (1995), Copenhagen Stock Exchange (1996), Amsterdam Exchange (1997), Borsa Italiana (1997), Australian Stock Exchange (1998), Iceland Stock Exchange (1999), Simex (1999), Athens Stock Exchange (1999), Stock Exchange of Singapore (1999), Hong Kong Stock Exchange (2000), Toronto Stock Exchange (2000), London Stock Exchange (2000, 2001 going public), NASDAQ (2000).

¹⁸⁷ Pläne für eine Umwandlung gab es etwa auch bei der New York Stock Exchange, die aber momentan zurückgestellt sind.

entweder als Vereine organisiert¹⁸⁸ oder die Börsen befanden sich in Trägerschaft der Industrie- und Handelskammern¹⁸⁹. Als erster wandelte 1990 der Träger der Frankfurter Wertpapierbörse die Rechtsform zur Aktiengesellschaft. Heute haben alle acht Wertpapierbörsen in Deutschland einen als Aktiengesellschaft organisierten Träger¹⁹⁰. Allerdings ist die Gründung einer Aktiengesellschaft nur als erster Schritt des Paradigmenwechsels zu sehen. Denn an der Mitgliederstruktur ändert sich dadurch zunächst nichts und auch materiell kann eine Aktiengesellschaft genossenschaftliche Funktionen erfüllen¹⁹¹. Erst mit dem „going public“, wie es die Deutsche Börse AG im Jahre 2001 vollzogen hat, müssen sich die Zielsetzungen der Börsesträger grundlegend verändern. Dann nämlich ist Rücksicht zu nehmen auf die Interessen der außenstehenden Investoren, die an einer angemessenen Verzinsung ihres Kapitals interessiert sind¹⁹², nicht aber an einer Förderung des Börsenbetriebs zum Nutzen der Börsenbesucher als Selbstzweck. Auf mögliche Konflikte für die Normsetzung der Börsen, die sich aus diesen strukturellen Änderungen ergeben, wird noch ausführlich zurückzukommen sein.

5. Bedeutung des Börsenwettbewerbs

Sowohl Ursache als auch Folge der aufgezeigten Entwicklungen der Aktienmärkte ist ein verstärkter Wettbewerbsdruck auf die Börsen¹⁹³. Durch die technologische Entwicklung haben Standortfragen an Bedeutung verloren. Institutionelle Investoren wählen denjenigen Handelsort, der ihnen die günstigsten Konditionen bietet. Erlangt ein Handelssystem einen kompetitiven Vorteil, so kann es schon innerhalb kürzester Zeit einen erheblichen Orderstrom auf sich ziehen, wenn die Konkurrenten nicht schnell genug reagieren. Die Konkurrenz erstreckt sich dabei sachlich auf die Bereitstellung niedriger Transaktionskosten durch hohe Liquidität, Zuverlässigkeit bei der Orderausführung, Qualität der Abwicklungsarrangements (sog. Clearing), Streitschlichtung und Bereitstellung von Standards¹⁹⁴. Konkurriert wird dabei um die Anleger, deren Orderströme die Börse mittelbar über die Finanzintermediäre erreichen, um die Emittenten, die Gebühren für die Notierung zu entrichten haben und um die Finanzdienstleistungsgesellschaften, die ebenfalls Zulassungsgebühren zu entrichten haben und für die Generierung des Orderstroms verantwortlich sind¹⁹⁵. Die Einnahmestruktur der Börsen verdeutlicht die verschiedenen Bereiche der Einnahmequellen. So machten bei europäischen Börsen die Listing-Gebühren der Emittenten im Durchschnitt 19,3% der Einnahmen aus, die Handelsgebühren 45,1% und die übrigen Dienstleistungen 35,6% aus. Ähnlich zeichneten sich bei den

¹⁸⁸ Einen Verein als Träger hatten die Wertpapierbörsen in Bremen, Düsseldorf, Hannover, München und Stuttgart, vgl. Samm, Börsenrecht, S. 52.

¹⁸⁹ Industrie- und Handelskammern waren Träger der Wertpapierbörsen in Frankfurt, Hamburg und Berlin.

¹⁹⁰ dies sind die BWB AG in Bremen, die BÖAG Börsen AG für die Börsen Hamburg und Hannover, die Deutsche Börse AG für die Frankfurter Wertpapierbörse, die börse stuttgart AG für die baden-württembergische Börse, die Bayerische Börse AG in München und die Berliner Börse AG in Berlin, und die Börse Düsseldorf AG für die Düsseldorfer Börse.

¹⁹¹ Siehe dazu Schmidt, GesR, S. 1261; Ausführlich Luther, Die genossenschaftliche Aktiengesellschaft.

¹⁹² Picot/Bortenlänger/Röhr, Börsen im Wandel, S. 80.

¹⁹³ Pagano, in: Ferrarini (Hrsg), European Securities Markets, S. 177, 200.

¹⁹⁴ Vgl. Köndgen, FS-Lutter, S. 1401, 1416; Schlüter, Wertpapierhandelsrecht, S. 26 ff. Ausführlich zu ökonomischen Aspekten des Börsenwettbewerbs Röhr, Börsenwettbewerb, S. 60.

¹⁹⁵ In Deutschland ist der Spielraum der Börsen aber durch das im öffentlichen Recht geltende Äquivalenzprinzip bei der Gebührenbemessung jedenfalls bei den in § 5 Abs. 1 BörsG genannten Gebühren eingeschränkt; siehe näher Dritter Teil, 2. Kap. B II.

nordamerikanischen Börsen die Listing-Gebühren für 32,1% der Einnahmen verantwortlich, die Handelsgebühren für 39,7% und sonstige Services für 28,2%¹⁹⁶. Eine Folge des Wettbewerbsdrucks ist auch die zunehmende weltweite Konsolidierung der Börsenlandschaft. Die deutschen Börsen versuchen dabei, durch Kooperationen mit ausländischen Börsen ihre Wettbewerbssituation zu sichern. Trotz dieses Konsolidierungsprozesses werden den deutschen Regionalbörsen als Anbieter eines Handelsplatzes für kleinere und mittelgroße Emittenten durchaus Zukunftschancen eingeräumt¹⁹⁷.

IV. Überblick über mögliche Regulierungsregime

Vergleicht man die verschiedenen Börsenregulierungsstrukturen weltweit, so kann man zunächst feststellen, dass sich kein System einem der beiden Extreme der gänzlich privaten Regulierung oder der gänzlich staatlichen Aufgabenwahrnehmung zuordnen lässt¹⁹⁸. Dies legt die Vermutung nahe, dass das optimale Regulierungsregime in einer Mischform besteht. Innerhalb der Mischformen lassen sich nun verschiedene Kategorisierungen vornehmen. So könnte man etwa unterscheiden zwischen der Verantwortungsverteilung bei den beiden regulatorischen Aufgaben der Normsetzung und -durchsetzung einerseits und der Verantwortung für die Marktorganisation im technischen Sinne andererseits. Weiter ist insbesondere im deutschen Recht die Frage relevant, in welcher Rechtsform die Börse agiert, d.h. ob sie als öffentlich-rechtliche Selbstverwaltungseinheit handelt oder als Privatrechtssubjekt. Und schließlich sind die Möglichkeiten einer zentralen privaten Aufgabenwahrnehmung, wie sie in Deutschland etwa für die Handelsüberwachung vorgeschlagen wurde¹⁹⁹, mit zu berücksichtigen. In der Kombination dieser Einzelfragen sind nun verschiedene Regulierungsszenarien denkbar, die allesamt gewisse Vor- und Nachteile bieten. Eine Untersuchung in dieser Richtung stellte im Januar 2000 die amerikanische Vereinigung der Wertpapierhändler SIA in ihrem Weißpapier „*Reinventing Self-Regulation*“²⁰⁰ an. Die verschiedenen betrachteten idealtypischen Szenarien waren:

- Nebeneinander von Börsenselbstregulierung und staatlicher Regulierung²⁰¹. Die Verantwortungsteilung zwischen der staatlichen Regulierung und der Selbstregulierung der einzelnen Börsen entspricht dem jetzigen System in zahlreichen Staaten. Die Börsen erfüllen dabei jede für sich zwei distinkte Aufgaben. Einerseits organisieren sie den Marktbetrieb, andererseits agieren sie als Normsetzer und regulieren so die Börsenmitglieder und Emittenten. Die Vorteile dieser Lösung liegen darin, dass sie einerseits auf eine lange Zeit funktionierende Geschichte zurückblicken können. Andererseits kommen in den durch den Gesetzgeber nicht geregelten Bereichen die oben vorgestellten Vorteile der Selbstregulierung zum Tragen, insbesondere wird der Wettbewerb der Börsen um die beste Regulierung ermöglicht. Als Nachteile gelten neben den oben vorgestellten Schwächen einer dezentralen Selbstregulierung insbesondere die

¹⁹⁶ Siehe Di Noia, *Europ. Fin. Manag.* 7 (2001), S. 39, 50.

¹⁹⁷ Schmidt/Oesterhelweg/Treske, *Kredit und Kapital* 1997, S. 369, 403 f.; Wastl, *WM* 1999, S. 620, 622.

¹⁹⁸ Vgl. Cheek, in: Oditah (Hrsg.), *The Future for the Global Securities Market*, S. 243, 245 ff.

¹⁹⁹ Vgl. Hopt/Baum, in Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), *Börsenreform*, S. 287, 446 f.

²⁰⁰ *Reinventing Self-Regulation*, White Paper for the Securities Industry Associations's Ad Hoc Committee on Regulatory Implications of De-Mutualization.

²⁰¹ *Reinventing Self-Regulation*, White Paper for the Securities Industry Associations's Ad Hoc Committee on Regulatory Implications of De-Mutualization, S. 5 ff.

möglichen Interessenkonflikte bei einer kapitalistisch organisierten Börse als Marktveranstalter und Regulierer.

- Trennung von Marktveranstaltung und Regulierer²⁰². Eine zweite Möglichkeit besteht in der Trennung der Aufgaben der Marktveranstaltung und der Regulierung und Zuweisung letzterer an eine unabhängige Organisation. Dieses Modell wird derzeit von der NASD umgesetzt, deren selbstregulative Aufgaben die formal unabhängige NASDR wahrnimmt. In gewisser Hinsicht entspricht auch das deutsche System mit der Trennung von Börse und Börsenträger in den öffentlich-rechtlichen Marktsegmenten dieser Einordnung. Die Vorteile dieser Separation der Funktionen werden in der Reduzierung der Interessenkonflikte gesehen. Dies setzt allerdings nicht nur eine formale Trennung der Börse als Marktveranstalter und dem Regulierer voraus, vielmehr müsste auch jede Form der Beeinflussung – etwa durch Personalunionen, wie sie derzeit üblich sind – vermieden werden.

- Selbstregulierungsüberwachung durch eine Dachorganisation²⁰³. Das dritte von der SIA behandelte Szenario sieht die Selbstregulierung durch die Börsen vor, will aber eine zentrale private Überwachungsorganisation (als Alternative zur staatlichen Überwachung) installieren. Dadurch sollen vor allem inkonsistente und uneinheitliche Regelungen der einzelnen Börsen verhindert werden. Insofern ist dieser Vorschlag aber weniger eine Alternative zu den anderen Vorschlägen als vielmehr als ein zusätzlicher Mechanismus zu verstehen. Die Gefahr bei einer solchen Überwachung besteht darin, dass die Vorteile des Normgebungswettbewerbs verloren zu gehen drohen.

- Ein einheitlicher Regulierer für Mitgliederregulierung²⁰⁴. Der vierte Vorschlag sieht die Trennung zwischen der Regulierung des Marktbetriebes und der Regulierung der Handelsteilnehmer vor.

- Einheitlicher Selbst-Regulierer²⁰⁵. Die fünfte Möglichkeit soll in der Einsetzung eines zentralen privaten Regulierers bestehen, der die einheitliche Normierung für alle Börsen vornimmt. Dadurch würde zwar wie bei der Überwachung durch eine Dachorganisation die Gefahr einer inkonsistenten Regulierung umgangen, andererseits aber die Idee des Normgebungswettbewerbs auf nationaler Ebene vollständig aufgegeben.

Im Folgenden soll versucht werden, diese noch sehr allgemeinen Ausführungen anhand der verschiedenen in Betracht kommenden Regelungsbereiche mit Hilfe der ökonomischen Regelungstheorie zu konkretisieren. Dabei kann auf Grund der Komplexität der Problemstellung eine endgültige Entscheidung für ein bestimmtes Regelungsregime realistischweise nicht gefällt werden. Es sollen jedoch die Möglichkeiten einer eigenverantwortlichen Aufgabenwahrnehmung der Börsen aufgezeigt werden. Dort wo eine solche keinen Erfolg verspricht, ist dann ein stärkeres Gewicht der staatlichen Einflussnahme als rechtspolitische Empfehlung nahe liegend.

²⁰² Reinventing Self-Regulation, White Paper for the Securities Industry Associations's Ad Hoc Committee on Regulatory Implications of De-Mutualization, S. 16 ff.

²⁰³ Reinventing Self-Regulation, White Paper for the Securities Industry Associations's Ad Hoc Committee on Regulatory Implications of De-Mutualization, S. 18 ff.

²⁰⁴ Reinventing Self-Regulation, White Paper for the Securities Industry Associations's Ad Hoc Committee on Regulatory Implications of De-Mutualization, S. 20 ff.

²⁰⁵ Reinventing Self-Regulation, White Paper for the Securities Industry Associations's Ad Hoc Committee on Regulatory Implications of De-Mutualization, S. 28 ff.

F. Analyse von Einzelbereichen der börsenverantworteten Normsetzung

In ihrem Gutachten zu den Möglichkeiten einer Börsenreform kommen *Hopt* und *Baum* zu dem grundlegenden Ergebnis, dass im Bereich des Börsenrechts „nicht nur eine möglichst geringe Regelungsbreite, sondern auch eine begrenzte Regelungstiefe für das Börsengesetz als staatlich gesetztes Recht anzustreben [ist] und stattdessen einer echten Selbstregulierung der Vorrang zu geben [ist], die nicht lediglich staatliche Vorgaben im Sinne von Ausführungsbestimmungen umsetzt“²⁰⁶. Die betroffenen Bereiche lassen sich dem Börsenorganisationsrecht im weiten Sinne zuordnen: Betriebs-, Verwaltungs- und Überwachungsorganisation²⁰⁷, Wahl der Handels- und Preisfeststellungssysteme und ihre Transparenz²⁰⁸ und der Zugang zum Börsenhandel²⁰⁹. In diesen Bereichen kommt der privaten Regulierung in Form der Selbstregulierung in der Tat traditionellerweise große Bedeutung zu. Gestützt wird der rechtspolitische Vorschlag auf die vorangehenden Ausführungen von *Rudolph* und *Röhrl*²¹⁰. Diese haben freilich nur die ökonomische Marktstruktur der Börsenorganisation vorgestellt, welche sich mit der Funktionsweise verschiedener institutioneller Einrichtungen befasst, nicht aber mit der Entstehung solcher Strukturen. Diese Lücke gilt es im Folgenden zu schließen, soweit dies zur Beurteilung der Fähigkeit der Börse zur Selbstorganisation von Bedeutung ist.

Weiter wird zu berücksichtigen sein, dass im Ausland eine immer größere Anzahl von Börsen als gewinnorientierte Unternehmen geführt werden, deren Anteile auch in den Händen externer Investoren sind. Dadurch ändert sich der Charakter der privaten Börsenregulierung von einer Selbstregulierung i.e.S. zu einer Fremdregulierung. Gleiches gilt in Deutschland im Hinblick auf die private Normierung durch die Börsenträger. Auch die Konsequenzen dieser Veränderungen auf die Funktionsfähigkeit der eigenverantwortlichen Normsetzung werden näher zu beleuchten sein.

Nun hat die aktuelle Entwicklung an den deutschen Börsen mit der Schaffung der privatrechtlich organisierten Handelssegmente und deren umfassenden Regelwerken gezeigt, dass die Möglichkeiten der Börse als Regulierer nicht auf interne Organisationsfragen beschränkt sind. Sie können sich auch auf die Emittenten erstrecken, insbesondere auf deren *Corporate Governance* und das Verhalten der Mitglieder ihrer Leitungsgremien. Prominent sind dabei die umfassenden Publizitätsanforderungen im Neuen Markt der Deutsche Börse AG, die die in den öffentlich-rechtlichen Marktsegmenten geregelten Pflichten erheblich übertreffen. Auch der Gesetzgeber hat auf diesen Trend reagiert. Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz vergrößert die Spielräume der Börse in den öffentlich-rechtlichen Marktsegmenten. Der Frage der Emittentenregulierung durch die Börsen kommt daher aktuell eine erhebliche Bedeutung zu. Die privatrechtlichen Regelwerke verpflichten die Emittenten aber auch in anderen Bereichen. So enthalten heute noch einige Regelwerke Bestimmung über Verhaltenspflichten bei öffentlichen Übernahmeangeboten. Auch wenn die Zukunft dieser Vorschriften angesichts der gesetzlichen Ausgestaltung durch das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz ungewiss ist, lassen sich an ihnen beispielhaft die Interessenkonflikte im Bereich der börslichen Regulierung der *Corporate*

²⁰⁶ Hopt/Baum, in Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, S. 287, 367.

²⁰⁷ Hopt/Baum, in Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, S. 287, 400 ff.

²⁰⁸ Hopt/Baum, in Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, S. 287, 409 ff., 421 ff.

²⁰⁹ Hopt/Baum, in Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, S. 287, 435 ff.

²¹⁰ Rudolph/Röhrl, in Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, S. 143.

Governance der Emittenten verdeutlichen. Eine solche Einflussnahme der Börsen verspräche in Zukunft dann Bedeutung zu gewinnen, wenn die aktienrechtliche Satzungsstrenge aufgelockert würde²¹¹.

Weiter werden die Altaktionäre der Emittenten an verschiedenen privatrechtlichen Handelssegmenten im Falle des Börsengangs verpflichtet, ihre Anteile für eine bestimmte Zeit zu halten (sog. *Lock-Up* Vereinbarung). Unternehmensinsider müssen ihre Transaktionen in jedem Falle melden – eine Regelung, die der Gesetzgeber nun aufgegriffen und damit dem Bereich der Selbstregulierung entzogen hat. Verallgemeinernd lässt sich angesichts dieser Entwicklungen die Frage nach den Regulierungsmöglichkeiten der Börse gegenüber Unternehmensinsidern aufwerfen.

Bei der Eruierung der Möglichkeiten börslicher Selbststeuerung aus regulierungstheoretischer Sicht ist mit einem eindeutigen Ergebnis nicht zu rechnen. Wenn in der Vergangenheit nach der Notwendigkeit gesetzgeberischen Eingreifens – etwa in den Bereichen des Insiderhandels oder der Übernahmeangebote – gefragt wurde und diese Frage nach Abwägung der Argumente mit Ja oder Nein beantwortet wurde, so lag dem nicht selten eine aus wissenschaftlicher Sicht unangebrachte Verkürzung der komplexen Problemstrukturen zu Grunde. Der ökonomischen Theorie ist bedingt durch ihre Ausrichtung auf modellhafte Vereinfachung eine unkonditionale rechtspolitische Aussage nur in seltensten Fällen zu entnehmen. Möglich ist aber, anhand der modelltheoretischen Aussagen die Bedingungen zu identifizieren, unter denen mit dem vorhergesagten Ergebnis zu rechnen ist. Sind die Bedingungen benannt, sind in einem zweiten Schritt die tatsächlichen und rechtlichen Begebenheiten darauf zu untersuchen, inwieweit diese Bedingung dort erfüllt sind. Die getrennte Behandlung dieser beiden Analyseschritte macht zum einen eine präzisere Aussage über die Möglichkeiten der Selbstregulierung der Börsen möglich, zum anderen ist sie flexibler, wenn es darum geht, die Ergebnisse an Änderungen der Rahmenbedingungen anzupassen. Wenn etwa eine Unternehmenssteuerung durch den Kapitalmarkt in Deutschland noch vor nicht allzu langer Zeit für unmöglich gehalten wurde, dann lag dies nicht daran, dass die ökonomische Theorie dieser Steuerung nicht genug entwickelt war, sondern daran, dass ihre Bedingungen, insbesondere ein effizienter Kapitalmarkt, in Deutschland nicht erfüllt waren.

In der Folge soll dementsprechend auf wertende Schlüsse verzichtet werden und lediglich die Bedingungen identifiziert werden, unter denen die ökonomische Regulierungstheorie ein bestimmtes Ergebnis vorhersagen kann. Dabei kann es hier auch nicht darum gehen, die allgemeine ökonomische Theorie der privaten Regulierungsmechanismen weiter zu entwickeln. Vielmehr sollen die Erkenntnisse der ökonomischen Forschung in verwandten Bereichen auf mögliche Schlussfolgerungen für die Fragen der börsenverantworteten Normsetzung untersucht werden.

²¹¹ Dafür etwa Kübler, AG 1994, S. 141, 143 ff. Ausführlich zu Möglichkeiten der De-Regulierung des Aktienrechts Spindler, AG 1998, S. 53 ff.; Vgl. zurückhaltender aber Baums (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, Rn. 41, 83 f. et passim. Dazu auch Ulmer, ZHR 166 (2002), S. 178 f.

I. Vorüberlegung: Der Einfluss der Organisationsstruktur der Börse auf ihre Eignung zur Selbstregulierung

Die Organisation der Börse als Regulierungsinstanz kann unter zwei grundsätzlich verschiedenen Blickwinkeln betrachtet werden. In der rechtswissenschaftlichen Literatur wird seit der Einführung des Börsengesetzes 1896 die rechtliche Qualifizierung der Börse zwischen Privatrecht und öffentlichem Recht diskutiert. Auf diesen Aspekt wird im dritten Teil dieser Arbeit zurückzukommen sein. Erst in der jüngeren Literatur wurde dagegen die Frage nach dem Einfluss der börslichen Organisationsstruktur auf die Regulierungsanreize aufgeworfen. Dabei wurde der Doppelcharakter der Börse als Markt einerseits und wirtschaftliche Unternehmung andererseits betont und der Versuch gestartet, zunächst die neoklassische Wirtschaftstheorie²¹², später dann auch die sog. neue Theorie der Unternehmung (“*theory of the firm*”) für die Untersuchung der Normsetzung der Börsen nutzbar zu machen²¹³. Gerade angesichts der grundlegenden Veränderungen der Börsenstrukturen bzw. der Strukturen ihrer Träger, wie sie in den letzten Jahren zu beobachten waren, drängt sich die Frage nach den Konsequenzen für die Fähigkeit der Börsen zur Selbstregulierung auf.

Die neuere Theorie der Unternehmung integriert einzelne Bausteine der neo-institutionalistischen Ansätze wie den Transaktionskostenansatz und den *property-rights*-Ansatz in einer mikroökonomischen Theorie der Unternehmung. Die Grundlagen der Theorie der Unternehmung wurden von *Ronald Coase* schon 1937 gelegt, als er die Frage aufwarf, warum es unterschiedliche, komplexe Unternehmens- und Organisationsstrukturen gibt, in der verschiedene Leistungen integriert sind. Nach der klassischen mikroökonomischen Theorie besteht für vertikale und horizontale Integration keine Notwendigkeit, da die arbeitsteilige Produktion gänzlich über Austauschverträge geregelt werden kann. Die Lösung des Problems fand *Coase* in der Existenz von Transaktionskosten, die bei der Benutzung des Preismechanismus entstehen und diesen Weg in vielen Fällen unattraktiv scheinen lassen²¹⁴. Dieser Ansatz wurde später von *Williamson* aufgegriffen und zur Erklärung von *Corporate Governance* Strukturen der Unternehmen erweitert²¹⁵. Er unterscheidet dabei drei Kriterien, die den Umfang der Integration und die optimale Überwachungsstruktur bestimmen. Erstens das Ausmaß faktorspezifischer Investitionen, d.h. solcher Investitionen, die nur in der jeweiligen Vertragsbeziehung von Nutzen sind. Zweitens den Umfang der Unsicherheit über den künftigen Wert der Transaktionsbeziehung und drittens die Häufigkeit, in der sich die Transaktion wiederholen wird²¹⁶. Je höher die spezifischen Investitionen, je größer die Unsicherheit und je häufiger die Transaktion, desto eher sollte sich die Leistung innerhalb eines integrierten Unternehmens vollziehen.

²¹² Vgl. insbesondere Grossman/Fischel, J. Fut. Mark. 4 (1984), S. 273 ff.; Fischel, U. Chic. L. Rev. 54 (1987), S. 119 ff.; Carlton, J. Fut. Mark. 4 (1984), S. 237 ff.

²¹³ Die wichtigsten Einzelbeiträge sind Hart/Moore, Ox. Rev. Econ. Pol. 12 (1996), S. 53 ff (rezipiert in der juristischen Literatur von Ferrarini, in: Ferrarini (Hrsg), European Securities Markets, S. 245, 253 ff; Köndgen, J. Inst. Th. Econ. 154 (1998), S. 224, 234 ff., Mues, Börsenorganisation, S. 109 ff); Pirrong, J. Fin. Mark.2 (1999), S. 329 ff.; ders. J. Leg. Stud. 24 (1995), S. 229 ff.; ders. J. L. Econ. 48 (2000), S. 437 ff.; ders. J. L. Econ. 28 (1995), S. 141; ders. Technological Change, working paper.

²¹⁴ Coase, *Economica* 4 (1937), S. 386 ff.

²¹⁵ Siehe insb. Williamson, *Economic Institutions*; ders. *Markets and Hierarchies*; ders. J. L. Econ. 22 (1979), S. 233; ders. *American Economic Review, Papers & Proceedings*, 61 (1971), S. 112.

²¹⁶ Williamson, *Economic Institutions*, passim.

Daneben gibt es in der Literatur Versuche, den *property-rights*-Ansatz in die Theorie der Unternehmung zu integrieren. Ausgehend von Problemen der Überwachung nachvertraglichen Verhaltens sehen *Alchian u. Demsetz*²¹⁷ in der Existenz eines überwachenden Eigentümers als „*central monitor*“ die Legitimation für die Trennung von Eigentum und Kontrolle. Diese Idee wurde von *Grossman u. Hart*²¹⁸ auf der Grundlage unvollständiger Verträge weiterentwickelt, indem sie untersuchten, wie vertraglich nicht exakt festgelegte Kontrollrechte am besten verteilt werden sollen, welche Aufgaben und Rechte also dem Eigentümer als „*residual claimant*“ zukommen sollen.

Das zu bewältigende Grundproblem besteht in der Verhinderung von für den einen Vertragspartner schädlichem opportunistischen Verhalten des anderen. Darin liegt auch die Erklärung, die *Hansmann* für die Existenz kundeneigener Unternehmen in genossenschaftlicher Form vorgeschlagen hat. Die Eigentumsstruktur soll das spätere opportunistische Verhalten der Vertragspartner verhindern. Dies funktioniert aber nur dann, wenn ein brauchbarer Abstimmungsmechanismus gefunden werden kann, der nicht nur kostengünstig ist, sondern auch für die einzelnen Mitglieder die Gefahr reduziert, überstimmt zu werden und so doch noch dem Opportunismus der anderen zum Opfer zu fallen²¹⁹. Je homogener die Mitglieder in ihren Präferenzen sind, desto einfacher wird sich ein solcher Abstimmungsmechanismus finden lassen²²⁰. Bei allzu heterogenen Präferenzen ist die Kontrolle durch außenstehende Investoren durch das gemeinsame Interesse an der Ertragsmaximierung einfacher²²¹.

Die Wertpapierhändler an der Börse etwa erbringen spezifische Investitionen durch das Erlernen der Handelsusancen, durch die Präsenz an der Börse und durch den Aufbau von Reputation²²². Die Spezifität der Investitionen rührt daher, dass ein Wechsel zu anderen Börsen für sie nicht ohne weiteres möglich ist. Für den Makler nicht, weil er an der anderen Börse nicht erwarten kann, auf jeden Fall eine ausreichende Anzahl an Handelswerten zugewiesen zu bekommen. Für den Händler nicht, weil er an eine Börse durch die dort getätigten Geschäfte in den dort gehandelten Werten gebunden ist²²³. Auch die Präferenzen der Börsenmitglieder sollen verhältnismäßig homogen sein²²⁴. Letzteres erscheint aber in dieser Allgemeinheit zweifelhaft, allein schon deswegen, weil die unterschiedlichen Präferenzen der Investoren und der Emittenten letztlich indirekt auch auf die Präferenzen der Handelsteilnehmer Auswirkungen haben²²⁵. Manche Wertpapierdienstleistungsfirmen fokussieren sich eher auf institutionelle Investoren, andere eher auf Privatanleger; manche mögen eher an der Marktliquidität interessiert sein, andere an schneller Orderausführung oder transparenten Handels- u. Preismechanismen. In Deutschland kommt hinzu, dass im Börsenrat mit den Emittenten und den Anlegern noch weitere Interessengruppen vertreten sind als nur die

²¹⁷ Achian/Demsetz, Am. Econ. Rev.62 (1972), S. 777 ff.

²¹⁸ Grossman/Hart, J. Pol. Econ. 94 (1984), S. 691 ff.

²¹⁹ Hansmann, Yale L. J. 99 (1990), S. 1749, 1779.

²²⁰ Hansmann, J. L. Econ. Org. 4 (1988), S. 267, 272 ff.; ders. Yale L. J. 99 (1990), S. 1749, 1783 f.; ders. Ownership, S. 97 f.

²²¹ Hansmann, Ownership, S. 62 ff.

²²² Schwartz, Equity Markets, S. 58.

²²³ Mues, Börsenorganisation, S. 118.

²²⁴ Mues, Börsenorganisation, S. 118.

²²⁵ Vgl. Pirrong, J. L. Econ. 43 (2000), S. 437, S. 441 f.; Grasso, Statement; Miller, Wash. & Lee L. Rev. 42 (1985), S. 853, 866 m.w.N.

unmittelbaren Handelsteilnehmer, so dass von einer Homogenität der Interessen nicht ohne weiteres ausgegangen werden kann²²⁶.

Die erste spezifische Untersuchung der Auswirkungen unterschiedlicher Börsenorganisationsstrukturen auf Investitionsentscheidungen stammt von *Hart* und *Moore*²²⁷. Sie gelangen im Wesentlichen zu zwei Ergebnissen. Erstens wird die Kontrolle durch einen externen Investor dann relativ effizienter als genossenschaftliche Strukturen sein, wenn die Variationsbreite der Präferenzen der Börsenmitglieder zunimmt. Dies entspricht den allgemeinen Ergebnissen *Hansmanns*. Zweitens soll die externe Kontrolle bei zunehmendem Wettbewerb relativ effizienter sein.

Die Autoren verdeutlichen ihre Ergebnisse an der einfachen Analogie zu einem Golfklub. Die Mitglieder des Klubs stehen vor der Wahl, eine bestimmte Summe in das Klubhaus und / oder in den Golfplatz zu investieren. Die Klubmitglieder setzen sich aus zwei Gruppen zusammen. Die einen („*playing members*“) sind vornehmlich an der Qualität des Platzes interessiert und sollen zunächst keine Ausweichmöglichkeit auf weitere Golfplätze haben. Die anderen („*social members*“) sind hauptsächlich am Klubhaus interessiert und können aber gegebenenfalls auf alternative Lokalitäten ausweichen. Die Mitglieder sollen so verteilt sein, dass die *social members* die Oberhand haben. Annahmegemäß soll eine gleichmäßige Investition in Klubhaus und Platz die effiziente Entscheidung sein.

Zu dieser Entscheidung kommt es aber unter keinem der beiden betrachteten Regime. Der außenstehende Investor wird allein in den Platz investieren und von den *playing members* den ihnen dadurch entstehenden Nutzenzuwachs in Form höherer Beiträge extrahieren. Die *social members*, die auf Grund der Ausweichmöglichkeiten nicht bereit sind, höhere Beiträge zu bezahlen, werden den Klub verlassen. Entscheiden die Mitglieder selbst, werden sie auf Grund der Mehrheitsverhältnisse hauptsächlich in das Klubhaus investieren. Da beide Entscheidungen aus Sicht des sozialen Planers suboptimal sind, versuchen *Hart* und *Moore*, durch Veränderungen der Modellparameter eine Aussage über die relative Effizienz zu machen. Sei nun also angenommen, dass sich das Gewicht weiter in Richtung der *social members* verschiebt. Die Entscheidung des außenstehenden Investors wird sich dadurch nicht verändern, dagegen werden die Mitglieder selbst noch weniger in den Platz und noch mehr in das Klubhaus investieren, die Ineffizienz der genossenschaftlichen Struktur nimmt also zu. Je heterogener die Mitglieder also sind, desto effizienter ist eine gewinnorientierte kapitalistische Organisationsform im Vergleich zu einer genossenschaftlichen Organisation.

Gleiches gilt, wenn sich der Wettbewerb um die Golfmitglieder verstärkt, wenn also auch die *playing members* eine Ausweichmöglichkeit bekommen. Dann kann der außenstehende Investor auch von den *playing members* den Nutzenzuwachs nur noch begrenzt extrahieren, so dass es für ihn keinen Sinn mehr macht, sich allein an diesen Mitgliedern auszurichten. Vielmehr wird es für ihn optimal, die sozial effiziente Investitionsentscheidung zu treffen. In einer Genossenschaft dagegen ändert sich an der ineffizienten Entscheidung nichts.

Die Parallele zur Börsenorganisation liegt auf der Hand. Die *playing members* entsprechen den großen institutionellen Akteuren, die große spezifische Investitionen in

²²⁶ Im Ergebnis ebenso Hammen, AG 2001, S. 549, 551.

²²⁷ Hart/Moore, Ox. Rev. Econ. Pol. 12 (1996), S. 53 ff. Davor fanden sich in der Literatur nur verbale Beschreibungen der organisatorisch bedingten Konflikte bei den Börsen, vgl. etwa anschaulich Blume/Siegel/Rottenberg, Revolution on Wall Street, S. 46 ff.

einen Handelsplatz getätigt haben, die *social members* den kleineren Händlern, die eher bereit sind, die Börsen zu wechseln. Diese Überlegungen und die daraus gewonnen Erkenntnisse lassen sich für die Beantwortung der Frage nach den Möglichkeiten der börslichen Selbstregulierung im organisatorischen Bereich heranziehen.

Nun ist es eine verbreitete Ansicht, dass gewinnorientierte Börsen schon deswegen nachteilig sind, weil sie bei ihnen die internen Interessenkonflikte vergrößern. Dies liege daran, dass von kapitalistisch organisierten Börsen eine angemessene Verzinsung des eingesetzten Kapitals erwartet werde, während genossenschaftlich organisierte Börsen nur so viele Einnahmen erzielen müssten, dass sie ihre Ausgaben decken können²²⁸. Da die Gewinnwirkungen von Regulierungsbemühungen oft unklar seien, komme es so zu Fehlanreizen. Offensichtlich liegt dem eine verengte Betrachtung der Organisationsstrukturen zu Grunde. Denn auch das Kapital an nicht-gewinnorientierten Börsen muss von jemandem bereitgestellt werden. Dies übernehmen die Handelsteilnehmer, die ihrerseits gewinnorientierte Unternehmen sind. Deren Anteilseigner werden dann aber ebenso eine angemessene Rendite auf das von ihnen eingesetzte Kapital verlangen.

II. Organisatorische Selbstregulierung der Börse

1. Betriebs-, Verwaltungs- und Überwachungsorganisation

Wenn *Hopt* u. *Baum* die Ansicht vertreten, die Bestimmung der Betriebs-, Verwaltungs- und Überwachungsorganisation kann den Börsen selbst überlassen werden²²⁹, so liegt dem offensichtlich die Auffassung zu Grunde, dass diese von sich aus ein sozial effizientes Organisationsregime wählen werden. Für die Überprüfung dieser These ist zwischen der Betriebs- bzw. Verwaltungsorganisation zum einen und der Überwachungsorganisation zum anderen zu unterscheiden.

a) Betriebs- und Verwaltungsorganisation

Die mögliche Argumentation hinter der Idee, die Börsen über ihre Organisationsstruktur selbst entscheiden zu lassen, ist einfach. Aus dem Prinzip der Nutzenmaximierung – entweder der Börse selbst oder der Wertpapierdienstleistungsunternehmen und Emittenten – folgt unmittelbar ein Interesse an einer effizienten Organisationsstruktur. Dies dürfte in der Tat dann auch zur Wahl der sozial optimalen Struktur führen, wenn es um die Neugründung einer Börse geht und damit darum, den von den Gründern insgesamt zu erzielenden Wert zu maximieren. Nicht mehr zwingend ist das Ergebnis, wenn es um die Umwandlung einer bestehenden Börsenorganisationsstruktur geht. Dort können Pfadabhängigkeiten einem Strukturwandel entgegenstehen.

aa) Pfadabhängigkeiten bei der Wahl der Organisationsstruktur

Von Pfadabhängigkeit spricht man dann, wenn eine institutionelle Lösung, die womöglich als *ex ante* Lösung aus heutiger Sicht effizient wäre, *ex post* nicht realisiert wird²³⁰. Dies kann entweder geschehen, weil die Kosten der Veränderungen der

²²⁸ Vgl. IOSCO, Issues Paper on Exchange Demutualization, S. 7.

²²⁹ Hopt/Baum, in Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, S. 287, 400 ff.

²³⁰ Vgl. insbesondere Roe, Harv. L. Rev. 109 (1996), S. 641 ff.; ders. in: Hopt/Wymeersch (Hrsg.), Comparative Corporate Governance, S. 165 ff.; Roe/Bebchuk, Stan. L. Rev. 52 (1999), S. 127 ff.

gegenwärtigen Situation den Nutzen des Pfadwechsels übersteigen. In einem solchen Fall ist der Verzicht auf den Pfadwechsel die sozial effiziente Entscheidung, auch wenn es aus heutiger Sicht besser gewesen wäre, in der Vergangenheit einen anderen Pfad einzuschlagen. Oder aber ein Wechsel findet nicht statt, weil Nutzen und Kosten einer Veränderung verschiedenen Entscheidungsträgern zukommen würden. In einem solchen Fall unterbleibt der Wechsel, obwohl er sozial effizient wäre²³¹.

Letzterer Fall stellt auch bei der Wahl der Organisationsstruktur durch die Börsen ein mögliches Problem dar und zwar gegenwärtig vor allem dann, wenn es um den Wechsel von einer mitgliedschaftlichen zu einer gewinnorientierten, kapitalistischen Struktur geht²³². Dies liegt daran, dass mit einem solchen Wechsel in der Regel auch Verteilungseffekte einhergehen, so dass diejenigen, die am meisten von der alten Struktur begünstigt wurden, einen Wechsel womöglich ablehnen werden. Denn angenommen, die Marktteilnehmer sind hinreichend heterogen, so dass einige mehr und andere weniger von der genossenschaftlichen Struktur profitieren. So mögen die Marktmacher oder Makler eine geringere Anzahl an Transaktionen bei höheren Kommissionen bevorzugen, während die Händler, die einem größeren Wettbewerbsdruck ausgesetzt sind, ihren Gewinn durch größeren Umsatz bei kleineren Gewinnmargen generieren wollen. Eine Umwandlung in eine Kapitalgesellschaft würde nun Fragen der gerechten Verteilung der generierten Gewinne aufwerfen²³³. Solche Verteilungsprobleme können bei einer großen Anzahl von Betroffenen unlösbar sein und damit Umwandlungsbemühungen blockieren²³⁴. Diejenigen, die von der Umwandlung benachteiligt wären, würden versuchen, sie zu verhindern. Und selbst falls es zu einer Umwandlung in eine Kapitalgesellschaft mit anschließendem Börsengang kommt, bedeutet dies noch nicht, dass die früheren Mitgliedsfirmen ihre Anteile nicht behalten und versucht sein werden, durch ihren Einfluss Sondervorteile zu erlangen²³⁵. Dass solche Entscheidungsdilemmata keine bloße theoretische Möglichkeit sind, zeigen die Erfahrungen an der *New York Stock Exchange*. Dort haben sich die Börsenmitglieder aus vermeintlich egoistischen Motiven bisher den Umwandlungsbemühungen der Börsengeschäftsführung erfolgreich widersetzt.

Bei einer eventuellen Umwandlung einer Kapitalgesellschaft in eine Genossenschaft oder genossenschaftsähnliche Organisation können vergleichbare Entscheidungsverzerrungen auftreten. Denn auch hier könnte es sein, dass einige Marktteilnehmer von der Umverteilungswirkung einer Umwandlung einen Nachteil zu erwarten haben und deswegen den Wechsel blockieren werden²³⁶.

²³¹ Vgl. Roe, *Harv. L. Rev.* 109 (1996), S. 641, 648 f., 651 f., der auch noch als dritten Fall denjenigen unterscheidet, in dem die Wahl eines bestimmten Pfades schon von Beginn an irrelevant war und deswegen ein Wechsel nur Kosten, aber keinen Nutzen bringen würde (aaO, S. 647).

²³² Siehe auch Hart/Moore, *Ox. Rev. Econ. Pol.* 12 (1995), S. 53, 60 FN 10, 62; Pirrong, *J. L. Econ.* 43 (2000), S. 437, 438, 443 ff.

²³³ Lee, *What is an Exchange?*, S. 31.

²³⁴ Hart/Moore, *Ox. Rev. Econ. Pol.* 12 (1995), S. 53, 60 FN 10, 62 mit Fundierung aus der „Bargaining“-Theorie.

²³⁵ Vgl. Köndgen, *J. Inst. Th. Econ.* 154 (1998), S. 224, 237 der daraus den Schluss zieht, dass die Wahl der Organisationsform nicht dem Markt überlassen werden darf.

²³⁶ Vgl. aber auch Backhaus, in: Herrmann, H./Backhaus, J. (Hrsg.), *Staatliche gebundene Freiberufe im Wandel*, S. 137, 140 u. Arrunda, in: Herrmann, H./Backhaus, J. (Hrsg.), *Staatliche gebundene Freiberufe im Wandel*, S. 115, 130, die darauf hinweisen, dass eine solche Inflexibilität von Selbstregulierungsorganisationen ökonomisch Sinn machen kann, wenn sie den Beteiligten die Amortisation ihrer Anfangsinvestitionen ermöglicht. Gemeint ist damit nichts anderes als das Problem des ruinösen Wettbewerbs, dazu auch unter 4.

bb) Bedeutung des Wettbewerbsdrucks

Ist also keineswegs gesichert, dass die Börsen von sich die effiziente Organisationsform wählen werden, wird dies doch umso wahrscheinlicher, je größer der auf die Börsen wirkende Wettbewerbsdruck ist²³⁷. Wenn sich etwa Transaktionen an ineffizienten genossenschaftlich organisierten Börsen aus Investorensicht als zu teuer erweisen, werden sie einen anderen Handelsplatz mit niedrigeren Gebühren wählen. Dann macht es auch für die Mitglieder einer genossenschaftlich organisierten Börse keinen Sinn mehr, sich einer effizienzfördernden Reform zu versperren. Bei vollständigem Wettbewerb wird den Börsen also nur noch die Wahl der effizientesten Organisationsstruktur übrig bleiben, wenn sie im Wettbewerb bestehen wollen.

Ein solch vollständiger Wettbewerb wurde bisher allerdings durch die Netzwerkeffekte des Börsenhandels verhindert. Auf Grund des Vorteils der großen Liquidität und der dadurch bedingten geringen indirekten Transaktionskosten konnte etwa die *New York Stock Exchange* trotz ihrer vermeintlich ineffizienten Organisation konkurrenzfähig sein. Der wettbewerbliche Anpassungsdruck war also in der Vergangenheit für die großen Handelsplätze in dieser Hinsicht offensichtlich begrenzt.

cc) Fazit

Überlässt man den Börsen selbst die Wahl ihrer Organisationsstruktur, so kann nur dann in jedem Fall mit einer effizienten Entscheidung gerechnet werden, wenn ein perfekter Wettbewerb unter den Börsen herrscht. Andernfalls gilt, dass eine effiziente Wahl umso wahrscheinlicher ist, je höher der Wettbewerbsdruck ist. Es bleibt dann aber die Möglichkeit, dass ineffiziente Strukturen auf Grund von Pfadabhängigkeiten beibehalten werden. Ohne Wettbewerbsdruck sagt die ökonomische Theorie nur für neugegründete Börsen in jedem Fall die Wahl einer effizienten Struktur voraus.

b) Überwachungsorganisation

Hopt und *Baum* kommen auch hinsichtlich der Überwachungsorganisation ohne Angabe von Gründen zu dem Schluss, diese der Selbstregulierung durch die Börsen zu überlassen, ergänzt freilich durch eine zentrale staatliche Marktaufsicht²³⁸. Diese Erkenntnis beruht jedenfalls nicht auf den vorangehenden ökonomischen Ausführungen von *Rudolph* und *Röhl*. Diese zeichnen ein eher düsteres Bild der Möglichkeiten der Selbstüberwachung.²³⁹

aa) Handelsteilnehmer als Schweigekartell

Zunächst folgten ineffiziente Überwachungsentscheidungen aus der personellen Nähe von Überwachern und Überwachten. Diese formten ein Schweigekartell, da kein Überwacher es sich mit ehemaligen Kollegen verderben wolle, nicht zuletzt, weil er auch nicht wolle, dass sein eigenes Fehlverhalten in der Vergangenheit offen gelegt wird. Und häufig würden die Überwachten nach Anlauf ihrer Dienstzeit wieder in den Handel

²³⁷ Lee, *What is an Exchange?*, S. 50 ff.

²³⁸ Hopt/Baum, in Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), *Börsenreform*, S. 287, 400 ff.

²³⁹ Rudolph/Röhl, in: Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), *Börsenreform*, S. 143, 217 f.; sehr kritisch auch Köndgen, *J. Inst. Th. Econ.* 154 (1998), S. 224, 242; vgl. auch schon die Darstellung der verschiedenen, länger zurückliegenden Börsenskandale in den USA und in Großbritannien bei Hopt, *Kapitalanlegerschutz*, S. 152 ff.

zurückkehren und seien dann selbst an einem geringen Maß der Überwachung interessiert.

Auch ansonsten sei die Selbstüberwachung von „opportunistischen Überlegungen in einem diskretionären Handlungsspielraum geprägt“²⁴⁰, so dass zum einen wenig Anreize bestünden, eine explizite Regelung für investorenschädliches Verhalten aufzunehmen, da sich die Börse sonst zu einem Vorgehen gegenüber den Regelübertretern zwingen. Zum anderen komme hinzu, dass die Börsenteilnehmer an andere Börsen mit weniger strengen Regeln abwandern würden. Kommt es dennoch intern zu einem Aufdecken eines Fehlverhaltens, hätten die Börsen ein Interesse daran, dies aus Furcht vor einem Reputationsverlust geheim zu halten²⁴¹.

bb) Qualitätssignale und Reputation

Nun ist diese Einschätzung aus institutionenökonomischer Sicht nicht ohne weiteres schlüssig. Sie beruht im Wesentlichen auf der Annahme, dass die Anleger nicht in der Lage sind, die Gefahr betrügerischer Verhaltensweisen zu erkennen oder daraus die adäquaten Schlüsse zu ziehen. Denn sind sie dazu in der Lage und besteht in ausreichendem Maße Wettbewerb zwischen den Börsen, so lässt sich zunächst ein ganz anderes Bild der Selbstüberwachung zeichnen.

Anleger, die sich rational verhalten, werden diejenige Börse wählen, bei der ihnen die geringste Gefahr droht, Opfer betrügerischer Verhaltensweisen durch die Handelsteilnehmer zu werden. Zwar trifft zu, dass private Investoren in den seltensten Fällen Möglichkeiten haben, selbst betrügerisches Verhalten zu beobachten²⁴². Verhalten sie sich jedoch rational, sollte dies nicht etwa zur Resignation führen, sondern schlicht zu einer Erhöhung der geforderten Rendite für ihre Anlage, um die Gefahr solcher Übervorteilung zu kompensieren. Insofern liegt der klassische Fall eines informationsbedingten Marktversagens vor. Nun bestehen in dieser Situation dann seitens der Börsen Anreize, *ex ante* in die Börsenverfassung explizite Regeln zur Unterbindung investorenschädigenden Verhaltens aufzunehmen, die Einhaltung der Regeln zu überwachen und dies öffentlich zu dokumentieren, um dadurch den Investoren zu signalisieren, dass ihnen keine Vermögenseinbußen durch betrügerisches Verhalten drohen²⁴³. Das größere Problem besteht in diesem Fall darin, die strenge Überwachung glaubhaft zu signalisieren. Die Gefahr besteht hier in der Möglichkeit nachträglichen opportunistischen Verhaltens, wenn es für die Börsen vorteilhaft erscheint, entdeckte Missstände zu verschweigen. Dies soll insbesondere deswegen nahe liegen, weil eine Aufdeckung durch andere Stellen sehr selten sei²⁴⁴. Allein die geringe Aufdeckungswahrscheinlichkeit ist aber noch nicht hinreichend, damit das Verschweigen eines Missverhaltens zur optimalen Strategie für die Börse wird. Vielmehr kommt es auch auf die Höhe des zu befürchtenden Schadens bei einem solchen Verhalten an. Dieser kann beträchtliche Ausmaße annehmen. Oder in anderen Worten: mag der Reputationsverlust durch ein von der Börse aufgedecktes Fehlverhalten groß sein, ist er

²⁴⁰ Rudolph/Röhrl, in: Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, S. 143, 217.

²⁴¹ So auch Kahan, Va. L. Rev. 83 (1997), S. 1509, 1518; vgl. auch Instefjord/Jackson/Perraudin, Economic Policy 27 (1998), S. 587, 591 zur Eigenüberwachung durch die Wertpapierhandelsfirmen.

²⁴² Vgl. Rudolph/Röhrl, in: Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, S. 143, 216.

²⁴³ Vgl. Kitch, in: Oditah (Hrsg.), The Future for the Global Securities Market, S. 233, 237 und Schwartz, Equity Markets, S. 34 f. die in diesem Reputationsaufbau eine Grundbedingung für das Funktionieren des Marktes sieht; siehe auch Mues, Börsenorganisation, S. 27; IOSCO, Issues, S. 7.

²⁴⁴ Köndgen, J. Inst. Th. Econ. 154 (1998), S. 224, 242.

doch nichts im Vergleich zu dem Rufschaden, wenn herauskommen sollte, dass Betrügereien bewusst verschwiegen wurden²⁴⁵. Zahlreiche Beispiele aus der Finanzwelt bestätigen diesen Eindruck. Als herausgefunden wurde, dass sich die Marktmacher an der NASDAQ jahrelang über die Höhe der An- und Verkaufsspannen abgesprochen hatten, war der Vertrauensverlust unter den Investoren erheblich. Die NASD hat sich zur „Wiedergutmachung“ verpflichten müssen, insgesamt 100 Millionen US-Dollar in den Aufbau eines Marktüberwachungssystems zu investieren²⁴⁶. Auch das Scheitern vieler Versuche der Selbstregulierung durch freiwillige Verhaltenskodices ist letztlich auf das Bekanntwerden weniger eklatanter Fehlverhaltensweisen zurückzuführen.

In der Tat geht nun aber von einem aufgedeckten Betrugsfall aus Sicht der Börse ein unerfreuliches Signal aus. Obwohl das Fehlverhalten nicht erfolgreich war, können die Anleger aus der Tatsache, dass ein Handelsteilnehmer einen Betrugsversuch startete, doch schließen, dass die Aufdeckungswahrscheinlichkeit aus dessen Sicht so gering war, dass er den Versuch des Betruges für lohnenswert hielt. Die Tatsache, eine Sanktionsdrohung wahr machen zu müssen, bedeutet bereits das Versagen der Anreizordnung²⁴⁷.

Aber selbst wenn man davon ausgeht, dass die Börsen intern bekannte Betrügereien *ex post* lieber nicht öffentlich aufdecken wollen, so haben sie doch *ex ante* einen Anreiz, sich auf ein strenges Vorgehen zu binden. Eine solche Bindung kann etwa durch Mechanismen zur Sicherung der Unabhängigkeit des Überwachungsorgans erreicht werden und / oder durch Verpflichtung externer Überwachungsunternehmen. Dann besteht zwar immer noch die Gefahr, dass diese Unternehmen abhängig vom Wohlwollen der Börse sind und sich so in ihrer Überwachungsleistung beeinflussen lassen. Hier lassen sich gleichwohl Methoden finden, eine gewisse Unabhängigkeit zu garantieren²⁴⁸.

Wie eingangs betont hat die voranstehende Argumentation zunächst nur Gültigkeit, wenn sich alle Anleger rational verhalten und die Börsen unter Wettbewerbsdruck stehen. Fehlt eine dieser Voraussetzungen, ist eine effiziente Selbstüberwachung der Börsen fragwürdig.

Dies ist unmittelbar einleuchtend, was das Rationalverhalten der Anleger angeht. Sind diese nicht in der Lage, die Gefahren betrügerischer Verhaltensweisen zu erkennen oder können sie die ihnen daraus drohenden Schäden nicht richtig bemessen, so fällt auch der Anreiz für die Börsen weg, für ein hohes Überwachungsniveau zu sorgen. In diesem Fall ist es auch insbesondere nicht ausreichend, dass nur ein gewisser Anteil der Anleger rational handelt. Dies hat auf die Gefährdung der anderen Anleger, Opfer schädlichen opportunistischen Verhaltens der Marktgegenseite zu werden, keinen unmittelbaren Einfluss²⁴⁹. Denn selbst in dem Fall, dass die Börse als eine gewinnorientierte Organisation geführt wird und selbst börsennotiert ist, spiegelt der sich über ihre Anteile bildende Einheitskurs, in den auch die Informationen der rationalen Marktteilnehmer eingehen, nur die erwarteten Einkommensströme wieder. Und diese

²⁴⁵ Auch Fischel, U. Chic. L. Rev. 54 (1987), S. 119, S. 124 hält den Reputationsmechanismus insbesondere deswegen für wirksam, weil es sich bei den Teilnehmern am Kapitalmarkt in der Regel um „repeat customers“ handelt.

²⁴⁶ Vgl. Rudolph/Röhrli, in: Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, S. 143, 218 FN 224.

²⁴⁷ Vgl. dazu schon allgemein Adams, Jura 1984, S. 337, 343.

²⁴⁸ Vgl. 3. Kap. B III 2. c.

²⁴⁹ Zweifelhaft daher Fischel, U. Chic. L. Rev. 54 (1987), S. 119, 125 u. Fischel/Grossman, J. Fut. Mark. 4 (1984), S. 273, 285 die davon ausgehen, dass die uninformierten Marktteilnehmer von der Überwachungsleistung der informierten geschützt werden.

können eben auch durch unseriöse Praktiken generiert werden. Die Missstände am „Grauen Kapitalmarkt“, wo unerfahrene Privatanleger in der Vergangenheit regelmäßig Opfer von lukrativen Betrügereien wurden, belegen dies überdeutlich. Der Marktmechanismus bietet hier also keinen Schutz für den weniger informierten Handel. Möglich ist zwar, dass die uniformierten Anleger davon profitieren, dass die Börsen Überwachungssysteme installieren, die von den informierten Teilnehmern „verlangt“ werden. Es besteht hier aber ein gewisser Trade-Off zwischen der Attraktion der informierten Akteure und der u.U. ebenso lohnenswerten Übervorteilung der schwächeren Kapitalmarktteilnehmer. Und schließlich versagt der Anreizzusammenhang dann ganz, wenn es um Gefahren geht, gegen die sich die institutionellen Investoren effektiv und effizient selbst schützen können und deswegen auf eine börsliche Regelung nicht angewiesen sind. Hier besteht dann für die Börsen kein Anlass, zugunsten des informierten Handels Schutzregeln zu erlassen, auf denen der nicht-informierte Handel Trittbrett fahren könnte. Im Gegenteil, da die börsliche Überwachungsleistung Kosten verursacht, die von den professionellen Marktteilnehmern mit getragen werden müssen, werden die Börsen nur solche Überwachungsleistungen anbieten, die sie kostengünstiger als jene bewerkstelligen können.

Und schließlich kann die Strategie der Börse, möglichst wenig Vergehen aufzudecken und so eine „Weiße Weste“ zu präsentieren, auch bei einem emotional-irrational agierenden Marktumfeld, welches nur den Normbruch, nicht aber die Tatsache der Aufdeckung wahrnimmt, eine optimal Strategie sein. Umgekehrt kann die Gefahr einer solchen Überreaktion *ex ante* betrachtet aber auch zur Wahl eines allein unter Berücksichtigung der Kontrollkosten zu hohen Kontroll- und Überwachungsniveaus führen, um Normbrüche in jedem Fall zu verhindern. In gewisser Hinsicht ist dies bei den jüngsten Änderungen der Regelwerke der NYSE und der NASD zu beobachten gewesen. Die in der Öffentlichkeit bekannt gewordenen Verfehlungen einzelner Aktienkursanalysten und der mit ihnen verbundenen Investmentbanken haben zu einem folgenschweren Verlust des Anlegervertrauens in die Fairness des Handels an diesen Börsen geführt. Die emotional-irrational bedingte Überreaktion des Publikums hat schließlich zu Änderungen der Regelwerke geführt, die nun den Mitgliedsfirmen strenge Vorgaben für der Sicherung der Unabhängigkeit der Aktienkursanalysen aus ihren Häusern machen²⁵⁰.

Gleichwohl ist die Möglichkeit von sog. *Spillover*-Effekten problematisch. Missstände an einzelnen Handelsplätzen können in der Wahrnehmung des breiten Anlegerpublikums den Ruf des gesamten Marktes ruinieren. Gesamtwirtschaftlich gesehen sind die Anreize der Börse zum Aufbau einer Reputation deshalb hier nicht ausreichend, weil solche externen Effekte nicht in das Optimierungskalkül miteinbezogen werden²⁵¹. Den Kosten der Installation eines wirksamen Überwachungssystems werden nur die Vorteile gegenüber gestellt, die am eigenen Handelsplatz realisiert werden können, nicht aber der positive Effekt auf den Gesamtmarkt.

Festgehalten werden kann also: je weniger erfahren die Anleger sind und je weniger umsichtig sie deswegen handeln, desto größerer ist der Anreiz für die Börsen, auf ein

²⁵⁰ Vgl. Änderungen der NYSE Rule 472 („Communication with the public“) und Rule 352 („Reporting Requirements“) vom 8. Mai, verfügbar unter <http://www.nyse.com/pdfs/2002-09Am1.pdf> und Änderungen des Regelwerks der NASD vom 7. Februar, verfügbar unter http://www.nasdr.com/news/pr2002/release_02_009.html.

²⁵¹ Ruffert/Stupp, FS-Kleiner, S. 395, 414.

umfassendes Überwachungssystem zu verzichten bzw. entdeckte Fehlverhaltensweisen jedenfalls zu verschweigen.

Handeln die Anleger zwar rational, fehlt es aber an einem hinreichenden Wettbewerbsdruck für die Börsen, so ist ebenfalls nicht zu erwarten, dass durch Selbstüberwachung ein sozial effizientes Ergebnis erreicht wird. Dies wird ersichtlich, wenn man sich die Überwachungsleistung als ein Teil der Qualität des von der Börse angebotenen Produkts vorstellt. Kommt einer Börse Marktmacht zu, so hat sie einen gewissen Spielraum innerhalb dessen sie die für sie optimale Kombination von Preis und Leistung festlegen kann. Der Markt zwingt ihr dann nicht die effiziente Kombination auf, vielmehr wird das Ziel der Gewinnmaximierung typischerweise zur Wahl eines Qualitätsniveaus führen, das sich mit dem sozial optimalen Niveau der Überwachungsleistung nicht deckt²⁵².

cc) Fazit

Auch für die Überwachungsorganisation gilt, dass mit einer effizienten Selbstregulierung nicht zwingend gerechnet werden kann. Ein optimales Ergebnis ist dann möglich, wenn sich die Investoren komplett rational verhalten und die Börsen unter starkem Wettbewerbsdruck stehen. Beide Annahmen dürften in der Praxis nicht vollständig erfüllt sein. Dann sind aber durchaus Bedenken an der Eignung der Börsen als Selbstüberwacher angebracht. Der Umfang der Funktionsfähigkeit der Selbstüberwachung hängt davon ab, inwieweit der Markt den Idealbedingungen nahe kommt. Je rationaler die Anleger handeln und je vollständiger der Wettbewerb ist, desto besser wird das Überwachungssystem sein. Ob eine solche Erkenntnis ausreicht, den Börsen die Eigenüberwachung zu überlassen, verlangt eine wertende Entscheidung des Gesetzgebers. Betont man das Erfordernis der Einzelfallgerechtigkeit und damit einen Anlegerschutz seiner selbst willen, so kann auf eine staatliche Überwachung wohl kaum verzichtet werden. Beschränkt man sich auf die Betrachtung der Funktionsfähigkeit der Märkte, so kann eine staatliche Überwachung immer noch angebracht sein. Allerdings wäre aus dieser Perspektive auch möglich, die Gefahr einzelner unentdeckter Fehlverhaltensweisen hinzunehmen, wenn man auf die sonstigen Vorzüge einer Eigenüberwachung nicht verzichten will.

Eine ganz andere, hier noch nicht berücksichtigte Frage ist, ob die einzelnen Börsen angesichts der vielfachen Vernetzungen des Börsenhandels und den Möglichkeiten des außerbörslichen Handels in elektronischen Systemen eine effektive Überwachung überhaupt zu leisten vermögen. In einigen Bereich wird eine zentralisierte Börsenaufsicht sicherlich zwingend notwendig sein. Der Gesetzgeber hat durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz die Aufsicht über das Verbot von Kurs- und Marktmanipulationen (§ 20a WpHG) der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht übertragen (§ 20b Abs. 1 WpHG). Insbesondere soll dadurch die Möglichkeit geschaffen werden, mit anderen zuständigen Stellen im In- und Ausland zusammenzuarbeiten²⁵³.

²⁵² Ausführlich Pirrong, J. L. Econ. 38 (1995), S. 141, 105 ff. Pirrong erklärt dies damit, dass die Börsen die Effekte auf die inframarginalen Investoren vernachlässigen. Im Grunde ist dies nur eine andere Beschreibung des typischen Optimierungsproblems eines Monopolisten, vgl. dazu Spence, Bell J. Econ 6 (1975), S. 417 ff. Seine Untersuchung ist aber insofern aufschlussreich, als dass er an der Geschichte von zehn Warenterminbörsen in den USA die Schwächen der Eigenüberwachung aufzeigt. Diese historischen Betrachtungen dürften angesichts des völlig veränderten Wettbewerbsumfelds gleichwohl nur begrenzt auf die heutige Situation übertragbar sein.

²⁵³ Vgl. Reg.-Begr. 4.FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 90, 179 f.

Daneben bleiben aber die Handelsüberwachungsstellen der Börsen verpflichtet, der Bundesanstalt relevante Informationen zu übermitteln (§ 4 Abs. 5 S. 4 BörsG).

2. Selbstregulierung bei der Wahl der Handelssysteme

a) Variable bei der Wahl der Handelsverfahren

Handelsverfahren lassen sich unterscheiden nach der Anzahl der Handelszeitpunkte, des Preisbildungsverfahrens und der Transaktionspartner²⁵⁴.

Hinsichtlich der Handelszeitpunkte lässt sich der kontinuierliche Handel, bei dem fortlaufend gehandelt wird und der periodische Handel unterscheiden, bei dem Transaktionen nur zu bestimmten Zeiten stattfinden.

Hinsichtlich der Preisbildung wird differenziert zwischen Auktionssystemen, bei denen sich ein Einheitspreis als markträumender Preis für eine größere Anzahl von Ordnern ergibt und dem sog. *matching system*, bei dem einzelne sich am Markt befindliche Order mit der passenden Gegenseite zusammengeführt werden.

Und schließlich sind Systeme mit Marktmachern möglich, die eine (verbindliche) An- und Verkaufsspanne stellen, innerhalb derer sie bereit sind, Papiere zu kaufen bzw. zu verkaufen. In Systemen ohne solche Marktmacher werden dagegen die Geschäfte direkt ausgeführt.

In der Realität finden sich vielfach Mischsysteme aus verschiedenen dieser Komponenten. So findet in der Regel an den Handelsplätzen eine Eröffnungsauktion und eine Schlussauktion statt, auch wenn dazwischen kontinuierlich in einem *matching system* gehandelt werden sollte, wie etwa im Parketthandel der deutschen Börsen.

Welches System letztlich effizienter arbeitet, lässt sich allgemein nicht sagen. Allgemein dürften Computerhandelssysteme aber dem traditionellen Parketthandel hinsichtlich Geschwindigkeit und Kosten überlegen sein, letzterer soll nach verbreiteter Ansicht aus der Praxis anpassungsfähiger bei außergewöhnlicher Orderlage sein.

b) Anreize zur Optimierung

Eine als Kapitalgesellschaft mit Gewinninteresse organisierte Börse sollte prinzipiell auch geeignete Anreize haben, das für sie effiziente Handelssystem zu wählen, welches den besten Mix aus Geschwindigkeit, Liquiditätsbereitstellung und direkten Kosten liefert²⁵⁵. Das dürfte unzweifelhaft sein. Problematischer ist aber wieder das Entscheidungsproblem bei genossenschaftlicher Organisation. Hier mögen bestimmte Marktteilnehmer ein Interesse an der Aufrechterhaltung eines bestimmten Systems haben, das ihnen Sondervorteile garantiert, auch wenn es insgesamt ineffizient geworden ist.

Auch hierfür lassen sich gewichtige Beispiele in der Finanzwelt finden. So führte die *London Stock Exchange* erst im Jahre 1997 ein elektronisches Orderbuch ein, in dem die am Markt befindlichen Aufträge zusammengeführt werden. Ein Jahr zuvor war der Hauptgeschäftsführer noch mit entsprechenden Plänen am Widerstand der größeren Börsenmitglieder gescheitert, die um ihre Einnahmen aus der Marktmacher-Tätigkeit fürchteten²⁵⁶. Und auch den Mitgliedsunternehmen der *New York Stock Exchange* wird

²⁵⁴ Vgl. Rudolph/Röhrli, in: Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, S. 143, 192 f.

²⁵⁵ Vgl. Onado, in: Ferrarini (Hrsg.), European Securities Markets, S. 225, 238.

²⁵⁶ Siehe o.V., *The Economist*, 16. Oktober 1997; vgl. auch schon Rudolph/Röhrli, in: Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, S. 143, 160.

nachgesagt, sich aus eigennützigen Motiven der Ablösung des Parketthandels durch elektronische Handelssysteme zu widersetzen.

In der Literatur ist zudem darauf hingewiesen worden, dass der Horizont der Mitglieder begrenzter als der der Organisation als solcher sein kann²⁵⁷. So mögen Handelsteilnehmer eine Investition in neue Handelssysteme deswegen ablehnen, weil ihnen der Nutzen aus diesen Investitionen auf Grund eines beabsichtigten Ausscheidens nicht mehr zukommt. Halten die Handelsteilnehmer dagegen Anteile an einer kapitalistisch organisierten Börse, ist die Veräußerung des Anteils möglich und damit die Realisation der Vorteile aus einer Investition. Allerdings kann es dort ebenfalls zu einem ähnlichen Problem der Kurzsichtigkeit kommen, wenn der Kapitalmarkt nicht in der Lage ist, langfristige Investition zutreffend zu bewerten²⁵⁸.

c) Fazit

Festgehalten werden kann also hinsichtlich der Wahl der Handelsverfahren, dass die Effizienz der Entscheidung allenfalls bei vollständig kapitalistisch organisierten und damit gewinnorientierten Börsen möglich scheint. Bei genossenschaftlicher Struktur dagegen besteht die Gefahr, dass einzelne Handelsteilnehmer durch Einführung neuer Handelssysteme den Verlust von Sondervorteilen befürchten. Wie aber schon bei der allgemeineren Frage der organisatorischen Selbstregulierung sei aber auch hier angemerkt, dass ein ausreichender Wettbewerbsdruck für die Wahrnehmung solcher Sonderinteressen keinen Raum lässt.

Der Gesetzgeber lässt den Börsen bei der Wahl der Verfahren der Preisermittlung nach der Reform durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz freie Hand. Dies soll den Börsen vor allem ermöglichen, flexibel auf die Anforderungen des Marktes zu reagieren²⁵⁹. Gem. § 25 S. 2 BörsG steht die Entscheidung über die Art der Preisermittlung den Börsen zu, wobei allerdings die Erfordernisse des Handels in den Wertpapieren, des Schutzes des Publikums und des ordnungsgemäßen Börsenhandels zu berücksichtigen sind. Durch die Abschaffung der amtlichen Preisfeststellung ist es den Börsen zukünftig auch möglich, den Handel ganz in elektronische Systeme zu verlagern. Dementsprechend wurde auch der Vorrang des Parketthandels aufgegeben. Daneben garantiert der durch das zweite Finanzmarktförderungsgesetz eingefügte § 11 BörsG a.F. (heute § 24 BörsG) die Anknüpfung für die staatliche Überwachung der festgestellten Preise²⁶⁰. Herausentwickelt hat sich also bei der Preisfeststellung ein System selbstgesteuerter Aufgabenwahrnehmung durch die Börsen verbunden mit einer staatlichen Auffangverantwortung.

Für Diskussion haben in diesem Zusammenhang die Pläne der Deutsche Börse AG gesorgt, mit Xetra Best ein elektronisches Handelssystem anzubieten, das den angeschlossenen Wertpapierdienstleistungsunternehmen die Internalisierung von Kundenorder erlaubt und damit die Ausführung der Order außerhalb des börslichen Orderbuchs ermöglicht²⁶¹. Der Gesetzgeber will das Risiko für Kleinanleger, auf diese Weise vom indirekten Schutz durch den Preismechanismus am Börsenmarkt

²⁵⁷ Porter/Scully, J. L. Econ. 30 (1987), S. 489 ff.; Lee, What is an Exchange?, S. 15 f.

²⁵⁸ Lee, What is an Exchange?, S. 15 f.; vgl. auch IOSCO, Issues, S. 7.

²⁵⁹ vgl. Reg.-Begr., 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 74. Siehe zu den Änderungen durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz etwa Beck, BKR 2002, S. 662 ff.

²⁶⁰ Vgl. zu dieser Intention Kümpel, BörsG, § 11 Rn 1.

²⁶¹ Vgl. Deutsche Börse, Stellungnahme, S. 4 f.

ausgeschlossen zu werden, dadurch begrenzen, dass er eine Ausführung von Verbraucheraufträgen außerhalb der Börse nur noch zulässt, wenn der Verbraucher eine entsprechende Einzelweisung erteilt hat, vgl. § 22 Abs. 1 S. 1 BörsG.

Aus den ökonomischen Betrachtungen ist zunächst wenig nachvollziehbar, warum an den deutschen Börsen im internationalen Vergleich so frühzeitig elektronische Handelssysteme eingeführt wurden²⁶². Denn nach § 9 Abs. 2 S. 2 BörsG (3 Abs. 2 S. 2 BörsG a.F.) bedarf die Einführung elektronischer Handelssysteme der Zustimmung des Börsenrates, in dem wiederum die verschiedenen Gruppen von Marktteilnehmern vertreten sind, die u.U. kein Interesse an solchen Innovationen haben bzw. gehabt haben. Allerdings haben die Kursmakler, die das größte Interesse an der Verhinderung von Innovationen bei den Handelssystemen gehabt hätten, in den Börsenräten nur wenig Gewicht. So haben sie nur 2 der insgesamt 24 Sitze im Börsenrat der Frankfurter Wertpapierbörse inne²⁶³. Großer Einfluss im Börsenrat wie auch auch in der Anteilseignerstruktur des Börsenträgers kommt den im Wertpapierhandel tätigen Banken zu, die von der Einführung der elektronischen Systeme durch die Senkung der Transaktionskosten Vorteile haben und als Anteilseigner des Börsenträgers von den zusätzlichen, durch die elektronischen Handels- und Informationssysteme generierten Einnahmen des Trägers profitieren²⁶⁴.

3. Preis- und Transaktionstransparenz

Die Transparenz ist im Börsenhandel von fundamentaler Bedeutung. Man kann zwischen *pre-trade* und *post-trade* Transparenz unterscheiden. Die *pre-trade* Transparenz besteht in der Verbreitung der Informationen, die die Marktteilnehmer vor einer Transaktion über die Orderlage und die Preise am Markt erhalten und bestimmt damit gleichzeitig auch, wie viele Informationen sie selbst preisgeben müssen. Am umfangreichsten ist die Transparenz in einem offenen Orderbuch, in dem die Marktteilnehmer einen Überblick über die sich am Markt befindlichen limitierten Handelsaufträge erhalten. Die *post-trade* Transparenz betrifft die Informationen über abgewickelte Transaktionen, wie deren Volumen, den Ausführungspreis oder gar die Identität der Transaktionspartner.

Die *pre-trade* Transparenz ist essentiell für die Anleger, indem sie die informationelle Asymmetrie am Markt reduziert und so eine informierte Anlageentscheidung ermöglicht. Die *post-trade* Transparenz wiederum ist für die Anleger wichtig bei der Beurteilung der Frage, ob sie einen fairen Preis erhalten haben. Sie begrenzt damit auch die Möglichkeiten der Marktintermediäre zu opportunistischem Verhalten auf Kosten der Anleger²⁶⁵.

Bevor die Anreize der Börsen zur Transparenz bewertet werden können, ist es zunächst notwendig, sich über das sozial optimale Niveau solcher Informationsverbreitung Klarheit zu verschaffen. Eine generelle Aussage über die optimale Markttransparenz ist allerdings nicht möglich²⁶⁶. Dies liegt daran, dass die Informationseffizienz des Marktes eine gewisse Transaktionsintransparenz voraussetzt, da nur so Anreize für die

²⁶² Vgl. ausführlich aus institutionenökonomischer Sicht auch Mues, Börsenorganisation, S. 110 ff.

²⁶³ Vgl. heute § 1 der Verordnung über die Wahl der Börsenräte an der FWB und der Eurex Deutschland i.d.F. vom 13.1.2001.

²⁶⁴ Vgl. zur rechtlichen Zulässigkeit dieser zusätzlichen Entgelte aber auch Mues, Börsenorganisation, S. 81 ff.

²⁶⁵ Vgl. IOSCO, Transparency and Market Fragmentation, S. 4.

²⁶⁶ Vgl. Rudolph/Röhrl, in: Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, S. 143, 207 f.

Marktteilnehmer bestehen, neue Informationen an den Markt zu bringen²⁶⁷. Ein Marktteilnehmer hat ein Interesse daran, dass sein Transaktionsbegehren nicht öffentlich gemacht wird. Denn die für den Marktteilnehmer relevanten Transaktionskosten setzen sich zusammen aus den direkten Kosten und den indirekten Kosten, die durch den Preiseinfluss seiner Order verursacht werden, d.h. durch die Tatsache, dass der Markt auf einen eingehenden Auftrag und dem darin enthaltenen Informationsgehalt unmittelbar reagiert und sich so die erreichbaren Konditionen einer Transaktion verschlechtern. Während also der einzelne Marktteilnehmer zwar ein Interesse daran hat, über die Transaktionen der anderen Marktteilnehmer Kenntnis zu erlangen, will er seine eigenen Transaktionen auf Grund der externen Effekte geheim halten. Dann hätte aber jeder Marktteilnehmer einen Anreiz, selbst von den Informationen an einer transparenten Börse zu profitieren, seine Transaktionen aber an einer Börse abzuwickeln, an der Informationspflichten nicht bestehen. Mit diesem Bestreben wird auch der Erfolg einiger proprietärer Handelsplattformen erklärt, die durch die gewährte Anonymität letztendlich institutionellen Investoren einen verminderten Preiseinfluss ihrer Order ermöglichen²⁶⁸. Das weniger transparente Märkte für gewisse Anlegergruppen vorteilhaft sein können, wurde mittlerweile auch empirisch belegt. So schafften es die elektronischen Handelssysteme in den USA gerade bei den lukrativen großvolumigen Aufträgen der sog. *liquidity traders* – das sind solche institutionelle Investoren, die nicht auf Grund überlegener Information handeln – , von den alteingesessenen Handelsplätzen mit höherer Transaktionstransparenz einen großen Anteil der Order auf sich zu ziehen²⁶⁹. Dies hat die SEC schließlich dazu veranlasst, von den elektronischen Plattformen, sofern sie eine Marktplatzfunktion erfüllen, ebenfalls die Veröffentlichung der An- und Verkaufsspannen zu verlangen²⁷⁰.

Das Problem solchen „Abwanderns“ der Marktteilnehmer trifft aber nicht nur die Börsen als Selbstregulierer, sondern auch den nationalen Gesetzgeber, da schließlich auch ein Ausweichen auf ausländische Märkte möglich ist. Mit zunehmender Zahl von internationalen Mehrfachnotierungen wird dies sicherlich künftig eine noch größere Rolle spielen.

Wichtig ist aber, auch bei der gesamtwirtschaftlichen Bewertung die unterschiedlichen Präferenzen der verschiedenen Anlegergruppen zu berücksichtigen. Ein einheitlicher Transparenzstandard für alle Handelsplätze erscheint in dieser Hinsicht nicht wünschenswert. Sinnvoll erscheint vielmehr die Möglichkeit, bei den Transparenzstandards nach den betroffenen Anlegerpräferenzen zu differenzieren²⁷¹.

Muss eine vollständige Transparenz also nicht sozial optimal sein, so fragt sich weiter, welche Anreize die Börsen zur Transparenzregulierung haben. Hier bestehen entsprechend der oben geschilderten Problematik zwei widerstrebende Aspekte. Einerseits soll das Interesse der Marktteilnehmer an Informationen über die Marktsituation befriedigt werden, andererseits sollen sie nicht durch die Pflicht zur Preisgabe zu viel der eigenen Informationen von der Teilnahme abgeschreckt werden.

²⁶⁷ Rudolph/Röhrl, in: Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, S. 143, 206.

²⁶⁸ Vgl. Macey/O'Hara, J. Leg. Stud. 28 (1999), S. 17, 46 f.

²⁶⁹ Vgl. mit weiterführenden Analysen der Orderströme Bloomfeld/O'Hara, J. Fin. Econ. 55 (2000), S. 425 ff. Als weiteres Beispiel wird von den Autoren die Tatsache angeführt, dass die London Stock Exchange von der Pariser Börse dadurch Order abziehen konnte, dass sie den Händlern erlaubt hat, Blocktransaktionen verzögert zu melden (aaO S. 426), vgl. dazu auch Gemmill, J. Fin. 60 (1996), S. 1765 ff.

²⁷⁰ sog. Regulation ATS; vgl. Bloomfeld/O'Hara, J. Fin. Econ. 55 (2000), S. 425, 426.

²⁷¹ Vgl. ausführlich IOSCO, Transparency and Market Fragmentation, S. 12 ff.

Denkbar ist hier das Szenario eines „*race to the bottom*“, bei dem jeder Handelsplatz versucht, an die Marktinformationen der anderen Handelsplätze zu kommen, aber selbst einen möglichst intransparenten Markt anbietet. In der Tat scheint das Trittbrettfahrerverhalten mancher Regionalbörsen bzw. der proprietären Handelssysteme von den großen Börsen als störend empfunden zu werden²⁷². Andererseits haben die großen Handelsplätze momentan gar keine andere Möglichkeit, ihren Kunden eine ausreichende Preis- und Transaktionstransparenz zu vermitteln, als die Informationen über die eigene Orderlage bekannt zu geben. Für die wenigen großen Börsen ist auf Grund ihrer Marktmacht ein Trittbrettfahren gar nicht möglich. Das „*race to the bottom*“ wird also ganz bis zum Boden nicht gehen, ein Marktzusammenbruch droht nicht. Trotzdem führt das Trittbrettfahren der kleineren Handelsplätze zu Fehlanreizen insbesondere bei der *pre-trade* Transparenz, weil den großen Börsen eine komplette Internalisierung des Nutzens verwehrt wird.

Wahrscheinlich ist nach alledem ein Szenario, in dem ein Teil der Börsen hohe Markttransparenz anbietet und damit die Anleger auf sich zieht, die daran ein besonderes Interesse haben. Der Teil der Anleger, denen die Transaktions- und Preistransparenz weniger bedeutend ist, wird auf die Märkte mit geringeren Transparenzvorschriften ausweichen, sofern diese günstigere Transaktionspreise anbieten können²⁷³. Auch die Erfahrungen auf dem deutschen Markt sprechen nicht für ein „*race to the bottom*“. So bieten zahlreiche Handelsplätze inzwischen kostenlose Echtzeit-Kursinformationen auch für Privatanleger an. Einige Börsen wie die Berliner Börse oder die Frankfurter Wertpapierbörse im Bereich *Xetra European Stars* bieten auch den Privatanlegern sogar ein „offenes Orderbuch“, in dem die besten An- und Verkaufsaufträge in Echtzeit angezeigt werden²⁷⁴.

Die börsliche Selbstregulierung der Preis- und Transaktionstransparenz verspricht also kein effizientes Ergebnis, solange einzelne Handelsplätze die Möglichkeit des Trittbrettfahrens auf den Informationen anderer Handelsplätze haben. Auch der Wettbewerbsmechanismus kann diesem Problem externer Effekte nicht abhelfen. Solange den verschiedenen Anlegergruppen mit ihren divergierenden Präferenzen noch die Wahl zwischen Märkten mit hoher und niedriger Transparenz verbleibt, sind die abträglichen Folgen sowohl für den Anlegerschutz als auch die Funktionsfähigkeit der Märkte jedoch begrenzt.

Der Gesetzgeber lässt den deutschen Börsen bei der Wahl des Umfangs der Transaktionstransparenz einen gewissen Spielraum. Die Börsenpreise und die ihnen zugrundeliegenden Umsätze sind unverzüglich bekannt zu machen, vgl. § 24 Abs. 2 S. 3 BörsG. Die Veröffentlichung darüber hinausgehender Informationen, wie etwa die Quotierung der im Orderbuch eingegangenen limitierten Aufträge (§ 24 Abs. 2 S. 7 BörsG), steht im Ermessen der Börse. Ebenso ist es der Börse möglich, bei der

²⁷² aufschlussreich Mulherin/Netter/Overdahl, J. L. Econ. 34 (1991), S. 591 ff mit der Dokumentation des historischen Bemühens der New York Stock Exchange, den anderen Börsen die Nutzung der Preisinformationen zu verwehren.

²⁷³ Vgl. das Ergebnis der ökonomischen Untersuchungen bei Bloomfield/O'Hara, J. Fin. Econ. 55 (2000), S. 425, 451.

²⁷⁴ Auch in den USA wird der Erfolg einiger elektronischer Transaktionssysteme mit der Möglichkeit des Einblicks in das Orderbuch erklärt, vgl. IOSCO, Transparency and Market Fragmentation, S. 8.

Preisermittlung auch die Preise anderer Börsen oder börsenähnlichen Einrichtungen i.S.d. § 59 BörsG zu berücksichtigen, ohne dass sie jedoch dazu verpflichtet ist²⁷⁵.

4. Zugang zum Börsenhandel

Die Regulierung des Zugangs zum Börsenhandel für die Handelsteilnehmer gehört ebenfalls zu den Bereichen, bei denen eigenverantwortliche Regelungen durch die Börsen für möglich gehalten werden.

a) Theorie der „self-regulating professions“

In der ökonomischen Literatur wird eine solche Art der Selbstregulierung unter den Begriff der „*self-regulating profession*“ gefasst, ohne dass allerdings den damit zusammenhängenden Problemen bisher viel Aufmerksamkeit geschenkt worden wäre²⁷⁶. Die bisherigen Erkenntnisse in der Literatur lassen sich folgendermaßen zusammenfassen:

Erstens können durch Verbände gesetzte Produktqualitätsnormierungen in Märkten, in denen die Verbraucher die Produktqualität nicht beobachten können, ein durch adverse Selektion herbeigeführtes Marktversagen verhindern²⁷⁷. Auch hier wird implizit vorausgesetzt, dass die Verbraucher trotz der bestehenden produktbezogenen Informationsasymmetrien doch in der Lage sind, die Qualität der Produktnormen korrekt zu bewerten und dass es den Unternehmen gelingt, die Einhaltung der Normen glaubhaft zu machen. Bezogen auf die Anbieter von Dienstleistungen auf dem Kapitalmarkt bedeutet dies, dass es in ihrem eigenen Interesse ist, sich auf ein gewisses Qualitätsniveau etwa in der Anlageberatung oder bei der Ausführung von Kundenorder zu binden.

Zweitens können Qualitätssignale über die Fähigkeiten der Handelsteilnehmer bzw. ihrer Mitarbeiter auch durch (Mindest)anforderungen an die Befähigung für die Aufnahme in einen Verband ausgesendet werden²⁷⁸. Werden etwa von Händlern oder Analysten gewisse Prüfungen zum Nachweis ihrer Fähigkeiten verlangt, so kann dadurch ein Qualitätssignal gesendet werden. Entsprechendes gilt, wenn bestimmte organisatorische Mindestanforderungen für eine Aufnahme erfüllt sein müssen oder ein gewisses Mindestkapital vorhanden sein muss. Auch damit können Minimumstandards am Markt etabliert werden²⁷⁹.

b) Schlussfolgerungen für die Selbstregulierung des Börsenzugangs

Die Ergebnisse lassen sich auf die Regulierung des Zugangs der Handelsteilnehmer zu den Börsen übertragen. Die Börsen haben einen Anreiz, dass die Handelsteilnehmer sowohl eine ausreichende Befähigung mitbringen, als auch gewisse Qualitätsstandards bei ihrer Tätigkeit einhalten. Uneingeschränkt gilt dies für eine vollständig kapitalistisch

²⁷⁵ Vgl. zur entsprechenden Diskussion im Rahmen des 4. FFG Stellungnahme des Bundesrats, BT-Drucks. 14/8017, S. 151 f. einerseits und Deutsche Börse, Stellungnahme, S. 9 f. andererseits.

²⁷⁶ Die einzigen Arbeiten sind: Shaked/Sutton, Rev. Econ. Stud. 45 (1981), S. 217 u. Gehrig/Jost, J. Reg. Econ. 7 (1995), S. 309. Entfernt auch Shapiro, Rev. Econ. Stud. 53 (1986), S. 843 u. Leland, J. Pol. Econ. 87 (1979), S. 1328.

²⁷⁷ Gehrig/Jost, J. Reg. Econ. 7 (1995), S. 309, 314; allgemein zu Qualitätsstandards als Ausweg aus dem „Lemons“-Problem: Shaked/Sutton, Rev. Econ. Stud. 45 (1981), S. 271.

²⁷⁸ Shapiro, Rev. Econ. Stud. 53 (1986), S. 843.

²⁷⁹ Vgl. auch die positive Einschätzung der Selbstregulierung durch Schulung und Weiterbildung zur Verbesserung des Ansehens des Berufsstandes im Bericht der Bundesregierung zum „Grauen Kapitalmarkt“, BT-Drucks. 14/1633 v. 17.9.1999, IV. 5.

organisierte Börse. Bei genossenschaftlicher Organisation, bei der die Handelsteilnehmer mittelbar selbst über die Standards entscheiden, können die selbstgewählten Voraussetzungen für die Zulassung bzw. Aufnahme von den bestehenden Mitgliedern dagegen strategisch als Eintrittsbarrieren genutzt werden. Die Anforderungen werden extra hoch angesetzt, um den Marktzutritt von potentiellen Konkurrenten zu verhindern²⁸⁰. Hier ist man dann für das Funktionieren einer Selbstregulierung wieder auf das Bestehen eines hinreichenden Konkurrenzdrucks angewiesen, da sich die Möglichkeiten solch strategischen Verhaltens mit zunehmender Konkurrenz und damit abnehmender Marktmacht verringern²⁸¹.

Ist allerdings der Konkurrenzdruck zu hoch, kann es zu einem ruinösen Wettbewerb kommen, wenn die Gewinne auf Grund des Wettbewerbs so weit nach unten getrieben werden, dass sie zur Deckung der Kosten der Marktteilnehmer nicht mehr ausreichen und diese den Markt deswegen verlassen. Dies geschieht insbesondere dann, wenn hohe Fixkosten der Marktteilnahme bestehen²⁸². Eine Möglichkeit, dies zu verhindern, ist eine Mindestpreisregulierung, indem etwa Mindestkommissionen oder eine Untergrenze für die An- und Verkaufsspanne vorgeschrieben werden, die den Handelsteilnehmern ein gewisses Auskommen sichert²⁸³. Im Interbörsenwettbewerb kann es aber in dieser Hinsicht zu einem Marktversagen kommen, wenn die Börsen keinen Mechanismus finden, sich über gewisse Mindestauskommen zu einigen. Dann kann eine staatliche Intervention geboten sein. Dabei wird allerdings auch zu erwägen sein, dass eine solche Preisregulierung ein Steigen der Transaktionskosten bedeutet und damit einen negativen Einfluss auf die operationale Effizienz des Marktes hat. Eine staatliche Regulierung wird daher nur in den seltensten Fällen in Betracht zu ziehen sein.

5. Auswirkungen komplexer Organisationsstrukturen

Die bisherige Betrachtung ging von zwei idealtypischen Organisationsformen der Börsen aus. Auf der einen Seite standen die mitgliedschaftlich organisierten Börsen, in denen die Handelsteilnehmer die Entscheidungen treffen, auf der anderen Seite die gewinnorientierte kapitalistische Gesellschaftsform. In der Praxis sind diese Reinformen jedoch kaum zu finden. So werden in Deutschland nicht nur die Handelsteilnehmer, sondern auch die Emittenten (und die Anleger) im Börsenrat repräsentiert. Prinzipiell sollte dies einen positiven Einfluss auf die Entscheidungen der Börsen in Fragen der Selbstregulierung haben. Emittenten und Anleger sind an niedrigen Transaktionskosten interessiert und damit an effizienten Organisationsstrukturen. Man würde es sich jedoch zu einfach machen, wenn man darin die Lösung für die aufgezeigten Probleme der eigenverantwortlichen Aufgabenwahrnehmung sehen würde. Das Prinzipal-Agenten-Problem zwischen Handelsteilnehmern und Emittenten bzw. Anlegern lässt sich nicht

²⁸⁰ Shaked/Sutton, Rev. Econ. Stud. 45 (1981), S. 271, 224; speziell zum Zugang zum Börsenhandel Pirrong, J. Fin. Mark. 2 (1999), S. 329, 330, 338; Saloner, in: Anderson (Hrsg.), The Industrial Organisation of Futures Markets, S. 261, 267 f., der zeigt, dass dieses Ergebnis als Nash-Gleichgewicht auch dann resultiert, wenn die Akteure sich nicht untereinander absprechen.

²⁸¹ Shaked/Sutton, Rev. Econ. Stud. 45 (1981), S. 271, 228 ff.; vgl. auch Cooter, U. Penn. L. Rev. 144 (1996), S. 1643, 1689: im Idealfall bleibt nur Ziel der Effizienzsteigerung übrig.

²⁸² Müller/Vogelsang, Regulierung, S. 42, weil dann die marginalen Kosten, nach denen sich der Preis bestimmt, kleiner als die durchschnittlichen Kosten sind.

²⁸³ In den USA wurden solchen *minimum fixed commissions* von der SEC 1975 verboten. Zu den ökonomischen Aspekten der An- u. Verkaufsspanne als Mindestauskommen der Marktmacher vgl. Grossman/Miller, J. Fin. 43 (1988), S. 617 ff. Durch die Dezimalisierung der Preisschritte an den US-amerikanischen Börsen (so z.B. ab 9.4.2001 an der NASDAQ), wird dieser Effekt aber unbedeutend gering.

dadurch lösen, dass man jeden Betroffenen zur Eigenwahrnehmung der Aufgaben bringt, da dadurch letztlich die Idee der Aufgabenteilung verloren geht. Die Möglichkeiten der Selbstregulierung werden durch den Sachverstand der unmittelbar Betroffenen mitbestimmt. Im Hinblick auf die Regulierung der Marktorganisation sind die Emittenten und Investoren jedoch Externe, denen die erforderliche Sachnähe fehlt.

Auch die gewinnorientierte kapitalistische Börse stellt eine idealistische Vereinfachung dar. Wie bereits mehrfach angesprochen halten selbst bei den Börsen, die sich nach einer Umwandlung in eine Kapitalgesellschaft für ein „going public“ entschieden haben, die ursprünglichen Börsenmitglieder noch bedeutende Anteile. Sie haben dementsprechende Möglichkeiten, bei der Entscheidungsbildung ihren Partikularinteressen zur Geltung zu verhelfen. Daneben besteht die Gefahr, dass bestimmte Marktteilnehmer, wie etwa Banken oder konkurrierende Börsen, auf dem freien Markt bedeutende Anteile an der Börse erwerben, um Einfluss auf deren Entscheidungen zu erlangen. Die dann verfolgten Ziele mögen mit dem Ziel der isolierten Gewinnmaximierung der Börse nicht übereinstimmen. Diesem Problem kann auch durch die Kontrolle durch den Aufsichtsrat einer als Aktiengesellschaft geführten Börse unter Beachtung realer Entscheidungsstrukturen nur teilweise abgeholfen²⁸⁴.

Eine ähnliche Komplikation kann im deutschen System mit der Trennung von Börse und Börsenträger auftreten. Dort ist es denkbar, dass eine Gesellschaft Träger mehr als nur einer Börse ist²⁸⁵. Die Gewinnmaximierung des Börsenträgers muss dann nicht mit dem Einzelinteresse beider Börsen korrespondieren. So mag es aus Sicht des Börsenträgers etwa sinnvoll sein, den Handel ganz auf einen Handelsplatz zu konzentrieren und so die Skaleneffekte des Börsenhandels auszunutzen²⁸⁶. Der Gesetzgeber hat diesen Bedenken im Rahmen des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes Rechnung getragen und in § 1 Abs. 2 S. 2 BörsG eine Betriebspflicht des Börsenträgers verankert, die garantieren soll, dass der Börse die zur Durchführung und angemessenen Fortentwicklung des Börsenbetriebes erforderlichen Mittel zur Verfügung gestellt werden. Desweiteren wurde in § 3 Abs. 2 BörsG der Börsenaufsichtsbehörde das Recht eingeräumt, innerhalb von einem Monat nach Eingang der nach § 3 Abs. 1 BörsG erforderlichen Anzeige einer Erwerbsabsicht hinsichtlich einer bedeutenden Beteiligung an einem deutschen Börsenträger den Erwerb zu untersagen, wenn etwa sonst die Durchführung und angemessene Fortentwicklung des Börsenbetriebs beeinträchtigt würde (§ 3 Abs. 2 Nr. 2 BörsG)²⁸⁷.

²⁸⁴ Vgl. zu möglichen Rechtsformbeschränkungen bei einer privaten Börse und Folgeproblemen Hopt/Baum, in: Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, S. 287, 406 f.; Hammen, AG 2001, S. 549, 553 f.; Merkt, NJW 2002, Sonderbeilage 23, S. 41, 44; siehe aber auch Köndgen, Lutter-FS, S. 1401, 1414.

²⁸⁵ Dies Problem stellt sich aktuell bei der BOAG Börsenträgergesellschaft, die Trägerin der Börsen in Hamburg und Hannover ist.

²⁸⁶ Vgl. allgemein zur Auflösung des „strukturellen Gleichlaufs“ zwischen Interesse der Börsen und des Börsenträgers Hammen, AG 2001, S. 549, 554. Diese Problem stellte sich insbesondere auch bei der geplanten, letztlich aber gescheiterten Fusion der Börsenträger der Frankfurter und Londoner Börse, ablehnend dazu aus diesem Grund Schneider/Burgard, WM 2000, Sonderbeilage 3, S. 24, 34 ff. allerdings mit rechtlich nicht tragbarem Hinweis auf die „Förderung des Finanzplatzes Deutschland“ als unbestimmtem Rechtsbegriff (sic!). Vgl. daher auch Kümpel/Hammen, WM 2000, Sonderbeilage 3, S. 3, 7: Börsengesetz enthält keine zwingenden Vorgaben für die Maximierung der Umsätze als Ziel der Börse.

²⁸⁷ Vgl. zu Notwendigkeit einer solchen Kontrolle IOSCO, Issues, S. 9 ff.; Hammen, AG 2001, 549, 566; kritisch Rudolph, BB 2002, S. 1036, 1039: ökonomisch überflüssig; Deutsche Börse, Stellungnahme, S. 6 f.

6. Zwischenergebnis

Die Bewertung der Möglichkeiten der Selbstregulierung der Börse in den Bereichen, die ihr klassischerweise als in eigener Verantwortung vorzunehmende Aufgaben zugeschrieben werden, ist aus ökonomischer Sicht keineswegs in jedem Fall positiv.

So kann bei der Wahl der Organisationsstrukturen auf Grund von Pfadabhängigkeiten nur dann mit einem effizienten Ergebnis gerechnet werden, wenn sehr starker Wettbewerbsdruck unter den Börsen herrscht. Gleiches gilt auch für die Wahl der Handelsverfahren und die Regulierung des Zugangs zum Börsenhandel, wenn die Börsen sich nicht als Gewinnmaximierer verhalten. Die börsliche Selbstregulierung der Preis- und Transaktionstransparenz verspricht selbst bei gewinnorientierten Börsen kein sozial effizientes Ergebnis.

Aus der vorangehenden Untersuchung lassen sich drei wesentliche Erkenntnisse gewinnen:

Erstens spielt die Organisationsform der Börsen eine Rolle bei der Art und Weise, wie sie von den ihnen zugestanden Möglichkeiten der Selbstverantwortung Gebrauch machen werden. Zweitens scheint eine gewinnorientierte Börse nicht nur besser im internationalen Börsenwettbewerb bestehen zu können, sondern erweist sich auch im Hinblick auf die bisher behandelte Selbstregulierung im organisatorischen Bereich aus Sicht des Gesetzgebers als verlässlicherer Partner. Dies widerspricht fundamental der vielfach geäußerten Annahme, dass sich Gewinnorientierung und regulatorische Verantwortung ausschließen. Drittens hängt der Umfang der Funktionsfähigkeit der Selbstregulierung davon ab, in welchem Maße die Börsen unter Wettbewerbsdruck stehen.

III. Regulierung der Emittenten durch die Börse

Während die Selbstregulierung der Börse im organisatorischen Bereich zum integralen Bestandteil der ihr traditionell zugestanden Selbstständigkeit gehört und die prinzipielle Legitimität dieser Verantwortungsübernahme in der Literatur nicht angezweifelt wird, hat ein zweiter Bereich der Regulierung durch die Börse trotz seiner in letzter Zeit in Deutschland und den USA erheblich zugenommenen praktischen Bedeutung aus theoretischer Sicht kaum Aufmerksamkeit gefunden. Gemeint ist die börsenverantwortete Regulierung der Emittenten, welche als private Normsetzung zur Internalisierung externer Effekte nach dem hier zu Grunde gelegten Begriffsverständnis ebenfalls unter die Definition der Selbstregulierung im weiteren Sinne fällt²⁸⁸. In Erwägung gezogen, wenn auch letztendlich meist abgelehnt, wurde eine solche Emittentenregulierung in der deutschen Literatur im Rahmen der rechtspolitischen Diskussion über die Möglichkeiten der Börsennotierung von GmbH-Anteilen²⁸⁹. Wie sich später noch zeigen wird, hat die mangelnde Durchdringung der Thematik in der Wissenschaft die deutschen Börsen nicht

²⁸⁸ Sie stellt sich auch im engeren Sinne als Selbstregulierung in den Fällen dar, in denen die Emittenten in den Regulierungsgremien an der Normschöpfung beteiligt sind. Möglich ist sie aber auch in der Form der Fremdregulierung, wie dies etwa im Bereich der privatrechtlich organisierten Marktsegmente an den deutschen Börsen der Fall ist, wo eine Partizipation aller unmittelbar Betroffenen bei den Entscheidungen über die Regelwerke nicht stattfindet.

²⁸⁹ Befürwortend etwa Heindl, Börseneinführung, S. 93f.; ablehnend Hommelhoff, ZHR 153 (1989), S. 181, 210 (verfassungsrechtlich argumentierend); ders. in: Roth (Hrsg.), System der Kapitalgesellschaften im Umbruch, S. 26, 54 f.; differenzierend zwischen Zulassung zum Freiverkehr und zum geregelten Markt Min. f. Wirtschaft, Mittelstand u. Technologie Bad.-Württ., Bericht, S. 86 ff.; vgl. auch Spindler, AG 1998, S. 53, 68 mit weiteren Nachweisen in Fn 135.

davon abgehalten, sowohl in den öffentlich-rechtlichen wie auch in den privatrechtlich organisieren Handelssegmenten Versuche zu starten, die Art und Weise der Unternehmensleitung der Emittenten durch autonome Regelwerke zu steuern. Auch in den USA prüft die SEC gegenwärtig, inwieweit die Börsen bei der Regulierung von Audit Committees und anderen Aspekten der Corporate Governance der Emittenten Verantwortung übernehmen können²⁹⁰. Auch in der Vergangenheit kam den Börsen im angelsächsischen Raum in vielen Fällen eine Vorreiterrolle bei der Etablierung von Regeln der Unternehmensleitung zu²⁹¹.

Die New York Stock Exchange hat am 6. Juni 2002 umfassende Vorschläge für die Reform ihres Regelwerks vorgelegt²⁹². Diese Regeländerungen beabsichtigen, die Rolle der unabhängigen Mitglieder der Boards der Emittenten zu stärken und damit in gewisser Hinsicht dem deutschen System der Trennung von Unternehmensleitung und -überwachung anzunähern. Die Audit Committees, die sich allein aus unabhängigen Board-Mitgliedern zusammensetzen sollen, sollen künftig allein für die Bestellung des Abschlussprüfers verantwortlich sein. Ebenso sollen die neu einzurichtenden Nomination Committees und Compensation Committees allein aus unabhängigen Board-Mitgliedern bestehen. Weiter sollen die gelisteten Unternehmen einen code of business conduct and ethics annehmen und diesen bekannt machen, wobei sie jedes Abweichen von dem Kodex sofort veröffentlichen müssen. Zudem sollen die Rechte der Aktionäre gestärkt werden, indem ihnen die Möglichkeit eingeräumt werden muss, über alle aktienkursbezogenen Kompensationspläne im Unternehmen abzustimmen.

Für ausländische Emittenten sollen diese Regelungen zwar nur eingeschränkt gelten, sie werden aber verpflichtet, jede Abweichung ihrer Corporate Governance von den Vorgaben zu publizieren.

Insbesondere zwei Bereiche einer Emittentenregulierung, die bisher in der Praxis in unterschiedlichem Umfang umgesetzt wurden, sollen hier beispielhaft herausgegriffen werden. Dies ist zum einen die Publizitätsregulierung durch die Börse, welche praktisch momentan am bedeutsamsten ist (1.), zum anderen die Regulierung der unternehmensinternen Kompetenz- und Aufsichtsstrukturen, also der Corporate Governance im engeren Sinne (2.).

1. Publizitätsregulierung durch die Börse

Für die aus volkswirtschaftlicher Sicht so wichtige Allokationseffizienz eines Marktes ist die Verbreitung von Informationen über die einzelnen Investitionsmöglichkeiten und damit auch über die Emittenten der von an der Börse gehandelten Wertpapiere ohne Zweifel von zentraler Bedeutung. Anders als die Rechnungslegung nach dem Handelsgesetzbuch dient die Kapitalmarktpublizität nicht dem Gläubigerschutz, sondern allein der Funktionsfähigkeit des Marktes bzw. dem korrespondierenden Schutz des Anlegerpublikums²⁹³. Darüber, wie diese Informationsverbreitung in einem optimalen

²⁹⁰ Vgl. o.V., The Economist, 16.2.2002, S. 71.

²⁹¹ Vgl. etwa zu den in den 20-er Jahren eingeführten Regeln an der NYSE Black/Kraakman, Harv. L. Rev. 109 (1996), S. 1911, 1974. Ausführlich zu der Entwicklung der börsenverantworteten Emittentenregulierung an der LSE Cheffins, J. Leg. Stud. 30 (2001), S. 459, 473 ff., 481 ff.

²⁹² Vgl. Pressemitteilung der NYSE vom 6. Juni 2002, verfügbar unter <http://www.nyse.com/press/NTL00565884.html>.

²⁹³ Aus diesem Grund mehrerer sich in jüngerer Zeit die Stimmen, die für börsennotierte Gesellschaften Differenzierungen in der Rechnungslegung fordern, siehe etwa Pellens/Fülbier, ZGR 2000, S. 572 ff.

Regime auszusehen hat, gehen die Meinungen in der regulierungstheoretischen Literatur auseinander.

In der älteren US-amerikanischen Literatur wurde unter dem Stichwort „freiwillige Unternehmenspublizität“ vor allem das Bestehen von Anreizmechanismen diskutiert, die eine staatliche Regulierung der Veröffentlichung von Unternehmensnachrichten überflüssig machen sollten²⁹⁴. In den letzten Jahren ist die Diskussion um gesetzlich vorgeschriebene Publizitätspflichten neu entflammt²⁹⁵. Wenn es zuvor darum ging, ob eine staatliche Regulierung überhaupt notwendig ist, wurde nun die Frage aufgeworfen, ob diese als notwendig erkannte Regulierung zentral oder dezentral erfolgen soll. Und damit auch, ob den Unternehmen die Möglichkeit gegeben werden soll, zwischen verschiedenen Publizitätsregimen zu wählen²⁹⁶. Nur ansatzweise wurde dabei die Möglichkeit in Betracht gezogen, den Börsen die Publizitätsregulierung der Emittenten zu überlassen²⁹⁷.

Der deutsche Gesetzgeber hat durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz die Möglichkeit für die Börsen geschaffen, durch autonome Regelwerke die Publizitätsanforderungen in den beiden öffentlich-rechtlich geregelten Marktsegmenten über die gesetzlich vorgesehenen Pflichten hinaus zu erweitern²⁹⁸. Im privatrechtlich organisierten Freiverkehr besteht seit je die Möglichkeit zur erweiterten Publizitätsregulierung durch den Freiverkehrsträger. Ist die Frage der börsenverantworteten Publizitätsregulierung damit äußerst aktuell, verwundert es umso mehr, dass sich die deutsche Literatur bisher nicht näher mit ihren theoretischen Grundlagen auseinander gesetzt hat.

Die Untersuchung der ökonomischen Aspekte der börslichen Publizitätsregulierung lässt sich in zwei aufeinander aufbauende Fragenbereiche zerlegen. Zunächst stellt sich die schon in der älteren Literatur behandelte, grundlegende Frage nach der Notwendigkeit einer von außen gesteuerten Publizitätsregulierung anstelle eines Systems, das auf rein freiwilliger Unternehmenspublizität beruht (dazu a). In Anbetracht der umfassenden Aufarbeitung dieser Frage in der Literatur soll die Diskussion hier auf das Nachzeichnen derjenigen wesentlichen Argumentationslinien beschränkt werden, welche für die Anschlussfragen bedeutsam sein werden. Dann erst gilt es die speziellere Frage nach den Möglichkeiten der Publizitätsregulierung durch die Börsen anstelle einer staatlichen Verantwortungswahrnehmung zu beantworten (dazu b).

²⁹⁴ Vgl. die Nachweise bei Meier-Schatz, Wirtschaftsrecht und Unternehmenspublizität, S. 162 ff. und Easterbrook/Fischel, Corporate Law, 314 ff.; nur zur alten Diskussion auch Merkt, Unternehmenspublizität, S. 207 ff.

²⁹⁵ Vgl. etwa Choi/Guzman, S. Cal. L. Rev. 71 (1998), S. 903, dies. Nw. J. Int'l. L. & Bus. 17 (1996), S. 207; Romano, Y. L. J. 107 (1998), S. 2359; Licht, Cardozo L. Rev. 20 (1998), S. 227; ders. Yale Int'l L. 24 (1999), S. 61; Palmiter, Colum. Bus. L. Rev. 1999, S. 1; Bainbridge, U. Cin. L. R. 68 (2000), S. 1023; Fox, Retaining Mandatory Disclosure, ders. Wash. U. L. Q. 78 (2000), S. 567 m.w.N. Cox, Law & Contemp. Probs. 55 (1992), S. 157, 169 ff. Einen Überblick über die jüngere Literatur gibt Kitch, Proposals.

²⁹⁶ Choi/Guzman, S. Cal. L. Rev. 71 (1998), S. 903, dies. Nw. J. Int'l. L. & Bus. 17 (1996), S. 207; Romano, Y. L. J. 107 (1998), S. 2359; Palmiter, Colum. Bus. L. Rev. 1999, S. 1.

²⁹⁷ Ansätze dazu bei Choi/Guzman, S. Cal. L. Rev. 71 (1998), S. 903, 945; Romano, Y. L. J. 107 (1998), S. 2359, 2399.

²⁹⁸ Siehe § 42 BörsG n.F. für den amtlichen Markt, § 54 S. 2 BörsG n.F. für den geregelten Markt. vgl. ausführlich Dritter Teil, 2. Kap. C.

a) Freiwillige Unternehmenspublizität und optimale Publizitätsregulierung

Das Publizitätsverhalten eines Unternehmens kann man aus institutionenökonomischer Sicht prinzipiell aus zwei Blickwinkeln betrachten. Zum einen kann der Blick auf die Beziehung des Unternehmens zum Kapitalmarkt gelenkt werden und der Frage nachgegangen werden, welche Anreize hier für das Unternehmen bestehen, Informationen über sein Geschäft preiszugeben. Zum anderen kann aber auch die Beziehung des Managements des Unternehmens zu seinen Aktionären als typisches Prinzipal-Agent-Verhältnis aufgefasst werden. Auch hier stellt sich die Frage, inwieweit aus dieser Beziehung adäquate Publizitätsanreize hervorgehen.

aa) Das Internalisierungsproblem bei der freiwilligen Publizität

In der Literatur ist darauf hingewiesen worden, dass es sich bei Unternehmensinformationen um öffentliche Güter handelt²⁹⁹. Jeder könne diese Informationen nutzen, ohne sich an den Kosten der Informationsproduktion beteiligen zu müssen. Die Gesellschaften, die Informationen veröffentlichen, müssten die Kosten tragen, ohne dass die Adressaten der Informationen – Gläubiger, potentielle neue Investoren und Konkurrenten – dafür aufzukommen hätten³⁰⁰. Typischerweise führt die Eigenschaft als öffentliches Gut dazu, dass die Bereitstellung des Gutes ineffizient gering ausfällt³⁰¹. Ineffizient gering ist sie dann, wenn die gesamten Kosten zusätzlicher Informationsproduktion geringer wären als der gesamte Nutzen, der durch die Bekanntgabe der Information entstünde³⁰².

Mit dem Hinweis auf die Eigenschaft der Information als öffentliches Gut ist aber für die hier interessierende Frage noch wenig gewonnen. Insbesondere hinsichtlich der „Benutzung“ der Information durch Gläubiger und Investoren rechtfertigt sie nicht den Schluss auf die Notwendigkeit externer Publizitätsregulierung³⁰³. Dies wird ersichtlich, wenn man sich vergegenwärtigt, worin der Gebrauch der Informationen durch die Gläubiger und Investoren liegt. Die Informationen ermöglichen es ihnen, sich ein genaueres Bild über die Qualität der Anlage zu machen³⁰⁴. Dies steht aber den Interessen des Emittenten nicht entgegen. Es geht hier im Wesentlichen also darum, ein durch Informationsasymmetrien bedingtes Marktversagen zu verhindern, was nicht nur im Interesse der „Käufer“, sondern auch der „Verkäufer“ ist³⁰⁵. Um die Glaubwürdigkeit der Informationen zu sichern, kann als Qualitätssignal auf unabhängige Prüfberichte zurückgegriffen werden oder eine externe Regelung könnte auf eine Haftungs begründung für unrichtige Informationen beschränkt werden³⁰⁶.

²⁹⁹ Walgenbach, Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik 35 (1990), S. 257, 264 f.; Schulte, Regulierung, S. 53; Walz, ZfbF 45 (1993), Sonderheft 32, S. 85, 103 m.w.N.; Licht, Yale J. Int'l. L. 24 (1999), S. 61, 86 f.;

³⁰⁰ Leftwich, J. Acc. Econ. 2 (1980), S. 193.

³⁰¹ Walgenbach, Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik 35 (1990), S. 257, 264.

³⁰² Ogus, Regulation, S. 39, 121.

³⁰³ Vgl. Meier-Schatz, Wirtschaftsrecht und Unternehmenspublizität, S. 170.

³⁰⁴ Zu eng dagegen Meier-Schatz, Wirtschaftsrecht und Unternehmenspublizität, S. 171; Easterbrook/Fischel, Virginia Law Review 70 (1984), S. 669, 681, die nur die Gewinnerzielung durch Spekulation als Gebrauchsmöglichkeit ansehen.

³⁰⁵ Walz, ZfbF 45 (1993), Sonderheft 32, S. 85, 93.

³⁰⁶ Jensen/Meckling, J. Fin. Econ. 3 (1976), S. 305, 338; Ross, in: Edwards (Hrsg.), Issues in Financial Regulations, S. 177, 187; Easterbrook/Fischel, Va. L. Rev. 70 (1984), S. 669, 674 f.

Während die Veröffentlichung von guten Nachrichten als positives Qualitätssignal damit unmittelbar plausibel ist³⁰⁷, könnte man vermuten, dass schlechte Nachrichten unterdrückt würden³⁰⁸. In der Theorie findet diese naheliegende Vermutung zunächst aber wenig Rückhalt. Denn existiert eine Möglichkeit, gute Qualität am Kapitalmarkt zu signalisieren, dann signalisiert der Verzicht auf Informationsverbreitung, dass eben solche gute Qualität nicht vorhanden ist. Es tritt also ein Selektionsprozess ein, so dass ein Stillschweigen vom Markt eventuell sogar negativer gewertet wird als die Bekanntgabe einer moderat schlechten Informationen selbst³⁰⁹.

Dieser Selektionsprozess funktioniert allerdings nur dann vollkommen, wenn es keinen anderen Grund für das Verschweigen einer Information gibt, als dass es sich um eine negative Information handelt. Andere Gründe für eine zurückhaltende Publizität könnten in den mit der Publizität verbundenen Kosten zu finden sein. Zu den Informationskosten gehören dabei nicht nur die unmittelbaren Kosten der Informationsbeschaffung und -verbreitung, sondern auch indirekte negative externe Effekte im Produktmarktwettbewerb der Unternehmen³¹⁰. Hier kommen nun die Wettbewerber als zweite Gruppe der Nutznießer der Unternehmensinformationen ins Spiel. Wettbewerber können gegebenenfalls aus den verbreiteten Informationen Nutzen bei der Ausrichtung ihrer Wettbewerbsstrategie ziehen, was sich auf die Wettbewerbsposition des publizierenden Unternehmens negativ auswirken kann.³¹¹ Damit reduziert sich natürlich der Anreiz, kostenlos Informationen an den Markt weiter zu geben. Ein Teil der Literatur zieht daraus den Schluss, dass es zu einer sozial suboptimalen Verbreitung von Informationen komme³¹². Insbesondere soll auch das Argument entfallen, dass „no news“ immer „bad news“ sind, da die Unternehmen ja aus strategischen Gründen auch gute Nachrichten zurückhalten könnten³¹³.

Zunächst ist aber zu betonen, dass die Wirksamkeit des Signalmechanismus durch diese Kosten der Informationsproduktion lediglich eingeschränkt wird. Wer seine Informationen zurückhält, signalisiert dadurch nur, dass der Nutzen der Signalwirkung für ihn geringer ist als deren Kosten. Wer wirklich gute Informationen besitzt, für den wird es trotzdem lohnenswert sein, ein entsprechendes Qualitätssignal auszusenden³¹⁴. Dies gilt umso mehr, als es durchaus Mechanismen gibt, mit denen Unternehmen gute Nachrichten publizieren können, ohne strategisch wertvolle Informationen preiszugeben³¹⁵. So kann das Unternehmen die Informationen einem Finanzintermediär wie etwa einer Investmentbank mitteilen, der dann eine entsprechende Preisempfehlung

³⁰⁷ Vgl. aber auch Wagenhofer, Informationspolitik, S. 4 f. zu älteren Auffassungen in der amerikanischen Literatur, die bei zu guten Nachrichten „politische Kosten“ in Form von Steuererhöhungen oder höheren Lohnforderungen der Arbeitnehmer erkennen wollten.

³⁰⁸ So Köndgen, in: Ott/Schäfer (Hrsg.), Ökonomische Analyse des Unternehmensrechts, S. 152.

³⁰⁹ Ross, in: Edwards (Hrsg.), Issues in Financial Regulations, S. 177, 185; Schoenenberger, Ökonomische Analyse, S. 81.

³¹⁰ Vgl. Merkt, Unternehmenspublizität, S. 220 m.w.N.

³¹¹ Easterbrook/Fishel, Va. L. Rev. 70 (1984), S. 669, 686; dies. Corporate Law, S. 282; Ross, in: Edwards (Hrsg.), Issues in Financial Regulations, S. 177, 191; Benston, Am. Econ. Rev. 63 (1973), S. 132, 142; Meier-Schatz, Wirtschaftsrecht und Unternehmenspublizität, S. 172 f. m.w.N.

³¹² Meier-Schatz, Wirtschaftsrecht und Unternehmenspublizität, S. 174; Seligman, SEC, S. 251

³¹³ So neuerdings wieder Merkt, Unternehmenspublizität, S. 221; vgl. auch schon Meier-Schatz, Wirtschaftsrecht und Unternehmenspublizität, S. 175 f.

³¹⁴ Ross, in: Edwards (Hrsg.), Issues in Financial Regulations, S. 177, 187.

³¹⁵ Vgl. die umfangreichen Beispiele bei Romano, Need for Competition, S. 51 ff.

gibt, ohne die Details der Informationen bekannt zu geben³¹⁶. Festzuhalten bleibt also, dass die Wirkung des Signalmehanismus durch die Existenz externer Effekte nur eingeschränkt, nicht aber ganz aufgehoben wird.

Nun wurde das Problem der unerwünschten Wettbewerbsexternalitäten der Unternehmenspublizität weiterhin mit dem Argument herabgewertet, dass die Investoren in der Regel diversifizierte Portfolios hielten und in diesen die externen Effekte internalisiert würden³¹⁷. Dahinter steht die Idee, dass die Unternehmen das Ziel der Maximierung des *Shareholder Value* verfolgen und dieser Wert dem am Markt gebildeten Wert der Aktien entspricht. Der Markt honoriert aber nur solche Risiken, denen der Investor nicht durch Diversifizierung entgehen kann, so dass der Börsenkurs letztlich dem Wert entspricht, den ein diversifizierter Investor zu zahlen bereit ist.

Diese Überlegung hat indes bei dem hier betrachteten Problem der Informationsdiversifikation keine Gültigkeit. Zwar können die Investoren von einer erhöhten Publizität durch Diversifikation profitieren. Dies wirkt sich aber nicht positiv auf den Aktienkurs des publizierenden Unternehmens aus. *Shareholder Value* des diversifizierten Anlegers und Unternehmenswert fallen hier also auseinander. Die Unternehmenskontrolle durch den Kapitalmarkt kann nur Anreiz zur Maximierung des eigenen Unternehmenswerts bieten³¹⁸. Möglich ist allenfalls die Ausübung von direkter Kontrolle durch die diversifizierten Aktionäre³¹⁹. Diese können ihren Einfluss auf das Management hinsichtlich des Umfangs der Publizität geltend machen und so für ein Maß an Publizität sorgen, das den Wert ihres Portfolios maximiert. Aber auch diese Argumentation ist nicht frei von Widersprüchen. Zunächst müssen nicht alle Investoren ein gleich diversifiziertes Portfolio halten, viele werden ihre Anlagen suboptimal gestreut haben. Aus der Sicht eines nicht vollständig diversifizierten Investors findet eine vollständige Internalisierung der Effekte einer erhöhten Publizitätspflicht aber nicht statt. Dies leitet über zur Frage, ob es dem Vorstand einer Aktiengesellschaft überhaupt gestattet ist, den Wert des diversifizierten Anlegers zu maximieren. Denn selbst wenn man die *Shareholder Value* Maximierung im Sinne der Unternehmenswertmaximierung für legitim hält, muss dies nicht für die hier notwendige Portfoliowertmaximierung gelten³²⁰. Auch ist die Ausübung der direkten Kontrolle durch die Aktionäre in der Regel wenig effektiv. Es war gerade die Idee der indirekten Kontrolle durch den Kapitalmarkt, den Problemen abzuweichen, die aus der Trennung von Eigentum und Unternehmensleitung entstehen. Bei der direkten Kontrolle der Aktionäre taucht das Problem auf, dass die Aktionäre das optimale Niveau der Publizität auf Grund der bestehenden Informationsasymmetrie ja gerade nicht kennen.

Festgestellt werden kann also, dass die Möglichkeiten negativer externer Effekte der Unternehmenspublizität einer vollständigen Informationsverbreitung der Unternehmen auf freiwilliger Basis entgegenstehen. Nun bedeutet diese Feststellung noch nicht, dass eine freiwillige Unternehmenspublizität deswegen zu einer sozial ineffizienten Informationsproduktion führen muss. Denn eine aus gesellschaftlicher Sicht optimale Informationsverbreitung erfordert keineswegs eine vollständige Veröffentlichung jeder

³¹⁶ Easterbrook/Fishel, *Corporate Law*, S. 293; zur ökonomischen Theorie siehe ausführlich Booth/Smith, *J. Fin. Econ.* 15 (1986) S. 261 ff.

³¹⁷ Romano, *Yale L. J.* 107 (1998), S. 2359, 2368.

³¹⁸ Anschauliche Beispiele Fox, *Retaining Mandatory Disclosure*, S. 13 ff.

³¹⁹ Klarstellend zu ihrer früherer Argumentation insoweit Romano, *Need for Competition*, S. 44 ff.

³²⁰ Dementsprechend hält es Fox, *Retaining Mandatory Disclosure*, S. 14 Fn 24 eine solche Strategie für einen *breach of fiduciary duty* gegenüber nicht diversifizierten Anlegern.

Information um jeden Preis. Effizient ist eine Veröffentlichung auch aus gesamtwirtschaftlicher Sicht nur soweit, wie die gesamten Informationskosten nicht höher als der gesamte Nutzen der Information selbst sind³²¹. Auch in dieser Rechnung gehören zu den Informationskosten nicht nur die unmittelbaren Kosten der Informationsbeschaffung, sondern – was in der Literatur bisher kaum beachtet wurde – auch sekundäre negative Anreizwirkungen. Wer seine Informationen bekannt geben muss, ohne dafür ausreichend entlohnt zu werden, wird *ex ante* weniger Anreize zur „Produktion“ von Information haben. Dieser aus der ökonomischen Theorie des Patentrechts stammende Gedanke wurde bei der Diskussion um das Insiderhandelsverbot und die Informationspflichten bei öffentlichen Übernahmeangeboten erörtert³²², gilt aber auch im Fall anderer Informationspflichten. Wenn die Firmen keinerlei Möglichkeiten mehr haben, die Früchte ihrer Innovationen vor der Konkurrenz zu schützen, werden sie keine Innovationen vornehmen. Der Patentrechtsschutz greift nicht bei jedem möglichen Wettbewerbsvorteil, so dass den Unternehmen nur die Geheimhaltung als Sicherungsmittel bleibt. Eine zu weitgehende Publizitätspflicht kann daher zu suboptimalen Investitionsniveaus führen, was wiederum nicht nur aus Unternehmenssicht, sondern auch aus volkswirtschaftlicher Perspektive unerwünscht ist. Aus diesem Grund ist es gesamtwirtschaftlich gesehen auch sinnvoll, dass die gesetzlichen Publizitätsvorschriften in der Regel Befreiungstatbestände für Informationen enthalten, deren Bekanntgabe für das betroffene Unternehmen zu einem unverhältnismäßigen Nachteil führen würde³²³.

Angesichts dieser komplexen Zusammenhänge ist die Bestimmung des sozial optimalen Informationsniveaus keineswegs trivial. Selbst wenn die freiwillige Publizität seitens der Unternehmen zu einer zu geringen Information der Märkte führen würde, ist auf der anderen Seite nicht gesichert, dass der staatliche Gesetzgeber den optimalen Punkt der Publizität wirklich trifft³²⁴. Einerseits kann der Gesetzgeber die Informationsbedürfnisse des Marktes unterschätzen, andererseits ist aber auch möglich, dass er ein zu hohes Maß an Publizität festlegt, deren direkte und indirekte Kosten ihre Vorteile übertreffen.

bb) Das Bindungsproblem bei der freiwilligen Publizität

Nun hat der oben beschriebene Anreizzusammenhang unmittelbar nur für die periodische Publizität Geltung. Nur wenn das Anlegerpublikum mit einer Unternehmensnachricht gerechnet hat, kann es das Ausbleiben dieser Nachricht als schlechtes Signal werten und auf diese Weise einen Druck auf die Unternehmen zur Selbst-Selektion generieren. Nicht erfasst von diesem Mechanismus wird die zeitnahe Publikation kursrelevanter Ad-hoc-Ereignisse, da hier der Markt nicht mit entsprechenden Nachrichten rechnet.

Nun haben die Unternehmen aber in der Tat auch Anreize, sich zu einer Ad-hoc-Publizität zu verpflichten. Man könnte zunächst argumentieren, dass die zeitnahe Publikation von kursrelevanten Informationen die Unsicherheit über den

³²¹ Vgl. Schönenberger, *Ökonomische Analyse*, S. 90.

³²² Easterbrook/Fischel, *Harv. L. Rev.* 94 (1981), S. 1161 ff.; dies. *Stan. L. Rev.* 35 (1982), S. 1ff.; Schwartz, *J. L. Econ.* 2 (1986), S.229, 236.

³²³ Vgl. Romano, *Need for Competition*, S. 49 mit Beispielen aus dem Publizitätsregelungen der SEC; im dt. Recht enthalten etwa § 15 Abs. 1 S. 2 WpHG für die Ad-Hoc-Publizität und § 47 Nr. 3 BörsZuVO für das Börsenprospekt Befreiungstatbestände.

³²⁴ Romano, *Yale L. J.* 107 (1998), S. 2359, 2368, dies. *Need for Competition*, S. 28 mit ausführlicher Besprechung der ökonomischen Modelle von Dye, *Acct. Rev.* 65 (1990), S. 1 und Admati/Pfleiderer, *Rev. Fin. Stud.* 13 (2000), S. 479, die diese Behauptung stützen.

Fundamentalwert der betreffenden Aktie reduziert und damit die von den Anlegern geforderte Risikoprämie. Eine geringere Risikoprämie ist gleichbedeutend mit einem höheren Kurs und steht daher im Interesse der Emittenten. Allerdings handelt es sich bei der Unsicherheit über zufällige Unternehmensnachrichten um ein typischerweise diversifizierbares Risiko, für das der Kapitalmarkt ohnehin keine Prämie verlangt. Ein Selektionseffekt wird in diesem Sinne hier also nicht wirksam.

Bedeutsam wird jedoch die Gefahr opportunistischer Verhaltensweisen, wenn eine zeitnahe Information des Marktes ausbleibt. Möglichkeiten zu einem Ausnutzen der dann bestehenden Informationsasymmetrie haben zum einen die Unternehmensleitung, zum anderen all diejenigen, die von der Nachricht vor dem breiten Anlegerpublikum Kenntnis erlangt haben.

Für das Management bedeutet der Verzicht auf zeitnahe Publizität eine Vergrößerung seines Handlungsspielraums, die es zu eigennützigem Handlungsweisen ausnützen kann. Angesprochen ist hier das klassische Prinzipal-Agent-Problem zwischen den Eigentümern und dem Management der Gesellschaft. Je größer die Informationsversorgung des Kapitalmarkts, desto geringer ist der durch das Management drohende Opportunismus und desto höher dementsprechend der Unternehmenswert, vorbehaltlich der Kosten der Informationsverbreitung.

Für die Unternehmensinsider bietet die Kenntnis einer kursrelevanten Information eine Möglichkeit, am Kapitalmarkt gewinnbringende Transaktionen zu tätigen. Die Gefahr, mit einem informationell überlegenen Marktteilnehmer Handel zu treiben, wird von den rationalen Anlegern antizipiert werden und ihre Renditeforderung wird sich dementsprechend erhöhen, d.h. der Aktienkurs sinken. Auch hier hat das Unternehmen also ein Interesse an einer Ad-hoc-Publizität.

Die Schwierigkeit für die Gesellschaft besteht nun darin, sich glaubhaft darauf zu binden, dem Markt auch schlechte Nachrichten zeitnah bekannt zu geben. Voraussetzung für eine solche Bindung ist zunächst, dass überhaupt ein brauchbarer Bindungsmechanismus existiert. Die bloße freiwillige Selbstverpflichtung ohne rechtliche Bindungswirkung reicht dafür nicht aus. Hier wird also zu fragen sein, ob börsliche Regelwerke in dieser Hinsicht als Bindungsinstrument tauglich sind. Die zweite Voraussetzung ist, dass der Markt in der Lage ist, diese Selbstbindung in ihrer Bedeutung zu erfassen. Ist er zu einer solchen Bewertung nicht in der Lage, dann hat er keine Möglichkeit zu erkennen, ob das Unternehmen keine schlechten Nachrichten „produziert“ oder nur ihre Veröffentlichung unterdrückt.

cc) Das Prinzipal-Agent Problem bei der Unternehmenspublizität

Bei der bisherigen Betrachtung blieb der unmittelbare Einfluss der Unternehmensmikrostruktur auf die Publizitätsentscheidungen ausgeblendet. Im Vordergrund standen bisher die Interessenkonflikte zwischen dem Unternehmen als Gesamtheit der (Alt)aktionäre und den potentiellen neuen Investoren bzw. Aktionären. Angesprochen wurden aber oben auch die möglichen Konflikte zwischen Management und Aktionären, die weiter dadurch verstärkt werden, dass innerhalb des Unternehmens das Management für die Verbreitung der Informationen verantwortlich ist. Die aktuellen oder potentiellen Aktionäre haben zu diesen Informationen rechtlich und faktisch nur beschränkten Zugang. Da das Eigeninteresse des Managements nicht mit dem Interesse

der Aktionäre zusammenfallen muss, entstehen Überwachungs- und Kontrollprobleme³²⁵. Der rational handelnde Aktionär erkennt diese Probleme und wertet seine Aktionärsstellung auf Grund dessen geringer, d.h. der Börsenpreis des Papiers wird auch hier das Informationsproblem widerspiegeln.

Aus zwei Gründen kann nun das Management daran interessiert sein, die zwischen ihm und den Aktionären bestehenden Informationsasymmetrien zu beseitigen. Zum einen können fähige Manager die Informationen nutzen, ihr Talent zu signalisieren³²⁶. Der Unternehmenserfolg hängt vom kompetitiven Umfeld und der Fähigkeit des Managements ab. Ist das Unternehmen erfolgreich und kann es im Vergleich zu den Mitbewerbern „gute“ Zahlen präsentieren, so lässt dies auch einen Schluss auf die Befähigung des Managements zu.

Zum anderen hat das Management selbst in der Regel auch ein gewisses Interesse an hohen Aktienkursen. Denn diese reduzieren die Kapitalkosten für zukünftige Projekte und erhöhen damit die Chancen, erfolgreich zu sein. Zudem wird die Entlohnung des Managements heute regelmäßig zu beachtlichem Anteil vom Aktienkurs abhängig gemacht. Wenn das Management nun an hohen Aktienkursen interessiert ist, wird es Methoden zur Überwindung des Informationsproblems entwickeln³²⁷. Eine dieser Methoden ist die freiwillige Publizierung von Informationen, sobald das Interesse daran erkannt worden ist³²⁸.

Trotz der Möglichkeit erfolgsabhängiger Bezahlung und der Kontrolle durch die Marktkräfte ist jedoch nicht gesichert, dass sich die Entscheidungen des Managements mit dem Publizitätsinteresse des Unternehmens bzw. der Aktionäre in jedem Falle decken. Zum einen erschwert eine höhere Publizität der Unternehmensleitung die (unentdeckte) Wahrnehmung von Eigeninteressen. Soweit durch diese Verfolgung von Eigeninteressen eine signifikante Vermögensumverteilung zum Management stattfindet³²⁹, besteht seitens des Managements ein profundes Interesse daran, das eigene Verhalten geheim zu halten³³⁰. Zum anderen besteht auch im Rahmen der freiwilligen Publizität die Gefahr nachträglich opportunistischen Verhaltens, da für das Management nur eingeschränkte Möglichkeiten bestehen, sich langfristig auf ein hohes Publizitätsniveau zu binden. Das Management mag nach einer beabsichtigten Mittelaufnahme am Kapitalmarkt oder der Realisierung der erfolgsabhängigen Bezahlung – z.B. nach Ausübung von Optionsrechten – kein Interesse mehr an einem hohen Aktienkurs haben. Denn der Zeithorizont des Managements ist anders als der des Unternehmens beschränkt (sog. *final-period*-Problem).

In jüngerer Zeit wurde zudem darauf hingewiesen, dass die Rationalitätsannahme für das Verhalten des Managements nicht in jedem Fall realistisch ist. Gefragt wurde dann weiter nach den Konsequenzen irrationalen Verhaltens auf die Anreize zur Veröffentlichung von Unternehmensnachrichten. Dabei zeigte sich allerdings, dass solche irrationalen Verhaltensweisen nicht zwingend einen negativen Einfluss auf die beschriebenen

³²⁵ Jensen/Meckling, J. Fin. Econ. 3 (1976), S. 305, 308 f.; Meier-Schatz, Wirtschaftsrecht und Unternehmenspublizität, S. 163; allgemein zur Informationsasymmetrie zwischen Unternehmensinsidern und Outsidern Stigler, J. Bus. 37 (1964), S. 117 ff.

³²⁶ So die Argumentation von Trueman, J. Acc. Econ. 8 (1986), S. 53.

³²⁷ Jensen/Meckling, J. Fin. Econ. 3 (1976), S. 305, 323 f.

³²⁸ Easterbrook/Fischel, Va. L. Rev. 70 (1984), S. 669, 682 f.; siehe auch Meier-Schatz, Wirtschaftsrecht und Unternehmenspublizität, S. 164 mit umfangreichen Nachweisen.

³²⁹ Vgl. zum Begriff der signifikanten Umverteilung Bebchuk, Harv. L. Rev. 105 (1992), S. 1435, 1456, 1461 ff.

³³⁰ Fox, Retaining Mandatory Disclosure, S. 27.

Anreizzusammenhänge haben müssen. In der Literatur ist dies für die Phänomene des Herdenverhaltens³³¹, des Gewohnheitseffekts³³², des Status-Quo-Bias³³³ und des Einflusses sozialer Normen³³⁴ beschrieben worden³³⁵. Keiner dieser Verhaltensanomalien führt zu einer grundsätzlichen Beeinträchtigung des dargestellten Anreizmechanismus. Der Liste der Verhaltensanomalien lässt sich das viel beobachtete Phänomen des übersteigerten Selbstvertrauens anfügen³³⁶. Auf den Finanzmärkten wurde dies insbesondere bei Fonds-Managern festgestellt, die, obwohl sie durchschnittlich eine geringere Rendite als der Gesamtmarkt erzielen, doch ihre Strategie mehrheitlich für besser als eine passive Investition in den Marktindex halten. Nun spricht das Phänomen des übersteigerten Selbstvertrauens aber eher dafür, dass das Management ein zu hohes Maß an Publizität wählt als ein zu niedriges. Denn wenn es davon überzeugt ist, eine überdurchschnittliche Leistung zu erbringen, will es seine Befähigung dem Markt auch signalisieren. Es wird also freiwillig ein höheres Maß an Publizität wählen. Allein die Existenz von Verhaltensanomalien vermag den beschriebenen Anreizmechanismus zur Veröffentlichung von Unternehmensinformationen also nicht zu durchbrechen.

Eine der vorangehenden Argumentation zu Grunde liegenden Prämissen war, dass der Markt zu einer korrekten Bewertung der publizierten Informationen in der Lage ist. Ob dies in der Realität vollständig zutreffend ist, ist fraglich. Insbesondere hinsichtlich der Quartalspublizität wird von den Unternehmen teilweise beklagt, dass sie langfristige Unternehmensplanungen erschwere, da der Markt zu kurzfristig „denke“ und zurückhaltende Gewinnprognosen auf Grund hoher Investitionsvolumina zu negativ bewerte³³⁷. Nun existieren in der Tat neuere empirische Studien, die diese Einschätzung in gewissem Umfang stützen³³⁸. Und auch theoretisch lässt sich begründen, warum der Kapitalmarkt dazu tendiert, solche langfristigen Investitionen nicht zu honorieren. Denn

³³¹ Bon Herdenverhalten spricht man, wenn ein Entscheidungsträger die Entscheidungen anderer imitiert.

Herdenverhalten muss allerdings nicht irrational sein. Zum einen können Informationskosten eingespart werden, zum anderen kann der Entscheider schlicht an die Grenzen seines eigenen Einschätzungsvermögens gelangt sein. Und drittens kann die Imitation deswegen rational sein, weil sich andere Marktteilnehmer irrational verhalten, etwa weil sie Fehler von Managern dann, wenn er sich im Kreise anderer befindet, die Fehler gemacht haben, weniger streng bewerten. Und schließlich kann kollektives Herdenverhalten von Investoren zu einer self-fulfilling prophesy werden, wie dies etwa bei den Spekulationen in Gefolgschaft von George Soros zu beobachten war; Nachweise zur Theorie des Herdenverhaltens bei Bainbridge, U. Cin. L. R. 68 (2000), S. 1023, 1038 ff.

³³² Der Gewohnheitseffekt bezeichnet das Phänomen, dass vergangene Entscheidungen bei künftigen Entscheidungen mitberücksichtigt werden, auch wenn dies rationalerweise nicht geschehen dürfte.

³³³ Der Status-Quo-Bias beschreibt die Beobachtung, dass Personen die jetzige Situation höher bewerten als dies rational wäre. Der Status-Quo-Bias ist ein Unterfall der sog. Anchoring-Anomalie, vgl. Schäfer/Ott, Lehrbuch, S. 65 f.

³³⁴ Soziale Normen sind rechtlich unverbindliche Normen, die auf Grund einer inneren Verpflichtung oder eines offenen oder verdeckten Gruppenzwangs in einer Sozialgemeinschaft befolgt werden; vgl. für die (geringe) Bedeutung im Bereich der Unternehmensführung allgemein auch Kahan, U. Penn. L. Rev. 149 (2001), S. 1869, 1882 ff. mit Nachweisen zu Gegenansichten.

³³⁵ Bainbridge, U. Cin. L. R. 68 (2000), S. 1023.

³³⁶ Vgl. zur Bedeutung auf den Finanzmärkten auch Langevoort, U. Penn. L. Rev. 140 (1992), S. 851, 859 mit Nachweisen aus der psychologischen Literatur; vgl. auch Odean, J. Fin 53 (1998), S. 1887 ff.

³³⁷ Aus diesem Grund hat sich etwa die Porsche AG entschlossen, den mit der Aufnahme in den MDAX verbundenen höheren Publizitätspflichten nicht nachzukommen, vgl. Interview des Vorstandschefs Wiedekind im Spiegel, Nr. 23, 2.6.01, S. 110. Die Deutsche Börse AG hat sie daraufhin von am 24. September 2001 aus dem Index genommen, Siehe dazu Handelsblatt, Nr. 151, 8.8.01, S. 21.

³³⁸ So haben Bushee/Noe, Harv. Bus. Sch. Working Paper, 5 festgestellt, dass eine erhöhte freiwillige Publizität institutionelle Investoren mit kurzfristigen Handelsstrategien anzieht, was jedoch zu einer unerwünschten erhöhten Volatilität der Kurse führt. Ein ähnliches Ergebnis erzielen Botosan/Plumlee, working paper; vgl. aber auch McConnell/Muscarella, J. Fin. Econ. 14 (1984), S. 399, die bei Unternehmen, die langfristige Investitionspläne veröffentlicht haben, abnormale positive Renditen gefunden haben.

oft wird schwer zu erkennen sein, ob das Management nur von eigener schlechter Leistung ablenken will oder ein schlechtes gegenwärtiges Ergebnis wirklich auf eine zukunftsorientierte Investitionspolitik zurückzuführen ist³³⁹. Gleichwohl liegt der Verdacht nahe, dass es sich zusätzlich um eine Fehlwahrnehmung der betroffenen Unternehmensleiter handelt. Hier kommt dem Phänomen des übersteigerten Selbstvertrauens womöglich doch Bedeutung zu. Wenn das Management aus einer Selbstüberschätzung heraus schlechte Nachrichten für weniger wichtig hält als der Markt und gute für wichtiger, so wird es in der Tat ein Interesse an einem geringen Publizitätsniveau haben.

dd) Das Standardisierungsproblem bei der freiwilligen Unternehmenspublizität

Ein Hauptargument für extern koordinierte Publizitätspflichten ist die durch die Standardisierung bewirkte Reduktion von Transaktionskosten. Die Koordinierung der Emittenten ist deshalb wichtig, weil einheitliche Publizitätsstandards einen Netzwerkeffekt haben können³⁴⁰. Wenn alle Unternehmen den gleichen Standards folgen, haben die Investoren es leichter, die Informationen miteinander zu vergleichen³⁴¹. Gleiches gilt für die Gerichte, die sich mit den börsenbezogenen Streitigkeiten zu beschäftigen haben³⁴². Gerechtfertigt wird durch dieses Argument allerdings nur eine dispositive Regelung, da auch von einer solchen „Reserveordnung“ schon ein standardisierender Effekt ausgeht, ohne dass es zwingender Regelungen bedürfte³⁴³. Selbst gegen das Erfordernis dispositiver Regeln wurde jedoch vorgebracht, dass angesichts der Tatsache, dass die Investoren auch sonst eine große Zahl verschiedener Tatsachen zu vergleichen hätten, die zusätzlichen Kosten für die Bewertung der Publizitätsstandards gering seien³⁴⁴. Dieser Schluss ist aber nicht ganz unproblematisch, handelt es sich bei den Publizitätsstandards doch um die Grundlage für die Bewertung aller anderen Informationen. Dies gilt jedenfalls, insoweit die inhaltlichen Maßstäbe der Publizität, d.h. die Art und Weise der Rechnungslegung, betroffen sind. Ohne Frage wird man daher um eine gewisse Standardisierung der veröffentlichten Informationen nicht umhin kommen. Es ist sicherlich nicht wünschenswert, dass jedes Unternehmen unterschiedliche Rechnungslegungsgrundsätze anwendet³⁴⁵.

³³⁹ Vgl. Grinblatt/Titman, *Financial Markets*, S. 638.

³⁴⁰ Coffee, *Nw. U. L. R.* 93 (1999), S. 641, 694; Geiger, *Case for the Harmonization*, S. 46; vgl. auch Trachtman, in: Esty (Hrsg.), *Regulatory Competition*, S. 289, 305.; Bainbridge, *U. Cin. L. Rev.* 68 (2000), S. 1023, 1032; Easterbrook/Fischel, *Corporate Law*, S. 291 f.

³⁴¹ Vgl. auch schon Easterbrook/Fischel, *Va. L. Rev.* 70 (198), 669, 685 ff. Breeden, *Fordham Int'l L. J.* 17 (1994), S. 77, 88 vergleicht die mögliche Verwirrung unter den Investoren bei Existenz unterschiedlicher Standards mit dem Turmbau zu Babel; siehe auch Walz, *ZfbF* 45 (1993), Sonderheft 32, S. 85, 95; allgemein zur Bedeutung der Standardisierung durch Kapitalmarktrecht La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny, *F. Fin. Econ.* 58 (2000), S. 3, 7.

³⁴² Ausführlich Romano, *Need for Competition*, S. 17 f.

³⁴³ Walz, *ZfbF* 45 (1993), Sonderheft 32, S. 85, 94 f.; Procaccia, *ZGR* 1990, S. 169, 171 f.; Spindler, *AG* 1998, S. 53, 58 m.w.N.

³⁴⁴ So Coi/Guzman, *S. Cal. L. Rev.* 71 (1998), S. 903, 925.

³⁴⁵ Letztlich ist die Existenz verschiedener Normen aber jedenfalls für den besonders schützenswerten Kleinanleger selten ein Problem. Zum einen wird er direkte Unternehmensinformation ohnehin nicht in seiner Investitionsentscheidung berücksichtigen, da ihm auch bei einheitlichen Standards der Sachverstand für eine Interpretation fehlen wird. Entsprechend wird er sich auf die Interpretationen der professionellen Marktteilnehmer verlassen. Andererseits wird er durch den Marktmechanismus vor Fehlinvestitionen geschützt. Es genügen die Transaktionen der professionellen Marktteilnehmer, die verschiedene Standards interpretieren können, damit sich der Aktienkurs auf seinen „fairen“ Wert bewegt, vgl. speziell Fox, *Wash. U. L. Quart.* 78 (2000), S. 567, 585. Allgemein dazu noch 4. Kap. A I.

ee) Empirische Ergebnisse

Lassen die theoretischen Erkenntnisse zur freiwilligen Unternehmenspublizität die wünschenswerte Eindeutigkeit vermissen, so bleibt noch die Möglichkeit, auf die Ergebnisse der empirischen Kapitalmarktforschung zurückzugreifen. Diese kann eventuell Aufschluss darüber geben, welche tatsächliche Bedeutung den angesprochenen Anreizdefiziten zukommt. Eine umfassende Aufarbeitung der mittlerweile unüberschaubaren empirischen Literatur zur Unternehmenspublizität kann an dieser Stelle nicht geleistet werden³⁴⁶. Herausgegriffen werden sollen nur die wenigen Studien, die für die hier interessierende Fragestellung unmittelbar von Bedeutung sind.

Benston untersuchte die Wirkung des US-amerikanischen *Securities Exchange Acts* von 1934 auf die Kurse der Firmen, die von den durch das Gesetz neu eingeführten Publizitätsvorschriften besonders betroffen waren. Er konnte keinen signifikanten Preiseffekt feststellen³⁴⁷. Das legt den Schluss nahe, dass der Kapitalmarkt die zuvor bestehende Publizität für ausreichend gehalten hat. Diese Publizität beruhte zum Teil auf freiwilligen Entscheidungen der Unternehmen, zum Teil auf von der *New York Stock Exchange* geforderten Standards³⁴⁸.

Stigler untersuchte in einer Studie die Varianz der Kurse vor und nach dem Erlass des *Securities Acts* von 1933, welches u.a. Anforderungen an das Verkaufsprospekt von Neuemittenten stellte³⁴⁹. Er verglich für die Perioden von 1923-28 und 1949-55 die Volatilität der Kurse von Neuemissionen (relativ zur Volatilität des Gesamtmarkts). Dabei kam er zu dem Ergebnis, dass die Varianz der Aktienkurse der Neuemissionen nach Erlass des *Securities Acts* nur noch etwa halb so groß war wie davor. Dieses Ergebnis wurde in einer späteren Studie mit moderneren Methoden der Kapitalmarktforschung reproduziert³⁵⁰. Daraus könnte man schließen, dass der Markt Neuemissionen auf Grund der größeren Publizität akkurater bewerten konnte³⁵¹. Denn gelangen durch das Verkaufsprospekt mehr Informationen an den Markt, so gibt es weniger Überraschungen durch die in der Folgezeit bekannt gegebenen Zahlen, was wiederum zu einer reduzierten Schwankung der Kurse geführt haben könnte. Andererseits könnte das Ergebnis auch dadurch zustande gekommen sein, dass durch die erhöhte Publizitätspflicht Unternehmen mit einem hohen Risiko und damit einer inhärent großen Varianz der Aktienkursrealisationen ganz von einem Börsengang abgesehen haben. Dadurch könnte der Pool der in der späteren Periode untersuchten Aktien insgesamt aus weniger riskanten Anlagetiteln bestanden haben³⁵².

³⁴⁶ Überblicke über die empirische Literatur zur Unternehmensrechnungslegung und -publizität finden sich etwa bei Fields/Lys/Vincen, J. Acc. Econ. 31 (2001), S. 255 ff. und Healy/Palepu, J. Acc. Econ. 31 (2001) S. 404 ff für die Literatur der 90-er Jahre; Watts/Zimmerman, Acc. Rev. 1990, S. 131 ff. für die Literatur der 80-er Jahre.

³⁴⁷ Benston, Am. Econ. Rev. 132, 144 ff.; vgl. auch ders. Va. L. Rev. 83 (1997), S. 1501, 1506: es gibt keinen empirischen Nachweis, dass das Anlegerpublikum zu Zeiten der alleinigen Börsenregulierung der Publizität benachteiligt wurde.

³⁴⁸ Vgl. aber auch Gilson/Kraakman, Va. L. Rev. 70 (1984), S. 549, 637 ff. für die deswegen kein Kurseffekt zu erwarten war, weil die Publizitätspflichten nur zu Einsparungen bei den Analysten geführt hätten. Gegen die These der freiwilligen Publizität spricht dies nicht, da auch Analysten nur die am Markt verfügbare Information auswerten können. Wenn vorher genausoviel Informationen am Markt waren, dann könnten Einsparungen nur durch die Standardisierung der Pflichten herbeigeführt worden sein. Eine solche hat aber schon durch die Börsenregeln stattgefunden.

³⁴⁹ Stigler, J. Bus. 37 (1964), S. 117.

³⁵⁰ Siehe Simon, Am. Econ. Rev. 79 (1989), S. 295 ff., 306.

³⁵¹ Vgl. Fox, Retaining Mandatory Disclosure, S. 29.

³⁵² Einen solchen „*selection bias*“ vermutet Romano, Yale L. J. 107 (1998), S. 2359, 2377. Fox, Retaining Mandatory Disclosure, S. 30 Fn 63 bringt dagegen vor, dass es kein vernünftiges Argument gebe, warum diese

In einer neueren Studie untersuchten *Ely/Waymire* den Aussagegehalt von veröffentlichten Gewinn- und Verlustrechnungen³⁵³. Dabei verglichen sie Aktienkurse aus den Jahren 1927 bis 1993 und stellten fest, dass die Veränderungen in der Rechnungslegung durch die von *Standard-Setting-Bodies* entworfenen Regeln den Aussagegehalt nicht verbesserten. Daraus lässt sich wiederum schließen, dass die Zahlen, die die Unternehmen von sich aus bekannt gegeben haben, jedenfalls nach der Interpretation durch die professionellen Marktteilnehmer nicht weniger informativ waren bzw. die *Standard-Setting-Bodies* Schwierigkeiten damit hatten bzw. haben, den Aussagegehalt der Rechnungslegung darüber hinaus weiter zu verbessern³⁵⁴.

Dagegen haben *Leuz/Verrecchia* für deutsche Unternehmen, die sich freiwillig für eine Rechnungslegung nach den strengeren IAS oder US-GAAP entschieden haben, ein Sinken der Kapitalkosten festgestellt³⁵⁵. Sie haben damit ein Resultat erzielt, welches die Thesen der Theorie der freiwilligen Unternehmenspublizität hinsichtlich der Unternehmen, die sich den strengeren Standards unterzogen haben, bestätigt, andererseits aber auch die Frage aufwirft, warum nicht mehr deutsche Unternehmen von sich aus die Bilanzierung nach internationalen Grundsätzen wählen, zumal diese gem. § 292a Abs. 2 Nr. 2 a HGB als Konzernabschluss befreiende Wirkung haben könnte, also den Abschluss nach deutscher Rechnungslegung ersetzen könnte³⁵⁶.

Miller hat die Marktreaktion auf die Bekanntgabe der Absicht ausländischer Emittenten untersucht, ein *cross-listing* an einem amerikanischen Handelsplatz zu betreiben und herausgefunden, dass diese dann positiver ist, wenn die Unternehmen eine Notierung an der NYSE oder der Nasdaq beantragt haben, als dann, wenn nur ein Handel an einem unregulierten Handelsplatz, der keine zusätzlichen Publizitätspflichten für die Emittenten begründet, angestrebt wurde³⁵⁷.

In verschiedenen Studien wurde eine erhöhte freiwillige Publizität vor einem geplanten Börsengang nachgewiesen³⁵⁸. Auch dies spricht dafür, dass die Unternehmen das Problem der Informationsasymmetrie erkannt haben und jedenfalls dann Abhilfe leisten, wenn die Kapitalkosten für sie von besonderem Interesse sind.

Und schließlich hat die SEC in einer Studie die Preisentwicklung von Aktien untersucht, bei denen sie im Zusammenhang mit einer Zweitemission eine Prüfung der Unterlagen vornahm. Wenn die Unternehmen schlechte Nachrichten verschwiegen hätten, gute aber bekannt geben hätten, hätte der Markt im Verlaufe einer Untersuchung durch die SEC, bei der auch die schlechten Nachrichten zu Tage treten, negativ reagieren müssen. Ein

Firmen vom Markt ferngeblieben sein sollen. Ein vernünftiges Argument könnten allerdings die erhöhten Kapitalkosten für riskantere Unternehmen sein, die ein Kapitalmarktengagement auf einem informierten Markt als nicht mehr lohnenswert erscheinen lassen. Auf einem uninformierten Markt würde die Marktteilnehmer hinsichtlich des Risikos einer Investition einen Erwartungswert bilden, der per definitionem zwischen den möglichen Risiken mittelt und würden eine dem entsprechende Risikoprämie verlangen. Diejenigen Unternehmen, die ein überdurchschnittlich hohes Risiko haben, profitieren von dieser Mittelung.

³⁵³ Ely/Waymire, J. Acct. Res. 37 (1999), S. 293.

³⁵⁴ Romano, Need for Competition, S. 80.

³⁵⁵ Leuz/Verrecchia, J. Acc. Res. 38 (2000), S. 91 ff.

³⁵⁶ Dies gilt umso mehr, als in Umfragen nahezu die Hälfte der befragten Vorstände der DAX100 Unternehmen glauben, dass ein Wechsel zu IAS oder US-GAAP zu einer Reduktion der Kapitalkosten führen würde, vgl. Pellens/Tomaszewski, ZfbF, Sonderheft 1999, S. 199 ff.

³⁵⁷ Miller, J. Fin. Econ 103 (1999), S. 103, 104 f.

³⁵⁸ Frankel/McNichols/Wilson, Acct. Rev. 70 (1995), S. 135, 141; Lang/Lundholm, J. Acct. Res. 31 (1993), S. 246, 265 ff.; Ruland/George/Tung Acct. Rev. 65 (1990), S. 710, 720.

solcher negativer statistischer Zusammenhang konnte allerdings nicht festgestellt werden, was dafür spricht, dass auch die negativen Informationen zuvor bekannt waren³⁵⁹.

ff) Zwischenergebnis

Unternehmen und Manager haben Anreize, Unternehmensinformationen als Qualitätssignale zu publizieren. Dennoch besteht auf Grund verschiedener Gegenanreize eine Gefahr der Informationsunterproduktion, so dass durchaus ein Bedarf an Setzung von weiteren Publizitätsanreizen durch einen externen Publizitätsregulierer bestehen kann.

Es lassen sich vier kritische Problembereiche einer rein freiwilligen Publizität charakterisieren. Das *Internalisierungsproblem* besteht im externalitätenbedingten Auseinanderfallen von sozial optimaler und unternehmerisch optimaler Informationsverbreitung. Das *Bindungsproblem* besteht darin, dass Unternehmen tendenziell dazu neigen, schlechte Nachrichten zu verheimlichen. Dies führt dazu, dass auch eine Selbstbindung auf ein hohes Publizitätsniveau nicht in jedem Fall glaubhaft ist. Das Auseinanderfallen von den Interessen des Managements und denen der Aktionäre führt zu einem *Prinzipal-Agent-Problem* einer rein freiwilligen Publizität. Und schließlich besteht das *Standardisierungsproblem* darin, dass unkoordiniertes Publizitätsverhalten der Unternehmen zu prohibitiv hohen Vergleichskosten für die Anleger führen kann.

Auch die empirischen Ergebnisse lassen eine eindeutige Antwort auf die Frage nach Notwendigkeit und Umfang einer externen Publizitätsregulierung aus ökonomischer Sicht nicht zu. Die aufgezeigten Anreizzusammenhänge legen es also zumindest nahe, dass die freiwillige Publizität der Unternehmen zu einer suboptimalen Informationsverbreitung auf den Kapitalmärkten führen wird. Dies spricht für eine Regulierung der Unternehmenspublizität. Noch nicht beantwortet ist damit aber die Frage, welche Form eine solche Regulierung annehmen sollte, d.h. ob sie dezentral oder einheitlich erfolgen sollte und ob sie von staatlicher Seite ausgehen sollte oder auf börslicher Selbstregulierung gründen sollte.

b) Die Börse als Publizitätsregulierer

Spricht demnach einiges für eine erzwungene Publizitätsregulierung, so ist im zweiten Schritt zu diskutieren, welche Form diese Regulierung anzunehmen hat. Eine Regelung durch die Börse bedeutet dabei gleichzeitig eine dezentrale Lösung, welche die Möglichkeiten eines Normgebungswettbewerbs eröffnet. Wenn es nun aber um die Frage geht, ob die Börsen geeignete Teilnehmer an einem Normierungswettbewerb im Bereich der Publizitätspflichten sind, werden selbst von den Autoren Bedenken geäußert, die einen Wettbewerb der Gesetzgeber über die Publizitätsregeln befürworten³⁶⁰. Allgemein akzeptiert wird nur, dass die Börsen wie auch der Gesetzgeber durch die Standardisierung von Publizitätsnormen ein diesbezüglich womöglich bestehendes Koordinierungsproblem auf Seiten der Emittenten lösen können³⁶¹.

³⁵⁹ SEC Advisory Comm. on the Capital Formation & Regulation Processes, Final Report app. A, S. 15.

³⁶⁰ Vgl. Romano, Yale L. J. 107 (1998), S. 2359, 2399 ff.; Choi/Guzman, S. Cal. L. Rev. 71 (1998), S. 903, 945 ff. positiv dagegen Mahoney, Virginia L. Rev. 83 (1997), S. 1453, 1465 ff.

³⁶¹ Romano, Yale L. J. 107 (1998), S. 2359, 2399.

aa) Börsenregeln und das Standardisierungsproblem

Wie festgestellt wurde, benötigt man einen Normsetzungsprozess zur Koordinierung der Kapitalmarktinformationen der Emittenten. Eine solche Koordinierung kann unzweifelhaft auch von Börsenregeln ausgehen. Gegen die dezentrale Normierung durch die Börsen könnte man nun einwenden, dass sie immer noch höhere Transaktionskosten bedingt als eine nationale oder gar internationale einheitliche Regulierung. Jedoch ist auch bei Existenz eines Normierungswettbewerbs unter den Börsen keineswegs zwangsläufig, dass die resultierenden Standards grundverschieden sind. Wie der schon wiederholt angesprochene Wettbewerb auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts in den USA zeigt, kann es auch zu einer gewissen Konvergenz der Statuten kommen, wenn Wettbewerber die erfolgreichen Lösungen eines Vorreiters übernehmen³⁶². Ebenso spricht aus Sicht der Börsen nichts dagegen, dass sie sich untereinander jedenfalls auf die Bewertungsgrundsätze der Unternehmenspublizität verständigen und nur über den Umfang der verlangten Informationen konkurrieren.

bb) Lösung der weiteren Probleme freiwilliger Publizität durch Börsenregeln

Das Hauptproblem der Publizitätsregulierung durch die Börsen besteht also nicht in der Standardisierungsproblematik, sondern in der Frage, inwieweit sie den drei weiteren oben beschriebenen Problemen der freiwilligen Publizität – dem Internalisierungsproblem, dem Bindungsproblem und dem Prinzipal-Agent-Problem – abhelfen kann.

Der grundsätzliche Anreizmechanismus, der die Publizitätsregulierung der „Unternehmung Börse“ bestimmt, ist einfach. Die Börsen sind sowohl an den von den Emittenten zu entrichtenden Listing-Gebühren als auch an den transaktionsbedingten Einnahmen interessiert³⁶³. Beide hängen von den normierten Publizitätspflichten ab. Denn die Unternehmen werden dort eine Notierung beantragen, wo ihnen die gestellten Regeln am ehesten zusagen. Die Notierung an einer bestimmten Börse kann die Wirkung eines Qualitätssignals haben, welches auf Grund des Bindungsproblems auch für diejenigen Emittenten wichtig ist, die von sich aus das entsprechende Publizitätsniveau angestrebt hätten³⁶⁴. Das Volumen der Einnahmen aus den Listing-Gebühren hängt nun unmittelbar von der Anzahl der notierten Unternehmen ab. Aber auch der Gesamthandelsumsatz wird mit zunehmender Zahl an zugelassenen Wertpapieren steigen.

Der Gesamthandelsumsätze und damit die umsatzabhängigen Einnahmen der Börsen hängen auch von der Höhe der Marktkapitalisierung ab. Die Börsen profitieren also von steigenden Aktienkursen und der damit einhergehenden Steigerung des Anlagevermögens der Investoren auch durch die dadurch bewirkte Zunahme der Gesamthandelsumsätze. Auch ist der Zusammenhang zwischen dem Umfang des an einem Markt verwirklichten Anlegerschutzes und der Markttiefe und Breite und damit der Beteiligung der Anleger am Kapitalmarkt mittlerweile empirisch belegt³⁶⁵. Ebenso wurde festgestellt, dass dabei auch die Grad der Durchsetzung der anlegerschützenden

³⁶² Vgl. auch Romano, *Need for Competition*, S. 8.

³⁶³ Fischel, *U. Chic. L. Rev.* 54 (1987), S. 119, 129.

³⁶⁴ Macey/Kanda, *Cornell L. Rev.* 75 (1990), S. 1007, 1023 ff.; La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny, *J. Fin. Econ.* 58 (2000), S. 3, 23.

³⁶⁵ Vgl. grundlegend La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny, *J. Fin.* 52 (1997), S. 1131 ff.; vgl. auch den Überblick über anschließende Arbeiten bei dies., *J. Fin. Econ.* 58 (2000), S. 3 ff.

Normen von Bedeutung ist³⁶⁶, so dass die Börsen auch zur Sanktionierung der von ihnen statuierten Verhaltenspflichten Anlass haben.

Was die transaktionsbedingten Einnahmen angeht, besteht für die Börsen ein zusätzlicher Anreiz zur Informationsproduktion. Denn der Umfang der Handelstätigkeit an der Börse hängt maßgeblich vom Eintreffen neuer Informationen ab. Selbst wenn die Anleger kein höheres Maß an Publizität als die Emittenten wünschen, so müssen sie doch auf neu bekannt gewordene Informationen reagieren. Dies wiederum gibt der Börse einen Anreiz, in der Abwägung zwischen den durch das Listing zu erzielenden Einnahmen und den Einnahmen aus der Handelstätigkeit ein Publizitätsniveau zu wählen, das letztlich höher als das aus Unternehmens- und Anlegersicht optimale Niveau ist. Im Extremfall kann die Börsenregulierung deswegen sogar zu einer sozial ineffizienten Überregulierung der Informationspflichten führen, wie dies im Hinblick auf die Quartalspublizität teilweise behauptet wird³⁶⁷. Die Gefahr solcher überschießender Publizitätspflichten wird freilich durch den Wettbewerb unter den Börsen, der einem Optimierungskalkül auf Kosten der Emittenten entgegensteht, verringert.

Werden den Börsen, wie dies in Deutschland in den öffentlich-rechtlichen Marktsegmenten der Fall ist, Begrenzungen bei der Gebührenbemessung auferlegt, kommt der am Handelsumsatz orientierten Einnahmezielung relativ höhere Bedeutung zu als dort, wo die Börsen die Preisgestaltung und damit auch eine Angebotsverknappung mit in ihre Optimierungserwägungen einbeziehen können.

aaa) Lösung des Internalisierungsproblems?

Lässt man die unternehmensinternen Konflikte auf Seiten des Emittenten zunächst außer Acht, so ist nicht ganz offensichtlich, welches Publizitätsniveau aus Sicht der Börsen optimal ist. Zunächst könnte man annehmen, dass die Börsen das sozial optimale Niveau wählen, weil sie möglichst viele Unternehmen anziehen möchten und so die Summe aus dem *Shareholder Value* aller Unternehmen maximieren wollen³⁶⁸. Allerdings ist eine solche Strategie nicht Teil eines Gleichgewichts im "Spiel" um die beste Regulierung. Denn jedes einzelne Unternehmen wird für sich diejenigen Regeln wählen, die für das eigene Unternehmen von Vorteil sind. So werden zwar die möglichen positiven externen Effekte der Publizität anderer Unternehmen gewünscht sein, selbst aber wird man nicht über das intern optimale Maß Informationen bereit stellen wollen. Es besteht für die Börsen hier keine Möglichkeit, diese externen Effekte zu internalisieren³⁶⁹. Jedes Unternehmen wird es also vorziehen, selbst an einer Börse mit niedrigen

³⁶⁶ Vgl. Modigliani/Perotti, *Int. Rev. Fin.* 1 (2000), S. 81 ff.; La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny, *J. Fin. Econ.* 58 (2000), S. 2, 22; vgl. auch Erhardt/Nowak, *AG* 2002, S. 336, 338 f.

³⁶⁷ Vgl. Interview des Vorstandschefs der Porsche AG Wiedekind im *Spiegel*, Nr. 23, 2.6.01, S. 110.

³⁶⁸ So Romano, *Yale L. J.* 107 (1998), S. 2359, 2399, allerdings ohne Begründung. Vermutlich liegt der Feststellung die nicht haltbare Auffassung zu Grunde, die Unternehmen maximierten den *Shareholder Value* auch dann, wenn er nicht mit dem Unternehmenswert übereinstimmt.

³⁶⁹ Dies erkennt man am besten an einem einfachen Beispiel. Angenommen, es bestehen nur die zwei Börsen A und B und zwei Unternehmen C und D. C ist an niedrigen Publizitätsvorschriften interessiert, D dagegen würde so sehr von den Informationen von D profitieren, dass der insgesamt zu erzielende soziale Nutzen bei hohen Publizitätspflichten am größten ist. Und trotzdem werden die Börsen keine solch strengen Standards aufstellen. Denn angenommen A gibt strenge Standards vor. Dann wird jedenfalls Unternehmen C nicht an diese Börse gehen wollen, was wiederum der Börse B einen Anreiz gibt, niedrige Standards festzusetzen. Unternehmen D mag zwar daran interessiert sein, dass C mehr Informationen zu veröffentlichen hat, als es auf Grund der optimalen Unternehmensstrategie notwendig wäre, wird aber selbst nicht an übermäßig strengen Publizität für das eigene Unternehmen interessiert sein und wird auch an die Börse mit den niedrigen Standards gehen.

Informationspflichten notiert zu werden, solange es nicht von sich aus an einer hohen Informationsverbreitung interessiert ist.

Nun wird in der Literatur teilweise sogar befürchtet, ein Wettbewerb um die Publizitätsnormen würde zu einem „*race to the bottom*“ führen, bei dem insgesamt ein zu niedriges Niveau an Publizitätsanforderungen herrscht³⁷⁰. Denn wie schon allgemein zum „Markt für Regulierung“ ausgeführt wurde³⁷¹, besteht auch dort die Möglichkeit eines Marktversagens. Dieses Marktversagen droht zwar kaum auf Grund von Informationsasymmetrien über das Publizitätsregime, da über die professionellen Marktteilnehmer genügend Sachverstand in den Markt Eingang finden wird. Dies setzt natürlich voraus, dass die Publizitätsregeln öffentlich gemacht wurden und auch das Unternehmen bekannt gegeben hat, welche Regeln es anwendet³⁷². Beachtlich könnten aber die externen Effekte der Publizitätsregulierung sein. Dabei sind zwei solche Effekte zu unterscheiden³⁷³.

Der eine Effekt ist eine positive Externalität, die aus der Eigenschaft der Publizitätsregulierung als öffentlichem Gut resultiert. Ist ein Unternehmen in mehreren Kapitalmärkten aktiv, so profitieren die Investoren des einen Marktes von der Publizität auf dem anderen Markt, ohne dass sie an deren Kosten beteiligt würden. Dies kann wiederum dazu führen, dass die Anreize auf Seiten der Börse für eine strenge Publizitätsregulierung zu gering ausfallen, um das sozial optimale Niveau zu erreichen.

Der andere Effekt ist eine negative Externalität eines zu laxen Publizitätsregimes. Denn wenn ein Unternehmen einen Teil seiner Aktivitäten im Ausland hat und auch der Handel mit den Unternehmensanteilen im Ausland stattfindet, können auch die Schäden einer nachlässigen Publizität im Ausland auftreten, ohne dass dieser Effekt im Inland internalisiert würde.

Unter Berücksichtigung solcher Externalitäten beschreibt *Licht* drei mögliche Szenarien eines Wettbewerbs auf dem Gebiet der Publizitätsnormen³⁷⁴. Dabei betrachtet er vereinfachend die Konkurrenz von nur zwei Staaten, um die dann resultierenden „Spiele“ besser analysieren zu können. In seinen Überlegungen stehen die Staaten vor der Entscheidung, entweder hohe Publizitätsanforderungen zu stellen oder niedrige. Niedrige sind mit geringeren Kontrollkosten für die Staaten verbunden.

Im ersten Szenario können die Nachteile, die die Staaten auf Grund niedriger Publizität haben, zum großen Teil auf den anderen Staat abgewälzt werden³⁷⁵. In einer solchen Konstellation hat nun jeder Staat den Anreiz, selbst ein niedriges Publizitätsniveau zu wählen und so Kosten einzusparen. Dies gilt um so mehr, wenn die Firmen an beiden Orten notiert sind und beide Publizitätsnormen einhalten müssen. Dann profitiert ein Staat noch mehr von den hohen Standards des anderen Staates, ohne selbst die Kosten tragen zu müssen. Am günstigsten ist es für jeden Staat, wenn er selbst die geringe

³⁷⁰ Vgl. etwa Trachtman, in: Esty (Hrsg.), *Regulatory Competition*, S. 289, 295, 306 f.; Cox, *Colum. L. Rev.* 99 (1999), S. 1200, 1233 ff.; Fox, *Mich. L. Rev.* 95 (1997), S. 2498, 2626 ff.; im Ergebnis auch Licht, *Yale J. Int'l. L.* 24 (1999), S. 61, 85 ff.

³⁷¹ Siehe 3. Kap. D I 2.

³⁷² Dazu Romano, *Need for Competition*, S. 12 ff.

³⁷³ Vgl. Trachtman, in: Esty (Hrsg.), *Regulatory Competition*, S. 289, 305 f. Wegen dieser Effekte wurde in der amerikanischen Literatur *de lege ferenda* vorgeschlagen, den Unternehmen das Entscheidungsrecht über die Handelsorte ihrer Anteile zuzugestehen und einen Handel außerhalb dieser gewählten Handelsplätze zu verbieten, vgl. Amihud/Mendelson, in: Schwartz. (Hrsg.), *Global Equity Markets*, S. 340 ff.; dies. *N.Y.U. L. Rev.* 71 (1996), S. 1412 ff.

³⁷⁴ Licht, *Yale J. Int'l. L.* 24 (1999), S. 61, 85.

³⁷⁵ Licht, *Yale J. Int'l. L.* 24 (1999), S. 61, 88.

Publizität wählt und der andere die hohe Publizität, am ungünstigsten soll der umgekehrte Fall sein. Wenn aber so beide einen Anreiz haben, einen geringen Standard zu wählen, kommt es zu einem Gleichgewicht mit niedrigen Publizitätsstandards. Wenn nun diese Situation für beide Staaten schlechter ist als der Fall, in dem beide einen hohen Standard gesetzt hätten, liegt ein klassisches Koordinierungsversagen in Form eines Gefangenendilemmas vor.

Im zweiten Szenario geht es den Staaten nur darum, ihren relativen Marktanteil zu halten. In dieser Situation haben erneut beide Staaten keinen Anreiz, den Unternehmen die kostenintensiveren hohen Standards zu bieten, so dass auch hier im Ergebnis ein niedriger Standard auf beiden Märkten resultiert³⁷⁶.

Im dritten Szenario betrachtet *Licht* einen dominanten Markt, der sich um das Verhalten eines unbedeutenden Konkurrenten nicht kümmert³⁷⁷. In diesem Fall wählt der Außenseiter die niedrigen Standards, während der dominante Markt die hohen Standards wählt.

Nun ist das Bild eines „*race to the bottom*“ im Bereich der Publizitätsregulierung sicherlich übertrieben³⁷⁸. Wie bereits herausgearbeitet wurde, haben die Unternehmen von sich aus gewisse Anreize zur Informationsproduktion. Jedenfalls die Börsen haben nun die Möglichkeit, die Kosten ihrer Publizitätsnormierung und -kontrolle an die Unternehmen in flexibler Weise weiter geben können. Letztendlich müssen also die Emittenten die Kosten dieser Normierung tragen. Sie werden dazu solange bereit sein, wie die Publizitätsnormierung ihren Interessen an der Senkung der Kapitalkosten entspricht. Ein diesbezügliches Marktversagen ist dank dieser Kosteninternalisierung kaum zu erwarten. Bevorzugen die Unternehmen von sich aus hohe Publizitätspflichten, werden sie also entsprechende Regelungen von den Börsen zur Verfügung gestellt bekommen. Zur Berücksichtigung weitergehender unternehmensübergreifender positiver Effekte der Publizität haben die Börsen dagegen keinen Anlass, da sie diese Effekte nicht internalisieren können.

Was die möglichen externen Effekte außerhalb des Kapitalmarkts angeht, so dürften diese bei der Beurteilung der Kapitalmarktpublizität, deren Ziel nach der hier befürworteten konzeptionellen Ausrichtung vordringlich die Förderung der Funktionsfähigkeit des Marktes ist, kaum beachtlich sein. Vielmehr ist die Lösung solcher Konflikte der Rechtsnormgestaltung in anderen Rechtsgebieten überlassen.

bbb) Lösung des Bindungsproblems?

Prinzipiell kann die Börse durch rechtsverbindliche Bestimmungen in ihren Regelwerken das Problem der Selbstbindung der Unternehmen auf ein hohes Publizitätsniveau lösen. Allerdings sind unter vier Aspekten Einschränkungen zu machen.

Erstens ist die personelle Reichweite börslicher Publizitätspflichten begrenzt. Während die unmittelbaren Teilnehmer am Börsengeschehen entweder mittels Vertragsbestimmungen oder kraft Satzungsautonomie gebunden werden können, ist dies bei außenstehenden Dritten problematisch. Dies gilt vor allem hinsichtlich der Regulierung von Informationspflichten von Großaktionären, denen auf Grund einer dominanten Stellung im Gesellschafterkreis eine besondere Bedeutung zukommt³⁷⁹.

³⁷⁶ Licht, Yale J. Int'l. L. 24 (1999), S. 61, 95.

³⁷⁷ Licht, Yale J. Int'l. L. 24 (1999), S. 61, 96 ff.

³⁷⁸ Vgl. auch Coffee, *The Coming Competition*, S. 52 ff.

³⁷⁹ Choi/Guzman, S. Cal. L. Rev. 71 (1998), S. 903, 947.

Auch im Hinblick auf mögliche Informationspflichten für Wertpapieranalysten ist die Reichweite von Börsennormen kaum ausreichend.

Das zweite Problem besteht in der ungenügenden Durchsetzbarkeit der Normen³⁸⁰. Für die Normsetzung deutscher Börsen trifft dies zwar nur in eingeschränktem Maße zu, nämlich insoweit, dass sie sich privater Regelwerke bedienen. Im Bereich der Publizitätsnormierung durch die Börsen spielt die privatrechtliche Normsetzung allerdings eine große Rolle. Dort kommt es dann darauf an, welche Überwachungs- und Sanktionsmöglichkeiten den Börsen zustehen. Auf sich die in diesem Zusammenhang stehenden Fragen der rechtlichen Durchsetzung der Publizitätspflichten wird später ausführlich einzugehen sein³⁸¹.

Drittens sieht sich auch die Börse mit einem Selbstbindungsproblem konfrontiert, wenn es darum geht, Emittenten, die gegen börsliche Publizitätsregeln verstoßen haben, vom Markt auszuschließen. Der Ausschluss bedeutet den Ausfall der Einnahmen durch die Listing-Gebühren und auch ein verringertes Handelsvolumen. Nun sind die Pflichtverstöße der Emittenten aber jedenfalls bei der periodischen Publizität öffentlich zu beobachten, so dass die Börse einem Reputationsverlust durch bekannt gewordenes Nichtanwenden bestimmter Teile ihres Regelwerkes nicht ausweichen kann. Hier ist also eine Selbstbindung der Börse auf eine strenge Regelanwendung durch Aufbau einer entsprechenden Reputation möglich.

Dieser reputationsbedingte Bindungsmechanismus kann auch funktionieren, wenn der Markt zu Bewertung der Börsenregeln zunächst nicht in der Lage, d.h. *ex ante* nicht beurteilen konnte, ob die Regeln konstruktionsgemäß geeignet waren, für eine ausreichende Publizität zu sorgen. Denn ausreichend zur Beurteilung des Anreizmechanismus ist, wenn die kursrelevanten Informationen zu einem späteren Zeitpunkt oder auf einem anderen Wege auf den Markt kommen, was regelmäßig der Fall ist. Einer solchen Tatsache kann ohne weiteres das Versagen der börslichen Anreizordnung entnommen werden. Eine Strategie einer „Weißen Weste“ durch Verschweigen von Regelverstößen erscheint für die Börsen aus diesem Grund nicht möglich.

Viertens ist nun fraglich, inwieweit die Börse die materielle Richtigkeit der von den Unternehmen gemachten Angaben überwachen kann. Dass die Unternehmen einen Anreiz haben, Informationen zu publizieren und so dem Verdacht zu entgehen, etwas zu verheimlichen, ist eine Sache. Dass sie nicht trotzdem versucht sein könnten, bewusst falsche Informationen auf den Markt zu bringen, eine andere. Auch wenn die Börse prinzipiell ein Interesse an der Kontrolle der materiellen Richtigkeit der von den Emittenten gemachten Angaben hat, dürfte in dieser Hinsicht ihre Kontrollkapazität und -kompetenz überschritten sein. Hier kommen aber andere Marktintermediäre als Bindungsinstanz in Betracht. Im Primärmarkt sind dies vor allem die Emissionsbanken, bei denen ebenfalls der Reputationsmechanismus Anreize zur Seriösität schafft, wengleich er – wie sich in der Vergangenheit gezeigt hat – auch nicht jedes opportunistische Verhalten ihrer Mitarbeiter ausschließen kann, ebenso wie dies die einschlägigen strafrechtlichen Bestimmungen nicht können. Die materielle Kontrolle des Jahresabschlusses schließlich fällt in den Verantwortungsbereich der Wirtschaftsprüfung.

³⁸⁰ Choi/Guzman, S. Cal. L. Rev. 71 (1998), S. 903, 947; Romano, Yale L. J. 107 (1998), S. 2359, 2400 f.

³⁸¹ Siehe Dritter Teil, 4. Kap. A III.

Auf die dort wirkenden Reputationsmechanismen und ihre Defizite wurde bereits hingewiesen³⁸².

ccc) Lösung des Prinzipal-Agent-Problems?

Und schließlich bleibt die Frage nach der Lösung der emittenteninternen Publizitätskonflikte. Die Anreize der Börsen zur Überwindung des Interessenkonflikts zwischen Management und Aktionären hängen davon ab, wer über das Listing an der Börse zu entscheiden hat. Kommt die Entscheidung den Aktionären zu, so werden die Börsen eine ihren Interessen gerecht werdende Publizitätsregulierung wählen und dadurch zur Lösung des Prinzipal-Agent Konflikts beitragen. Hat dagegen das Management über den Handelsplatz und damit das zur Anwendung kommende Publizitätsregime zu entscheiden, so werden die Börsen dessen Wünschen nachkommen. Die Beurteilung der dann resultierenden Publizitätsregulierung bestimmt sich dann nach dem Umfang der unternehmensinternen Interessenkonflikte. Und auch die Eignung der Börse zur Lösung des Bindungsproblems ist in diesem Fall weiter eingeschränkt. Denn selbst wenn das Management sich etwa vor einer beabsichtigten Mittelaufnahme am Kapitalmarkt auf ein hohes Publizitätsniveau binden wollte, wäre ihm dies nicht langfristig möglich, solange es selbst wieder die Möglichkeit hat, über ein Re-Listing an einem anderen Handelsplatz mit niedrigeren Publizitätspflichten zu entscheiden. Erneut: die rationalen Anleger werden dies antizipieren und ihre Wertschätzung der Aktie entsprechend reduzieren³⁸³.

Allerdings wird auch hier zu beachten sein, dass die Börsen primär nicht nur an der Anzahl der notierten Unternehmen interessiert sind, sondern auch an der Generierung eines großen Umsatzes und den damit verbundenen Einnahmen. Diese werden aber *ceteris paribus* bei einem höheren Informationsgrad steigen, so dass die Börsen im Optimum ein Publizitätsniveau wählen sollten, welches das vom Management gewünschte Maß übersteigt.

cc) Fazit

Eine Publizitätsregulierung der Börse könnte das Standardisierungsproblem bei der Unternehmenspublizität am Kapitalmarkt befriedigend zu lösen. Beispiele für solche Standardisierungsleistungen sind etwa in den Bemühungen der Deutsche Börse AG zu sehen, den Quartalsberichten eine einheitliche Struktur zu verleihen oder die Aussagekraft und Vergleichbarkeit der Börsenprospekte durch die Going Public-Grundsätze zu erhöhen (vgl. Dritter Teil, 4. Kap. B 3.). Eine Steuerung von staatlicher Seite scheint hier nicht in jedem Fall sinnvoll, wenn man sich die Vorteile aus einer Konkurrenzsituation um die beste Publizitätsnormierung erhalten will.

Die Publizitätsregulierung durch die Börsen bietet auch gewisse Möglichkeiten für die Unternehmen, sich auf ein bestimmtes Publizitätsniveau zu binden. Auch haben die Börsen auf Grund ihres Interesses an der Generierung von Handelstätigkeit ein höheres Interesse an Publizität, als es die Emittenten bzw. das Management der Emittenten haben. Dies spricht dafür, den Börsen insbesondere die Entscheidung darüber zu lassen, in welcher Frequenz sie von den Emittenten die Veröffentlichung von

³⁸² Siehe 3. Kap. B III 1. c.

³⁸³ Vgl. zum entsprechenden Problem im amerikanischen Gesellschaftsrecht, wo dem Management ex-post (faktisch) ebenso die Möglichkeit zur Re-Inkorporierung zukommt Bebchuk, Col. L. Rev. 99 (1999), S. 1168, 1172.

Unternehmensberichten abverlangen³⁸⁴. Ganz lösen lässt sich die Abhängigkeit von den Interessen der Emittenten jedoch nicht. Insbesondere der Prinzipal-Agent-Problematik auf Seite der Emittenten kann durch eine Börsenregulierung nur dann umfassend abgeholfen werden, wenn die Aktionäre über das Listing zu entscheiden haben und nicht das Management.

Lässt die Publizitätsregulierung nicht in jedem Fall ein optimales Ergebnis erwarten, so muss sie gegenüber einer gesetzlichen Regelung qualitativ dennoch nicht zurückfallen³⁸⁵. Denn als Vorteil der dezentralen Börsenselbstregulierung kann eben auch der durch den Wettbewerb ausgelöste Innovationsdruck gelten³⁸⁶. Als Beispiel für die Wirksamkeit dieses Drucks lassen sich die ständigen Innovationen bei den SEC-Publizitätsregeln für ausländische Emittenten nennen, wo es darum geht, mit ausländischen Kapitalmärkten konkurrieren zu können³⁸⁷. Ein weiterer wichtiger Vorteil des Normgebungswettbewerbs im Publizitätsbereich ist, dass er dem Normgeber eine stetige Rückmeldung über die Qualität seiner Normen vermittelt und so eine weitere Verbesserung überhaupt erst möglich macht³⁸⁸. Angesichts der Unsicherheit über das optimale Maß der Publizität kommt diesem Aspekt eine erhebliche Bedeutung zu. Denn gerade wenn die optimale Regulierungsintensität nicht geklärt ist, erlangt das wettbewerbliche Entdeckungsverfahren Bedeutung.

2. Regulierung der Unternehmensstruktur der Emittenten

Ähnliche Probleme wie bei der Publizitätsregulierung treten auch im Bereich der börsenverantworteten Regulierung der emittenteninternen Kompetenz- und Aufsichtsverteilung auf. Auch hier lässt sich die Frage nach der Geeignetheit der Börsen als Regulierungsinstanz in verschiedene Teilprobleme zerlegen. Zunächst ist überhaupt fraglich, welche *Corporate Governance* Struktur aus gesellschaftspolitischer Sicht vorzugswürdig ist. Hier mögen nicht nur die Interessen der Anleger von Bedeutung sein, sondern auch die Wirkung der Regelungen auf Dritte, insbesondere auf Gläubiger und Arbeitnehmer. Denn mit der Regulierung der Unternehmensführung ist der Kernbereich des Kapitalmarktrechts mit seiner primär am Funktionsschutz orientierten Perspektive verlassen. Im Grenzbereich zwischen Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht wird man der Mehrdimensionalität der gesetzgeberischen Schutzkonzeption Rechnung tragen müssen. Sind die Anforderungen an die sozial optimale Regelungsform präzisiert, kann im zweiten Schritt nach den Anreizen für die Unternehmen zur Selbstorganisation gefragt werden. In Deutschland hat diese Debatte anders als in der angelsächsischen Literatur bisher nur aus rechtspolitischer Perspektive Behandlung erfahren. Dies hat seine Ursache vornehmlich in der in § 23 Abs. 5 AktG normierten aktienrechtlichen Satzungsstrenge, die die Satzungsautonomie der Unternehmen in den relevanten Strukturfragen wesentlich beschränkt. In jüngerer Zeit wurde freilich gerade diese Satzungsstrenge für Aktiengesellschaften in Frage gestellt und in diesem Zusammenhang auch die Möglichkeiten der satzungsmäßigen Selbstorganisation der Aktiengesellschaften

³⁸⁴ Vgl. auch Merkt, NJW 2002, Sonderbeilage 23, 41, 45. Siehe aber auch den Vorschlag des Bundesrats, BT-Drucks. 14/8017, S. 154, wo angeregt wurde, die Pflicht zur Quartalsberichterstattung durch die Börsenzulassungsverordnung begründen zu können.

³⁸⁵ Im Ergebnis auch Merkt, Gutachten zum 64. Dt. Juristentag,

³⁸⁶ Romano, *Need for Competition*, S. 5 f.

³⁸⁷ Romano, *Need for Competition*, S. 7.

³⁸⁸ Romano, *Need for Competition*, S. 6 f.

diskutiert³⁸⁹. Die Regierungskommission *Corporate Governance* hat sich jedoch trotz einzelner Vorschläge in dieser Hinsicht nicht zu einer grundlegenden Deregulierungskonzeption durchbringen können³⁹⁰.

Im dritten Schritt ist schließlich zu prüfen, inwieweit von den Börsen eine im Hinblick auf die zu verwirklichenden Regulierungsziele adäquate Regulierung erwartet werden kann.

Eine umfassende Untersuchung der Möglichkeiten einer börsenverantworteten Regulierung im Bereich gesellschaftsrechtlicher Bestimmungen geht über das hier gewählte, im Kapitalmarktrecht verankerte Erklärungsziel hinaus. Im Anschluss sollen daher nur einige grundsätzlichen Erwägungen angeführt werden, die sich allgemein bei der Bestimmung der Unternehmensanreize zur Satzungswahl ergeben (unter a). Beispielhaft herausgegriffen und ausführlicher dargestellt werden soll dann mit der Regulierung von Aspekten bei Kontrolltransaktionen ein zwischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht verorteter Regelungsbereich (unter b.)

a) Die Anreizprobleme bei der Satzungsautonomie

Die ökonomische Grundidee der Unternehmensautonomie bei der Bestimmung von *Corporate Governance* Regeln ist erneut simpel. Die Kapitalgeber antizipieren die Gefahren, die aus der Überlassung von Geldmitteln an ein Unternehmen resultieren, und nehmen auf ihre Renditeforderung einen entsprechenden Aufschlag vor. Dies erhöht die Kapitalkosten des Unternehmens, das deswegen einen Anreiz hat, sich durch Nutzung von Selbstbindungsmechanismen in seinem Handlungsspielraum zu beschränken³⁹¹. Auch hier ist es wieder möglich, zum einen die Interessenkonflikte zwischen dem die Gesamtheit der momentanen Aktionäre repräsentierenden Unternehmen und potentiellen neuen Aktionären oder Kapitalgebern in den Blick zu nehmen oder sich zum anderen weiter auf die Ebene der internen Unternehmensstruktur zu begeben und dort die Konflikte zwischen Management und Aktionären bzw. zwischen Mehrheits- und Minderheitsaktionären zu betrachten.

Wie auch bei der freiwilligen Unternehmenspublizität lassen sich mit dem Internalisierungsproblem, dem Bindungsproblem, dem Prinzipal-Agent-Problem und dem Standardisierungsproblem vier Probleme einer unternehmensbestimmten Satzungsgebung ausmachen.

aa) Internalisierungsproblem

Das Internalisierungsproblem beschreibt das Auseinanderfallen von unternehmerisch und sozial optimaler Regulierung. Dies tritt im Bereich der Unternehmensführung durch Vernachlässigung der Interessen Drittbetroffener, insbesondere der Gläubiger und Arbeitnehmer, auf.

Nun lässt sich für die Interessen der Gläubiger und der Arbeitnehmer zunächst ein Szenario der privatautonomen Gestaltungsfreiheit entwerfen. Sie werden genauso wie die Anleger die Gefahren berücksichtigen, die sich aus der Leitungsstruktur des Unternehmens ergeben, mit dem sie in Kontakt treten. Der Gläubiger wird dann seine

³⁸⁹ Ausführlich Spindler, AG 1998, S. 53; davor auch schon Procaccia, ZGR 1990, S. 169; Kübler, AG 1994, 141, 143 ff.; Mertens, ZGR 1994, S. 426; vgl. auch Hirte, Lutter/Wiedemann (Hrsg.), ZGR-Sonderheft, 61, 71 ff.

³⁹⁰ Vgl. Ulmer, ZHR 166 (2002), S. 150, 179 mit Nachweisen zu den einzelnen Deregulierungsvorschlägen.

³⁹¹ Spindler, AG 1998, S. 53, 58 f.; Erhardt/Nowak, AG 2002, S. 336, 338, jeweils m.w.N.

Zinsforderung vom Umfang der ihn schützenden Bestimmungen abhängig machen bzw. auf zusätzliche Schutzvereinbarungen bestehen. Ähnlich wird der Arbeitnehmer seine Gehaltsforderungen davon abhängig machen, inwieweit seine Interessen durch die Regeln der Unternehmensleitung geschützt werden.

Dass dieses Szenario mit der Realität nicht in Einklang zu bringen ist, dürfte auf der Hand liegen. Das hängt zum einen mit dem typischerweise zwischen den Beteiligten bestehenden strukturellen Ungleichgewicht zusammen. Eine gleichgewichtete Verhandlungsmacht dürfte allenfalls auf Seiten der Großgläubiger bestehen, nur in Ausnahmefällen hingegen auf Seiten der Arbeitnehmer. Weiter verhindern Informationsasymmetrien eine faire Bewertung der Unternehmensregeln in bilateralen Beziehungen. Anders als den Anlegern kommt den Gläubigern und den Arbeitnehmern nicht der Schutz des Kapitalmarkts mit seiner von professionellen Marktteilnehmern ausgehenden Preisgewähr zu. Und letztlich versagt die Gestaltungsfreiheit gänzlich dort, wo es, wie bei den Deliktsgläubigern, an einer vertraglichen Beziehung fehlt.

Festzustellen ist also, dass auf Grund der bei der unternehmerischen Entscheidung nicht vollständig berücksichtigten Interessen Drittbetroffener das unternehmerische Interesse und das Allgemeinwohlinteresse divergieren können. Offensichtlich haben die Börsen ebenso keinen Anreiz, für die Berücksichtigung der Drittinteressen zu sorgen. Überlässt man den Börsen also die Regulierung von Aspekten der *Corporate Governance*, so wird man um ergänzende gesetzliche Schutzbestimmungen, etwa im Aktien-, Delikts- oder Arbeitsrecht, nicht umhin können³⁹². Anders als bei der Publizitätsregulierung, wo handelsrechtliche Rechnungslegung und kapitalmarktrechtliche Publizität kumulativ zur Anwendung kommen können, kann es im Bereich der Regulierung der *Corporate Governance* zu Abstimmungsbedarf zwischen den Regelungsgebieten kommen.

Der Schutz durch den Preismechanismus versagt nun nicht nur bei Gläubigern und Arbeitnehmern, sondern auch, wenn es darum geht, einzelne Anleger vor besonderer Benachteiligung zu schützen. Selbst wenn die Anleger das Risiko, Opfer opportunistischen Verhaltens zu werden, *ex ante* korrekt erkennen können, so kann sich dieses Risiko *ex post* doch bei einzelnen Anlegern in besonderem Maße realisieren, wenn diese kein weit diversifiziertes Portfolio halten. An funktionierenden Kapitalmärkten spielen solche diversifizierbaren Risiken bei der Preisbildung nur eine marginale Rolle, dementsprechend wird ein den *Shareholder Value* maximierendes Unternehmen keine Anstalten machen, einen individuell wirkenden Aktionärsschutz zu betreiben. Anderes mag nur gelten, wenn die Gefahr einer irrationalen Reaktion des Kapitalmarkts droht und sich das Unternehmen zur Erhaltung des Anlegervertrauens gezwungen sieht, auch den einzelnen Anleger zu schützen. Dann wird es aber immer noch die Effekte unberücksichtigt lassen, die die Misstände im eigenen Unternehmen auf den Gesamtmarkt haben. Auch diesbezüglich wird man also auf ergänzende Regelungen in extern regulierten Bestimmungen nicht verzichten können.

bb) Bindungsproblem

Das Bindungsproblem spielt aus Unternehmenssicht außerhalb der Publizitätsregulierung nur eine geringe Rolle. Dort wurde festgestellt, dass die Unternehmen nur einen begrenzten Anreiz haben, schlechte Unternehmensnachrichten zu veröffentlichen. Ebenso

³⁹² Vgl. Spindler, AG 1998, S. 53, 71, der aber schon für eine Entmischung von Gesellschaftsrecht und dem Schutz Drittbetroffener plädiert.

mögen die Anreize beschränkt sein, interne Kontrolldefizite, Misstände oder bewusste Manipulationen aufzudecken. Dieses Problem betrifft etwa die Regelungen, die die Unabhängigkeit der Wirtschaftsprüfer sichern sollen. Eine rein freiwillige Verpflichtung der Unternehmen verspricht in dieser Hinsicht also wenig Erfolg. Wie beim parallelen Problem der Publizitätsregulierung kann dem Bindungsproblem durch Börsenregeln teilweise abgeholfen werden, soweit sich die Börsen glaubhaft darauf verpflichten können, normwidriges Verhalten zu sanktionieren.

cc) Prinzipal-Agent-Problem (ex-post-Opportunismus)

Auf unternehmensinterner Ebene tritt ein Problem der Selbstbindung auf, wenn es um nachträgliche Änderungen der *Corporate Governance* Regeln auf Initiative der Unternehmensleitung oder beherrschender Aktionäre geht.

Das Management könnte nach einer beabsichtigten Mittelaufnahme am Kapitalmarkt oder nach Ausübung von Optionsrechten sein Interesse an einem hohen Aktienkurs verloren haben. Wie auch bei den Publizitätsanreizen kann sich hier der unterschiedliche Zeithorizont von Management und Unternehmung nachteilig auswirken. Kommt dem Vorstand die Entscheidungsgewalt über die *Corporate Governance* Normen zu, so könnte es sein, dass er nachträglich Regeln wählen wird, die seinen Interessen auf Kosten der Anlegerinteressen eher gerecht werden. Zwar wird der Markt diese Möglichkeit des nachträglichen Opportunismus antizipieren und einen entsprechenden Kursabschlag vornehmen³⁹³. Dann könnte für das Management wiederum Anreiz bestehen, sich langfristig auf bestimmte Regeln der Unternehmensleitung zu binden. Andererseits kann sich das Management eventuell von aus Kapitalmarktsicht suboptimalen Regeln selbst signifikante Distributionswirkungen versprechen³⁹⁴. Dann ist es wahrscheinlich, dass es in Abwägung mit den Nachteilen eines niedrigeren Börsenkurses, dem Risiko, abgelöst zu werden und den Vorteilen aus „laxeren“ Regeln eine aus Anteilseignersicht suboptimale Wahl trifft.

Kommt den Aktionären die Entscheidungsgewalt über die Wahl der *Corporate Governance* Regeln zu, so kann es zu einem ähnlichen Opportunismusproblem in Bezug auf beherrschende Anteilseigner kommen. Diese könnten in der Hauptversammlung ihren Einfluss geltend machen und dadurch Unternehmensregeln durchsetzen, die sie auf Kosten der Minderheit bevorteilen.

Die Konsequenzen für die Möglichkeiten der Börsenregulierung der *Corporate Governance* liegen auf der Hand. Diese hängen davon ab, wer über das Listing an dem betreffenden Handelsplatz zu entscheiden hat. Kommt die Entscheidungsmacht dem Vorstand zu, so bestehen seitens der Börse Anreize, dessen Interessen bevorzugt zu berücksichtigen. Liegt die Entscheidung bei den Aktionären, so mag es die Börse optimal finden, Regelungen zu treffen, die Großaktionäre bevorzugen. Möglich ist dies vor allem auf dem Primärmarkt, da die Aktionärsstruktur regelmäßig in zeitlicher Nähe des Börsengangs besonders konzentriert ist. Andererseits besteht gerade bei einem Börsengang ein gesteigertes Interesse der Altaktionäre, den aus dem informationellen Ungleichgewicht resultierenden Kursabschlag des Anlegerpublikums gering zu halten und sich daher auf einen wirksamen Minderheitenschutz zu binden.

³⁹³ Bebchuk, Col. L. Rev. 99 (1999), S. 1168, 1172; Romano, Genius, S. 87.

³⁹⁴ Vgl. zum Begriff der signifikanten Umverteilung Bebchuk, Harv. L. Rev. 105 (1992), S. 1435, 1456, 1461 ff.

Da die Börse nicht nur an den Listing-Gebühren, sondern auch an hohen Bösenumsätzen interessiert ist, bestehen in beiden Fällen für die Börse weitergehende Interessen am Schutz der Aktionäre. Auf diese ist in der Folge am Beispiel der Regulierung von Kontrolltransaktionen noch zurückzukommen.

dd) Standardisierungsproblem

Auch in der Diskussion um die Deregulierung des Aktienrechts wurde auf die Transaktionskosteneinsparung durch einheitliche gesetzliche Regelungen hingewiesen³⁹⁵. Aber auch hier gilt, dass eine Vereinheitlichung schon durch eine dispositive Regelung als Reserveordnung ausgehen kann. Eine solche Regelung kann vom Gesetzgeber ausgehen oder auch von den Börsen. Erneut ist zu betonen, dass eine börsliche Regulierung nicht mit größerer Normheterogenität einhergehen muss, da es für die Börsen in vielen Fällen optimal sein wird, Regelungen, die sich an Konkurrenzbörsen behauptet haben, auch für die eigenen Emittenten anzuwenden.

b) Insbesondere: Die Regulierung von Kontrolltransaktionen durch die Börsen

Ebenso wie im Bereich der Publizitätspflichten gibt es zu den einzelnen mit Kontrolltransaktionen zusammenhängenden Fragen eine mittlerweile kaum mehr zu überblickende Anzahl von Beiträgen sowohl in der ökonomischen als auch in der juristischen Literatur. Der deutsche Gesetzgeber hat dieser Diskussion mit dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz ein vorläufiges Ende gesetzt. Auf europäischer Ebene ist aber bereits ein neuer Anlauf für eine europaweite Regelung gestartet worden, der die deutsche Regelung in wesentlichen Teilen hinfällig machen könnte³⁹⁶. Ob zudem das deutsche Gesetz, welches hinter den zuvor im freiwilligen Übernahmekodex aufgestellten Verhaltenspflichten zurückbleibt³⁹⁷, zukünftige Versuche der Selbstregulierung der Übernahmeproblematik unterbindet, ist fraglich. Einiges spricht dafür, dass auch künftig strengere Regeln zumindest in freiwilligen Regelwerken eine Rolle spielen werden. So empfiehlt etwa der Deutsche Corporate Governance Kodex, dass der Vorstand die Hauptversammlung über das Verhalten bei einem Übernahmeangebot befragen soll³⁹⁸ und geht damit über die Pflichten, die das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz statuiert, hinaus. Die Frage der Regulierung von Übernahmeangeboten ist also auch aus rechtspolitischer Perspektive immer noch aktuell.

Die Betrachtung der juristisch-ökonomischen Theorie der Übernahmeangebotsregulierung ist aber auch deswegen weiterhin interessant, weil sie beispielhaft für die Möglichkeiten der Börse ist, die *Corporate Governance* der

³⁹⁵ Vgl. Heindl, Börseneinführung, S. 89 f.; Assmann, Charny, Harv. Int'l. L. J. 32 (1991), S. 423, 443 f.; Hommelhoff, in: Roth (Hrsg.), Das System der Kapitalgesellschaften im Umbruch, S. 26, S. 53 ff.; Spindler, AG 1998, S. 53, 59.

³⁹⁶ Vgl. den Bericht der hochrangigen Gruppe von Experten auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über die Abwicklung von Übernahmeangeboten, Brüssel, 10.01.2002.

³⁹⁷ Vgl. zu den Gesetzesentwürfen und der endgültigen Gesetzesfassung aus der reichhaltigen Literatur etwa Liebscher, ZIP 2001, 853 ff.; Zinser, NZG 2001, 391 ff.; Pluskat, DStR 2001, 897 ff.; Ehricke/Roth, DStR 2001, 1120 ff.; Altmeppen, ZIP 2001, 1073 ff.; Land, DB 2001, 1707 ff.; Rühland, NZG 2001, 448 ff.; Mülbart, ZIP 2001, 1221 ff.; Habersack, ZIP 2001, 1230 ff.; Möller, ZIP 2001, 1256 ff.; Barth/Thaeter, NZG 2001, 545 ff.; Fleischer, ZIP 2001, 1653 ff.; Zinser, ZRP 2001, 363 ff.; Drygala, ZIP 2001, 1861 ff.; Thaeter, NZG 2001, 789 ff.; Oechsler, NZG 2001, 817 ff.

³⁹⁸ Vgl. 3.7 a.E. des Kodex.

zugelassenen Emittenten zu regeln. Inwieweit eine solche Beeinflussung rechtlich zulässig ist, insbesondere im Hinblick auf die aktienrechtliche Satzungsstrenge gem. § 23 Abs. 5 S. 1 AktG, wird noch im dritten Teil der Arbeit aufzugreifen sein. Hier soll es zunächst darum gehen, die ökonomischen Mechanismen hinter einer solchen Regulierung zu verdeutlichen. Erneut ist es dabei angebracht, sich zunächst die Anreize der Unternehmen für eine selbstbestimmte Übernahmeregulierung zu verdeutlichen, diese mit der sozial optimalen Regulierung zu kontrastieren und dann die Frage zu beantworten, in welchem Maße die Regulierung durch die Börsen übernommen werden kann.

aa) Anreize für freiwilliges Wohlverhalten und optimale Regulierung

Betrachtet man sich die Anreize der Unternehmen für eine freiwillige Regelung von Kontrolltransaktionen, so ist zunächst unerlässlich, zwischen den Verhaltenspflichten für die Bieter- und die Zielgesellschaft zu unterscheiden.

aaa) Die Verhaltenspflichten für die Bietergesellschaft

Leicht zu beantworten ist die Frage, welches Interesse die Bietergesellschaft an einer Beschränkung ihrer Möglichkeiten bei der Abgabe eines Angebots hat. Solche Beschränkungen gehen vor allem durch Pflichtangebotsregelungen aus, die den Bieter zwingen, nach Kontrollerwerb den ausstehenden Aktionären ein angemessenes Angebot zur Abfindung zu machen. Die Pflichtangebotsregelung bedeutet für den Übernehmer, zumal wenn er nur am Kontrollerwerb interessiert ist, regelmäßig eine erhebliche Verteuerung der Übernahme. Damit ist klar, dass die Unternehmen von sich aus kein Interesse haben, sich auf die Abgabe eines Pflichtangebots zu binden. Die Vorteile einer Pflichtangebotsregelung für die Aktionäre der Zielgesellschaft sind für den Bieter unbeachtliche externe Effekte. Diese triviale Erkenntnis korrespondiert mit den praktischen Erfahrungen zum Übernahmekodex, bei dem selbst von den Unternehmen, die das Regelwerk freiwillig anerkannt haben, dann doch nicht selten gegen die Pflichtangebotsregelung verstoßen wurde³⁹⁹.

Schwieriger zu beantworten ist die Frage der sozial optimalen Regulierung der Bieterpflichten. Immer wieder wird in diesem Zusammenhang die Gefahr der „Ausbeutung“ von Minderheitsaktionären genannt, d.h. die Gefahr von Vermögenstransfers von der Minderheit hin zum kontrollierenden Aktionär⁴⁰⁰. Dieser Werttransfer kann entweder dadurch geschehen, dass Aktiva übertragen werden. Anreize für ein solches Verhalten bestehen etwa dann, wenn die Zielgesellschaft über hohe liquide Mittel, beleihbares Vermögen oder gut veräußerliches Vermögen oder Tochtergesellschaften verfügt⁴⁰¹. Oder aber – was in der Praxis häufiger vorkommen wird – das Unternehmen wird so gelenkt, dass bestimmte Werte dem Unternehmen des Kontrollaktionärs zufallen, während die Verluste bei der übernommenen Gesellschaft entstehen und dort mit den anderen Aktionären „geteilt“ werden können. Möglich sind solche Transfers etwa durch nicht leistungsgerechte Konzernverrechnungspreise, durch

³⁹⁹ Vgl. 2 Kap. B II. a bb aaa.

⁴⁰⁰ Vgl. etwa Houben, WM 2000, S. 1873; Lutter, FS-Steindorff, S.125; vgl. näher Reul, Pflicht zur Gleichbehandlung, S. 197 ff.

⁴⁰¹ Falkenhausen, FS-Stiefel, S. 163, 167.

Abschluss von Management- und Beratungsverträgen ohne konkrete Gegenleistung oder kostenlose Erlangung von Forschungsergebnissen und technischem Know-how⁴⁰².

Der Umfang der möglichen Transfers hängt vom Maß des im Konzern gewährten Minderheitenschutzes ab. Ob dieser heute ausreichend ist, ist in der Literatur umstritten⁴⁰³.

Das Argument des mangelhaften Minderheitenschutzes wird vor allem von denen bemüht, die eine Pflichtangebotsregelung befürworten. Durch diese soll verhindert werden, dass ein Erwerber ein Zielunternehmen nur deswegen erwirbt, um es später auf Kosten der Minderheitsaktionäre auszuschlachten⁴⁰⁴. Auch das Verbot von Teilangeboten soll solche Erwerbsmotive unmöglich machen⁴⁰⁵.

Die amerikanische Literatur betrachtet den nachträglichen Vermögenstransfer im Anschluss an die grundlegende Untersuchung von *Grossman u. Hart*⁴⁰⁶ aus anderen Augen⁴⁰⁷. Für sie sind solche Transfers eine Möglichkeit, das bei Übernahmeangeboten auftretende Trittbrettfahrer-Problem zu überwinden. Dieses besteht darin, dass die Aktionäre, sofern sie ihre eigene Entscheidung über den Verkauf ihrer Anteile für den Erfolg der Übernahme für bedeutungslos halten, nur dann zu verkaufen bereit sein werden, wenn der Bieter ihnen mindestens das bietet, was sie zu erwarten haben, wenn sie ihre Aktien behalten. Erwartet der Bieter also etwa, im Zielunternehmen durch Effizienzsteigerungen einen Wertzuwachs von 20% zu erzielen, muss die Übernahmeprämie mindestens diese 20% betragen. Der Effizienzgewinn fällt dann ganz den Aktionären der Zielgesellschaft zu, der Übernehmer profitiert davon nicht, muss aber die gesamten Kosten der Übernahme tragen. Übernahmen werden so unprofitabel. Der mögliche nachträgliche Werttransfer senkt die Schwelle, ab der die Aktionäre der Zielgesellschaft zum Verkauf bereit sein werden, so dass für den Übernehmer die Möglichkeit besteht, auch an dem von ihm herbeigeführten Wertzuwachs teilzuhaben. Dieser Mechanismus funktioniert auch bei Vollangeboten bzw. bei Bestehen einer Pflichtangebotsregelung, schließlich kommt es nicht darauf an, dass der Werttransfer wirklich durchgeführt wird, sondern nur, dass er angedroht wird⁴⁰⁸. Ohne einen möglichen Werttransfer von den Minderheitsaktionären wird es nach dieser Sichtweise nur noch zu Übernahmen kommen, wenn der Bieter signifikante private Vorteile aus der Übernahme hat, an der die Zielgesellschaft nicht partizipiert⁴⁰⁹ oder aber er schon vor dem Übernahmeversuch einen Anteil an der Zielgesellschaft hatte, für den er dann die hohe gebotene Übernahmeprämie nicht zu zahlen braucht⁴¹⁰.

⁴⁰² Reul, Pflicht zur Gleichbehandlung, S. 199. Eine Variante des Ausbeutungsarguments weist auf die Möglichkeit der Erlangung von Sondervorteilen auf Kosten anderer Stakeholder hin, wie etwa der Arbeitnehmer, vgl.

Deakin/Stinger, J. L. Soc. 24 (1997), S. 124. Ausführlich zu den verschiedenen Möglichkeiten des Werttransfers Johnson/La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer, Am. Econ. Rev., P&P, 2000, S. 22 ff.

⁴⁰³ Bejahend in der neueren Literatur etwa Kallmeyer, ZHR 161 (1997), S. 435, 436 ff.; Altmeyden, ZIP 2001, S. 1073, 1082 f.; ders., ZIP 1996, S. 693ff.; Hüffer, AktG, § 311 Rn 9ff.; Hommelhoff, ZHR 156 (1992), S. 295, 312 ff.; ablehnend dagegen etwa Houben, WM 2000, S. 1873, 1875; Henze, BB 1996, S. 489; Krause, WM 1996, S. 893, 897; ders. AG 1996, S. 209, 212; Reul, Pflicht zur Gleichbehandlung, 278 ff.

⁴⁰⁴ Vgl. Reul, Pflicht zur Gleichbehandlung, S. 219 ff.

⁴⁰⁵ Dazu Krause, Das obligatorische Übernahmeangebot, S. 108 ff. Seine allzu naive „spieltheoretische Analyse“ lässt aber jeden Bezug zur ökonomischen Literatur auf dem Gebiet der Übernahmeangebote vermissen.

⁴⁰⁶ Grossman/Hart, Bell J. Econ. 11 (1980), S. 42.

⁴⁰⁷ in der deutschen juristischen Literatur zu Übernahmeangeboten wurde diese Debatte ungeachtet ihrer großen Bedeutung in der ökonomischen Literatur mit Ausnahme von Hahn, ZBB 1990, S. 10, 17 ff. nicht wahrgenommen.

⁴⁰⁸ Vgl. ausführlich Bergström/Högfeldt/Molin, J. L., Econ. Org. 13 (1997), S. 433.

⁴⁰⁹ Vgl. etwa Grossman/Hart, J. Fin. Econ. 20 (1988), S. 175.

⁴¹⁰ Grundlegend zur Theorie solcher *toeholds* Shleifer/Vishney, J. Pol. Econ. 94 (1986), S. 293.

Es dürfte also deutlich geworden sein, dass sich die Frage nach dem volkswirtschaftlichen Nutzen einer Pflichtangebotsregelung nicht aus diesen einfachen theoretischen Überlegungen beantworten lässt. Einerseits kann das Pflichtangebot ineffiziente, nur auf Ausbeutung der verbliebenen Aktionäre zielende Übernahmen verhindern. Andererseits wird durch die direkten und indirekten Kosten, die mit einem Pflichtangebot verbunden sind, auch die ein oder andere effiziente Transaktion verhindert⁴¹¹.

bbb) Die Verhaltenspflichten für den Vorstand der Zielgesellschaft

Bei den Anreizen zur freiwilligen Regelung der Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft liegen Unternehmenssicht und gesamtwirtschaftliche Sicht eng beisammen, sofern man in der kapitalmarktrechtlichen Regulierung von Übernahmeangeboten Drittinteressen – etwa die der Arbeitnehmer – unberücksichtigt lässt.

Schwierig ist allerdings erneut die Frage nach der sozial vorzugswürdigen Regelung zu beantworten.

Hauptargument der Befürworter von Neutralitäts- und Informationspflichten des Vorstands ist der Verweis auf die Nützlichkeit des Marktes für Unternehmenskontrolle⁴¹². Dieser Auffassung liegt die idealtypische Vorstellung zu Grunde, dass verschiedene Manager bzw. Management-Teams um die Bewirtschaftung der unternehmensgebundenen Ressourcen konkurrieren. Ein hoher Kurs bedeutet ein gutes Management, umgekehrt lässt ein niedriger Kurs auf eine schlechte Unternehmensleitung schließen. Ist der Kurs niedrig, lohnt es sich für einen potentiellen Übernehmer, die Kontrolle im Unternehmen zu ergreifen und durch den Austausch des Managements eine Effizienzsteigerung herbeizuführen.

Volkswirtschaftlich ist ein solcher Mechanismus aus zwei Gründen sinnvoll: zum einen führt er dazu, dass ineffiziente Management-Teams abgelöst werden und durch effizientere ersetzt werden. Im Vorfeld führt die Gefahr einer Übernahme durch den generierten Druck zum anderen aber schon dazu, dass das Management einen Anreiz zu guter Arbeit hat. Die Anhänger des Kontrollmarkt-Konzepts neigen auf Grund dieser Wirkungen des Übernahmemechanismus dazu, jede Behinderung von Übernahmen durch rechtliche Vorkehrungen abzulehnen⁴¹³.

Neben den Effizienzsteigerungen durch den Austausch des Managements besteht auch die Möglichkeit, durch Unternehmenszusammenschlüsse Synergieeffekte zu realisieren. Eine Möglichkeit, einen solchen Zusammenschluss vorzubereiten, ist eben die Übernahme der Kontrollmehrheit des Zielunternehmens durch ein öffentliches Übernahmeangebot.

⁴¹¹ nicht vertretbar daher die Ansicht von Erhardt/Nowak, AG 2002, S. 342, 344, die daraus, dass empirische Untersuchungen eine höhere Effizienz der durchgeführten Übernahmen nach Einführung einer Pflichtangebotsregelung nahe legen, schließen wollen, dass die Regelung insgesamt effizient ist. Dafür hätte man empirisch auch noch berücksichtigen müssen, wie viele effiziente Übernahmen durch den Zwang zum Pflichtangebot scheitern.

⁴¹² Grundlegend für den Bereich der Übernahmeangebote: Easterbrook/Fischel, Yale L. J. 91 (1982), S. 698; aus ökonomischer Sicht Grossman/Hart, Bell J. Econ. 11 (1980), S. 42ff. Der Begriff des „Marktes für Unternehmenskontrolle“ geht zurück auf Manne, J. Pol. Econ. 73 (1965), S. 110 ff.

⁴¹³ „The optimal level of regulation of tender offers...is zero“: Easterbrook/Fischel, Stan. L. Rev. 35 (1982), S. 1, 17; vgl. auch Hahn, ZBB 1990, S. 10, 13.

Dabei kann man zwei Arten der Synergien unterscheiden: die operativen und die finanziellen Synergien. Die operativen Synergien entstehen dadurch, dass die Kosten der gemeinsamen Produktion für die fusionierten oder zusammenarbeitenden Unternehmen geringer sind als die Summe der Kosten der Einzelunternehmen. Dies kann auf Fixkosteneinsparungen im Verhältnis zur Einheit produzierten Outputs („*economies of scale*“), auf Einsparung von Transaktionskosten, durch bessere Nutzung vorhandener Ressourcen („*economies of scope*“) oder besserer Koordination beruhen.

Finanzielle Synergien können durch die Diversifizierung des Tätigkeitsfelds und der daraus resultierenden Reduktion der Varianz des Unternehmensergebnisses entstehen. Ein solchermaßen verstetigtes Ergebnis des Unternehmens reduziert das Insolvenzrisiko und führt damit auch zu günstigeren Refinanzierungskonditionen⁴¹⁴.

Für eine Beschränkung von Übernahmeangeboten, insbesondere durch Gewährung von Verteidigungsmöglichkeiten für den Vorstand der Zielgesellschaft und durch eine Pflichtangebotsregelung, wurden in der Literatur die Möglichkeit ineffizienter Kontrolltransaktionen durch Kapitalmarktfehlbewertungen, die Gefahr eigennütziger Erwerbsmotive und / oder die mögliche Ausbeutung der Zielgesellschaft angeführt.

Die Gefahr ineffizienter Kontrolltransaktionen droht insbesondere dann, wenn der Aktienkurs nicht wirklich ein zutreffendes Abbild der Qualität der Unternehmensleitung ist, sondern bedingt durch Marktineffizienzen zu niedrig ist⁴¹⁵. Dann können Anreize für die Übernahme bestehen, ohne dass die Aussicht auf eine effizientere Unternehmensführung gegeben sein muss. In einem solchen Fall können Abwehrstrategien des Managements durchaus gesamtwirtschaftlich sinnvoll sein.

Eine Variante des Arguments geht davon aus, dass der Kapitalmarkt das Management zu kurzfristigen Investitionen treibt, während langfristige Investitionen in Forschung und Entwicklung bei den Investoren unpopulär sein sollen⁴¹⁶.

⁴¹⁴ Krause, Das obligatorische Übernahmeangebot, S. 101 f. m.w.N. Ein Paradoxon stellen allerdings die älteren empirischen Studien bei Konglomeraten dar, die hinsichtlich des firmenspezifischen oder hinsichtlich der Korrelation zum Marktrisiko entweder keine Risikominderung (firmenspezifisches Risiko: Haugen/Langetieg, J. Fin. 30 (1975), S. 1003, 1009 ff.; Korrelation zum Marktrisiko: Lev/Mandelker, J. Bus. 45 (1972), S. 85, 95 f.; Dodd/Ruback, J. Fin. Econ. 5 (1977), S. 351, 359; Mandelker, J. Fin. Econ. 1 (1974), S. 303, 321 f) oder gar eine Risikosteigerung im Vergleich zu undiversifizierten Unternehmen gefunden haben (Melicher/Rush, J. Fin. 28 (1973), S. 381, 385 f.). Angesichts der Tatsache, dass der Diversifizierungseffekt bei Konglomeraten theoretisch unbestritten ist (trotz aller möglicherweise auftretenden komplementären Nachteile), lässt dies auf Konfigurierungsfehler in den Studien schließen bzw. an der Tauglichkeit der verwendeten Kapitalmarktmodelle zweifeln. Eine Reduzierung der Korrelation zum Marktrisiko bei vertikalen Integrationen fanden Helfat/Teece, J. L. Econ. Org. 3 (1987), S. 47. Die Existenz finanzieller Synergien ist in der Literatur nicht unumstritten. Wenn man jedoch einwendet, der Anleger habe kein Interesse an Diversifizierung, da er dies kostengünstiger selbst am Kapitalmarkt durch entsprechende Streuung erledigen kann - so Krause, Das obligatorische Übernahmeangebot, S. 102 -, macht man es sich zu einfach. Denn die mit einer Insolvenz verbundenen Kosten der Unternehmen, die auch den erwarteten Einkommensstrom des Aktionärs als „*residual claimant*“ betreffen, lassen sich eben nicht wegdiversifizieren. Richtig ist allerdings, dass der Kapitalmarkt diversifizierte Unternehmen in der Vergangenheit mit einem Abschlag belegt hat. Andererseits ist gut möglich, dass sich dieser Trend in gewisser Hinsicht wieder umkehrt, jedenfalls für die Unternehmen, für die das Insolvenzrisiko nicht unbeachtlich ist. Nach den drastischen Umsatzeinbußen in Bereichen der *new economy*, die zu zahlreichen Insolvenzen kleinerer, spezialisierter Unternehmen geführt haben, dürfte die Vorteilhaftigkeit diversifizierender Strategien, die die Kosten der finanziellen Insolidität senken, wieder zur Debatte stehen, vgl. zu den Kosten des „financial distress“ aus der neueren Literatur etwa Andrade/Kaplan, J. Fin. 53 (1998), S. 1443.

⁴¹⁵ Lowenstein, Colum. L. Rev. 83 (1983), S. 249, 275 ff.; Tobin, Lloyds Bank Rev. 153 (1984), S. 1, 6; grundlegend auch Lipton, Bus. Law. 35 (1979), S. 101.

⁴¹⁶ Sog. Myopia-These von Stein, J. Pol. Econ. 96 (1988), S. 61; ders. Q. J. Econ. 104 (1989), S. 655 ff.; vgl. ausführlich dazu auch Bebchuk/Stole, J. Fin. 48 (1993), S. 718; in der deutschen Literatur etwa Falkenhausen, FS-Stiefel, S. 163, 167.

Der zweite wichtige Grund dafür, dem Management die Abwehr von Übernahmeangeboten zu ermöglichen, wurde in der Literatur im Interessenkonflikt zwischen Management und Aktionären gesehen, der sich aus dem Wunsch der Unternehmensleiter nach der Vergrößerung ihres Einflussbereiches ergibt⁴¹⁷. Als Gründe für das vermeintlich große Interesse der Manager an einem solchen „*empire-building*“ sind zu nennen: die in der Praxis häufig zu beobachtende Ausrichtung des Gehalts eines Managers an der Größe des Unternehmens statt an der Rentabilität, Gelegenheiten für Gewinne durch Insiderhandel im Rahmen einer Akquisitionen, das Streben der Spitzenmanager nach Macht und Prestige oder Statussymbolen wie der Größe des persönlichen Mitarbeiterstabes etc., Verringerung des Konkursrisikos durch einen möglichen Diversifizierungseffekt bei der Übernahme und die daraus folgende Sicherung des eigenen Arbeitsplatzes, Abwechslung vom „Manageralltag“ und schließlich der Schutz der Größe vor der Gefahr, selbst Opfer einer Übernahme zu werden und dadurch den Arbeitsplatz zu verlieren⁴¹⁸.

bb) Empirische Ergebnisse⁴¹⁹

Ermöglichen die theoretischen Überlegungen weder eine exakte Aussage über die Anreize der Unternehmen für eine freiwillige Regelung von Übernahmeangeboten noch über die gesamtwirtschaftlich effiziente Regulierung, so bleibt auch die Möglichkeit der Rückgriff auf empirische Erkenntnisse. Es existiert eine große Anzahl empirischer Arbeiten, die versuchen, mit differenzierten Methoden der Kapitalmarktforschung Kenntnisse über Motive und Erfolg von Unternehmensübernahmen zu erlangen. Dabei lassen sich zwei Arten von Untersuchungen unterscheiden: Kurs- und Bilanzstudien, die die Charakteristika von Übernahmezielen und die Entwicklung von Bieter- und Zielgesellschaft nach der Übernahme analysieren und Studien über die Auswirkungen rechtlicher Regelungen von Übernahmeangeboten⁴²⁰.

aaa) Kurs- und Bilanzstudien

Eine Reihe von Studien haben die durchschnittliche risikoangepasste Rendite der Ziele von Unternehmensübernahmen untersucht und kamen dabei zu widersprüchlichen Ergebnissen⁴²¹.

⁴¹⁷ Vgl. etwa den Überblick bei Marris/Mueller, J. Econ. Lit. 28 (1980), S. 32.

⁴¹⁸ Nachweise bei Reul, Pflicht zur Gleichbehandlung, S. 193; Krause, Das obligatorische Übernahmeangebot, S. 193 f.

⁴¹⁹ Eine Zusammenfassung der älteren empirischen Studien zu Übernahmeangeboten findet sich etwa bei Romano, in: Hopt/Wymeersch (Hrsg.), European Takeovers, S. 3, 4 ff.

⁴²⁰ Daneben gibt es Umfragen unter den Managern, die als eine „anekdotische“ Evidenz einen Eindruck von den verfolgten Motiven bei Unternehmensübernahmen geben. So wurden die Vorstandsmitglieder amerikanischer Firmen über die Charakteristika befragt, die für sie ausschlaggebend für die Attraktivität eines Ziels einer Unternehmensübernahme sind. Dabei nannten ca. 84 % ein exzellentes Management als Hauptattraktion, während nur 4 % ein schlechtes Management als besonders attraktiv einschätzten, vgl. Touche Ross & Co, The Effect of Mergers, Acquisitions and Tender Offers on American Business, S. 12. (zitiert nach Reul, Pflicht zur Gleichbehandlung, S. 161).

⁴²¹ Zum Teil kam man zum Ergebnis, dass die betroffenen Unternehmen eine schlechtere Renditeentwicklung als der Gesamtmarkt aufgewiesen haben (Langetieg, J. Fin. Econ. 6 (1978), S. 365; Ellert, J. Fin. 31 (1976), S. 715 ; Kummer/Hoffmeister, J. Fin. 32 (1978), S. 505; Asquith/Kim, J. Fin. 37 (1982), S. 121; Asquith, J. Fin. Econ. 11 (1983), S. 51). Andere haben herausgefunden, dass die Ziele von feindlichen Übernahmen in der Vergangenheit nicht nur eine schlechtere Kursentwicklung als der Gesamtmarkt aufgewiesen haben, sondern sich auch schlechter als die Ziele freundlicher Übernahmen entwickelt haben (Morck/Shleifer/Vishny, Am. Econ. Rev. 79 (1989), S. 842; vgl. auch Martin/McConnell, J. Fin. 46 (1991), S. 671.). Andere Untersuchungen fanden genau das gegenteilige

Andere Studien haben verschiedene Kennzahlen der Marktbewertung wie etwa dem Verhältnis von Markt-zu-Buchwert untersucht und fanden heraus, dass die Übernahmeziele vom Markt nicht signifikant anders bewertet werden als der Marktdurchschnitt⁴²², andere fanden eine schwache relative Unterbewertung⁴²³.

Auch hinsichtlich möglicher Wertsteigerungen durch Übernahmen sind die empirischen Resultate unklar. Kurzfristig lässt sich schon auf Grund der regelmäßig gezahlten Übernahmeprämie ein Ansteigen des Kurses beim Erwerbobjekt verzeichnen⁴²⁴. Auf der Seite des Erwerbers sind die Ergebnisse widersprüchlich. *Jarell/Poulsen*⁴²⁵ fanden heraus, dass die Bieter in den sechziger Jahren einen signifikanten Kurszuwachs von durchschnittlich 5% erfuhren, während sie in den achtziger Jahren einen insignifikanten Verlust in Höhe von 1% des Kurses erlebten. Insgesamt ist unklar, ob insgesamt gemessen an der Marktkapitalisierung des Bieters und des Übernommenen ein positiver Effekt erzielt wird⁴²⁶.

Langfristig schließlich wurden beim Erwerber entweder keine Veränderungen der Kurse⁴²⁷, oder negative Veränderungen beobachtet⁴²⁸, während bei der Zielgesellschaft nach der erfolgten Übernahme zwar Kursverluste eintraten, der Kurs aber durchschnittlich trotzdem noch deutlich über dem Kurs vor dem Übernahmeangebot lag⁴²⁹.

Insgesamt scheint der Kapitalmarkt skeptisch gegenüber Unternehmenskonglomeraten zu sein und belegt diversifizierte Unternehmen heute mit einem Kursabschlag⁴³⁰. In neuerer

Ergebnis (Herman/Lowenstein, in: Coffee/Lowenstein/Rose-Ackerman (Hrsg.), *Knights, Raiders and Targets*, 211; Powell, *J. Bus. Fin. and Acc.* 24 (1997), S. 1009; Dodd/Ruback, *J. Fin. Econ.* 5 (1977), S. 351, oder überhaupt keinen Unterschied (Davis/Stout, *Adm. Sc. Q.* 17 (1992), S. 605; Kennedy/Limmack, *J. Bus. Fin. and Acc.* 23 (1996), S. 267).

⁴²² Mueller, in Mueller (Hrsg.), *Determinants and Effects of Mergers*, S. 271 ff.; Palepu, *J. Acc. and Econ.* 8 (1986), S. 3; Powell, *J. Bus. Fin. and Acc.* 24 (1997), S. 1009; Ambrose/Meggison, *J. Fin. and Quant. Anal.* 27 (1992), S. 575; Cudd/Duggall, *Fin. Rev.* 41 (2000), S. 105.

⁴²³ Hasbrouck, *J. Bank. and Fin.* 9 (1985), S. 351; Morck/Shleifer/Vishny, *Am. Econ. Rev.* 79 (1989), S. 842; Davis/Stout, *Adm. Sc. Q.* 17 (1992), S. 605 (für große Unternehmen); Che/Weinberg/Yook, *J. Appl. Bus. Res.* 15 (1999), S. 33. Nun wurde gegen solche Studien der Einwand erhoben, dass die vergleichsweise schlechte Entwicklung der Übernahmeziele auf branchenspezifische, also externe Ursachen zurückzuführen sein kann. Um diesen Effekt herauszufiltern hat Langetieg, *J. Fin. Econ.* 6 (1978), S. 365 ff. die Übernahmeziele mit einer Gruppe strukturell ähnlicher Firmen aus dem gleichen Industriesegment verglichen. Dabei zeigte sich, dass sich die Kontrollgruppe nahezu identisch schlecht im Vergleich zum Gesamtmarkt entwickelt hat (aaO, S. 377), was den Schluss nahe legt, dass sich die schlechte Entwicklung aus industriespezifischen Faktoren erklären lassen, vgl. Reul, *Pflicht zur Gleichbehandlung*, S. 156.

⁴²⁴ Jarell/Brickley/Netter, *J. Econ. Persp.* 2 (1988), S. 49; Jensen/Ruback, *J. Fin. Econ.* 5 (1983), S. 5, 11 ff.

⁴²⁵ Jarell/Poulsen, *Fin. Man.* 18 (1989), S. 12.

⁴²⁶ Positiver Effekt bei Dennis/McConnell, *J. Fin. Econ.* 16 (1986), S. 143; Bradley/Desai/Kim, *J. Fin. Econ.* 20 (1988), S. 3; negativer Effekt bei Malatesta, *J. Fin. Econ.* 11 (1983), S. 155; Firth, *Q. J. Econ.* 34 (1980), S. 232.

⁴²⁷ Franks/Harris/Titman, *J. Fin. Econ.* 29 (1991), S. 81 ff.

⁴²⁸ Agrawal/Jaffe/Mandelker, *J. Fin.* 47 (1992), S. 1605; Dodd/Ruback, *J. Fin. Econ.* 5 (1977), S. 351, 368;

Magenheim/Mueller, in: Coffee/Lowenstein/Rose-Ackerman (Hrsg.), *Knights, Raiders and Targets*, S. 171, 177 ff.

⁴²⁹ Jarrel/Bradley, *J. L. Econ.* 23 (1980), S. 371.

⁴³⁰ Am bekanntesten sind die Arbeiten von Schultz/Lang; Berger/Ofek, *J. Fin. Econ.* 37 (1995), S. 39;

Comment/Schwert, *J. Fin. Econ.* 39 (1995), S. 3. Andere Studien fanden einen Wechsel in der Einstellung des Marktes gegenüber diversifizierten Unternehmen. Servaes, *J. Fin.* 51 (1996), S. 1201 fand keinen Abschlag in den 70-er Jahren, sehr wohl aber in den 60-ern und 80-ern. Matsusaka, *J. Fin. and Quant. Anal.* 31 (1996), S. 283 stellte fest, dass Aktien von diversifizierten Großunternehmen in den 60-ern positiv auf bekannt gegebene Akquisitionen reagiert haben, negativ dagegen in den 80-ern. Ähnlich haben Morck/Shleifer/Vishny, *J. Fin.* 45 (1990), S. 1389 die Feststellung gemacht, dass sich die Marktauffassung über die Zeit geändert hat. Sie unterteilten die untersuchten Übernahmen danach, ob das Ziel in dem Geschäftsbereich des Erwerbs situiert war oder ob eine über den Geschäftsbereich hinausgehende diversifizierende Erwerbung getätigt werden sollte. Nach ihren Erkenntnissen war

Zeit ist jedoch darauf aufmerksam gemacht worden, dass mindestens die Hälfte der Diskontierung des Kapitalmarkts für diversifizierende Fusionen auf unbeobachtete Besonderheiten der fusionierenden Firmen zurückzuführen ist. Denn viele der Übernahmeziele in solchen Transaktionen wurde schon vor Bekanntwerden der Fusionsabsichten diskontiert gehandelt⁴³¹, gleiches gilt für die Erwerber⁴³².

Bei den Bilanzstudien werden anhand der veröffentlichten Bilanzdaten der Unternehmen bestimmte Kennzahlen der Leistung der Unternehmen, wie etwa die Profitabilität des eingesetzten Kapitals oder das Unternehmenswachstum, miteinander verglichen. Die Studien zeigen ein über die Jahre hinweg uneinheitliches Bild. In den fünfziger und frühen sechziger Jahren waren die Zielgesellschaft relativ unprofitabel⁴³³, in den späten sechziger Jahren waren sie durchschnittlich profitabel⁴³⁴ und schließlich sollen sie in den achtziger Jahren sogar überdurchschnittlich profitabel gewesen sein⁴³⁵. Neuere Untersuchungen fanden die Übernahmeziele in den achtziger Jahren dagegen gleich profitabel⁴³⁶ oder gar weniger profitabel als der Durchschnitt⁴³⁷.

Für Deutschland kamen *Cable/Palfrey/Runge* für Unternehmenszusammenschlüsse im Zeitraum 1964 bis 1974 zum Ergebnis, dass sich die erworbenen Unternehmen nicht signifikant von anderen Unternehmen in den untersuchten Kriterien unterschieden⁴³⁸.

Ältere Studien für die Unternehmenszusammenschlüsse in den 60-er Jahren fanden keine signifikanten Unterschiede in der Performance der zusammengeschlossenen Gesellschaften, d.h. entweder keine signifikanten Veränderungen oder signifikante negative Veränderungen⁴³⁹, neuere Studien über die Übernahmewelle in den frühen 80-er Jahren dagegen fanden positive Entwicklungen⁴⁴⁰.

bbb) Studien über den Einfluss rechtlicher Regelungen

Neben diesen *event studies* bei aktuellen Übernahmeangeboten wurde untersucht, welchen Aktienkurseinfluss Gesetzesänderungen und Unternehmenssatzungsänderungen haben, die die Übernahme des Unternehmens erschweren sollen. Auch hier sind die Ergebnisse widersprüchlich. So wurden bei Untersuchungen der Takeover-Regulierung in den Einzelstaaten der USA nur teilweise negative Kapitalmarktreaktionen auf die Verabschiedung restriktiver Regelungen festgestellt.⁴⁴¹

die Reaktionen des Marktes im Hinblick auf den Bieter bei diversifizierenden Übernahmen in den 80-er Jahren negativ, positiv dagegen in den 70-er Jahren.

⁴³¹ Graham/Lemmon/Wolf, Does Corporate Diversification Destroy Value?.

⁴³² Campa/Kedia, Explaining the diversification discount.

⁴³³ Hayes/Taussig, Harv. Bus. Rev. 45 (1967), S. 135; Hindley, J. L. Econ. 13 (1970), S. 185; Boyle, St. John's L. Rev. 44 (1970), S. 152.

⁴³⁴ Boyle, St. John's L. Rev. 44 (1970), S. 152, 161 ff.; Conn, J. Fin. 28 (1973), S. 754; ders. J. Ind. Econ. 24 (1976), S. 181; Melicher/Rush, J. Fin. 29 (1974), S. 141; Piper/Weiss, J. Fin. 29 (1974), S. 163.

⁴³⁵ Ravenscraft/Scherer, in: Coffee/Lowenstein/Rose-Ackerman (Hrsg.), Knights, Raiders and Targets, S. 194; Herman/Lowenstein, in: Coffee/Lowenstein/Rose-Ackerman (Hrsg.), Knights, Raiders and Targets, 211.

⁴³⁶ Billet, J. Bus. 69 (1996), S. 173.

⁴³⁷ Che/Weinberg/Yook, J. Appl. Bus. Res. 15 (1999), S. 33.

⁴³⁸ Cable/Palfrey/Runge, ZgS 136 (1980), S. 226.

⁴³⁹ Weston/Mansinghka, J. Fin. 26 (1971), S. 919; Melicher/Rush, J. Fin. 28(1973), S. 381; Steiner, Mergers, S. 194; Mueller, J. Bank. Fin. 1 (1977), S. 315; ders. in: Mueller (Hrsg.), Determinants and Effects of Mergers, S. 271, 287 ff.; Reid, J. Fin. 26 (1971), S: 937; Lev/Mandelker, J. Bus. 45 (1972), S. 85; Mason/Goudzwaart, J. Fin. 31 (1976), S. 39; Piper/Weiss, J. Fin. 29 (1974), S. 163; Herman/Lowenstein, in: in: Coffee/Lowenstein/Rose-Ackerman (Hrsg.), Knights, Raiders and Targets, 211, 229.

⁴⁴⁰ Healy/Palepu/Ruback, J. Fin. Econ. 31 (1992), S. 135; Switzer, J. Econ. and Bus. 48 (1996), S. 443.

⁴⁴¹ z.B. Negativer Effekt gefunden von Ryngart/Netter, J. L. Econ. Org. 6 (1990), S.253 (Ohio); Schumann, Rand J. Econ. 19 (1988), S. 557 (New York); Margotta/McWilliams/McWilliams, J. L. Econ. Org. 6 (1990), S. 235 (Ohio,

In Studien über die Kapitalmarktreaktion bei Unternehmenssatzungsänderungen, die die Wahrscheinlichkeit einer öffentlichen Übernahme der betroffenen Gesellschaft verringerten, wurden teils überhaupt keine signifikanten Effekte⁴⁴², teils negative Effekte jedenfalls bei bestimmten Untergruppen⁴⁴³, teils aber auch positive Effekte⁴⁴⁴ entdeckt. Hinsichtlich der wichtigsten Abwehrmaßnahme, der sog. *poison pill*, wurden meist negative Effekte gefunden⁴⁴⁵, wenn auch teilweise nicht signifikant⁴⁴⁶. Besonderes Augenmerk wurde dabei in jüngerer Vergangenheit den Satzungen von neu gegründeten Unternehmen geschenkt⁴⁴⁷. Verwunderlich ist dort insbesondere, dass eine große Anzahl der Unternehmen dem Management weitreichende Verteidigungsmöglichkeiten gegen Übernahmeveruche zugesteht, andere Unternehmen dagegen das Management zur Neutralität verpflichten. Wenn die auf *Jensen u. Meckling*⁴⁴⁸ zurückgehende und weitgehend akzeptierte These zutrifft, dass Unternehmen bei der Gründung diejenige Leitungsstruktur wählen, die für das Unternehmen optimal ist, legt dies den Schluss nahe, dass die Frage der Vorteilhaftigkeit von Abwehrmaßnahmen für die Unternehmen jeweils individuell zu beantworten ist⁴⁴⁹. Sonst ist kaum zu erklären, warum die Unternehmen so unterschiedliche Bestimmungen in ihre Satzungen aufnehmen⁴⁵⁰.

aber nicht signifikant); Karpoff/Malesta, J. Fin. Econ. 25 (1989), S. 291 ff (aggregierte Daten); einen positiven Effekt fanden dagegen Pugh/Jahera, J. Fin. Res. 13 (1990), S. 221 (New York); keinen signifikanten Effekt in den Staaten Connecticut, Missouri und Pennsylvania fand Romano, Va. L. Rev. 73 (1987), S. 111, 180 ff.

⁴⁴² DeAngelo/Rice, J. Fin. Econ. 11 (1983), S. 329; Brickley/Lease/Smith, J. Fin. Econ. 20 (1988), S. 267;

McWilliams, J. Fin. 45 (1990), S. 1627: für einzelne Maßnahmen aber positive Kursreaktion; Eckbo, J. Fin. & Quant. Anal. 25 (1990), S. 491 : kein Effekt für anti-greenmail-Provisionen; Malezadeh/McWilliams, J. Appl. Bus. Res. 11 (1994), S. 48.

⁴⁴³ Jarrell/Poulsen, Midland Corp. Fin. J. 4 (1986), S. 39; dies. J. Fin. Econ. 19 (1987), S. 127; Agrawal/Mandelker, J. Fin. Quant. Anal. 25 (1990), S. 143: negativer Effekt für Zeitraum ab 22 nach Bekanntgabe der Änderung, davor kein signifikanter Effekt; Bhagat/Jefferis, J. Fin. Econ. 30 (1991), 193 ff: signifikante negative Reaktion in Relation zu strukturell vergleichbaren Unternehmen; Mahoney/Mahoney, Str. Mgt. J. 14 (1993), S. 17; signifikant negativer Effekt für Zeitraum später als 61 Tage nach der Bekanntgabe; Mahoney/Sundaramurthy/Mahoney, Manag. & Dec. Econ 17 (1996), S. 531: langfristig signifikante negative Effekte, keine Effekte aber bei anti-greenmail-Bestimmungen, Erschwernissen der Ablösung des Boards und Mehrheitsanforderungen; McWilliams/Sen, J. Fin. Quant. Anal. 32 (1997), S. 491: negativer Effekt dann, wenn Manager gleichzeitig Großaktionär;

⁴⁴⁴ Linn/McConnell, J. Fin. Econ. 11 (1983), S. 361: negative Effekte aber, wenn Übernahmehemmnisse wieder abgeschafft wurden; Lauterbach/Laitz/Vu, Mang. Dec. Econ. 12 (1991), S. 499: kein signifikanter Effekt im bis zum 20-ten Tag nach Bekanntgabe, danach positiver Effekt.

⁴⁴⁵ Jarrell/Ryngart, Effects of Poison Pills: negative Effekt in Subsample, keine Effekte im gesamten Sample; ebenso Jarrell/Poulsen, Mid. Corp. Fin. J. 4 (1986), S. 39; Malatesta/Walking, J. Fin. Econ. 20 (1988), S. 347; Choi/Kamma/Weintrop, J. L. Econ. Org. 5 (1989), S. 375; Strong/Meyer, Manag. & Dec. Econ. 11 (1999), S. 73 ; John/Lang/Shih, Antitakeover Measures; Comment/Schwert, J. Fin. Econ. 39 (1995), S. 3: kein signifikanter Effekt für 1985-1990, aber für 1984; Datta/Iskander-Datta, J. Bank. & Fin. 20 (1996), 1231: signifikanter negativer Effekt für Firmen, bei denen Übernahmespekulationen bestanden; Mahoney/Sundaramurthy/Mahoney, Manag. & Dec. Econ. 17 (1996), S. 531.

⁴⁴⁶ Brickley/Coles/Terry, J. Fin. Econ. 35 (1994), S. 371; Johnson/Meade, J. Appl. Bus. Res. 12 (1996), S. 10.

⁴⁴⁷ Vgl. etwa Daines/Klausner, J. L. Econ. Org. (2001), S. 83 ff m.w.N.

⁴⁴⁸ Jensen/Meckling, J. Fin. Econ. 4 (1976), S. 305 ff.

⁴⁴⁹ Vgl. aber Daines/Klausner, J. L. Econ. Org. (2001), S. 83, 110 ff., die in ihrer statistischen Untersuchung keine Gründe ausmachen können, warum Abwehrmaßnahmen für die betroffenen Unternehmen vorteilhaft sein sollte. Allerdings ist ein solches Ergebnis auf Grund des Problems der Nichtbeobachtbarkeit der meisten Unternehmensspezifika kaum aussagekräftig.

⁴⁵⁰ Vgl. aber Coates, Explaining Variation, S. 12 ff., der die unterschiedlichen Satzungen auf ein Versagen des „Marktes für Rechtsanwälte“ und daraus resultierende mangelhafte Beratungsleistung zurückführt.

ccc) Bewertung der empirischen Ergebnisse

Angesichts der Widersprüchlichkeit der empirischen Resultate erscheint es kaum möglich, eine Aussage darüber zu treffen, welche Motive für die untersuchten Übernahmeangebote bzw. Übernahmen ausschlaggebend waren. Es wäre daher müßig, jede der theoretisch möglichen Erwerbsmotive auf ihre empirische Implikation zu prüfen, wenn schon gar kein allgemein akzeptiertes empirisches Ergebnis vorliegt, mit dem diese Implikationen zu vergleichen wären. Hinzu kommt, dass man die einzelnen Hypothesen nicht isoliert testen kann, sondern vor dem Problem steht, dass eine empirische Beobachtung immer mit verschiedenen Hypothesen vereinbar ist⁴⁵¹. Eine Falsifizierung einzelner Hypothesen ist nicht möglich⁴⁵². Gerade durch die jüngsten IPO-Studien scheinen die Gegner einer Neutralitätspflicht des Managements der Zielgesellschaft wieder auf dem Vordringen zu sein. Die lange Zeit in der ökonomischen Literatur wenig umstrittene These, dass solche Maßnahmen ungeachtet der ungeklärten gesamtwirtschaftlichen Bewertung jedenfalls aus Sicht der Aktionäre der Zielgesellschaft unerwünscht sind, ist damit wieder ganz neu zur Diskussion gestellt.

cc) Möglichkeiten der börslichen Regulierung der Übernahmeangebote

Die Tatsache der theoretischen und empirischen Unsicherheit über eine optimale Übernahmeregulierung spricht noch nicht gegen eine Regulierung durch die Börsen. Im Gegenteil, als allgemeine Vorteile der Selbstregulierung wurde ja zum einen die Sachnähe der Beteiligten ausgemacht, zum anderen die Möglichkeit betont, das „richtige“ Recht im Wege eines kompetitiven Verfahrens auf dem „Markt für Regulierung“ zu finden. Wenn also gesetzgeberische Entscheidungen auf Grund des begrenzten Verstehens der bei Übernahmeangeboten ablaufenden Prozesse der Gefahr der Fehlregulierung ausgesetzt sind, gilt dies weniger für die Regulierung durch die im Wettbewerb stehenden Börsen. Aber andere Probleme dieser Art der Regulierung werden relevant, insbesondere die begrenzte Reichweite börslicher Regelungen (aa) und mögliche Fehlanreize auf Grund emittenteninterner Interessenkonflikte (bb).

aaa) Problem der begrenzten Reichweite von börslichen Regelwerken

Ein wesentliches Problem bei der Regulierung der Übernahmeangebote durch die Börse liegt in der eingeschränkten Reichweite solcher Regeln. Weniger problematisch ist dies hinsichtlich der Pflichten auf Seiten der Zielgesellschaft eines Übernahmeangebots. Solche Pflichten können – vorbehaltlich des § 23 Abs. 5 AktG – in dem dem Listing zu Grunde liegenden Rechtsverhältnis vereinbart werden. Schwer wird aber die Durchsetzung der Regeln über das Angebot, da nicht garantiert ist, dass der Übernehmer mit der Börse in einem Sonderrechtsverhältnis steht, so dass private Normen in diesem Fall keine ausreichende Lösung bieten.

⁴⁵¹ sehr aufschlussreich ist die Zusammenstellung bei Romano, in: Hopt/Wymeersch (Hrsg.), European Takeovers, S. 3, 46 f., aus der hervorgeht, dass die empirischen Untersuchung mit jeder der vorgestellten Hypothesen über die Übernahmeangebote vereinbar sind.

⁴⁵² Anders aber Reul, Pflicht zur Gleichbehandlung, S. 206: Dem „Konzept eines ‚Marktes für Unternehmenskontrolle‘ ist damit die empirische Basis entzogen“. Reul erreicht sein Ergebnis mittels eines unter wissenschaftlichen Gesichtspunkten äußerst zweifelhaften „Rosinenpickens“ unter den verschiedenen empirischen Studien. Letztlich muss er aber auch eingestehen dass „jeder Unternehmensaquisition...ein individuelles Motivationsgeflecht [unterliegt]“. Es ist aber ein Missverständnis, wenn geglaubt wird, die Idee des Marktes für Unternehmenskontrolle setze monokausale Erklärungsmuster voraus.

Aber auch bei der Regulierung der „angeschlossenen“ Emittenten kann es zu Fehlanreizen kommen. So könnte man darin, dass nur die an der Börse qualifiziert gelisteten Unternehmen an Übernahmeangebotsregeln gebunden werden, einen Wettbewerbsnachteil für diese sehen. In der Diskussion um das deutsche Übernahmerecht wurde immer wieder das Bedürfnis eines „*level playing fields*“ im Bereich der Übernahmeangebote betont. Die Übernahme deutscher Unternehmen (durch ausländische Unternehmen) dürfe nicht leichter gemacht werden als die Übernahme ausländischer Unternehmen durch deutsche⁴⁵³. Wer von einer grundsätzlichen Nützlichkeit des Übernahmedrucks auf die Unternehmenseffizienz ausgeht, wird einem solchen Vorbringen allerdings nichts abgewinnen können. Ein höherer Übernahmepressure auf die Unternehmen sollte dann zu einer höheren Effizienz der Unternehmen führen, was kaum als Nachteil gewertet werden kann. Wer von der Schädlichkeit des Übernahmedrucks ausgeht, der sollte diese in jedem Fall erschweren, unabhängig davon, welches Regulierungsniveau anderswo gewählt wurde. Das Argument der Erforderlichkeit eines „*level playing fields*“ erscheint hier in jedem Fall nicht zwingend und dürfte eher dazu bestimmt sein, sachfremde Motive im Bereich der Regulierung der Übernahmeangebote zu verschleiern.

Es ist in der Tat fraglich, inwieweit der Gesetzgeber im Bereich der Übernahmeangebote wirklich nur das Ziel der Förderung der Kapitalmarkteffizienz verfolgt. Wenn es etwa um das Gebot der Fairness geht, das eine Beteiligung aller an der Kontrollprämie erfordern soll, stehen eher distributive Anliegen im Vordergrund. Während solche Überlegungen dem sonstigen Kapitalmarktrecht jedenfalls insoweit fremd sind, wie sie zu Lasten der Markteffizienz gehen⁴⁵⁴, kommt ihnen also im Rahmen der Übernahmeangebotsregulierung im Grenzbereich zwischen Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht scheinbar Bedeutung zu. Ähnliches gilt für die Überlegungen, inländische Arbeitsplätze zu schützen oder gar die Unternehmenslandschaft vor einer „Überfremdung“ zu schützen. Für die Verwirklichung solcher Ziele bestehen bei den Börsen keine inhärenten Anreize.

Nun kann die begrenzte Reichweite der Börsenregeln aber auch ungeachtet solcher sachfremden Überlegungen die Anreize der Börse zur Regulierung der Übernahmeangebote reduzieren. Denn mag etwa eine Pflichtangebotsregel gesamtwirtschaftlich deswegen sinnvoll sein, weil sie verhindert, dass unterbewertete Unternehmen nur erworben werden, um sie auszuschlachten, so hat die Börse doch keine Möglichkeit, die Vorteile einer solchen Regelung vollständig zu internalisieren. Dies liegt daran, dass von einer Pflichtangebotsregelung an einer Börse die Aktionäre aller potentiellen Übernahmeobjekte profitieren können, ganz gleich, ob sie an der betreffenden Börse notiert sind oder nicht. Andererseits müssen die Kosten des Pflichtangebots ganz von den Emittenten an der regulierenden Börse getragen werden. Der Anreiz zur Regulierung von Angeboten zur Wertpapierübernahme geht für die Börsen dementsprechend nur soweit, wie „eigene“ Emittenten das Ziel der Übernahme sind.

⁴⁵³ Vgl. die Interpretation der wenig überraschenden Tatsache, dass 2/3 der deutschen Top-Manager eine Neutralitätspflicht ablehnen als Bedürfnis nach einem *level playing field* von v. Rosen, *Süddeutsche Zeitung* vom 12.11.2001 Seite 30; siehe auch Börsensachverständigenkommission, Standpunkte, S. 8; Heiser, *Interessenkonflikte*, S. 369 ff.

⁴⁵⁴ Vgl. 1. Kap. C II 3.

bbb) Das Prinzipal-Agent-Problem bei den Emittenten

Geht es nur um die Unternehmenswertmaximierung, so werden die Börsen die diesbezüglich optimalen Regeln für Übernahmeangebote auswählen. Problematischer ist es, wenn das Management über das Listing entscheidet und so unternehmensinterne Interessenkonflikte Bedeutung erlangen. Als das Hauptproblem des einzelstaatlichen Normgebungswettbewerbs bei der Übernahmeregulierung wird in den USA in der Tat die (faktische) Entscheidungsmacht des Managements über eine Reinkorporation angesehen⁴⁵⁵. So sind nach heute nahezu allgemein akzeptierter Auffassung die Defizite des amerikanischen Gesellschaftsrechts auf diesem Gebiet im Wesentlichen auf diesen Einfluss des Managements zurückzuführen. Da das Management daran interessiert ist, die Bedrohung durch mögliche Übernahmen möglichst gering zu halten, konkurrieren die Einzelstaaten in den USA um die restriktivste Regelung, ungeachtet der Interessen der Aktionäre.

Auch im Bereich der Normsetzung durch die Börsen ist dieses Problem bereits virulent geworden⁴⁵⁶. Die Regeln der NYSE ließen früher die Notierung von Mehrfachstimmrechtsaktien nicht zu, anders als die Regelwerke der Konkurrenzbörsen NASDAQ und AMEX. Solche Aktien bieten für das Management die Möglichkeit einer effektiveren Verteidigung gegenüber Übernahmeangeboten. In der Vergangenheit wurden daher die Regeln der NYSE auf Grund des größeren Drucks des „Marktes für Unternehmenskontrolle“ als die für die Aktionäre günstigeren angesehen⁴⁵⁷ – und umgekehrt als die für das Management ungünstigeren. Das mag ein Grund gewesen sein, warum sich im Zuge der Übernahmewelle der 80-er Jahre eine große Anzahl der Manager entschloss, von der NYSE an die Konkurrenzbörsen zu wechseln, wo ihnen größerer Spielraum bei der Abwehr von Übernahmeangeboten gelassen wurde. Dies veranlasste die NYSE schließlich, ebenfalls Aktien mit Mehrfachstimmrechten zuzulassen⁴⁵⁸.

Die Fehlanreize auf Seiten der Börse auf Grund des Prinzipal-Agent-Problems werden aber wieder dadurch abgeschwächt, dass die Börsen nicht nur an den Einnahmen durch die Listing-Gebühren, sondern auch an den Transaktionsgebühren und deswegen am

⁴⁵⁵ Vgl. ausführlich Bebchuk/Ferrell, Col. L. Rev. 99 (1999), S. 1168, 1173 ff.m.w.N.; vgl. dies., Va. L. Rev. 87 (2001), S. 101, 143 f. wo sie zur Lösung des Problems eine Takeover-Regelung auf Bundesebene mit der Möglichkeiten des „opting-out“ nach dem Willen der Aktionäre vorschlagen. Hinsichtlich der Entscheidung über das Listing ist das Management in den USA gar nicht mehr auf eine Zustimmung der Aktionäre angewiesen, was die Probleme aus dem Prinzipal-Agent-Problem noch verschärfen dürfte, vgl. Kahan, Va. L. Rev. 83 (1997), S. 1509, 1511 f.

⁴⁵⁶ Vgl. zu Folgenden auch Cox, Law & Contemp. Probs. 55 (1992), S. 157, 162 f.; Fischel, U. Chic. L. Rev. 54 (1987), S. 119, 120 f.

⁴⁵⁷ Gordon, Cal. L. Rev. 76 (1988), S. 1 ff. Differenzierend Grossman/Hart, J. Fin. Econ. 20 (1988), S. 175, passim et S. 200: Stimmrechtsdifferenzierungen können im Interesse der Aktionäre sein; ähnlich Fischel, U. Chic. L. Rev. 54 (1987), S. 119, 136 ff. Empirisch sind die Ergebnisse diesbezüglich gemischt. Einen negativen Kurseffekt bei Einführung von Mehrfachstimmrechtsaktien fanden Jarrell/Poulsen, J. Fin. Econ. 20 (1988), S. 129 ff keinen Effekt dagegen Partch, J. Fin. Econ. 18 (1987), S. 313 ff. Andere Untersuchungen haben sich auf die Auswirkungen auf die Übernahmehäufigkeit konzentriert. Keinen signifikanten Schutzeffekt der Mehrfachstimmrechte fanden Mikkelson/Partch, J. Corp. Fin.1 (1994), S. 175 ff., geringere Übernahmewahrscheinlichkeiten wurden dagegen diagnostiziert von DeAngelo/DeAngelo, J. Finan. Econ. 14 (1985), S. 33 ff.

⁴⁵⁸ Die NYSE betonte zuvor, dass sie ihre Regeln beibehalten würde und so das von ihr selbst diagnostizierte „race to the bottom“ verhindern würde, wenn die SEC den anderen Börsen ähnliche Regeln aufzwingen würde (vgl. Nachweise bei Fischel, U. Chic. L. Rev. 54 (1987), S. 119, 121 in FN 8). Entsprechende Versuche der Behörde scheiterten aber an ihrer mangelnden Kompetenz im Bereich des Gesellschaftsrechts, vgl. Business Roundtable vs. SEC, 905 F2d 406 (DCCir1990).

Gesamtumsatz interessiert sind⁴⁵⁹. Wenn nun die Börse Regelungen im Interesse des Managements zur Erschwernis von Übernahmeangeboten erlässt und diese Regeln nicht im Interesse der Anleger stehen, so reduziert sie damit die Attraktivität der Emittenten für die Anleger, was sich nachteilig auf den Umfang ihrer Partizipation auswirken wird. Dies reduziert die Anreize der Börse, den Interessen des Managements vor denen der Aktionäre nachzukommen, wenngleich es sie auch nicht ganz beseitigen muss.

ccc) Fazit

Eine börsenverantwortete Regulierung von Kontrolltransaktionen scheint jedenfalls unter zwei Voraussetzungen Erfolg versprechend. Erstens, es muss für die Problemlösung ausreichend sein, dass die Regeln nur diejenigen Personen erfassen, die in Reichweite der zwischen der Börse und den Emittenten bestehenden Rechtsbeziehung stehen. Zweitens, die Entscheidung über das Listing muss in den Händen der Aktionäre liegen und nicht in den Händen des Managements.

Wie auch schon im Rahmen der Publizitätsregulierung war eine stillschweigende Prämisse der vorangehenden Ausführungen, dass der Kapitalmarkt in der Lage ist, die Auswirkungen der Börsenregulierung zutreffend zu bewerten. Fehlt es an der Bewertungsfähigkeit, kommt es auch nicht zu den beschriebenen kapitalmarktgesteuerten Anreizzusammenhängen. Entscheiden die Aktionäre über den Handelsort, so werden die Börsen dann diejenigen Regelungen wählen, die die geringsten Regulierungskosten verursachen. Im Bereich der Übernahmeregulierung dürfte dies zu einer „*zero regulation*“ führen. Entscheidet dagegen das Management der Unternehmen über den Ort des Listings und ist es selbst auch zur Bewertung der Normen fähig, werden die Börsen diejenigen Regelungen wählen, die in Abwägung mit den Regulierungskosten dem Management am ehesten gerecht werden. Die Interessen der Aktionäre finden dann keine Berücksichtigung.

IV. Regulierung von Unternehmensinsidern

Die Frage der Notwendigkeit der Regulierung des Insiderhandels hat die ökonomische wie auch die juristische Literatur lange Zeit beschäftigt. Mit dem Erlass des WpHG ist unter diese Diskussion 1994 ein vorläufiger Schlussstrich gezogen worden. Diskutiert wird aber weiterhin um den gebotenen Umfang des Insiderhandelsverbots. Dies gilt zum einen bei der Frage der Auslegung der entsprechenden Tatbestände im WpHG, zum anderen aber hinsichtlich der Erweiterung der Insiderhandelstatbestände in Randbereichen. So kannte das Gesetz bis zu den Änderungen durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz zum Beispiel keine Pflicht des Vorstandes einer Aktiengesellschaft, eigene Aktienverkäufe offen zu legen, während das Regelwerk des Neuen Marktes der Deutsche Börse AG in Frankfurt eine entsprechende Verpflichtung schon in der Vergangenheit begründete.

Die Diskussion um die grundsätzliche Notwendigkeit eines Insiderhandelsverbots hat mittlerweile auch in der deutschen Literatur bis in die jüngst Zeit wiederholte monographische Aufarbeitung erfahren⁴⁶⁰. Es erscheint daher angemessen, von dem Versuch Abstand zu nehmen, die über dreißigjährige Diskussion in grundsätzlichen Fragen weiter entwickeln zu wollen. Bei der hier im Vordergrund stehenden Frage der

⁴⁵⁹ Vgl. Fischel, U. Chic. L. Rev. 54 (1987), S. 119, 121.

⁴⁶⁰ Vgl. vor allem Krauel, Insiderhandel und Lahmann, Ökonomische Analyse.

Möglichkeiten einer Regulierung von Unternehmensinsidern im Wege der Selbstregulierung durch die Börsen ist die ökonomische Theorie des Insiderhandels allerdings eine notwendige Vorfrage. Nur wenn die Folgen des Insiderhandels für Märkte, Unternehmen und Anleger erfasst sind, kann eine Aussage über eine sozial optimale Regulierung und über die entsprechenden Anreize der Börsen für eine Regulierung des Insiderhandels getroffen werden. Dementsprechend soll in der Folge, wenn es um die Anreize der Unternehmen zu einer eigenverantwortlichen Insiderregulierung geht, auch der Frage der sozial optimalen Insiderregulierung nachgegangen werden. Erst im Anschluss ist die Frage zu behandeln, inwieweit es Sinn machen könnte, die Börsen mit der Regulierung von Unternehmensinsidern zu betrauen.

1. Anreize zur freiwilligen Verpflichtung

Seit den grundlegenden Ausführungen von *Manne*⁴⁶¹ wird die These vertreten, Insiderhandel sei ein wirksames und preiswertes Instrument der Kontrolle des Managements durch die Eigentümer⁴⁶². Das Management partizipiere durch den Insiderhandel am Steigen des Kurswerts der Aktie und werde somit um Wertsteigerung bemüht sein. Auch soll der Insiderhandel die Verbreitung bewertungsrelevanter Informationen beschleunigen und durch die damit einhergehenden Kontrollmöglichkeiten zu einer Steigerung der Wohlfahrt der Eigentümer führen⁴⁶³. Dieses Anreizsystem sei für die Eigentümer deshalb preiswert, weil sie nicht selbst für die Kompensation aufkommen müssten, die Gewinne realisierten sich vielmehr am Markt. Der Insiderhandel sei damit eine Art konkludent vereinbarter Entlohnungsbestandteil.

Das Kompensationsargument ist in der Literatur auf starke Kritik gestoßen. Unstrittig ist zunächst, dass das obige Anreizargument bei den Insidern versagt, die keine Leitungsfunktionen im Unternehmen wahrnehmen⁴⁶⁴. Allerdings lässt sich der Anreizgedanke auch modifizieren. Die Insidergewinne könnten auch als ein notwendiger indirekter Ertrag für die „controlling shareholders“ angesehen werden. Das sind Aktionäre, die als Individuen, Familien oder Institutionen einen erheblichen Aktienanteil an einer Gesellschaft besitzen und in der Gesellschaft mitbestimmend tätig sind. Diese Aktionäre verzichten dafür auf eine breite Diversifikation ihrer Anlagen. Die Insidergewinne könnten dann der Ausgleich für die aus mangelnder Diversifikation folgenden Risiken sein. Dieser Aspekt wird insbesondere relevant, wenn es um die Möglichkeiten der Altaktionäre einer Gesellschaft geht, ihre regelmäßig erheblichen Unternehmensanteile nach einem Börsengang auf den Markt zu bringen.

Nun existieren keine aussagekräftigen empirischen Ergebnisse, die diese Anreizargumente stützen⁴⁶⁵. Gewisse Anreizwirkungen von Gewinnen aus Insiderhandel dürften aus ökonomischer Sicht jedoch unzweifelhaft sein⁴⁶⁶. Nicht gesagt ist damit aber, dass die Anreize auch sinnvoll sind oder die für das Unternehmen kostengünstigste Alternative der Entlohnung. Es sind bei der Beurteilung des Insiderhandels als Anreizmechanismus also zwei Fragen zu beantworten, nämlich erstens, ob von

⁴⁶¹ Manne, Harv. Bus. Rev. 1966, S. 116 f.; ders. Insider Trading and the Stock Market, S. 110.

⁴⁶² Vgl. etwa Carlton/Fischel, Stan. L. Rev. 1983, S. 857; Dye, J. Bus. 1984, S. 295.

⁴⁶³ Hirschey/Slovin/Zaima, J. Bank. Fin. 1990, S. 85 ff

⁴⁶⁴ Hopt, AG 1995, S. 353, 359.

⁴⁶⁵ Krauel, Insiderhandel, S. 33.

⁴⁶⁶ Ohne Fundierung der Einwand von Hopt /Will, Europäisches Insiderrecht, S. 41, dass die Leistung eines Managers am höchsten sei, wenn er ein gesichertes und stabiles Einkommen erhält.

Insiderhandlungsmöglichkeiten geeignete Anreize ausgehen und zweitens, ob dem Unternehmen nicht kostengünstigere oder wirkungsvollere Alternativen zur Vermittlung von Leistungsanreizen zur Verfügung stehen.

Von den Gegnern der Kompensationshypothese wird vor allem das Argument der „*perverse incentives*“ angeführt, also der Möglichkeit schädlicher Fehlanreize. Insiderhandel belohnt den Manager primär nicht wegen seiner Leistungen, sondern wegen seines Zugangs zu Informationen. Anreiz besteht somit vor allem zum Ausbau der Insideraktivitäten und zum Produzieren von Informationen. Nun könnten die Insider sich auch strategisch verhalten und ihr Wissen bis zu einem Zeitpunkt horten, an dem die Insiderhandelsgewinne am höchsten sind. Oder sie könnten es zu einem Zeitpunkt auf den Markt bringen, zu dem es aus Unternehmenssicht äußerst ungünstig ist⁴⁶⁷. Beachtet man dann auch noch, dass der Insider von besonders heftigen Kursbewegungen in beide Richtungen profitiert, besteht die Gefahr der Überproduktion schlechter Nachrichten, da diese leichter als gute geschaffen werden können⁴⁶⁸. Es werden sogar Anreize geschaffen, gute Nachrichten zu fingieren, bevor Aktien verkauft werden⁴⁶⁹.

Und schließlich kann für den Manager auch ein Projekt mit einem negativen erwarteten Erlös lukrativ sein. Unter Umständen gibt der Manager einem Projekt mit hohem Risiko aber niedrigem Erwartungswert den Vorzug vor einem Projekt mit niedrigem Risiko und höherem Erwartungswert⁴⁷⁰. Auf der anderen Seite riskiert er durch die Wahl solcher Projekte letztendlich seinen Arbeitsplatz, so dass diese Fehlanreize begrenzt sind und von der Höhe der möglichen Insiderhandelsgewinne abhängen⁴⁷¹.

Festzuhalten bleibt, dass der Insiderhandel keine perfekte Koordination der Interesse des Managements mit dem der Aktionäre ermöglicht. Das dürfte prinzipiell heute unumstritten sein. Unklar ist nur, ob unter dem Gesichtspunkt der Managementkontrolle überhaupt ein positiver Effekt von der Möglichkeit des Insiderhandels ausgeht oder ob er aus Sicht der Aktionäre sogar nachteilig ist⁴⁷².

⁴⁶⁷ Schotland, Va. L. Rev. 53 (1967), S. 1427f, Scott, J. Leg. Stud. 9 (1980), S. 801ff.; Haft, Mich. L. Rev. 80 (1982), S. 1051. Am deutlichsten lässt sich dies am Beispiel einer geplanten Fusion erkennen: es läge eigentlich im Interesse des Unternehmens, dass der Markt nicht vor der Übernahme informiert wird. Insiderhandel bewirkt aber gerade, dass der Kurs schon vorher reagiert und steigert damit die Kosten der Übernahme.

⁴⁶⁸ Rudolph, BFuP 1994, S. 114, 120 f.; Schotland, Va. L. Rev. 53 (1967), S. 1425, 1451; Levmore, Va. L. Rev. 68 (1982), S. 117, 149; Krauel, Insiderhandel, 40.

⁴⁶⁹ Ott/Schäfer, ZBB 1991, S. 226, 232; Benabou/Laroque, Quart. J. Econ. 1992, 921, 947. Hiergegen wurde von Easterbrook/Fischel, Corporate Law, S. 274 vorgebracht, dass das Management ja höchstens einmal die Möglichkeit habe, Fehlinformationen auf den Markt zu bringen, weil es ja insoweit von den Eigentümern kontrolliert würde. Indes unterliegt man bei dieser Argumentation einem Zirkelschluss: das Anreizsystem Insiderhandel sollte den Eigentümern die Kontrollaufgaben ja gerade abnehmen, vgl. Ott/Schäfer, ZBB 1991, S. 226, 234. Allerdings könnte man den negativen Anreizen dadurch begegnen, dass dem Management die Verwertung negativer Informationen untersagt wird bzw. durch ein Verbot des Kaufes von Put-Optionen oder des *Short Sellings* erschwert wird, vgl. Carlton/Fischel, Stan. L. Rev. 35 (1983), S. 857, 873; Krauel, Insiderhandel, S. 41.

⁴⁷⁰ Ott/Schäfer, ZBB 1991, S. 226, 232.

⁴⁷¹ So auch Krauel, Insiderhandel, S. 36, der jedoch auf S. 40 widersprüchlich feststellt, dass alle materiellen Anreize für den Manager, positive Informationen zu produzieren, entfallen.

⁴⁷² Immer wieder auch wurde vorgebracht, dass die Möglichkeit des Insiderhandels schon deswegen nicht als Lohnbestandteil taugt, weil zum Zeitpunkt der Vertragsverhandlungen der Umfang der möglichen Gewinne durch Insiderhandel völlig offen sei (vgl. etwa Hopt, AG 1995, S. 353, 356: „Lotterielos“). Auch sei es für das Unternehmen u.U. ziemlich teuer, eine Kompensation für einen risikoaversen Manager durch die Möglichkeit des Insiderhandels zu schaffen. So sei ein sinnvolles Verhältnis zwischen Leistung und Lohn nicht mehr in jedem Fall gewährleistet (vgl. schon Cox, Duke L. Rev. 20 (1968), S. 628, 649; Hetherington, Wis. L. Rev. 1967, 720, 730). Gegen den ersten Einwand spricht, dass auch bei anderen Anreizmechanismen, die an das Unternehmensergebnis i.w.S. anknüpfen, der Umfang der Kompensation ex ante nicht genau feststeht. Trotzdem sind solche Anreizformen wie etwa Aktienoptionsprogramme heute in der Wirtschaft gang und gäbe. Dort scheinen die Aktionäre die Vorteile

Aus Sicht der Unternehmen ließe sich die Gefahr des „*perverse incentive*“ und des „*moral hazards*“ seitens des Managements durch ein Verbot des Insiderhandels beseitigen, zumindest in dem Maße, in dem ein Insiderhandelsverbot auch tatsächlich durchgesetzt werden kann. Auch könnte der Marktwert der Unternehmung gesteigert werden, da der aus der Gefahr einer Transaktion mit einem Insider stammende Kursabschlag entfallen würde. Weiterhin drohen dem Unternehmen durch Insiderhandel auch Rufschäden, so dass ein Verbot durchaus wünschenswert sein kann⁴⁷³. Und schließlich ist fraglich, wem die Verwertungsrechte hinsichtlich der Informationen letztendlich zustehen, wobei dies nur dann wirklich relevant ist, wenn es um Informationen geht, die zur Verwertung an der Börse vorgesehen sind, wie etwa Analystenberichte u.ä.⁴⁷⁴.

Soweit damit aber nur die Interessen der Eigentümer geschützt werden sollen, könnte man einwenden, dass zwischen den Insidern und der Gesellschaft in der Regel Vertragsbeziehungen bestehen, in denen sich ein Insiderhandelsverbot freiwillig vereinbaren ließe. Zudem könnten andere, weniger riskante leistungsabhängige Entlohnungssysteme eingeführt werden. Dagegen lässt sich auch nicht vorbringen, dass im Verhältnis von Management und Aktionär ähnliche strukturellen Diskrepanzen bestehen, die den Gesetzgeber auf dem Gebiet des Arbeitsrechts zu eingehender Regulierung und einer Einschränkung der Vertragsautonomie bewogen haben⁴⁷⁵. Nun kann es sicherlich zu einem Koordinierungsproblem der Aktionäre kommen, wenn sich die Kleinaktionäre aus rationaler Apathie nicht für die Details der Unternehmensleitung interessieren und so ihre direkte Kontrollfunktion nicht wahrnehmen. Im deutschen System der Aufsichtsratskontrolle, zusammen mit dem großen Einfluss der Banken, ist an sich kaum zu befürchten, dass der Vorstand dies im Bereich des Insiderhandels zu seinen Gunsten ausnutzen kann. Problematisch ist die Situation aber dann, wenn sich die Großaktionäre ihrerseits Möglichkeiten des Insiderhandels versprechen und deswegen auch dem Vorstand diese Aktivitäten erlauben wollen⁴⁷⁶.

Bedenklich ist auch, wie ein vertraglich zwischen Management und Gesellschaft vereinbartes Insiderhandelsverbot durchgesetzt werden kann. Denn zum einen ist eine umfassende Kontrolle durch ein *monitoring* des Managements auf Grund der bestehenden Informationsasymmetrien weder den Aktionären noch dem Aufsichtsrat möglich⁴⁷⁷. So ist wahrscheinlich, dass die Kosten, die bei einer privaten Durchsetzung eines Insiderhandelsverbots auf Grund der erforderlichen Überwachungstätigkeit, des Informationsbedarfs und des Prozessrisikos entstehen, den Nutzen übersteigen und aus diesem Grund auf eine Vertragsklausel verzichtet wird⁴⁷⁸.

der Anreizwirkungen für wertvoller zu erachten als die dafür einzusetzende Summe (siehe näher Carlton/Fischel, Stan. L. Rev. 35 (1983), S. 857, 869; Easterbrook in: Pratt/Zeckhauser(Hrsg.), Principals and Agents S. 81, 87 f.)

⁴⁷³ Hopt, AG 1995, 353, 355 mit Hinweis auf die Entscheidung Diamond v. Oreamuno, 24 N.Y. 2d 910, 912 (N.Y. 1969), wo die Möglichkeit von Rufschäden diskutiert wird. Vgl. aber auch Freeman v. Decio, 584 F.2d 186, 194 (7th Cir. 1978), wo die Möglichkeit der Rufschädigung als spekulativ bezeichnet wird. Vgl. auch Krauel, Insiderhandel, S. 54, der zu Recht darauf hinweist, dass ein Rufschaden dann nicht mehr vorkommen sollte, wenn Insiderhandel legal ist und zudem im Interesse des Unternehmens ist.

⁴⁷⁴ Näher Krauel, Insiderhandel, 54 ff.

⁴⁷⁵ Anders wohl Ross, in: Edwards, F. (Hrsg.), Issues in Financial Regulations, S. 177 ff.

⁴⁷⁶ Krauel, Insiderhandel, S. 50.

⁴⁷⁷ Hopt, AG 1995, S. 353, 356; noch weitergehend Krauel, Insiderhandel, S. 51 der dem Aufsichtsrat schon jeden Willen abspricht, Maßnahmen gegen den Vorstand zu unternehmen.

⁴⁷⁸ Easterbrook, in: Pratt/Zeckhauser(Hrsg.), Principals and Agents, S. 81, 91.

Soweit ein Insiderhandelsverbot nur deswegen besteht, um den Insiderrisiko-Abschlag am Markt zu vermeiden, droht ein informationsbedingtes Marktversagen. Da die Anleger nicht beobachten können, ob ein Verbot tatsächlich durchgesetzt wird und die Kontrolle für die Unternehmen mit Kosten verbunden ist, liegt die klassische Situation eines „*markets for lemons*“ vor. Die Unternehmen bzw. die jetzigen Aktionäre werden die Kontrollkosten sparen wollen, die möglichen künftigen Aktionären werden ihre Diskontierung beibehalten, da sie nicht mit einer Durchsetzung rechnen werden⁴⁷⁹. Auch wenn aus Sicht des Unternehmens bzw. der Gesellschaft also gute Gründe für ein extern normiertes und sanktioniertes Insiderhandelsverbot sprechen, bliebe aber als weniger einschneidende Regulierung ein Verbot der Insidergeschäfte im Sinne eines präventiven Verbots mit Erlaubnisvorbehalts, das die Regelung auf diese Weise zur Disposition der Beteiligten stellt (sog. *opting-out* Lösung)⁴⁸⁰. Eine zwingende gesetzliche Lösung wäre unter diesem Gesichtspunkt nicht erforderlich.

2. Das Internalisierungsproblem bei der freiwilligen Verpflichtung

a) Insiderhandel als Instrument der Informationsverbreitung

Es ist eine weit verbreitete These, dass Insiderhandel positive Effekte auf die Informationseffizienz der Wertpapierpreise hat. Begründet wird dies damit, dass Insiderhandel die Verbreitung bewertungsrelevanter Informationen beschleunige und eine Glättung des Preisanpassungsprozesses verursache⁴⁸¹. Auch sei Insiderhandel zur Informationsbeschaffung deshalb günstig, weil diese gleichsam als Nebenprodukt anfalle, also keine zusätzlichen Kosten verursache⁴⁸². Dabei finden die Insiderinformationen in den Kurs dadurch Eingang, dass der Insider selbst entsprechend hohe Volumina handelt, die den Kurs beeinflussen. Oder aber dadurch, dass andere Marktteilnehmer die Aktivitäten des Insiders bemerken und entweder verstärkte Untersuchungen anstellen, um selbst an die entsprechende Information gelangen⁴⁸³ oder einfach die Handelsstrategie des Insiders kopieren.

In der Praxis stellt sich nun aber nicht die Frage, wie schnell und wie genau sich eine Insiderinformation auf diese Weise im Kurs widerspiegelt⁴⁸⁴. Entscheidend ist, ob diese Art der Informationsverbreitung gegenüber der Alternative in Form einer Ad-hoc-Publizitätspflicht überlegen ist. Gegenüber einer solchen Publizitätspflicht soll der Insiderhandel den Vorteil haben, dass er auch zu einer Veröffentlichung von Informationen führen wird, die positive externe Effekte auf andere Unternehmen haben, und solchen, die nicht von der Ad-hoc-Publizitätspflicht erfasst werden⁴⁸⁵. Sonst sprechen einige Argumente für ein Insiderhandelsverbot kombiniert mit einer Ad-hoc-Publizitätspflicht. Denn die Veröffentlichung falscher Nachrichten des Managements

⁴⁷⁹ Vgl. Krauel, Insiderhandel, S. 51 f, der allerdings nicht beachtet, dass die Gefahr nur dann besteht, wenn es darum geht, die Transaktionskosten aus dem Handel mit den Anteilen eines Unternehmens zu verringern und nicht dann, wenn den Aktionären an einem Verbot des Insiderhandels gelegen ist, um den *moral hazard* des Managements zu verhindern.

⁴⁸⁰ Dazu Ott/Schäfer, ZBB 1991, S. 226, 235; zu den Bedenken aber auch Hopt, AG 1995, S. 353, 360 f.

⁴⁸¹ Manne, Insider Trading and the Stock Market, S. 81 et passim; vgl. etwa auch Carlton/Fischel, Stan. L. Rev. 35 (1983), S. 857, 868; Wu, Colum. L. Rev. 68 (1968), S. 260, 266; Lorie, J. Legal. Stud. 9 (1980), S. 819, 821.

⁴⁸² Carlton/Fischel, Stan. L. Rev. 35 (1983), S. 857, 868.

⁴⁸³ So Ott/Schäfer, ZBB 1991, S. 226, 234.

⁴⁸⁴ Ausführlichst dazu Krauel, Insiderhandel, S. 22 ff.

⁴⁸⁵ Krauel, Insiderhandel, S. 21; Dooley, Va. L. Rev. 66 (1980), S. 1,63; Levmore, Va. L. Rev. 68 (1982), S. 117, 133 ff.

kann auf diese Weise sanktioniert werden und auch die Möglichkeit der Insider, durch strategisches Verhalten die Veröffentlichung von Informationen zu verzögern, entfällt. Andererseits ist eine Ad-hoc-Publizitätspflicht und ihre Durchsetzung mit Kosten verbunden, die bei einer Informationsverbreitung durch Insider nicht auftreten. Und auch hat die Praxis in Deutschland gezeigt, dass die Unternehmen die Auslegungsspielräume der Publizitätspflicht nutzen und die Ad-hoc-Meldungen häufig als Werbemaßnahmen missbrauchen. Auch hier bestehen also durchaus abträgliche Anreizwirkungen.

b) Insiderhandel und Schädigung der Anleger

Nach vor allem von Ökonomen häufig geäußelter Ansicht führt Insiderhandel keineswegs zu einer Schädigung anderer Marktteilnehmer, sondern ist vielmehr ein „*victimless crime*“⁴⁸⁶. Begründen lässt sich diese These wie folgt: angenommen der „innere“ Wert einer Aktie sinkt, etwa durch das Fehlschlagen einer Investition. Wird diese Information öffentlich, so wird der Marktwert der Aktie auf die entsprechende Höhe fallen. Besteht eine Ad-hoc-Publizitätspflicht, so würde die Kursanpassung dem Ereignis in kurzem Abstand nachfolgen, bei lediglich periodischer Publikation entsprechend später. Der Insiderhandel bewirkt nun schlicht einen Anpassungsprozeß, der einen geglätteten Übergang der Kurswerte zwischen den beiden Extremen ermöglicht. Die Schädigung der Anleger tritt aber nicht durch den Insiderhandel ein, sondern durch die Verschlechterung der Unternehmensdaten, die das Sinken des „inneren“ Wertes der Aktie bewirken⁴⁸⁷.

Nun ist es aber einsichtig, dass sich die Summe, die den Insidern zufällt, sonst unter den anderen Marktteilnehmern verteilt hätte und das Ergebnis ihres Marktengagements verbessert hätte. Der kritische Punkt ist die Kausalität zwischen den Handlungen der Insider und diesem normativ zu verstehenden Schaden der Anleger⁴⁸⁸.

⁴⁸⁶ Manne, Insider Trading, S. 61; ebenso Schneider, DB 1993, S. 1429, 1432.

⁴⁸⁷ Vgl. Krauel, Insiderhandel, S. 42 f.

⁴⁸⁸ Dies wird deutlich, wenn man die Gruppe der Nicht-Insider weiter aufsplittert in die Investoren, die ihr Kapital langfristig auf Grund rationaler Entscheidungen auf dem Markt anlegen und die sog. „liquidity traders“, die aus Liquiditätsgründen handeln, d.h. weder über Zeitpunkt noch über Umfang des Marktengagements disponieren können. Zu verneinen ist der Ursachenzusammenhang jedenfalls bei den Käufern, die ihre Anteile vor Beginn der Insideraktivität erworben haben. Gleiches gilt für den späteren Erwerb oder Verkauf, wenn er allein liquiditätsmotiviert, d.h. zeitpunktorientiert war und sich nicht am Kurswert ausgerichtet hat. Anders liegt es bei den Marktteilnehmern, die ihre Entscheidung auf Grund der Preisveränderung getroffen haben. Bewirkt der Insiderhandel etwa ein langsames Sinken der Kurse, so werden Anleger, die der Aktie zuvor indifferent oder ablehnend gegenüberstanden, sie nun unter Umständen von ihrem Kenntnishorizont aus als unterbewertet ansehen und deshalb eine Kaufentscheidung treffen, vgl. Schotland, Va. L. Rev. 53 (1967), S. 1425, 1432. Völlig verfehlt ist in diesem Zusammenhang der Hinweis, dass ein rational handelnder Anleger, der ein Abweichen des Börsenkurses von dem Kurs, den er für angemessen hält, immer auf eine Insideraktivität schließen kann und deswegen vom Handel Abstand nehmen wird (so aber Krauel, Insiderhandel, S. 43 und Dooley, Va. L. Rev. 66 (1980), S. 1, 34, die diejenigen Marktteilnehmer, die den Insiderhandel nicht erkennen, für nicht schutzwürdig halten). Abgesehen davon, dass auch der beschränkt rational handelnde Investor selbst unter dem Gesichtspunkt eines kapitalmarktfunktionsorientierten Anlegerschutzes nicht ganz schutzlos gelassen werden darf, liegt dem eine fehlerhafte Interpretation der Effizienzmarkthypothese zugrunde. Diese ist nur als ein Denkmodell zu verstehen, mit dem sich die Realität annäherungsweise beschreiben lassen soll. Ausgeblendet werden dabei die Vorgänge, die zu der Informationseffizienz der Preise führen. Dies sind nämlich gerade die Reaktionen der (rational handelnden) Anleger, die den Kurs bei einem Abweichen von seinem aus ihrer Sicht fairen Wert durch ihre Kauf- oder Verkaufsoffer bis hin auf diesen Wert zurück treiben. Da sich die individuellen Bewertungen der Marktteilnehmer unterscheiden werden, ergibt sich der letztlich faire Wert erst als Marktgleichgewicht von Angebot und Nachfrage. Der einzelne wird dann im voraus aber nicht genau ermitteln können, wo dieser Wert liegen wird (vgl. schon Wu, Colum. L. Rev. 68 (1968), S. 260, 264.). Das macht es für ihn aber auch unmöglich zu erkennen, ob die

Dem wird jedoch entgegengehalten, dass der sich rational verhaltende Anleger bei der Bewertung von Aktien ja den durch Insiderhandel erwarteten Verlust diskontiert und die Aktie niedriger bewertet⁴⁸⁹. Richtig ist, dass sich mit einem solchen unterstellten Rationalverhalten die distributiven Effekte bezogen auf die Gesamtheit der Anleger (auf Kosten der Emittenten) beseitigen lassen. Es ändert aber nichts an der Schädigung einzelner Anleger, bei denen sich das Insiderrisiko dann tatsächlich realisiert⁴⁹⁰.

Wenn das Ausmaß der Schädigung also durch den Risikobewusstsein der Anleger und ihre Diskontierungen verringert wird, lässt sich doch die Gefahr der Schädigung einzelner Marktteilnehmer nicht vollständig von der Hand weisen⁴⁹¹.

Nun haben die Emittenten – sofern sie die Maximierung des *Shareholder Value* betreiben – prinzipiell einen Anreiz, die Transaktionskosten der Investoren niedrig zu halten, da diese Transaktionskosten Einfluss auf die von den Anlegern geforderte Rendite haben. Das Emittenteninteresse an einem hohen Unternehmenswert und das Interesse des Anlegerpublikums können also gleichgerichtet sein.

Problematisch ist allerdings die Frage, inwieweit die Unternehmen Anlass haben, einen individuell wirkenden Anlegerschutz zu betreiben. Denn außer durch die Weitung der An- und Verkaufsspannen, die die Anleger in ihrer Gesamtheit betrifft, werden einzelne Anleger, bei denen sich das Insiderrisiko realisiert und die nicht über eine diversifizierte Anlagestrategie verfügen, in besonderem Maße von Insidertransaktionen betroffen sein. Ein wertmaximierendes Unternehmen hat keinen direkten Nutzen von einem individuellen Anlegerschutz. Allenfalls die Gefahr einer emotionalen Reaktion des Anlegerpublikums und der damit einhergehende Vertrauensverlust könnten dazu führen, dass das Unternehmen auch den Interessen der einzelnen Anleger überproportionales Gewicht beimisst. Aber auch in diesem Fall werden die Unternehmen jedenfalls nicht die Folgen berücksichtigen, die der Insiderhandel in ihren Papieren auf andere Emittenten haben kann, nämlich dann, wenn der Vertrauensverlust der Anleger den gesamten Markt betrifft.

3. Insiderregulierung durch die Börsen

Die prinzipielle Notwendigkeit einer unternehmensübergreifenden Insiderregulierung ist angesichts der voranstehenden Ergebnisse kaum zu bezweifeln und ist heute in der Literatur auch nicht mehr umstritten, wenngleich teilweise die freiwillige Selbstregulierung, wie sie von den Insiderhandelsrichtlinien konzipiert war, gegenüber einer gesetzlichen Regelung immer noch für vorzugswürdig gehalten wird⁴⁹². Bisher nicht behandelt wurde dagegen in der Literatur die Frage, ob zumindest in Teilbereichen eine Insiderregulierung nicht auch von den Börsen übernommen hätte werden können bzw. werden kann. Eine solche dem Markt überlassene Lösung kann angesichts der Unklarheiten über die Details einer optimalen Insiderregulierung den Vorteil haben, dass der „richtige“ Umfang der Insiderüberwachung durch das wettbewerbliche

Abweichung von seiner individuellen Werteinschätzung durch Insiderhandel bedingt ist oder einfach durch eine divergierende Bewertung einer bekannten Information durch andere Marktteilnehmer.

⁴⁸⁹ Vgl. zu dieser Diskontierung Dennert, *Kyklos* 1991, S. 181, 188; Scott, *J. Leg. Stud.* 9 (1980), S. 801, 807 ff.; Ott/Schäfer, *ZBB* 1991, S. 226, 229; Oberender/Daumann, *Ordo* 1993, S. 255.

⁴⁹⁰ solange Unsicherheit über die Insideraktivität besteht, ist der größtmögliche Verlust durch Insiderhandel immer größer als der erwartete Verlust. Dies folgt aus der Konstruktion des Erwartungswerts als gewichtetem Mittel der einzelnen möglichen Realisationen.

⁴⁹¹ Zum gleichen Ergebnis gelangen etwa Hopt/Will, *Europäisches Insiderrecht*, S. 47.

⁴⁹² So insbesondere Kress, *Kapitalmarktregulierung*, S. 208.

Experimentieren gefunden werden kann. Ansätze zu einer solchen börslichen Regelsetzung finden sich mittelbar in den bereits angesprochenen Pflicht der Leitungsorgane der Emittenten am Neuen Markt, eventuelle Transaktionen mit den Aktien des Emittenten offen zu legen. Und auch die in diesem Marktsegment vereinbarte Halte-Frist der Altaktionäre hat eine insiderrechtliche Komponente, indem sie schon ex ante den Anreiz nehmen will, die bestehenden Informationsasymmetrien zum „Kasse machen“ durch einen Börsengang auszunutzen.

Eine funktionierende Insiderregulierung durch die Börsen wäre dann möglich, wenn die Börsen adäquate Normsetzungsanreize haben und ihnen die Durchsetzung der Regelungen möglich ist.

Anreize zur Unterbindung des Insiderhandels bestehen für die Börsen aus zwei Gründen. In der Konkurrenz um das Listing der Emittenten haben die Börsen einen Anreiz, in Abwägung mit den Kosten der Normierung diejenigen Normen zu setzen, die möglichst viele Unternehmen zu einem qualifizierten Listing bewegen. Hier kommt es nun auf die obige Diskussion an, ob der Insiderhandel als Entlohnungsbestandteil im Interesse der Unternehmen steht oder aus ihrer Sicht schädlich ist. Jedenfalls besteht für die Börsen aber ein Anreiz, den Unternehmen eine dispositive Regelung anzubieten, die eine Möglichkeit schafft, sich glaubwürdig auf eine Unterbindung des Insiderhandels zu verpflichten.

Auch von der durch den Insiderhandel verursachten Benachteiligung des uninformierten Handels gehen adäquate Normsetzungsanreize für die Börsen aus. Wie gesehen erhöht die Existenz von Insidern am Markt die Gefahr von verlustbringenden Transaktionen für Nicht-Insider. Dies führt weiter zu einer Weitung der An- und Verkaufsspannen und damit zu einer Steigerung der impliziten Transaktionskosten der Investoren. Höhere Transaktionskosten können nun zu einem Abwandern der Anleger an andere Börsenplätze führen, wenn ausreichend Wettbewerb unter den Börsen herrscht und die Anleger damit wirkliche Alternativen zur Auswahl haben. Jedenfalls besteht immer die Konkurrenz mit zur Aktie alternativen Anlageformen wie festverzinslichen Wertpapieren, Sparbuch etc.

Prinzipiell ist folglich festzustellen, dass die Börsen einerseits Anreize haben, eine aus Unternehmenssicht optimale Insiderregulierung zu wählen, andererseits aber auch auf die Interessen der Anleger Rücksicht zu nehmen. Die diesbezügliche Funktionsfähigkeit des Marktes steht also im Interesse der Börsen.

Wie auch auf der Unternehmensseite ist allerdings fraglich, inwieweit die Börsen Anlass für einen individuell wirkenden Anlegerschutz haben, der die einzelnen (nicht diversifizierten) Anleger auch davor schützt, vom Insiderhandel in besonderem Maße getroffen zu werden. Der Gesetzgeber mag aus sozialschützenden Motiven die Benachteiligung einzelner Anleger unterbinden wollen⁴⁹³, für die Börsen gilt dies aber nur eingeschränkt. Sicherlich mag auch die Börse ein Interesse daran haben, dass die Anleger an ihrem Handelsplatz nicht übervorteilt werden. In ihrem Optimierungskalkül ist es aber durchaus denkbar, dass sie die Benachteiligung einzelner Anleger duldet, wenn nur der sonstige positive Effekt des Insiderhandels überwiegt. Auch hier gilt, dass allenfalls die Gefahr einer emotionalen Reaktion des Anlegerpublikums und der damit einhergehende Vertrauensverlust dazu führen könnte, dass die Börse auch den Interessen der einzelnen Anleger überproportionales Gewicht beimisst. Anders als die einzelnen

⁴⁹³ Vgl. zur Diskussion um den Anlegerschutz ausführlich 1. Kap. C. II.

Unternehmen wird die Börse dabei auch die *Spillover*-Effekte auf andere gelisteten Unternehmen berücksichtigen. Auch bei ihren Erwägungen unberücksichtigt bleiben allerdings die Wirkungen auf andere Börsen bzw. Märkte.

a) Gefahr des „*market shoppings*“ der Insider

Nun wurde bei dieser ersten Betrachtung die Möglichkeit externer Effekte der Insiderhandelsregulierung vernachlässigt. In der Literatur findet sich aber der Hinweis auf das Problem des sog. *market shoppings* von Insidern bei den Aktien derjenigen Unternehmen, die mehrfach notiert sind. Wenn Aktien also nicht nur an einer Börse gehandelt werden und die Insiderbestimmungen an den verschiedenen Börsenplätzen unterschiedlich sind, könne es dazu kommen, dass sich gerade die Insider diejenigen Handelsorte mit den schwächsten Vorkehrungen gegen den Insiderhandel aussuchen⁴⁹⁴. Dadurch könnten die Insidernormen der anderen Börsen unterlaufen werden und es drohe eine informative Fragmentierung des Marktes. Der Erfolg der proprietären Handelsplattformen, die die Anonymität der Parteien gewährleisten, kann als gewisses Indiz dafür gewertet werden, dass so auch eine wettbewerbliche Insidernormierung unterlaufen würde. Im Ergebnis könnte es so zu einem „*race to the bottom*“ um die nachgiebigste Insiderregulierung kommen.

In der ökonomischen Theorie scheint diese Argumentation entgegen ihrer intuitiven Eingängigkeit zunächst kaum eine Stütze zu finden. Denn einiges spricht dafür, dass ein Verbot des Insiderhandels auch bei potentieller Gefahr des „*market shoppings*“ im Interesse der Börsen steht und damit – spieltheoretisch formuliert – eine dominante Strategie darstellt. Von den Interessen der Börsen hängt es aber ab, ob es zu einem „*race to the bottom*“ oder zu einem „*race to the top*“ kommt⁴⁹⁵. Der Grund für ein solches Interesse am Verbot des Insiderhandels ist zum einen seine Wirkung auf die Nicht-Insider. Diese werden für ihre Transaktionen den Markt wählen, in dem ein Insider-Verbot durchgesetzt wird, da sie dann weniger der Gefahr des Handels mit einem informativ überlegenen Transaktionspartner ausgesetzt sind. Entscheidend ist nun aber zum anderen, dass auch die Insider ein Interesse daran haben, den Markt zu wählen, in dem die Nicht-Insider handeln. Die Insider können ihren Informationsvorteil nämlich nur dann verborgen halten, wenn sie in einem Markt handeln, in dem auch ein größeres Maß nicht informierten Handels stattfindet. Im Ergebnis wird so der Markt mit den striktesten

⁴⁹⁴ So etwa die Einschätzung von Mennicke, Sanktionen, S. 157 ff.; Ebenroth/Wilken, JZ 1991, S. 1061, 1070; Wymeersch, in: Hopt/Wymeersch (Hrsg.), *European Insider Dealing*, S. 65, 68, 125. vgl. auch die Äußerungen des früheren SEC Commissioners Bevis Longstreeth: „If we don't bend, we run the risk of forcing our investors offshore, where our securities laws provide no investor protection at all, and of diminishing the U.S. as the dominant market“ (zitiert nach Chowdry/Nanda, *Review of Financial Studies* 4 (1991), S. 483, 486 Fn 4).

⁴⁹⁵ Vgl. Licht, *Yale J. Int'l. L.* 24 (1999), S. 61, 120 ff. In seiner einfachen spieltheoretischen Untersuchung betrachtet Licht drei verschiedene Szenarien der Normgebungskonkurrenz zweier (staatlicher) Regulierer. In der ersten Konstellation haben beide Regulierer eine unbedingte Präferenz für ein Verbot des Insiderhandels. Dann besteht ein Gleichgewicht, in dem in beiden Staaten ein Insiderhandelsverbot besteht. In der zweiten Konstellation wollen die Regulierungsbehörden nur dann ein Verbot durchsetzen, wenn es das andere Land auch macht. Auch hier besteht das Gleichgewicht in der Normierung eines Verbots. In der letzten Konstellation ist ein Staat indifferent gegenüber dem Insiderhandel oder will jedenfalls nicht selbst ein Verbot durchsetzen, während der andere Staat ein Verbot unbedingt befürwortet. Hier besteht das Gleichgewicht darin, dass nur ein Staat das Verbot aufstellt. Nicht betrachtet wird in der Untersuchung der durchaus realistische Fall, dass beide Staaten zwar ein gemeinsames Insiderhandelsverbot wünschen, aber durch eine laxen Regulierung ihren Marktanteil vergrößern wollen. Dieses Szenario stellt ein Gefangendilemma da, in dem am Ende der Insiderhandel in keinem Staat verboten ist und dementsprechend kein Staat einen kompetitiven Vorteil hat.

Insidernormen den größten Handel auf sich ziehen⁴⁹⁶. Folge müsste demnach ein regelrechtes „*race to the top*“ der Börsen um die wirksamste Insiderregulierung sein. Voraussetzung für dieses ist allerdings, dass die nichtinformierten Anleger rational handeln, dass sie in der Lage sind, die Gefahr des Insiderhandels an einem bestimmten Markt richtig zu bewerten und dass die Möglichkeit besteht, an eine andere Börse zu wechseln, also ausreichender Wettbewerb herrscht. Fehlt es etwa an der umfassenden Rationalität des nichtinformierten Handels, so findet das *pooling* dieser Anleger am Markt mit dem höchsten Schutzniveau nicht statt. Und dementsprechend haben die Insider dann auch wieder die Möglichkeit, sich an Märkten mit weniger strengen Insidervorschriften unter den nichtinformierten Handel zu mischen und so Insidergewinne zu realisieren. Die Realität dürfte also irgendwo in der Mitte zwischen dem Szenario eines „*race to the top*“ und eines „*race to the bottom*“ liegen. Festzuhalten bleibt damit, dass auf Grund der dargestellten externen Effekte bei realistischen Annahmen mit einer optimalen Insiderregulierung durch die Börsen nicht zu rechnen ist.

b) Prinzipal-Agent-Problem bei der Listing-Entscheidung

Hinzu kommt hier auch wieder der Aspekt möglicher emittenteninterner Interessenkonflikte. Kein Problem besteht, wenn Insiderhandel tatsächlich im Interesse von Management und Aktionären ist, etwa weil die Aktionäre eine positive Anreizwirkung erwarten. Dann würde sich im Wettbewerb ein Regime ergeben, das Insiderhandel nicht unterbindet bzw. den Umfang gesetzlicher Regelungen nicht überschreitet. Diese Lösung wäre auch gesamtwirtschaftlich sinnvoll.

Anders sieht es allerdings aus, wenn der Insiderhandel bzw. die verbleibenden Möglichkeiten für die Unternehmensinsider, aus ihrer informativen Überlegenheit Kapital zu schlagen, aus Aktionärssicht unerwünscht ist. Dann kommt es wie auch schon bei der Regulierung der Unternehmenspublizität und der Übernahmeangebote entscheidend darauf an, wer die Entscheidung über das Listing an einer Börse fällt. Kommt diese Entscheidung dem Management zu, so bestehen seitens der Börsen Anreize, dessen Interessen eher nachzukommen und die Interessen der Aktionäre eher zu vernachlässigen. Offensichtlich ist dann eine sozial optimale Normierung nicht mehr zu erwarten. Anders ist es, wenn die Aktionäre über das Listing entscheiden. Dann bleibt es bei den gewünschten Anreizen für die Börse, wenn es um Unternehmen geht, deren Anteile breit gestreut sind. Hat ein Unternehmen dagegen einen oder mehrere kontrollierende Anteilseigner, kann es ebenso zu Fehlanreizen kommen, wenn diese ein Interesse daran haben, Gewinne durch Ausnutzung von Insiderinformationen zu erzielen. Dies wird insbesondere bei der Regulierung und Überwachung von Haltefristen für Altaktionäre bei einem Börsengang relevant werden. Andererseits ist diese Selbstbindung für die Altaktionäre eine äußerst wirksame Möglichkeit, die Qualität des Unternehmens zum Zeitpunkt des *going public* glaubhaft zu signalisieren. Dies gilt nicht nur gegenüber

⁴⁹⁶ So das Ergebnis der modelltheoretischen Untersuchung von Huddart/Hughes/Brunnermeier, J. Acc. Econ. 26 (1999), S. 237; vgl. auch Chowdry/Nanda, Review of Financial Studies 4 (1991), S. 483. Allerdings modellieren letztere nicht den Wettbewerb zwischen den Börsen, sondern betrachten nur die Konkurrenz der *Market Maker* um die Kundenorder. Im Prinzip lässt sich das Ergebnis aber auch auf die Börsenkonkurrenz übertragen. Bedenken könnten allerdings deswegen bestehen, weil die Börsen -wie bereits gezeigt - aus strategischer Sicht nicht unbedingt eine Interesse an vollständiger Preis- und Orderpublizität haben, (Chowdry/Nanda, aaO, S. 503). Vgl. zur Konzentration von informierten und uninformatierten Handel auch maßgeblich Admati/Pfleiderer, Rev. Fin. Stud. 1 (1988), S. 3, die ein entsprechendes Ergebnis für die zeitliche Verteilung des Handels erhalten.

den potentiellen Neuaktionären, sondern auch gegenüber der Börse, die aufgrund der bestehenden Informationsasymmetrie die Qualität eines Emittenten ebenso nur schwer beurteilen kann. Die Börse ist aber zur Sicherung ihrer Reputation daran interessiert, nur Emittenten zuzulassen, die auch längerfristig am Markt bestehen können.

c) Durchsetzbarkeit börslicher Insiderregelungen

Die Insiderregelungen stellen keine *self-enforcing regulation* dar. Die Insider als Regelungsadressaten haben ein Interesse an der Ausbeutung ihres Informationsvorsprungs. Bedeutung erlangen damit die Möglichkeiten der Börse, für eine Durchsetzung autonomer Insiderregelungen zu sorgen. Wie schon im Rahmen der Beschreibung der bis 1994 geltenden Insiderhandelsrichtlinien näher ausgeführt⁴⁹⁷, können vor allem drei Aspekte der Durchsetzung problematisch sein. Erstens ist fraglich, inwieweit für eine effektive Durchsetzung eines Insiderhandelsverbots hoheitliche Eingriffsbefugnisse, insbesondere die zwangsweise Beweiserhebung, erforderlich sein mögen. In Deutschland wäre dies dann jedenfalls kein Problem, wenn die Börsen die Insiderregulierung als Teil der öffentlich-rechtlichen Aufgabenzuweisung erledigen würden.

Problematischer ist dagegen jedenfalls, dass der Adressatenkreis einer börsenverantworteten Insiderregulierung auf Personen beschränkt ist, die zur Börse in einer besonderen Rechtsbeziehung stehen⁴⁹⁸. Ein umfassendes Verbot der Ausnutzung von Insiderinformationen durch Sekundärinsider wäre damit nicht erreichbar.

Und letztlich dürfte das Hauptproblem einer börsenverantworteten Insiderregulierung in der Überwachungsleistung liegen. Unmittelbar kontrollieren können die Börsen nur den Handel am eigenen Handelsplatz. Das „*market shopping*“, d.h. der Handel der Insider in außerbörslichen Transaktionssystemen oder dem Freiverkehr an anderen Börsen, ist so nicht zu verhindern. Eine gewisse zentralisierte Aufsicht ist zur Überwachung der Einhaltung von Insiderhandelsvorschriften dementsprechend in den meisten Fällen unerlässlich.

d) Fazit

Es bleibt festzustellen, dass der Selbstregulierung des Problems des Insiderhandels durch die Börse Grenzen gesetzt sind. So ist ihr eine Kontrolle des Handels an anderen Börsen oder elektronischen Transaktionssystemen schon faktisch nicht möglich. Dies reduziert unter realistischen Annahmen den Anreiz, ein effizientes Regulierungsniveau zu wählen. Hinzu kommt, dass eine umfassende Durchsetzung eines Insiderhandelsverbots allein durch die Börse durch die rechtliche Begrenzung des möglichen Adressatenkreises der Regeln nicht möglich ist. Die Börsen scheinen dafür für eine allgemeine Insiderhandelsregelung und deren Durchsetzung nicht geeignet. Wie sich im rechtsanalytischen Teil der Arbeit zeigen wird, treten die angesprochenen Probleme auch bei den mit den Altaktionären vereinbarten Veräußerungsverboten auf, wengleich hier rechtliche Konstruktionen bestehen, die das „*market shopping*“ erschweren und die Überwachung des Verbots in gewissem Umfang ermöglichen.

⁴⁹⁷ Siehe 2. Kap. B II 1 b bb aaa.

⁴⁹⁸ Vgl. Kahan, Va. L. Rev. 83 (1997), S. 1509, 1516 f., der zudem für naheliegend hält, dass die Durchsetzung des Insiderhandelsverbots zwingend auf strafrechtliche Sanktionen angewiesen ist.

G. Ergebnis zur ökonomischen Theorie der Selbstregulierung der Börsen

Die Analyse der verschiedenen Bereiche der möglichen Selbstregulierung der Börsen hat gezeigt, dass mit wenigen Ausnahmen eine sozial optimale Regulierung nicht garantiert ist.

Ein zentrales Ergebnis der vorangehenden Untersuchung ist weiter, dass entgegen einer weit verbreiteten Ansicht eine gewinnorientierte Börse als Regulierer aus regulierungstheoretischer Sicht eher geeignet scheint als ein mitgliedschaftlich organisierter Unternehmensverband, dessen Mitglieder letztlich auch egoistische Ziele verfolgen, bei dem aber zusätzlich auf Grund verteilungspolitischer Erwägungen wichtige Innovationen blockiert werden können.

Bei der Regulierung von Emittenten und Insidern durch die Börse ist schließlich unabhängig von der Organisationsstruktur mit einer optimalen Regulierung nicht zu rechnen. Vom Bestreben der Börse bzw. ihrer Mitglieder nach Maximierung ihres Gewinns gehen zwar gewisse Anreize aus, die auch im Interesse des Allgemeinwohls stehen. Letzlich ist aber nicht gesichert, dass diese weit genug gehen. Der Staat wird sich einer gewissen Auffangverantwortung in den betrachteten Regulierungsbereichen nicht entziehen können. Allerdings sei hier zum wiederholten Male betont, dass es die Komplexität der Regulierungsmaterie wahrscheinlich macht, dass auch der Gesetzgeber auf Grund seines begrenzten Kenntnishorizonts nicht in der Lage zu einer optimalen Regulierung ist. Dann könnte der wettbewerbliche Mechanismus, der das Finden des „richtigen“ Rechts in einem fortlaufenden Prozess ermöglicht, trotz der aufgezeigten Anreizdefizite vorzugswürdig sein.

In Bezug auf die Regulierung der *Corporate Governance* der Emittenten und ihres Publizitätsverhaltens sind börsliche Regelwerke zur Lösung des Standardisierungsproblems ausreichend, wenn man sich die Möglichkeit eines Wettbewerbs um effiziente Standards offen halten will. Auch das Bindungsproblem kann durch die Intermediationsinstanz Börse gelöst werden, wobei es dabei aber auf die noch in der Folge zu diskutierenden rechtlichen Ausgestaltungsmöglichkeiten ankommt. Problematischer ist eine Regulierung durch die Börse im Hinblick auf die Internalisierungsproblematik. Zwar hat die Börse weitergehende Anreize, die Effekte des Verhaltens einzelner Emittenten auf den gesamten Handelsplatz zu berücksichtigen, ganz lösen von den Interessen der Emittenten wird sie sich jedoch nicht. Dies gilt offensichtlich für die Berücksichtigung von Interessen Drittbetroffener wie Arbeitnehmer, Gläubiger oder der Allgemeinheit, gilt aber auch für den Anreiz der Börse, einen individuell konzipierten Anlegerschutz zu betreiben. Ähnlich ungewiss ist die Lösung der Prinzipal-Agent-Problematik auf Seiten der Emittenten, da die Börse auch in diesem Punkt in gewissem Umfang von den Entscheidungsträgern abhängig ist. Allerdings bestehen auch hier auf Grund des Interesses der Börsen an einem hohen Handelsumsatz gewisse Anreize, einen weitergehenden Schutz des Anlegerpublikums zu betreiben.

Abstrahiert man von den Unterschieden im Detail, so lassen sich drei Bedingungen ausmachen, die aus ökonomischer Sicht für die Bewertung der Möglichkeiten der Börsenselbstregulierung von Bedeutung sind. Dies sind die Bewertungsfähigkeit des Publikums hinsichtlich der börsenverantworteten Normen, der Wettbewerbsdruck, dem die Börsen ausgesetzt sind und die Frage, wer bei den Emittentengesellschaften über das Listing zu entscheiden hat.

Bei der Bewertungsfähigkeit des Anlegerpublikums ist weiter zu unterscheiden zwischen der Bewertungsfähigkeit einzelner Anleger und der des Marktes. Erstere wird relevant, wenn es auf die individuelle Bewertung der börslichen Organisationsregulierung ankommt, letztere ist Ausschlag gebend bei den drittbezogenen Regulierungen der Börsen, wo dem Anlegerpublikum der Schutz durch den Preismechanismus zukommt und es dadurch von der Bewertungsleistung der professionellen Marktteilnehmer profitieren kann.

Der Höhe des Wettbewerbsdrucks ist verantwortlich dafür, inwieweit den einzelnen Börsen Marktmacht zukommt, innerhalb derer sie eine verzerrende Regulierungsentscheidung treffen können. Dabei kommt es aber nicht nur auf den tatsächlich bestehenden Wettbewerb an, sondern auch darauf, inwieweit eine Bedrohung durch potentielle Wettbewerber besteht, die zu mit dem Wettbewerb vergleichbaren Anreizwirkungen führen kann.

Und schließlich ist die Frage, wer auf Seiten des Emittenten über das Listing zu entscheiden hat, bedeutsam für die Entscheidung der Börse, ob sie ihre Regulierung an den Interessen des Managements der Unternehmen ausrichtet oder an den Interessen der Anleger. Nur letzteres kann zu einer sozial optimalen Regulierung führen.

4. Kapitel

Die ökonomischen und rechtlichen Rahmenbedingungen der Börsenselbstregulierung

Im vorangegangenen Kapitel wurden mit der Bewertungsfähigkeit der Anleger, dem Wettbewerbsdruck auf dem „Markt für Börsenregulierung“ und der emittenteninternen Kompetenzverteilung drei Bedingungen ausgemacht, die für den Erfolg selbstregulativer Steuerung im Börsengeschehen von Bedeutung sind. Im nächsten Schritt gilt es zu prüfen, inwieweit die bisherigen theoretischen Aussagen zu einer unkonditionalen Beurteilung verdichtet werden können. Sind also die Bedingungen identifiziert, von denen der Erfolg der eigenverantworteten Regulierung durch die Börsen abhängt, soll nun geprüft werden, in welchem Umfang diese Bedingungen gegenwärtig in der Praxis erfüllt sind.

In der Folge werden entsprechend die kapitalmarktliche Bewertungsfähigkeit (A.), die Wettbewerbssituation in der momentanen Börsenlandschaft (B.) und das emittenteninterne Problem der Entscheidungsgewalt über die Wahl des Handelsplatzes (C.) einer näheren Analyse unterzogen. Betont werden muss an dieser Stelle, dass das dabei entwickelte Bild nur eine Momentaufnahme der gegenwärtigen Situation darstellt, während die vorangehenden theoretischen Aussagen in ihrer Bedingtheit von dauerhafter Gültigkeit sind.

A. Bewertungsfähigkeit der Kapitalmärkte

Eine hinreichende Bedingung dafür, dass die Kapitalmärkte zu einer korrekten Bewertung von börsengesetzten Normen in der Lage sind, ist das Vorliegen einer generellen Informationseffizienz der Märkte¹. Bewertungseffizienz und

¹ Vgl. zum Begriff der Informationseffizienz bereits 1. Kap. D II. 1.

Informationseffizienz sind also eng miteinander verbunden². Werden alle Informationen vom Kapitalmarkt korrekt aufgenommen, dann gilt dies zwangsläufig auch für die Kapitalmarktnormen. Umgekehrt muss aber das Fehlen einer allgemeinen Informationseffizienz nicht bedeuten, dass der Markt auch die Kapitalmarktnormen unzutreffend bewertet.

In der deutschen Literatur wurde die sog. Effizienzmarkthypothese, nach der in der Praxis von prinzipiell von einer mittelstarken Informationseffizienz der Kapitalmärkte auszugehen ist, weit weniger akzeptiert als dies im angloamerikanischen Raum (zunächst) der Fall war. Lange Zeit schien die Ablehnung durch den lapidaren Hinweis, dass jedenfalls die deutschen Kapitalmärkte nicht effizient seien, gerechtfertigt zu sein³. Nun sind die Unterschiede zwischen den deutschen und den ausländischen Kapitalmärkten aber in vieler Hinsicht geringer geworden. Jedenfalls in seiner Gesamtheit wird man den deutschen Kapitalmarkt nicht mehr ungeprüft als informationsineffizient bezeichnen können. Denn der Grad der Informationseffizienz eines Marktes kann sich nicht nur im Laufe der Zeit ändern, sondern kann auch über die verschiedenen Marktsegmente wie auch bei verschiedenen Einzeltiteln variieren.

Wird die Effizienzmarkthypothese heute dementsprechend in der juristischen Literatur nicht selten wenigstens dem Grunde nach akzeptiert, so ist sie in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur spätestens nach einem Übersichtsartikel von *Fama* aus dem Jahre 1991⁴, in dem er empirische Ergebnisse resümierte, die mit effizienten Märkten nicht vereinbar scheinen, wieder massiv in die Kritik geraten⁵. Die Aussage von *Jensen* aus dem Jahre 1978, als er feststellte, dass es keine andere Theorie in der Ökonomik gebe, die besser empirisch fundiert ist als die Effizienzmarkthypothese⁶, gilt als überholt.

Allerdings muss man sich bewusst machen, dass es sich bei der Effizienzmarkthypothese schon im Ansatz um ein theoretisches Konstrukt handelt, welches von bestimmten Marktunvollkommenheiten abstrahiert. Eine vollkommene Informationseffizienz wird es in der Realität nicht geben⁷. Denn da die Informationsbeschaffung Kosten verursacht, brauchen die Marktteilnehmer einen Anreiz, neue Informationen in den Markt zu bringen. Dieser Anreiz liegt darin, dass die bestehende Ineffizienz der Börsenkurse zu gewinnbringenden Transaktionen ausgenutzt werden kann, bis der Preis auf ein Niveau getrieben ist, der die neuen Informationen widerspiegelt. Natürlich sind dann die Kapitalmärkte während der Anpassungsprozesse nicht vollkommen effizient. Und Informationen werden auch nur solange gesammelt, bis die Grenzkosten der

² Gehrke/Rapp, Die Betriebswirtschaft 52 (1994), S. 5, 12; Kress, Kapitalmarktregulierung, S. 36. In der Literatur (z.B. Reul, Pflicht zur Gleichbehandlung, S. 141 ff., 146 ff m.w.N.) findet sich teilweise die Unterscheidung in spekulative und allokativen Effizienz, wobei mit der spekulativen Effizienz letztlich doch die Informationseffizienz und mit allokativen Effizienz die Bewertungseffizienz gemeint ist.

³ Vgl. etwa Assmann/Bozenhardt, Übernahmeangebote, S. 46; Immenga/Noll, Feindliche Übernahmeangebote, S. 156. Einen Überblick über die ältere deutsche empirische Literatur gibt Möller, ZfbF 37 (1985), S. 500 ff.

⁴ Fama, J. Fin. 46 (1991), S. 1575 ff.

⁵ Vgl. zur jüngeren kritischen Literatur die umfassende Übersicht bei Hirshleifer, J. Fin. 56 (2001), S. 1533 ff.; 1555 ff.

⁶ Jensen, J. Fin. Econ. 6 (1978), S. 95; vgl. auch noch Walz, ZfbF 45 (1993), Sonderheft 32, S. 85, 101 f.: Kapitalmarkt-effizienzhypothese gilt als getestet und erwiesen u. Hahn, ZBB 1990, S. 10, 12: Märkte effizient nach der mittelstarken Version.

⁷ Vgl. schon Grossman/Stiglitz, Am. Econ. Rev. 70 (1980), S. 393, 405; Fama, J. Fin. 46 (1991), S. 1575.

Informationssuche dem Grenznutzen der Ausbeutung der Informationen auf dem Markt entsprechen⁸.

Nun kommt es aber für die hier betrachtete Fragestellung allerdings gar nicht auf eine *absolute* Bewertungseffizienz an, sondern darauf, ob der Kapitalmarkt zu einer zutreffenden *relativen* Bewertung von verschiedenen Normen in der Lage ist. Oder anders formuliert: steigt der Börsenwert einer Unternehmung dann, wenn Normen gesetzt werden, die auf den „wirklichen“ bzw. „inneren“ Wert positiven Einfluss haben? Dass sich Ökonomen bei der Überprüfung der Effizienzmarkthypothese mit viel komplexeren und differenzierteren Fragestellungen beschäftigen, ist legitim. Für die hier geführte Analyse sind solche Feinheiten aber irrelevant. Dies wird in der juristischen Literatur häufig übersehen, wenn die Effizienzmarkthypothese mit Hinweis auf die Umstrittenheit innerhalb der wirtschaftswissenschaftlichen Disziplin als theoretische Grundlage für die Beurteilung juristischer Fragestellungen grundsätzlich abgelehnt wird⁹.

Die folgende Darstellung ist aus diesem Grunde auf zwei Schritte angelegt. Zunächst soll ein Überblick über die empirischen Untersuchungen über das Ausmaß der Informations- und Bewertungseffizienz der Kapitalmärkte gegeben werden. Die empirische Literatur auf diesem Gebiet ist freilich unüberschaubar, berücksichtigt werden sollen daher nur die in den Wirtschaftswissenschaften besonders beachteten Arbeiten. Die daraus gewonnenen Einsichten werden in einem zweiten Schritt auf ihre Relevanz für die Normsetzungsanreize der Börsen geprüft.

Zunächst es aber für das Verständnis der empirischen Ergebnisse unerlässlich, sich die theoretischen Grundlagen der Effizienzmarkthypothese, insbesondere die zu Grunde liegenden Annahmen, vor Augen zu führen

I. Grundlagen der Effizienzmarktheorie

Das Ergebnis eines effizienten Kapitalmarkts lässt sich in verschiedenen Marktszenarien theoretisch begründen. Jedes dieser Szenarien stellt unterschiedliche Anforderungen an den Grad der Rationalität des Verhaltens der Kapitalmarktakteure.

Den Idealfall stellt das klassische Modell dar, in dem sich alle Anleger vollständig rational verhalten und dementsprechend ihre Entscheidungen und Bewertungen am Kapitalmarkt rational treffen. In diesem Szenario ist kein Raum für informationell ineffiziente Preise. Jedes Abweichen eines Preises von seinem fairen Wert würde sofort die gesammelte Anlegerschaft auf den Plan rufen, die solange Kauf- oder Verkaufsbefehle tätigen würde, bis die Ineffizienz beseitigt ist. Aber auch in einem Marktumfeld, in dem zumindest einige Marktteilnehmer irrational agieren, können die Preise informationseffizient sein. Denn das Irrationalverhalten ist für die Kapitalmarkteffizienz nicht weiter problematisch, wenn sich die Abweichungen von der optimalen, rationalen Entscheidung zufällig ergeben. Dann werden sie sich letztlich im Aggregat gegenseitig aufheben¹⁰. Und selbst im dritten Szenario, in dem das irrationale Verhalten einiger

⁸ Jensen, J. Fin. Econ. 6 (1978), S. 95; Fama, J. Fin. 46 (1991), S. 1575; Kress, Kapitalmarktregulierung, S. 42.

⁹ Vgl. etwa Reul, Pflicht zur Gleichbehandlung, S. 151, der die in den wirtschaftswissenschaftlichen Untersuchungen festgestellten Ineffizienzen nicht auf ihre Relevanz für die Beurteilung seiner spezifischen Problemstellung (Effizienzsteigerungen durch Unternehmensübernahmen) prüft, sondern die Effizienzmarkthypothese pauschal ablehnt.

¹⁰ Dies ergibt sich aus dem sog. Gesetz der großen Zahlen. Danach nähert sich die Häufigkeitsverteilung bei größer werdender Stichprobe der Wahrscheinlichkeitsverteilung an. Besteht also eine 50%-ige Wahrscheinlichkeit, dass ein Anleger den Wert einer Aktie irrationalerweise überschätzt und eine ebenso große Wahrscheinlichkeit, dass ein

Investoren koordiniert verläuft und so den Preis beeinflussen kann, kann die Effizienz der Märkte durch rationale Arbitrageure „gerettet“ werden, wenn diese die Fehlbewertungen der anderen solange ausnutzen, bis sie durch ihre Transaktionen den Preis wieder auf das effiziente Niveau gebracht haben.

Gegen jede dieser drei Szenarien zur Begründung der Kapitalmarkteffizienz lassen sich gewichtige Einwände erheben, wenn es um die Frage geht, ob sie eine realistische Abbildung des Kapitalmarktgeschehens darstellen¹¹.

Zunächst dürfte es eine triviale Feststellung sein, dass die Anlagestrategie des Durchschnittsanlegers nicht einer optimalen Strategie unter Annahme vollständiger Rationalität entspricht. Selten sind private Portfolios ausreichend diversifiziert¹², oft wird aktiv gehandelt mit dem Glauben, den Markt „schlagen“ zu können¹³. Und selbst die Anleger, die in diversifizierte Fonds investieren, vertrauen meist auf Fonds mit aktiver Strategie statt einfach mit Hilfe von Indexfonds den Gesamtmarkt abzubilden.

Nun lassen sich in solchen irrationalen Verhaltensweisen zudem bestimmte Muster erkennen¹⁴, so dass auch der zweite Weg der Begründung der Kapitalmarkteffizienz abgeschnitten ist. So scheint es bei den Anlegern einen Widerwillen zu geben, Aktien, deren Wert in letzter Zeit gesunken ist, zu verkaufen. Sind die Märkte effizient, so besteht bei diesen Aktien dieselbe Wahrscheinlichkeit, dass der Kurs wieder steigt, wie bei Aktien, deren Kurs in der letzten Zeit gestiegen ist. Dennoch werden letztere eher verkauft¹⁵. Ein weiteres Beispiel für systematische Fehlverhaltensweisen kam in Untersuchungen über die Erwartungsbildung der Anleger zum Vorschein. Dort wurde herausgefunden, dass Individuen allzu sehr dazu neigen, Trends vergangener Entwicklungen, etwa gestiegene Unternehmensgewinne oder Umsatzwachstum, in die Zukunft zu projizieren¹⁶. Und schließlich bewerten Individuen Informationen selektiv. So haben Testpersonen in Experimenten Aktien gegenüber festverzinslichen Anlagen bevorzugt, wenn man sie auf die Langzeitrendite der Aktien in der Vergangenheit hingewiesen hat, andererseits aber die sichere Anlage bevorzugt, wenn die kurzfristige Volatilität der Aktien betont wurde¹⁷.

Nun wurde in jüngerer Zeit aber auch vermehrt die dritte Säule der Begründung der Effizienzmarkthypothese in Frage gestellt. Zunächst wurde bemerkt, dass die Prinzipal-Agenten-Beziehungen zwischen professionellen Kapitalmarktakteuren – wie etwa zwischen Fondsmanagern und den Fondsanteileigentümern – die Handelsentscheidungen beeinflussen können. So mögen Fondsmanager ein besonderes Interesse am Herdenverhalten haben, d.h. der Imitation der Strategien anderer Fondmanager, da sie so die Gefahr minimieren können, im Vergleich zu anderen schlecht dazustehen¹⁸. Ebenso wurde ein als „*window dressing*“ bezeichnetes Verhalten

Anleger den Wert unterschätzt, so werden sich diese Fehleinschätzungen in einem Markt mit vielen Teilnehmern gegenseitig aufheben.

¹¹ Vgl. zum folgenden Shleifer, *Inefficient Markets*, S. 10 ff.

¹² So bevorzugen die meisten Anleger Aktien von heimischen Unternehmen, vgl. Grinblatt/Keloharju, *J. Fin.* 56 (2001), S. 1053 ff.

¹³ Vgl. Odean, *Am. Econ. Rev.* 89 (1999), S. 1279 ff.

¹⁴ Einen guten Überblick geben Kahneman/Riepe, *J. Port. Manag.* 24 (1998), S. 52 ff.

¹⁵ Vgl. die Studie von Odean, *J. Fin.* 53 (1998), S. 1775 ff.

¹⁶ Kahneman/Tversky, *Psych. Rev.* 80 (1973), S. 237 ff.

¹⁷ Benartzi/Thaler, *Q. J. Econ.* 110 (1995), S. 73 ff.

¹⁸ Vgl. ausführlich etwa Scharfstein/Stein, *Am. Econ. Rev.* 80 (1990), S. 465 ff. Dass die Fondsmanager dies nicht zugeben, wie etwa in der Umfrage der Bundesbank in Deutsche Bundesbank, Monatsbericht April 2001, S. 56 f, wo

beobachtet, welches darin besteht, dass Fondsmanager kurz vor Erstellung der Jahresberichte die Aktien in ihrem Portfolio, deren Wert in der letzten Periode gesunken ist, gegen Aktien, die in der letzten Zeit eine gute Entwicklung gezeigt haben, ausgetauscht haben, nur um vor den Investoren gut dazustehen¹⁹.

Aber selbst wenn man diese Probleme beiseite lässt und davon ausgeht, dass ein gewisser Teil der institutionellen Investoren perfekt rational agiert, ist dies keine hinreichende Bedingung für das Vorliegen effizienter Märkte, wenn diese Investoren risikoavers sind und / oder nur über beschränktes Vermögen verfügen. Denn was die Anhänger der Effizienzmarkthypothese unter der korrigierend wirkender Arbitrage verstehen, resultiert nicht immer in sicheren Gewinnen des Arbitrageurs, fällt also allenfalls unter eine weite Definition dieses Begriffes im Sinne einer Risikoarbitrage²⁰. Dies lässt sich an einem einfachen Beispiel verdeutlichen. Angenommen, ein rational agierender Investor bemerkt, dass eine Aktie gemessen an ihrem inneren Wert unterbewertet ist. Dann kann er diese Aktien oder etwa eine Call-Option erwerben und so auf ein Ansteigen des Kurses spekulieren. Allerdings sieht er sich dabei zwei Problemen ausgesetzt. Zum einen wird sein Portfolio nicht mehr eine optimale Diversifikation aufweisen. Diese Folge ließe sich vermeiden, wenn es zu der gekauften Aktie ein Substitut im Sinne es vergleichbaren Wertes gäbe, mit der durch ein Gegengeschäft die Schiefelage wieder ausgeglichen werden könnte. In der Praxis existieren solche Substitute nicht. So lässt sich zum Beispiel eine Aktie der DaimlerChrysler AG in ihrer Risikostruktur nicht exakt durch andere Aktien etwa von Automobilherstellern replizieren²¹. Das zweite Problem besteht darin, dass sich der Wert der falsch bewerteten Aktie nicht unbedingt bald dem Fundamentalwert annähern muss. Vielmehr ist es möglich, dass die irrational handelnden Anleger den Wert zuerst noch weiter vom inneren Wert wegtreiben. Dieses Risiko ist in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur als *noise trader risk* bekannt²². Der rationale Investor muss also einen entsprechend „langen Atem“ haben und in entsprechendem Umfang über liquide Mittel verfügen, um die vorübergehenden Wertverluste aussitzen zu können. Wer zum Beispiel die Aktien am Neuen Markt Ende 1999 für überwertet hielt und auf ein Absinken der Kurse spekuliert hat, hat erst einmal gewaltige Verluste gemacht und hat über reichlich liquide Mittel verfügen müssen, bis seine Strategie dann endlich aufgegangen ist. Offensichtlich haben sich nicht genügend solcher Marktteilnehmer finden lassen, die der Übertreibung auf den Märkten entgegenwirken hätten können²³.

der Kaufentscheidung anderer institutioneller Anleger nur wenig Gewicht bei der eigenen Entscheidung gegeben wird, ist nicht verwunderlich.

¹⁹ Lakonishok/Shleifer/Thaler/Vishny, Am. Econ. Rev. P&P 81 (1991), S. 227 ff.

²⁰ Unter Arbitrage wird gewöhnlich die simultane Ausführung zweier oder mehrerer Transaktionen verstanden, die unter Ausnutzung von Preisdifferenzen zu einem sicheren Gewinn führt.

²¹ Die Folge der begrenzten Risikoaufnahmefähigkeit ist eine fallende Nachfragekurve. Die Nachfrage sollte auf einem effizienten Kapitalmarkt waagrecht verlaufen. Interessanterweise scheinen Teile der juristische Literatur unbewusst von einer schrägen Nachfragekurve auszugehen, wenn im Rahmen der Diskussion um die Pflichtangebotsregelung die Ansicht vertreten wird, die Übernahmeprämie resultiere daraus, dass der Übernehmer mehr als die Wertschätzung des marginalen Aktionärs bezahlen müsste (Reul, Pflicht zur Gleichbehandlung, S. 170 f, der die Gegenansicht „offensichtlich unrichtig“ nennt, ohne sich der theoretischen Implikationen seiner Ansicht bewusst zu sein; neuerdings auch Mülbart, ZIP 2001, S. 1221, 1224).

²² Vgl. maßgeblich DeLong/Shleifer/Summers/Waldmann, J. Pol. Econ. 98 (1990), S. 703 ff.

²³ Nun ist aber selbst in dem Fall, dass sich genügend Arbitrageure finden, nicht gesagt, dass diese auch die Möglichkeiten haben, Fehlbewertungen auszunutzen, weil sie in ihren Handelsmöglichkeiten beschränkt sein können. Dies lässt sich am Beispiel der amerikanischen 3COM demonstrieren. Als dieses Unternehmen zu Zeiten des Technologiebooms an den Börsen seine Tochtergesellschaft Palm an die Börse brachte, waren die von 3COM

Festzuhalten bleibt, dass es entgegen verbreiteter Vorstellung²⁴ für die Herbeiführung effizienter Märkte selbst bei Vernachlässigung von Transaktionskosten nicht ausreicht, wenn einige Investoren eine Fehlbewertung erkennen²⁵. Erforderlich ist vielmehr, dass den rationalen Akteuren ein gewisses Maß an Risikoaufnahmefähigkeit zukommt, so dass sie irrationalen Marktbewegungen effektiv entgegenwirken können²⁶. Fehlt es an solchen Möglichkeiten, so kann es zwar immer noch sein, dass der „Markt“ schließlich seine Fehlbewertung erkennt, dies ist aber dann nicht allein auf die Transaktionen der professionellen Marktteilnehmer zurückzuführen. In jedem Fall ist es bei Existenz einer ausreichenden Zahl von *noise traders* nicht unplausibel, dass die Aktienkurse auch mittel- bis langfristig von ihren inneren Werten abweichen.

II. Empirische Erkenntnisse zur Informations- und Bewertungseffizienz

Gemäß der Unterscheidung in schwache, mittelstarke und starke Informationseffizienz lassen sich auch die empirischen Studien unterteilen, die die Existenz der Effizienzformen in der Praxis überprüft haben. Differieren die entsprechenden Studien zwar in ihrem Erklärungsziel und dem methodischen Ansatz, so muss ihnen eine gemeinsame Einschränkung vorangestellt werden. Als Grundaussage der Effizienzmarkthypothese lässt sich vereinfacht auch formulieren: auf Grund (alter) Informationen zu handeln zahlt sich nicht aus. Das muss aber nicht bedeuten, dass mit solchen Strategien keine positiven Renditen erzielt werden können. Gemeint ist vielmehr, dass die Renditen nicht höher sind als die risikoangepasste Rendite, d.h. der Gewinn, der am Kapitalmarkt allgemein für das eingegangene Risiko erwartet werden kann. Diese risikoangepasste Rendite ist aber nicht beobachtbar, sondern ergibt sich aus dem zu Grunde gelegten Marktmodell. Meist wird dabei das sog. *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)²⁷ benutzt. Das CAPM stellt die risikoangepasste Rendite als lineare Funktion der Marktrendite dar, wobei sich Zusammenhang allein aus dem Maß der Korrelation des Risikos der Einzelinvestition mit dem Marktrisiko (dem sog. β -Faktor) ergibt. In jüngerer Zeit werden aber auch immer häufiger Multifaktor-Modelle eingesetzt, die die risikoangepasste Rendite auf verschiedene Faktoren zurückführen²⁸. Markteffizienz selbst ist also nicht isoliert testbar, getestet wird immer auch ein Kapitalmarktmodell. So ist jede der im Folgenden beschriebenen sog.

gehaltenen Anteile an dieser Tochter weit mehr wert als der Marktwert der Mutter. Um diese Fehlbewertung ausnutzen zu können, hätte man also 3COM Aktien kaufen müssen und Palm Aktien im Wege des *short-sellings* verkaufen müssen. Nun bedeutet *short-selling* das Verkaufen von Aktien, die man nicht im Eigentum hat. Dies setzt an der NASDAQ voraus, dass sich ein *Market Maker* auf ein solches Geschäft auch über längere Zeit einlässt. Die *Market Maker* waren aber in diesem offensichtlichen Fall der Fehlbewertung nicht dazu bereit. Hinzu kommt, dass das amerikanische Recht an verschiedenen Stellen Leerverkäufe unterbindet bzw. erschwert, vgl. kritisch hierzu Posner, *Economic Analysis*, S. 422.

²⁴ Vgl. etwa Walz, *ZfbF* 45 (1993), Sonderheft 32, S. 85, 101; Meier-Schatz, *Wirtschaftsrecht und Unternehmenspublizität*, S. 204 f.; Gilson/Kraakman, *Va. L. Rev.* 70 (1984), S. 549, 569 ff.; Gordon/Kornhauser, *N.Y.U. L. Rev.* 60 (1985), S. 761, 786 ff.; vorsichtiger Spindler, *AG* 1998, S. 53, 61: richtige Bewertung setzt sich „über kurz oder lang“ durch.

²⁵ Shleifer, *Inefficient Markets*, S. 14.

²⁶ Vgl. Hirshleifer, *J. Fin.* 56 (2001), S. 1533, 1536 ff.

²⁷ Das CAPM geht zurück auf Sharpe. *J. Fin.* 19 (1964), S. 425 ff.

²⁸ Vgl. Fama, *J. Fin.* 46 (1991), S. 1574, 1594 ff.; allgemein zu den Marktmodellen etwa Grinblatt/Titman, *Financial Markets*, S. 193 ff.

Kapitalmarktanomalien auch dadurch zu erklären, dass von einem unzutreffenden Kapitalmarktmodell ausgegangen wurde²⁹.

1. Studien zur schwachen Informationseffizienz

Die *schwache* Informationseffizienz lässt sich relativ einfach durch Analyse der Aktienkurszeitreihen auf Autokorrelationen überprüfen. Eine Implikation der schwachen Effizienz ist nämlich, dass die Renditen einem Zufallsprozess folgen, eventuell mit Drift in Höhe der Risikoprämie³⁰. In einem solchen Prozess sind die einzelnen Realisationen unkorreliert, d.h. die vergangene Kursentwicklung enthält keinen Erklärungswert für die zukünftige Entwicklung³¹.

Die ersten Studien zu dieser Frage kamen auch in der Tat zu dem Ergebnis, dass signifikante Korrelationen im Allgemeinen nicht bestehen³². In neueren Studien wurden allerdings auch leichte Abweichungen von einem reinen Zufallsprozess festgestellt. So wurde für aggregierte US-Daten ermittelt, dass überdurchschnittliche Renditen in einem bestimmten Intervall die Wahrscheinlichkeit weiterer überdurchschnittlicher Renditen im folgenden Intervall erhöhen (sog. *momentum*)³³. Allerdings ist die Vorhersagekraft gering: nur ca. 12% der täglichen Varianz der Aktienkurse konnte so vorhergesagt werden. Ähnliche Ergebnisse konnten auch für den deutschen Markt³⁴ und andere europäische Märkte³⁵ erzielt werden.

Auf der anderen Seite haben einige Studien eine Umkehrung der Renditedurchschnitte gefunden (sog. *mean reversion*)³⁶. Eine lange Zeit von unterdurchschnittlichen Renditen führt danach zu einer erhöhten Wahrscheinlichkeit einer Periode überdurchschnittlicher Renditen in der Zukunft. Häufig sind diese Ergebnisse aber nicht signifikant, d.h. man kann die Hypothese, dass keine (negative) Korrelation der Renditen vorliegt, nicht zurückweisen³⁷.

Eine weitere Implikation der schwachen Informationseffizienz ist, dass eine technische Analyse von Preisentwicklungen nicht zu einer überdurchschnittlichen Rendite führen sollte. Die technische Analyse versucht Trends auf Grund bestimmter Muster im Kursverlauf zu erkennen, also aus der vergangenen Kursentwicklung in die Zukunft zu

²⁹ Siehe zu diesem *joint hypothesis problem* etwa Fama, J. Fin. 25 (1970), S. 383; Fama, J. Fin. 46 (1991), S. 1575, 1576.

³⁰ Grundlegend Samuelson, Ind. Manag. Rev. 6 (1965), S. 41; Fama, J. Bus. 38 (1965), S. 34, der zeigt, dass die Renditen bei Gültigkeit der Effizienzmarkthypothese einem *Random Walk* folgen. Dies ist ein Prozess, für den der Erwartungswert der nächsten Realisation(en) gleich der letzten Realisation ist, d.h. es werden keine Veränderungen erwartet. Formal lässt sich ein *Random Walk* der Variable y_t schreiben als: $y_{t+1}=y_t+e_{t+1}$, wobei der Erwartungswert von e_{t+1} gleich 0 ist und eine endliche Varianz besitzt.

³¹ Vgl. Samuelson, Ind. Manag. Rev. 6 (1965), S. 41; Fama, J. Bus. 38 (1965), S. 34.

³² einen Überblick über die älteren Studien gibt Fama, J. Fin. 25 (1970), S. 383, 389 ff

³³ Jegadeesh, N./Titman, S., J. Fin. 48 (1993), S. 65.

³⁴ August/Schiereck/Weber, Kredit und Kapital (2000), S. 198; Schiereck/Weber, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 47 (1995), S. 3.

³⁵ Roewenhorst, J. Fin. 53 (1998), S. 267.

³⁶ Fama/French, J. Pol. Econ. 96 (1988), S. 246; DeBondt/Thaler, J. Fin. 40 (1985), S. 793.

³⁷ Porteba/Summers, J. Fin. Econ. 111 (4), S. 1135; Richardson, J. Bus. Econ. Stat. 11 (2) (1993), S. 199.

Umgekehrt hat aber Summers, J. Fin. 41 (1986), 591 auch darauf hingewiesen, dass es häufig auch schwierig ist, ausgehend von dem Vorliegen eines Random-Walks die Hypothese abzulehnen, dass nicht doch eine Form der Ineffizienz etwa in Form der *mean reversion* vorliegt.

extrapolieren. Die empirischen Resultate diesbezüglich sind gemischt, mögliche Überrenditen durch solche Handelsstrategien sind aber sehr gering³⁸.

2. Studien zur mittelstarken Informationseffizienz

Die *mittelstarke* Informationseffizienz wird einerseits dadurch überprüft, dass man den Einfluss von kursrelevanten Unternehmensnachrichten auf die Kursbewegung untersucht, andererseits indem man prüft, ob sich festgestellte Kursbewegungen durch neu am Kapitalmarkt eintreffende Informationen erklären lassen.

Auch hier gibt es widersprüchliche Ergebnisse. Einerseits wurde in frühen Studien festgestellt, dass abnormale Renditen bei Bekanntwerden eines relevanten Ereignisses schnell wieder verschwinden³⁹. Andere Autoren haben dagegen herausgefunden, dass bestimmte Informationen eine längere Zeit brauchen, bis sie voll im Preis enthalten sind⁴⁰. Zudem konnte man nach Veröffentlichung von Insider-Transaktionen durch bloße Imitation dieser Transaktionen noch überdurchschnittliche Renditen erzielen⁴¹.

Bei der Untersuchung der Renditen von Aktien mit hohen Börsenpreisen relativ zu verschiedenen Kennzahlen wie Gewinn, Cash-Flow oder Unternehmensbuchwert wurde eine schlechtere Renditeentwicklung festgestellt als bei Aktien mit niedrigeren relativen Börsenpreisen⁴². Dabei war das Risiko in dem Portfolio mit den höheren Renditen nicht höher, so dass eine höhere geforderte Risikoprämie als Erklärung ausscheidet⁴³. Zudem wurde auf die lange Frist eine Prognostizierbarkeit der Renditen des Gesamtmarkts auf Grund von Kennzahlen wie Dividendenrendite, Kurs-Gewinn-Verhältnis oder Zinsstrukturen festgestellt⁴⁴. Die bekannteste im Hinblick auf unternehmensspezifische Charakteristika festgestellte Anomalie ist der sog. *small firm bias*. In der Vergangenheit hatten kleine Unternehmen eine günstigere Renditeentwicklung als große⁴⁵. Außerdem wurden unternehmensunspezifische Phänomene wie saisonale Effekte oder die „*underperformance*“⁴⁶ bei Neuemissionen festgestellt. So bezeichnet der „Januar-Effekt“ die Tatsache, dass in diesem Monat regelmäßig die höchsten Kursrenditen erzielt werden⁴⁷. Für die Effizienzmarkthypothese spricht nun aber wieder, dass sowohl der

³⁸ Überdurchschnittliche Renditen mit technischen Handelsregeln haben etwa gefunden Brock/Lakonish/LeBaron, J. Fin. Econ. 47 (1992), S. 1731. Keine abnormen Renditen ermittelten Allen/Karjalainen, J. Fin. Econ. 51 (1999), S. 245.

³⁹ Fama/Fisher/Jensen/Roll, International Economic Review 10 (1969), S. 1 ff.

⁴⁰ Bis zu 90 Tage, bis Gewinnmeldungen ganz im Preis enthalten sind: Rendleman/Jones/Latané, J. Fin. Econ. 10 (1982), S. 269; bis zu 26 Wochen: Watts, J. Fin. Econ. 6 (1978), S. 127, 139; Ball/Brown, J. Acc. Res. 6 (1968), S. 159; Chan/Jedadeesh/Lakonishok, J. Fin. Econ. 51 (5) (1996), S. 1681; einen Überblick über Studien mit deutschen Daten gibt Hawawini, European Equity Markets, S. 120.

⁴¹ Jaffe, J. Bus. 47 (1974), S. 410; Givoly/Palmon, J. Bus. 58 (1985), S. 69; Seyhun, J. Fin. Econ. 16 (1986), S. 189; Lorie/Niederhoffer, J. L. Econ. 11 (1968), S. 35; Finnerty, J. Fin. 31 (1976), S. 1141.

⁴² Vgl. z.B. Fama/French, J. Fin. Econ. 47 (1992), S. 427; DeBondt/Thaler, J. Fin. Econ. 40 (1985), S. 793;

Lakonishok/Shleifer/Vishny, J. Fin. Econ. 49 (1994), S. 1541; Basu, J. Fin. Econ. 32 (1977), S. 663; ders. J. Fin. Econ. 12 (1983), S. 129.

⁴³ Lakonishok/Shleifer/Vishny, J. Fin. Econ. 49 (1994), S. 1541; Basu, J. Fin. Econ. 32 (1977), S. 663, 667.

⁴⁴ Cochrane, Economic Perspectives, Federal Reserve Bank of Chicago, 3/1999, S. 36; vgl. auch Davis/Fama/French, J. Fin. Econ. 55 (2000), 389; Daniel/Titman/Wei, J. Fin. Econ. 56 (2001), S. 743 (für den japanischen Markt).

⁴⁵ Banz, J. Fin. Econ. 9 (1981), S. 3; Chan/Chen, J. Fin. Econ. 46 (1991), S. 1467.

⁴⁶ Die „*underperformance*“ von Neuemissionen bezieht sich auf die Tatsache, dass die Renditen von Neuemissionen in den ersten fünf Jahren unterdurchschnittlich verlaufen.

⁴⁷ Vgl. etwa Keim, J. Fin. Econ. 12 (1983), S. 13; Roll, J. Port. Manag. 9 (1983), S. 18; Tinic/West, J. Fin. Econ. 13 (1984), S. 561; der Effekt bestand jedenfalls in der Vergangenheit auch in Deutschland, vgl. Gultekin/Gultekin, J. Fin. Econ. 12 (1983), S. 469.

Januar-Effekt als auch der *small firm bias* nach ihrem Bekanntwerden verschwunden sind⁴⁸.

Andere Studien machten den Montag als den Tag mit den durchschnittlich niedrigsten Renditen aus⁴⁹, dagegen sind die durchschnittlichen Renditen an Tagen vor einem Feiertag⁵⁰ und am letzten Tag des Monats höher als sonst⁵¹. In neueren Studien wurde der mögliche Einfluss des Wetters oder der Stellung von Himmelskörpern auf die Kursentwicklung untersucht. Tatsächlich wurde herausgefunden, dass die Kurse an Tagen mit überdurchschnittlich viel Sonnenschein überdurchschnittlich steigen⁵². So erzielten etwa die Aktien an der New York Stock Exchange in den Jahren von 1982 bis 1997 an ganz sonnigen Tagen im Schnitt ein Plus von 24,8%, während die Kurse an bedeckten Tagen durchschnittlich nur um 8,7% stiegen. Und in Wochen mit Vollmond sollen die Kursgewinne in der Vergangenheit weltweit um 8,3% geringer gewesen sein als in Wochen mit Neumond⁵³.

Neben der Prüfung des Einflusses von bestimmten Ereignissen auf die Kursentwicklungen kann man aber auch den umgekehrten Weg gehen und gefundene Kursbewegungen darauf untersuchen, ob sie durch irgendwelche Ereignisse bzw. neue Informationen hervorgerufen wurden. Die Effizienzmarkthypothese in der mittelstarken Form impliziert, dass ohne neue Informationen keine Kursbewegungen stattfinden. Als das bekannteste Beispiel für eine große Kursbewegung ohne neue Fundamentaldaten kann der Börsencrash vom 19. Oktober 1987 angeführt werden⁵⁴. Dort verlor der *Dow Jones Industrial Average* Index 22,6% seines Wertes an einem Tag, ohne dass die Suche nach einer auslösenden Information für einen solchen Fall erfolgreich gewesen wäre. Entsprechendes gilt für einige der größten Kursbewegungen in der Vergangenheit⁵⁵. Auch die empirische Beobachtung, dass Kurse der Unternehmen dann ansteigen, wenn sie in einen bekannten Index wie den S&P500 aufgenommen werden, lässt sich nur schwer mit der Effizienzmarkthypothese vereinbaren⁵⁶.

Andere Autoren haben die Volatilität der Aktienkurse untersucht und dabei festgestellt, dass sich die Kurse insgesamt stärker bewegen als es fundamentale Neuigkeiten

⁴⁸ Vgl. Shleifer, *Inefficient Markets*, S. 18 f.; vgl. zum Verschwinden des *small firm bias* Horowitz/Loughran/Savin., *J. Emp. Fin.* 7 (2000), S. 143 ff.

⁴⁹ Gibbons/Hess, *J. Bus.* 54 (1981), S. 579; French, *J. Fin. Econ.* 8 (1980), S. 55; Cross, *Financial Analysts Journal* 29 (1973), S. 67; vgl. aber auch Sullivan/Timmerman/White, *J. Fin.* 54 (1999), S. 1647 ff., die zeigen, dass dieses Phänomen in den Jahren 1989-1999 nicht mehr auftrat.

⁵⁰ Ariel, *J. Fin.* 45 (1990), S. 1611.

⁵¹ Ariel, *J. Fin. Econ.* 18 (1987), S. 161.

⁵² Hirshleifer/Shumway, *Good Day Sunshine*, S. 5, 12 ff. Die Autoren führen dieses Phänomen zurück auf die psychologische Beobachtung, dass das Wetter die Zukunftseinschätzungen beeinflusst. Vgl. zum Einfluss des Wetters auf die NYSE auch schon die weniger beachtete Studie von Saunders, *Am. Econ. Rev.* 83 (1993), S. 1337 ff.

⁵³ Yuan/Zheng/Zhu, *Are Investors Moonstruck?*, S. 5.

⁵⁴ Vgl. Shleifer, *Inefficient Markets*, S. 20.

⁵⁵ Siehe Cutler/Poterba/Summers, *Rev. Econ. Stud.* 58 (1991), S. 529 ff., die die 50 größten Bewegungen des Dow Jones an einem Tag seit dem 2. Weltkrieg untersucht haben.

⁵⁶ In den Jahren 1976 bis 1996 führte die Bekanntgabe der Aufnahme in den S&P500 durchschnittlich zu einer Erhöhung der Kurse der betroffenen Unternehmen um 3,5 %, vgl. Wurgler/Zhuravskaya, *Does Arbitrage Flatten Demand Curves?*; vgl. auch schon Shleifer, *J. Fin.* 41 (1986), S. 579, der dieses Phänomen mit fallenden Nachfragekurve auf Grund mangelhafter Substituierbarkeit der Indexwerte auf Grund unterschiedlicher Riskoeinschätzungen der Investoren erklärt.

rechtfertigen würden (sog. Exzessvolatilität)⁵⁷. Jedenfalls langfristig sollten rationale Akteure jedoch ihre Fehleinschätzungen erkennen und ihre Erwartungen anpassen⁵⁸.

Neben diesen empirischen Studien über die Erklärung von Kursbewegungen, wurde auch versucht, das Maß der Übereinstimmung von Börsenkurs und dem „inneren“ Wert des Wertpapiers zu testen. Das Problem liegt dabei zunächst vor allem in der Bestimmung des inneren Werts einer Aktie. Denn dieser wird bestimmt durch die Erwartungen der Kapitalmarktteilnehmer im Hinblick auf künftige *Cash-Flows* und ist damit nicht objektiv zu ermitteln. So wurden Ergebnisse auch nur in den Fällen erzielt, in denen sich der „innere“ Wert relativ leicht bestimmen lässt. Zum einen sind das die *closed-end*-Investmentfonds, die eigenständig an der Börse notiert sind⁵⁹. Diese werden häufig mit einem Abschlag von 10-30% unter dem anteiligen Wert der Titel in ihren Portfolien gehandelt⁶⁰. Daraus soll zu erkennen sein, dass der Kapitalmarkt nicht allokativ effizient ist, da er nicht zu einer dem „inneren“ Wert entsprechenden Bewertung komme. Gleiches sei auch an der Bewertung von Unternehmen mit großen Rohstoffreserven zu erkennen. Auch dort sollen sich teilweise große Diskrepanzen zwischen Börsenwert und „innerem“ Wert zeigen. Nun soll die Tatsache, dass es selbst in diesen einfach zu berechnenden Fällen zu großen Divergenzen komme, die Vermutung nahe legen, dass es in komplizierteren Fällen nicht besser aussieht⁶¹.

Träfe diese Argumentation zu, so wären diese Beispiele ein erschütterndes Dokument der Ineffizienz der Kapitalmärkte. Denn es kommt, wie bereits wiederholt ausgeführt wurde, bei der Preisbildung an den Kapitalmärkten nicht darauf an, dass alle Marktteilnehmer rational handeln, sondern nur darauf, dass einige Marktteilnehmer den Preis durch ihre Transaktionen auf das Niveau heben können, das dem tatsächlichen Informationsstand entspricht. Bei den *closed-end*-Fonds würde das bedeuten, dass kaum ein Marktteilnehmer in der Lage ist, die gewichtete Summe der Einzeltitel in den Fonds zu bilden oder dass das *noise trader risk* zumindest größer ist als die Risikoaufnahmekapazität der rationalen Akteure⁶². Von einer rationalen und effizienten Preisbildung könnte dann wirklich nicht mehr gesprochen werden.

In dieser einfachen Argumentation liegt aber ein Schwachpunkt auf vorgelagerter Ebene. Denn der „innere“ Wert eines Unternehmens oder eines Fonds ist sein Fortführungswert (*going concern*) und nicht sein Liquidationswert. Dann können die Abschläge schlicht bedeuten, dass der Markt damit rechnet, dass das Unternehmen bzw. der Fonds schlecht

⁵⁷ Grundlegend Shiller, *Am. Econ. Rev.* 71 (1981), S. 421 und LeRoy/Porter, *Econometrica* 49 (1981), S. 555. Siehe auch Mankiw/Romer/Shapiro, *J. Fin.* 40 (1985), S. 677; DeBondt/Thaler, *J. Fin.* 40 (1985), S. 793; diess. *J. Fin.* 42 (1987), S. 557. Einen guten Überblick über diese Literatur gibt Cochrane, *J. Mon. Econ.* 27 (1991), S. 463; für den deutschen Aktienmarkt vgl. Bruns, „Bubbles“, passim.

⁵⁸ Vgl. aber auch die neueren Studien von Barbaris/Huang/Santos, *Prospect Theory und Kurz/Motolese, Endogenous Uncertainty*, die die Exzessvolatilität mittels der Annahme endogener Volatilität durch Rationalverhalten erklären.

⁵⁹ Diese Fonds zeichnen sich durch die fixe Anzahl an ausgegebenen Anteilen ab. Ein Anteilseigner kann also sein Anteil nicht wie bei den offenen Fonds zum zu Grunde liegenden Wert der gewichteten Einzeltitel zurück verkaufen, sondern ist auf den Sekundärhandel der Anteile am Markt angewiesen. Vgl. dazu und zur nachfolgenden Argumentation Kraakman, *Col. L. Rev.* 88 (1988), S. 891, 906; Reul, *Pflicht zur Gleichbehandlung*, S. 147 f. Empirisch zur Fehlbewertung bei diesen Fonds aus neuerer Zeit Swaminathan, *J. Fin. Stud.* 9 (1996), S. 845; Neal/Wheatley, *J. Fin. Quant. Anal.* 33 (1998), 523.

⁶⁰ Lee/Shleifer/Thaler, *J. Econ. Persp.* 4 (1990), S. 153. Siehe auch Kraakman, *Col. L. J.* 88 (1988), S. 891, 903 mit umfangreichen Nachweisen zu älteren Studien in Fn 36 u. 39; Nachweise zu neueren Studien bei Shleifer, *Inefficient Markets*, S. 54 ff.

⁶¹ Kraakman, *Columbia Law Review* 88 (1983), S. 891, 902; ihm folgend Reul, *Pflicht zur Gleichbehandlung*, S. 148. In dieser Kategorie kann auch das obige Beispiel von 3COM angeführt werden.

⁶² Ausführlich zum Versuch dieser Erklärung des Phänomens Shleifer, *Inefficient Markets*, S. 59 ff.; vgl. auch schon Zweig, *J. Fin.* 28 (1973), S. 67 ff.

verwaltet werden und deswegen auf Dauer Kapital vernichten wird. Auch die größten Rohstoffreserven nützen nichts, wenn das Unternehmen auf Dauer Verluste schreibt, die diese Reserven aufzerrern werden⁶³. Diese Argumentation kann allerdings nicht alle Fehlbewertung dieser Art erklären. Das vielleicht kritischste Beispiel hierfür sind die Aktien von *Royal Dutch* und *Shell*, die beide als selbständige Gesellschaften an der Börse notiert sind. Seit einer Vereinbarung aus dem Jahre 1907 werden alle Erlöse zwischen den beiden im Verhältnis 60:40 aufgeteilt, was öffentlich bekannt ist. Eigentlich müsste dann der Marktwert von *Royal Dutch* als diskontierter Wert der erwarteten Cash-Flows immer genau das 1,5-fache des Marktwertes von *Shell* betragen. Dem ist aber nicht so, vielmehr existieren erhebliche Abweichungen⁶⁴.

3. Studien zur starken Informationseffizienz

Und schließlich wurde die *starke* Effizienzmarkthypothese durch Untersuchung der Renditen bestimmter Gruppen von Marktteilnehmern geprüft. Interessant ist dabei weniger die einfach zu verneinende Frage, ob eine solche Effizienz gegeben ist, sondern vielmehr der Umfang, in dem auch nicht-öffentliche Informationen in die Börsenpreise Eingang gefunden haben.

In verschiedenen Studien wurde festgestellt, dass Investmentfonds keine höheren Renditen erwirtschaften als das Marktportfolio, selbst wenn man die Verwaltungskosten vernachlässigt. Dies wurde vielfach als Beleg für die starke Form der Effizienzmarkthypothese angesehen⁶⁵. Vereinzelt wurde aber auch ermittelt, dass man durch aktives Fondsmanagement jedenfalls vor Abzug der Transaktionskosten bessere Renditen als der Markt erzielen kann⁶⁶. Dies würde bedeuten, dass die Fonds-Manager über einige, wenn auch wenige, private Informationen verfügen⁶⁷. Konsens herrscht aber dahingehend, dass aus Sicht der Anleger eine Investition in aktiv verwaltete Fonds unter Rendite-Gesichtspunkten nicht zu raten ist⁶⁸. Ungeklärt ist allerdings noch das Phänomen, dass es trotz dieser deutlichen empirischen Erkenntnisse immer noch eine so große Anzahl aktiv geführter Investment-Fonds gibt.

Auch wurden bei der Untersuchung legaler, aber meldepflichtigen Transaktionen von Insidern in neueren Studien festgestellt, dass diese, wenn auch in geringem Maße, von ihren Kenntnissen profitieren und Überschussrenditen erzielen können⁶⁹.

Und schließlich wurde festgestellt, dass der Jahresabschluss der Unternehmen einen gewissen Informationswert hat, dass also durch die präsentierten Unternehmenszahlen neue Informationen auf den Markt gelangen⁷⁰, was bei einem im starken Sinne informationseffizienten Markt nicht der Fall sein dürfte. Gleiches gilt für den

⁶³ Boudreaux, J. Fin. 28 (1973), S. 515, 517; zu anderen möglichen Erklärungen unter Beibehaltung der Rationalitätsannahme vgl. Kraakman, Col. L. J. 88 (1988), S. 891, 904 f. und Shleifer, *Inefficient Markets*, S. 56 ff.

⁶⁴ Vgl. Froot/Dabora, J. Fin. Econ. 53 (1999), S. 189 ff.

⁶⁵ Vgl. Sharpe, J. Bus. 39 (1966), S. 119; Jensen, J. Fin. 23 (1968), S. 389; Lakonishok/Shleifer/Vishny, *Brookings Papers on Economic Activity Microeconomics* (1992), S. 339; Grinblatt/Titman, J. Bus. 62 (1989), S. 393; Lee/Rahman, J. Bus. 63 (1990), S. 261; Malkiel, J. Fin. 50 (1995), S. 549; Brown/Goetzmann, J. Fin. 50 (1995), S. 679; Kahn/Rudd, *Financial Analysts Journal* (1995), S. 43; für den deutschen Markt vgl. Lerbinger, *ZfbF* 36 (1984), S. 60; Schnittke, *Überrenditeeffekte*, S. 31ff.; Frantzmann, *ZfbF* 42 (1990), S. 67.

⁶⁶ Mains, J. Bus. 50 (1977), S. 371, 384; Chang/Lewellen, J. Bus. 57 (1984), S. 57.

⁶⁷ Fama, J. Fin. 46 (1992) S. 1575, 1605.

⁶⁸ Vgl. Steinhauer, AG 1999, S. 299, 306 m.w.N.

⁶⁹ Siehe Lakonishok/Lee, *Rev. Fin. Stud.* 14 (2001), S. 79 m.w.N.

⁷⁰ Überblick über die empirischen Ergebnisse bei Kothari, J. Acc. Econ. 31 (2001), S. 105 ff.

Informationsgehalt, der in den Veröffentlichungen von Aktienanalysten nachgewiesen wurde⁷¹.

4. Zwischenergebnis

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die empirischen Ergebnisse die Existenz gewisser Ineffizienzen auf dem Kapitalmarkt nahe legen. Allerdings sind diese Abweichungen in der Regel gering, so dass nicht nachgewiesen werden konnte, dass professionelle Marktteilnehmer unter Berücksichtigung von Transaktionskosten den „Markt“ systematisch haben schlagen können. Wie bereits festgestellt war eine vollkommene Effizienz auch gar nicht zu erwarten.

Gegen die Überbewertung der gefundenen Abweichungen vom Ideal eines vollständig effizienten Marktes sprechen auch insbesondere zwei Gründe. Zum einen können – wie bereits erwähnt – die meisten der Anomalien auch auf Fehlspezifizierungen im zu Grunde liegenden Kapitalmarktmodell zurückzuführen sein. Zum anderen beinhalten die vorgestellten empirischen Ergebnisse einen massiven „*selection bias*“, also eine Verzerrung auf Grund selektiver Auswahl. War in den 70-er Jahren die These der Informationseffizienz die wissenschaftliche Neuheit, finden heute in der Literatur nur noch die möglichen Verhaltensanomalien, wie sie von den Vertretern der *behavioral finance* beschrieben werden, das allgemeine wissenschaftliche Interesse. Eine Studie, die heute die Effizienzmarkthypothese lediglich bestätigt, ist weit weniger spektakulär als das Auffinden einer weiteren Anomalie und wird deshalb weit weniger Chancen der Publikation bzw. Wahrnehmung in der Wissenschaftsgemeinde haben⁷².

Die Hypothese der Informationseffizienz wird dementsprechend in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur immer noch als eine sinnvolle Ausgangsposition bei der Analyse der Kapitalmärkte angesehen⁷³. Im Einzelfall ist aber zu prüfen, inwieweit den beobachteten Abweichungen vom Ideal der vollständigen Effizienz eine Bedeutung für konkrete kapitalmarkttheoretische Überlegungen zukommt.

III. Normbewertungsfähigkeit des Kapitalmarkts

Ausgehend von den empirischen Erkenntnissen stellt sich demnach im zweiten Schritt die Frage, ob die gefundenen Ineffizienzen im Bereich der Informationsverarbeitung die Funktionsfähigkeit der aufgezeigten Selbstregulierungsmechanismen in Frage stellen.

1. Einfluss der Normsetzung auf die Unternehmensbewertung

Relevant ist zunächst, ob das normative Umfeld überhaupt einen Einfluss auf die Bewertung am Kapitalmarkt hat. Einen Kurseffekt konnte man etwa beobachten bei der Einführung von Stimmrechtsklassen⁷⁴, Maßnahmen zum Schutz vor Überfremdung der Aktiengesellschaft⁷⁵ und jüngst bei der Ankündigung und Verabschiedung der

⁷¹ Vgl. Pieper/Schiereck/Weber, ZfbF 45 (1993), S. 487.

⁷² Vgl. Langevoort, U. Penn. L. Rev. 140 (1992), S. 850, 855 f.

⁷³ Vgl. auch Rubinstein, Rational Market, S. 4, der es als erste Direktive der Finanzmarktwissenschaft bezeichnet, erst alle rationalen Erklärungen auszuschließen, bevor eine Erklärung im irrationalen Verhalten der Marktteilnehmer gesucht wird.

⁷⁴ Vgl. bereits 3. Kap. F III. 2. b bb bbb; einen „Preisaufschlag“ für Aktien mit mehreren Stimmrechten fanden Lease/McConnell/Mikkelson, J. Bus. 57 (1984), S. 443; dies. J. Fin. Econ. 11 (1983), S. 439.

⁷⁵ Semler, in: Picot (Hrsg.), Corporate Governance, , S. 47.

Unternehmenssteuerreform in Deutschland⁷⁶. Keine Auswirkung auf die Aktienkurse wurden dagegen z.B. nach dem Urteil des Bundesverfassungsgerichts zur Mitbestimmung festgestellt⁷⁷. Teilweise gibt es auch widersprüchliche Ergebnisse. So wurden beim Erlass von Satzungen, die Unternehmensübernahmen erschweren sollten, teils negative, teils positive Aktienkursbewegungen festgestellt⁷⁸. Die empirischen Arbeiten, die diese Frage in sog. *event studies*⁷⁹ untersuchen, sehen sich mit dem Problem konfrontiert, dass der Zeitpunkt, an dem die Nachricht über eine Veränderung an den Markt kommt, selten genau bestimmt werden kann. Denn die Informationsverarbeitung beginnt nicht erst mit dem Erlass eines Gesetzes oder einer sonstigen Norm, sondern bereits im Vorfeld⁸⁰. Diese Unsicherheit über den relevanten Zeitraum der Untersuchung kann dazu führen, dass ein signifikanter Einfluss von Normveränderungen nicht erkennbar ist, obwohl er tatsächlich stattgefunden hat⁸¹. Hinzu kommt, dass es bei Ausbleiben einer Kursreaktion am Datenmaterial nicht erkennbar ist, ob der Kapitalmarkt die Änderungen nicht wahrgenommen hat oder aber ob er sie als irrelevant eingestuft hat⁸². Allerdings scheint angesichts der wissenschaftlichen Erkenntnisse über die prinzipielle Funktionsweise der Kapitalmärkte kaum begründbar, warum Normveränderungen keinen Einfluss auf die Preise haben sollten. Teilweise wird zwar in der Tat die Ansicht vertreten, dass etwa die Einzelheiten von Unternehmenssatzungen von den Anlegern nicht wahrgenommen würden, da andere wirtschaftliche und politische Faktoren für die Kurs- und Dividendenerwartung weit wichtiger seien⁸³. Es ist aber zunächst nicht plausibel, warum rechtliche Einzelheiten, sofern sie Einfluss auf das Unternehmensergebnis haben, nicht beachtet werden sollten. Allenfalls ließe sich eine mögliche Indifferenz der Anleger über die Ausgestaltung von Unternehmenssatzungen in Deutschland damit begründen, dass auf Grund der Satzungsstrenge des § 23 Abs. 5 AktG wesentliche Unterschiede in den Satzungen ohnehin nicht bestehen können. Die bestehenden Differenzen könnten als irrelevant eingestuft werden⁸⁴. Nun könnte man weiter daran denken, hier ein sog. *collective-action*-Problem auszumachen. Da die Vorteile der Bewertung einer Norm für den Unternehmenswert

⁷⁶ Gieralka/Drajewicz, FB 2001, S. 311, 318 ff.

⁷⁷ Baums/Frick, Co-Determination.

⁷⁸ Negativer Effekt gefunden von Baghat/Jefferis, J. Fin. Econ. 30 (1991), 193; Jarrell/Poulsen, J. Fin. Econ. 19 (1987), 127; Collins/Black/Wannesley (1993) (Pennsylvania); Ryngaert/Netter J. L. Econ. Org. 6 (1990), S.253 (Ohio); Margotta/McWilliams/McWilliams, J. L. Econ. Org. 6 (1990), S. 235 (Ohio, aber nicht signifikant); Schumann, RAND J. Econ. 19 (1988), S. 557 (New York); Karpoff/Malesta, J. Fin. Econ. 25 (1989), S. 291 ff (aggregierte Daten); vgl. auch McWilliams/Sen, J. Fin. Quant. Anal. 32 (1997), S. 491: negativer Effekt in den Fällen, in denen Management auch Großaktionär ist, sonst positiver Effekt; einen positiven Effekt fanden dagegen Pugh/Jahera, J. Fin. Res. 13 (1990), S. 221 (New York);

⁷⁹ Grundlegend zur Methodologie der event studies Campbell/Lo/MacKinley, The Econometrics of Financial Markets, Chapter 4, S. 149 ff.; zu Möglichkeiten und Grenzen in der Rechtsanalyse Rubinfeld, Col. L. Rev. 85 (1985), S. 1048 ff.

⁸⁰ Spindler, AG 1998, S. 53 67. Das Problem stellt sich insbesondere auch bei den Untersuchungen von Unternehmenszusammenschlüssen, wo der Informationsgehalt regelmäßig nicht in der Fusionsentscheidung der Hauptversammlung gefunden werden kann, sondern schon in der Bekanntgabe der Fusionsabsichten, vgl. Dodd, J. Fin. Econ. 8 (1980), S. 105, 114 ff.

⁸¹ Grundlegend zur Bedeutung der Unsicherheit über den genauen Zeitpunkt der Informationsverbreitung für die statistische Aussagekraft der „event study“ Brown/Warner, J. Fin. Econ. 8 (1980), S. 205, 225; kritisch auch Bowman, J. Bus. Fin. Acc. 10 (1983), S. 561, 563 f.

⁸² Spindler, AG 1998, S. 53, 67.

⁸³ Vgl. Röhricht, in: Großkommentar AktG, 1997, § 23 Rn. 167.

⁸⁴ Das gesteht auch Röhricht, aaO, ein

jedem Anleger nur anteilmäßig zukommen, er aber die damit verbundenen Kosten in voller Höhe zu tragen hat, bestehen verminderte Anreize der Informationsbeschaffung bzw. Bewertung der Informationen. Im schlimmsten Fall sind die Informationskosten prohibitiv hoch und es tritt das „Lemons“-Problem auf: es setzen sich nicht die besten Normen durch, sondern die, die für den Normgeber den größten Nutzen schaffen⁸⁵. Ein solches Szenario erfordert aber auf dem Kapitalmarkt, dass auch die professionellen Marktteilnehmer keinen Anreiz haben, sich über die Normen zu informieren⁸⁶. Denn anders als z.B. auf dem Gebrauchtwagenmarkt können individuelle Fehldispositionen durch das Eingreifen besser informierter Marktteilnehmer ausgeglichen werden. Diese werden ihren Informationsvorsprung zur Gewinnrealisierung ausnutzen und dadurch die Information bzw. Bewertung in den Markt einfließen lassen. Prinzipiell sollte dieser Mechanismus auch hinsichtlich der Bewertung des normativen Umfelds für die Unternehmen funktionieren. Die Frage ist nur, ob den rationalen Akteuren genügend Gewicht zukommt, um gegen das durch den uniformierten Handel verursachten „Rauschen“ bestehen zu können⁸⁷.

2. Ineffizienz, Normbewertungsfähigkeit und Selbstregulierung

Kann man also prinzipiell davon ausgehen, dass professionelle Marktteilnehmer die Kapitalmarktnormen annähernd korrekt bewerten können, so ist nun für die Funktionsfähigkeit des Selbstregulierungsmechanismus der Börsen nicht notwendig, dass die Aktienbewertung insgesamt dem „wahren“ Wert entspricht. Auch wenn der Börsenkurs durch Marktunvollkommenheiten von den korrekten Bewertung abweicht, können vom Kapitalmarkt adäquate Anreize zur Setzung optimaler Normen ausgehen. Denn für solche Anreize ist nur erforderlich, dass der Markt bessere Normen von schlechteren Normen unterscheiden kann. Auf die Börsen gewendet bedeutet dies: führen bessere Börsenregeln zu höheren Kursen, dann haben die Börsen Anreize zur Normverbesserung, auch wenn die Bewertung der Kurse nicht mit ihrem „wahren“ Wert übereinstimmt. Kapitalmarktineffizienzen sind für das Bestehen dieses grundsätzlichen Anreizmechanismus nur relevant, wenn sie konkret die Normbewertung betreffen. Wenn z.B. in den Jahren 1998 und 1999 die Internet-Euphorie zu einer generellen Überbewertung der Unternehmen der *New Economy* geführt hat, so hat dies den Anreiz der Börsen zur effizienten Normsetzung nicht tangiert, solange die betreffenden Unternehmen an einer Börse mit besseren Regeln relativ höher bewertet wurden als die an einer Börse mit schlechteren Regeln. Die Frage ist damit, ob sich die ausgemachten Kapitalmarktanomalien speziell auch auf die Normbewertung erstrecken. Dafür sind aber keine Anzeichen ersichtlich. Wenn *noise trader* einzelne Kurse von ihrem Gleichgewichtspreis abbringen, so geschieht dies jedenfalls im Hinblick auf die zu Grunde liegende Kapitalmarktnormierung unkoordiniert. Solche Fehlbewertungen sollten sich also über die verschiedenen Anlagetitel gegeneinander aufheben. Auch eine kollektive Euphorie oder ein gemeinsamer Pessimismus der Marktteilnehmer, welcher ein koordiniertes Herdenverhalten bewirken kann, werden kaum durch

⁸⁵ Spindler, AG 1998, S. 53, 60 f.

⁸⁶ Dies übersieht etwa Merkt, Gutachten zum 64. Dt. Juristentag, G 114, wenn er dem Bösenwettbewerb über Fragen des Delisting keine Chance einräumt, weil sich der Kleinaktionäre für solche Regeln nicht interessiere.

⁸⁷ Vgl. speziell zur Börsenselbstregulierung Fischel, U. Chic. L. Rev. 54 (1987), S. 120, 125: entscheidend bei der Normsetzung der Börse ist nicht, dass *alle* Marktteilnehmer informiert sind, sondern dass *genügend* Teilnehmer informiert sind.

Kapitalmarktregeln ausgelöst. Den professionellen Marktteilnehmern sollte also durch ihre Handelstätigkeit möglich sein, jedenfalls im Hinblick auf die relevante Kapitalmarktnormierung für eine korrekte Bewertung der Aktien zu sorgen. Auch wenn der Kapitalmarkt insgesamt auf Grund der beobachteten Anomalien in der Kursbildung nicht als vollständig informationseffizient eingestuft werden kann, so muss dies auf die Funktionsfähigkeit des Anreizmechanismus zur Normsetzung durch die Börsen also keinen Einfluss haben.

Einzigste Ausnahme von der Unbedenklichkeit kollektiver irrationaler Verhaltensweisen für die Möglichkeiten der Selbstregulierung dürfte der Fall des schon mehrfach angesprochenen kollektiven Vertrauens der nicht-professionellen Marktteilnehmer in den Risikokapitalmarkt sein. In diesem Fall kann es in der Tat fraglich sein, ob die professionellen Anleger einen wie auch immer begründeten Verlust des subjektiven Vertrauens des breiten Anlegerpublikums kompensieren werden können. Dies führt nun aber nur dazu, dass auch die Börsen einen Anreiz haben, vertrauensfördernde Maßnahmen zu ergreifen. Der prinzipielle Anreizmechanismus wird also nicht gestört. Das Problem besteht hier nicht in der mangelnden Informationseffizienz, sondern vielmehr in den schon angesprochenen *Spillover*-Effekten auf den Gesamtmarkt, die von den einzelnen Börsen nur unvollständig internalisiert werden, so dass eine gesamtwirtschaftlich effiziente Börsenselbstregulierung nicht zu erwarten ist.

3. Ergebnis

Die Annahme, vom Kapitalmarkt gingen geeignete Anreize für die Börsen aus, ihre Regelwerke zu optimieren, scheint gerechtfertigt. Zwar kann eine perfekte Informationseffizienz der Märkte in der Praxis nicht festgestellt werden und die beobachteten Kursanomalien führen teilweise zu länger anhaltenden Abweichungen der Preise von ihrer „richtigen“ Bewertung. Für die prinzipielle Funktionsfähigkeit des Anreizmechanismus ist dies aber nicht erheblich, solange mit einer relativen Normbewertungsfähigkeit am Kapitalmarkt gerechnet werden kann, der Markt also „bessere“ von „schlechteren“ Normen unterscheiden kann. Den professionellen Marktteilnehmern sollte es möglich sein, jedenfalls im Hinblick auf die relevante Kapitalmarktnormierung für eine korrekte Bewertung der Aktien zu sorgen.

B. Rahmenbedingungen des Börsenwettbewerbs

Als zweite zentrale Voraussetzung für die Funktionsfähigkeit der Börsenselbstregulierung wurde das Bestehen eines hinreichenden Wettbewerbsdrucks auf dem „Markt für Märkte“ ausgemacht. In der Vergangenheit war der Inter-Börsenwettbewerb nun sicherlich in vieler Hinsicht begrenzt⁸⁸. Einiges spricht aber dafür, dass sich die Situation auf Grund der beobachteten Veränderungen auf den Kapitalmärkten – Stichworte: Institutionalisierung, Technologisierung und Globalisierung – fundamental verändert hat⁸⁹. Eine Beurteilung der ökonomischen Wettbewerbssituation kann hier nicht geleistet werden. Gefragt werden kann aber nach den rechtlichen

⁸⁸ Kahan, Va. L. Rev. 83 (1997), S. 1509, 1515; speziell zum Wettbewerb der deutschen Börsen untereinander Peterhoff, in: Schäfer, BörsG, § 2a Rn: kein Wettbewerb, da jedenfalls Doppelnotierung in Frankfurt stattfindet; Mues, Börsenorganisation, S. 32.

⁸⁹ Kritisch zum Umfang der Mobilität der Emittenten jüngst Spindler, DStR 2002, S. 1576, 1584.

Rahmenbedingungen, insbesondere für die Mobilität der Emittenten, die als Wettbewerbsordnung den möglichen Umfang des Wettbewerbsdrucks mitbestimmen. Aus verständlichen Gründen können die Mobilitätsbedingungen dabei nicht für jede Rechtsordnung gesondert dargestellt werden. Beachtung finden sollen neben dem deutschen Rechtsrahmen nur die für den europäischen Börsenwettbewerb besonders wichtigen Strukturvorgaben durch das europäische Sekundärrecht.

I. Europarechtliche Strukturvorgaben

Der einheitliche europäische Kapitalmarkt beruht im Konzept der Europäischen Union auf zwei Grundlagen, der Kapitalverkehrsfreiheit und der Rechtsangleichung⁹⁰. Dabei lassen sich in der Entwicklung eines Europäischen Kapitalmarktsrechts über die Zeit hinweg unterschiedliche Schwerpunkte ausmachen.

1. Entwicklungslinien des Europäischen Kapitalmarktrechts

Der bis zum 1.1.1994 geltende Art. 67 Abs. 1 EGV sah vor, dass die Beschränkungen des Kapitalverkehrs innerhalb der Europäischen Gemeinschaft aufzuheben waren, soweit es für das Funktionieren des Gemeinsamen Marktes notwendig war. Weiter ging der ab dann geltende Art. 73b Abs. 1 EGV (heute: Art. 56 EG), der den Abbau aller Beschränkungen des Kapitalverkehrs schlechthin fordert und der anders als Art. 67 Abs. 1 EGV⁹¹ auch unmittelbar anwendbar ist. Dem Ziel, die innergemeinschaftlichen Beschränkungen des Kapitalverkehrs aufzuheben, ist die Gemeinschaft zudem durch umfassende Maßnahmen im gemeinschaftlichen Sekundärrecht in den sechziger und achtziger Jahren näher gekommen⁹².

Neben der Liberalisierung durch Abbau von Mobilitätshindernissen wurde die Kapitalmarktintegration durch eine Rechtsangleichung vorangetrieben, wobei sich das zu Grunde liegende Harmonisierungskonzept aber im Laufe der Zeit gewandelt hat. Während man zunächst der Idee der Vollrechtsangleichung verhaftet war, schwenkte man in den 80-er Jahren auf die Idee der Mindestharmonisierung um. Eine vollständige Harmonisierung der Kapitalmärkte war, so hatte man mittlerweile erkannt, politisch nicht durchsetzbar⁹³. Ausschlaggebend für den Richtungswechsel war insbesondere auch die *Cassis-de-Dijon*-Entscheidung des Europäischen Gerichtshofs, in der die Idee des allgemeinen Beschränkungsverbots geschaffen wurde. Das Urteil stieß eine breite Diskussion innerhalb der Europäischen Union und den Mitgliedsstaaten an, die schließlich zum sog. Weißpapier der Europäischen Kommission führte, in dem sie den „neuen Ansatz“ der Mindestharmonisierung mit gegenseitiger Anerkennung vorstellte. In

⁹⁰ Vgl. Assmann/Buck, EWS 4,5 (1990), S. 110, 112 ff.; Assmann, in: Deutsches- und europ. Bank- und Börsenrecht, S. 61, 78 ff.

⁹¹ Siehe EuGH, RS 203/80, Slg. 1981, S. 2596, 2614 („Casati“).

⁹² Vgl. Assmann, in: Deutsches- und europ. Bank- und Börsenrecht, S. 61, 80; kritisch zum Umfang der Verwirklichung der Kapitalverkehrsfreiheit Horn, ZBB 1999, S. 1, 4. Grundlegend für die Entwicklung eines freien Kapitalverkehrs waren die 1. und 2. Kapitalverkehrsrichtlinie von 1960 (Richtlinie vom 11.5.1960 (ABl. EG 1960, S. 921)) und 1962 (Richtlinie vom 18.12.1962 (Abl. EG 1963, S. 62)). Danach unterfielen der An- und Verkauf von börsennotierten Wertpapieren der unbeschränkten Liberalisierung, während allerdings die Emission von Wertpapieren ausländischer Emittenten nur bedingt liberalisiert wurde. Der Entwurf einer dritte Richtlinie, der darauf abzielte, die noch bestehenden Hindernisse im Bereich der Emission und Platzierung von Wertpapieren, der Börseneinführung und des Erwerbs von Effekten zu beseitigen, scheiterte 1964 am politischen Widerstand in den Mitgliedstaaten, vgl. näher Gleske, FS für Groeben, S.131, 135 f.

⁹³ Hoppmann, EWS 6 (1999), S. 204 m.w.N.

diesen beiden ersten Phasen der Entwicklung des europäischen Kapitalmarktrechts sind zahlreiche Richtlinien auf verschiedenen Teilgebieten für die Rechtsangleichung von Bedeutung gewesen⁹⁴. Durch diese Richtlinien ist bislang zwar keine umfassende Mindestharmonisierung im gesamten Bereich des Kapitalmarktrechts erreicht worden, es lässt sich dennoch die Verwirklichung von zwei Leitideen erkennen. Die Schaffung eines einheitlichen Schutzniveaus für die Anleger einerseits, die Verwirklichung eines „*level playing fields*“, d.h. einheitlicher Wettbewerbsbedingungen an den europäischen Börsen und Finanzplätzen, andererseits.

Die Notwendigkeit weitere Anpassungen, insbesondere im Hinblick auf die Einführung der Einheitswährung und der sich dadurch bietenden Möglichkeiten im grenzüberschreitenden Finanzverkehr, hat zur Aufstellung eines Aktionsplans für Finanzdienstleistungen durch die Kommission geführt („*Financial Services Action Plan*“: FSAP), der vom Europäischen Rat von Köln im Juni 1999 gebilligt wurde. Ziel dieses Plans ist es, durch eine Fülle von Maßnahmen die vollständige Integration der europäischen Kapitalmärkte bis 2003 zu erreichen. Handlungsbedarf sieht die Kommission in den hier relevanten Bereichen vor allem in folgenden Punkten⁹⁵:

- Entwicklung einer einheitlichen Definition von Märkten und Börsen.
- Schaffung einheitlicher Bedingungen für die (grenzüberschreitende) Tätigkeit von Wertpapierdienstleistungsunternehmen⁹⁶.

⁹⁴ Dies sind: die Börsenzulassungsrichtlinie vom 5.3.1979 zur Angleichung der Zulassungsbedingung zum amtlichen Handel an einer Wertpapierbörse (RL 78/279/EWG), die Börsenprospektrichtlinie vom 17.3.1980 zur Angleichung der Bedingungen für die Erstellung, die Kontrolle und die Verbreitung des Prospekts für die Zulassung zum amtlichen Handel an einer Wertpapierbörse (RL 80/390/EWG), die Halbjahresrichtlinie vom 15.2.1982 zur Veröffentlichung von Informationen der Gesellschaften, deren Wertpapiere zum amtlichen Handel zugelassen sind (RL 82/121/EWG), die Investmentrichtlinie vom 20.12.1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmter Organismen für die gemeinsame Anlage in Wertpapieren (RL 85/611/EWG), die Transparenzrichtlinie vom 12.12.1988 über die Informationspflichten, die bei Erwerb oder Veräußerung einer bedeutenden Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft zu erfüllen sind (RL 88/627/EWG), die Emissionsprospektrichtlinie vom 17.4.1989 zur Angleichung der Prospekte, die beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren zu veröffentlichen sind (RL 89/298/EWG), die Insiderrichtlinie vom 13.11.1989 zur Angleichung der Rechtsvorschriften über Insider-Geschäfte (RL 89/592/EWG), die Kapitaladäquanzrichtlinie vom 15.3.1993 über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditunternehmen (RL 93/6/EWG), die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie vom 10.5.1993 zur Schaffung von Verhaltenspflichten für und Beaufsichtigung von Wertpapierdienstleistungsunternehmen (RL 93/22/EWG), die Richtlinie über Einlagensicherungssysteme vom 30. Mai 1994 (RL 94/19/EG), die Richtlinie über Systeme für die Entschädigung der Anleger vom 3. März 1997 (97/9/EG), die Richtlinie über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung und hinsichtlich dieser Wertpapiere zu veröffentlichen Informationen vom 28.5.2001 (RL 2001/34/EG).

⁹⁵ Vgl. auch Köndgen, Lutter-FS, S. 1401, 1411

⁹⁶ Art. 14 Ziff. 1 WPDRL bestimmt, dass einmal an einem geregelten Markt zugelassene Wertpapierfirmen auch in anderen Staaten der EU ihre Tätigkeit ausüben dürfen, ohne dass es einer erneuten Zulassung bedarf. Ein von einem Mitgliedsstaat der EU gem. Art. 15 Ziff. 5 WPDRL anerkannter geregelter Markt kann gemäß Art. 15 Ziff. 4 WPDRL seine Dienstleistungen auch außerhalb des Herkunftslandes auf elektronischem Wege anbieten, ohne dass es der Anwesenheit der Handelsteilnehmer im Herkunftslandes des Marktes bedarf, sog. *remote membership*. Auch die geregelten Märkte erhalten also einen Europäischen Pass nach dem Prinzip der Herkunftslandkontrolle. Der europäische Pass für Wertpapierfirmen war bislang nur mäßig erfolgreich. Zwar haben zahlreiche Firmen von dieser Möglichkeit Gebrauch gemacht, es bestehen jedoch auch nach der Umsetzung der Wertpapierhandelsrichtlinie in den Mitgliedstaaten rechtliche Mobilitätshindernisse. Genannt werden vor allem die zahlreiche Bestimmungen, die aus Gründen des „Allgemeininteresses“ einen Eingriff des Aufnahmelandes oder eine Beaufsichtigung durch dieses ermöglichen. Diese Abweichung vom Herkunftslandprinzip führt dazu, dass die Wertpapierfirmen mehreren Regulierungen ausgesetzt sind, die die Kosten der grenzüberschreitenden Tätigkeit erhöhen. Insbesondere die unklare Formulierung für die Durchführung und Überwachung der Einhaltung der Wohlverhaltensregeln – zuständig ist das Land, „in dem die Dienstleistung erbracht wird“ - hat zu Mehrbelastungen für die Firmen geführt. Die

- Einheitliche Regulierung alternativer Handelssysteme
- Verbesserung des Schutzes vor Marktmanipulationen
- Wettbewerbsrechtliche Konkretisierung der Fragen des Börsenwettbewerbs

Im November 2000 wurde schließlich das sog. *Committee of Wise Men* eingesetzt, welches die Bedingungen für die Implementierung der Regulierung der Finanzmärkte durch die EU untersuchen sollte und Vorschläge für künftige Verfahren machen sollte, die eine bessere Vereinheitlichung und eine effizientere Kooperation in Einzelfragen ermöglichen. Im am 15. Februar 2001 vorgelegten Abschlussbericht (sog. *Lamfalussy-Report*)⁹⁷ wird an der gegenwärtigen Situation vor allem kritisiert, dass die Richtlinienumsetzung in den Mitgliedsstaaten zu langsam ist, dass die Mechanismen innerhalb des Gesetzgebungsprozesses in der EU zu intransparent sind und dass den Mitgliedsstaaten zu viele Freiräume bei der Umsetzung der Richtlinien zukommen. Zur Abhilfe hat das *Committee of Wise Men* ein aus vier Stufen bestehendes künftiges Regulierungsverfahren vorgeschlagen. Auf der ersten Stufe sollen die Rahmegrundsätze der Regulierung im normalen Gesetzgebungsprozess der EU festgelegt werden. Die zweite Stufe der Detailimplementierung soll durch die Kommission vorgenommen werden, unterstützt durch einen EU-Wertpapierausschuss (*European Securities Committee*, ESC) und einen Ausschuss der Wertpapierregulierungsbehörden (*Committee of European Securities Regulators*, CESR). Durch Beschlüsse vom 6. Juni 2001 wurden diese Ausschüsse als Beratungsgremien eingesetzt⁹⁸. Schließlich soll auf der dritten Stufe eine intensive Zusammenarbeit zwischen den Wertpapierbehörden der Mitgliedsstaaten eine konsistente und einheitliche Umsetzung der EU Vorgaben sichern. Und auf der vierten Stufe soll die EU-Kommission dann für die Durchsetzung der Maßnahmen sorgen.

Wesentliche Bestandteile des neuen Konzepts ist die Anwendung des Komitologieverfahrens, welches mittlerweile auch vom Europäischen Parlament gebilligt wurde⁹⁹. Im Komitologieverfahren werden durch das CESR unter Beteiligung von Marktteilnehmern Entwürfe für Richtliniendurchführungsbestimmungen gefertigt, die wiederum von der Kommission geprüft werden und dann dem ESC vorgelegt werden und dann schließlich durch die Kommission angenommen werden¹⁰⁰. Im Ergebnis wird so eine im Vergleich zur Richtlinienggebung bedeutsame Beschleunigung des Rechtsetzungsverfahrens erreicht.

Mitgliedstaaten wenden unterschiedliche Kriterien für die Festlegung des Ortes, in dem die Dienstleistung erbracht wird. Teilweise gilt das „Wohnsitzland des Anlegers“, teilweise auf die „typische Leistungserbringung“ abgestellt oder auf Fallbasis entschieden. In der Praxis verlangt die Mehrheit der Mitgliedstaaten auch von ausländischen Wertpapierfirmen die Einhaltung der inländischen Wohlverhaltensregeln, vgl. Mitteilung der Kommission, Anwendung der Wohlverhaltensregeln, S. 11. Daneben sind die Firmen routinemäßig auch den Regeln des Heimatlandes unterworfen. Zu den Vorschlägen der Kommission zur Überarbeitung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie vgl. Hammes, ZBB 2001, S. 498 ff.

⁹⁷ „Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets“, zum Download bereit gestellt unter http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/lamfalussyen.pdf.

⁹⁸ Abl Nr. L 191 v. 13.7.2001, S. 43 (CESR) u. S. 45 (ESC).

⁹⁹ Vgl. Entschließung des Europäischen Parlaments zu der Umsetzung der Rechtsvorschriften im Bereich der Finanzdienstleistungen (2001/224(INI)). Ursprünglich hatte es zwischen der Kommission und dem Parlament Differenzen über das Verfahren gegeben. Der Streit wurde mit einem Kompromiss beigelegt. Dieser sieht u.a. vor, dass die Übertragung der Durchführungsbefugnisse auf die Kommission zeitlich auf vier Jahre beschränkt ist, dass das Parlament über alle Maßnahmen informiert wird und dass es innerhalb einer dreimonatigen Frist Gelegenheit zur Stellungnahme zu Maßnahmen der Kommission erhält, vgl. Seitz, BKR 2002, S. 340, 342.

¹⁰⁰ Siehe ausführlich Seitz, BKR 2002, S. 340, 342.

2. Rahmenbedingungen für den Wettbewerb um Emittenten

Die Börsenzulassungsrichtlinie von 1979 bildet den Ausgangspunkt für die Bemühungen auf europäischer Ebene, die Voraussetzungen für grenzüberschreitende Notierungen zu schaffen¹⁰¹. Diese Richtlinie hatte zum einen das Ziel, für eine gleichwertige Ausgestaltung des Anlegerschutzes an den verschiedenen europäischen Börsen zu sorgen, zum anderen sollten aber auch die Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren aus einem Mitgliedstaat zur amtlichen Notierung an der Börse eines anderen Mitgliedstaates erleichtert werden¹⁰².

Nach Art. 6 der Börsenzulassungsrichtlinie besteht in jedem Mitgliedstaat ein Anspruch auf Zulassung von Wertpapieren, wenn die Zulassungsbedingungen erfüllt sind, unabhängig davon, ob die Papiere bereits in einem anderen Mitgliedland gehandelt werden. Einer vorigen Zulassung insbesondere im Heimatland bedarf es nicht.

Allerdings besteht mit der Zulassung an einer Börse innerhalb der EU kein automatischer Anspruch auf (gleichzeitig) Zulassung an anderen Börsen. Insbesondere können die einzelnen Mitgliedstaaten zusätzliche Anforderungen an die Zulassung stellen¹⁰³.

Auch hinsichtlich der Börsenprospekte sind der Mobilität der Emittenten bislang Grenzen gesetzt. Die Prospektrichtlinie¹⁰⁴ regelte die Mindestanforderungen, die an einen Börsenprospekt bei der Börsenzulassung zu stellen sind und Aspekte der Vereinheitlichung der Prospekte. Durch eine Änderung der Richtlinie 1987 wurde festgeschrieben, dass der für die Zulassung in einem Mitgliedsstaat erforderliche Börsenprospekt auch von der Zulassungsstelle anderer Mitgliedstaaten anzuerkennen ist. Unbenommen bleibt den Aufnahmeländern aber, die Aufnahme zusätzlicher Informationen in den Prospekt oder eine vollständige Übersetzung des Prospekts zu verlangen¹⁰⁵.

Zu einer weiteren wesentlichen Änderung der Börsenprospektrichtlinie kam es 1994, wo nun auch die Mehrfachnotierung von Unternehmen erleichtert werden sollte, die bereits länger an einer Börse zugelassen sind. Gem. Art. 6 Ziff. 4 der geänderten Richtlinie können Wertpapiere, die vor dem Antrag auf Zulassung 3 Jahre oder länger in einem anderen Mitgliedstaat notiert waren, von der Prospektpflicht bei einer weiteren Zulassung in anderen Mitgliedstaaten ganz oder teilweise befreit werden. Voraussetzung ist eine glaubhafte Bestätigung der zuständigen Stelle des Staates, in dem das Unternehmen bislang notiert ist, dass bisher alle Verpflichtung seitens des Emittenten erfüllt wurden und gewisse Informationen veröffentlicht werden, die der zuständigen Stelle vorher übermittelt werden. Aus Sicht der Emittenten ist vor allem wichtig, dass diese Informationen nicht in der Amtsprache des Landes der beantragten Notierung verfasst sein müssen, sondern auch in einer im Finanzbereich üblichen und von der zuständigen

¹⁰¹ in Deutschland umgesetzt durch das Börsenzulassungsgesetz vom 16.12.1986, BGBl. I/2478 und der BörsenzulassungsVO vom 15.4.1987, BGBl. I/1234.

¹⁰² Assmann/Buck, EWS 1990, S. 220, 223.

¹⁰³ kritisch dazu Cruickshank, in: Jeunemaitre (Hrsg.), Financial Markets Regulation, S. 173, 175; Hoppmann, EWS 1999, S. 204, 205; Hertig, J. Int. Econ. L. 2000, S. 349, 353 ff.

¹⁰⁴ RL vom 17. März 1980 zur Angleichung der Bedingungen für die Erstellung, die Kontrolle und die Verbreitung des Prospekts für die Zulassung zum amtlichen Handel an einer Wertpapierbörse (RL 80/390/EWG). Der durch die Prospektpflicht zu gewährende Schutz wurde fortwährend erweitert. Während die Börsenzulassungsrichtlinie und die Börsenprospektrichtlinie für den Informationszeitpunkt und damit den für das Einsetzen der Prospekthaftung auf die Zulassung der Papiere zum amtlichen Handel abgestellt wurde, legte die Emissionsprospektrichtlinie diesen Zeitpunkt auf das erstmalige öffentliche Angebot von Wertpapieren vor, gleichgültig ob die Papiere überhaupt zum amtlichen Markt zugelassen werden sollen oder nicht.

¹⁰⁵ Vgl. Fürhoff/Ritz, WM 2001, S. 2280, 2281.

Stelle akzeptierten Sprache publiziert werden können. Die Umsetzung dieses Teils der Änderungsrichtlinie ist allerdings in das Ermessen der Mitgliedstaaten gestellt.

Die am 28. Mai 2001 verabschiedete Richtlinie über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung und hinsichtlich dieser Wertpapiere zu veröffentlichen Informationen¹⁰⁶ fasst im Wesentlichen die Zulassungsrichtlinien und Prospektrichtlinien zu einem einheitlichem Text zusammen, ohne wesentliche inhaltliche Neuerungen zu bringen. Ziel ist es nur, die Regulierung verständlicher und übersichtlicher zu gestalten. Angesichts der im Rahmen des FSAP zur gleichen Zeit vorgeschlagenen grundlegenden Veränderungen auf den genannten Regelungsgebieten und der infolgedessen zu erwartenden Reformen darf dieses Ziel jetzt schon als verfehlt gelten.

Ein grundlegender Schritt zu einer vollständigen Mobilität der Emittenten soll durch eine vollkommen neugestaltete Börsenprospektrichtlinie gemacht werden. Am 30.5.2001 hat die Kommission einen entsprechenden Richtlinienentwurf vorgestellt¹⁰⁷. Die Richtlinie soll die alte Börsenprospektrichtlinie und die Emissionsprospektrichtlinie ersetzen. Begründet wird das Erfordernis einer neuen Richtlinie durch das bisherige komplexe und lückenhafte System der gegenseitigen Anerkennung und der mangelhaften Berücksichtigung internationaler Publizitätsstandards und deren Harmonisierung. Als weiterer Grund wird angeführt, dass der in der alten Börsenprospektrichtlinie verwendete Begriff der „amtlichen Notierung“ im Gemeinschaftsrecht nicht definiert ist und dementsprechend in den einzelnen Mitgliedstaaten unterschiedlich interpretiert wird¹⁰⁸.

Die Kernelemente des neuen Systems werden sein¹⁰⁹:

- verbesserte Offenlegungsnormen nach internationalen Standards, insbesondere nach den Vorgaben der IOSCO,
- die Einführung eines Registrierungsformularsystems für Emittenten, das nach dem Vorbild des amerikanischen EDGAR (*Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval*) zu einer kontinuierlichen Erfassung relevanter Unternehmensinformationen führen soll,
- die Einführung des Europäischen Passes, der eine problemlose Mehrfachnotierung von Wertpapieren ermöglicht, sobald die Papiere an einem geregelten Markt eines Mitgliedstaates zugelassen sind und
- die konsequente Durchsetzung des Heimatlandsprinzips bei der Überwachung der Prospektpflichten.

Insbesondere die beiden letzten Aspekte dürfen in ihrer Bedeutung für grenzüberschreitende Emissionen nicht unterschätzt werden. So sieht Art. 16 des Richtlinienentwurfs vor, dass die Aufnahmelandbehörde dann, wenn der Emittent den Prospekt im Heimatland in einer in Finanzkreisen üblichen Sprache (d.h. Englisch) veröffentlicht hat, nur noch eine Übersetzung der Zusammenfassung in die jeweilige Landessprache verlangen darf. Gerade die erforderlichen Übersetzungen haben sich in der Vergangenheit als Mobilitätshindernis erwiesen¹¹⁰. Diese Barriere würde nun mit der konsequenten Einführung des Europäischen Passes abgebaut. Dabei hat das Europäische

¹⁰⁶ RL 2001/34/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Mai 2001, ABl. EG Nr. L 184 S. 1.

¹⁰⁷ KOM(2001) 280 vom 30.05.2001, zum Download bereitgestellt unter http://europa.eu.int/internal_market/finances/mobil-prospectus.htm.

¹⁰⁸ Vgl. die Begründung EU-Kommission, Vorschlag Börsenprospekt-RL, S. 2 f.; siehe zu den Mängeln des bisherigen Systems auch den Bericht des sog. Ausschusses der Weisen, S. 16 ff.

¹⁰⁹ EU-Kommission, Vorschlag Börsenprospekt-RL, S. 3; vgl. auch Überblick bei Fürhoff/Ritz, WM 2001, S. 2280, 2283.

¹¹⁰ Fürhoff/Ritz, WM 2001, S. 2280, 2281 f.

Parlament in einem Änderungsvorschlag sogar empfohlen, die Mehrfachnotierung eines Emittenten auf geregelten Märkten gänzlich von der Prospektpflicht freizustellen, wenn sie nicht auf dessen Antrag¹¹¹.

Die konsequente Durchsetzung des Heimatlandprinzips, das wie Art. 6, 22 des Richtlinienentwurfes der Behörde des Aufnahmelandes nur noch eine strukturelle Prüfungskompetenz belässt, würde prinzipiell einen umfassenden Wettbewerb der Einzelstaaten hinsichtlich der Publizitätsnormierung ermöglichen. Wohl aus Furcht vor einem „*race to the bottom*“ sieht die Richtlinie allerdings einen einheitlich *hohen* Prospektstandard vor, indem die Differenzierung von Börsenprospekt und Verkaufsprospekt aufgegeben wird; von einer *Mindest*harmonisierung kann hier kaum mehr gesprochen werden¹¹². Der Normgebungswettbewerb dürfte sich daher eher im Bereich der sonstigen Zulassungspflichten und der Zulassungsfolgepflichten entwickeln. Bei der Überwachung nach dem Heimatlandprinzip wird nun der Idee der Selbstregulierung der Börsen von der EU-Kommission eine klare Absage erteilt. Unabhängige Verwaltungsbehörden, die das Allgemeininteresse verfolgten, seien besser in der Lage, den Schutz der Märkte und Anleger zu gewährleisten als gewinnorientierte, Interessenkonflikten ausgesetzte Börsen¹¹³. Entsprechend wird von den Mitgliedstaaten in der künftigen Marktmissbrauchs-Richtlinie verlangt, eine bestimmte Behörde zu benennen, die über die Anwendung der Richtlinie wachen soll und die mit bestimmten öffentlich-rechtlichen Befugnissen auszustatten ist¹¹⁴. Eine Überwachung durch die Börsen sollte zur Umsetzung der Richtlinie nicht ausreichend sein.

Bei der Börsenprospektrichtlinie war in dieser Hinsicht das letzte Wort jedoch noch nicht gesprochen. Das Europäische Parlament hat in seinen Änderungsanträgen die Möglichkeit verlangt, gewisse Aufgaben auf Marktteilnehmer und Selbstregulierungsorganisationen delegieren zu können, „um eine wirksame Prüfung und Genehmigung von Prospekten im allseitigen Interesse der Emittenten, Anleger, Marktteilnehmer und Märkte zu gewährleisten“¹¹⁵.

II. Rahmenbedingungen für den Börsenwettbewerb im deutschen Recht

Ausländische Emittenten treffen grundsätzlich die gleichen Pflichten wie deutsche. Insbesondere zwei Fragen sind für die Kosten der Emittenten bei der Entscheidung über eine Notierung an einer deutschen Börse relevant, nämlich inwieweit ein Prospekt, der bei der Zulassung an einer anderen, in- oder ausländischen Börse verwendet wurde, anerkannt wird und inwieweit im Prospekt und den weiteren laufenden Publikationen die deutsche Sprache verwendet werden muss. Das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz hat in diesem Zusammenhang zu einigen Erleichterungen geführt¹¹⁶, das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz setzt diese Entwicklung fort.

¹¹¹ Vgl. Änderungsantrag Nr. 11 des Europäischen Parlaments, abrufbar unter <http://www3.europarl.eu.int/omk/omnsapir.so/calendar?APP=PV2&LANGUE=DE>, unter 14. März 2002, S. 71.

¹¹² Vgl. auch Seitz, BKR 2002, S. 340, 344 mit Hinweis auf die Notwendigkeit einer flexibleren Regelung für kleine und mittlere Unternehmen.

¹¹³ EU-Kommission, Vorschlag Börsenprospekt-RL, S. 4.

¹¹⁴ Vgl. EU-Kommission, Vorschlag Marktmissbrauchs-RL, Art. 11 ff.

¹¹⁵ Vgl. Änderungsantrag Nr. 7 des Europäischen Parlaments aaO, S. 68. Vgl. Änderungsantrag Nr. 56 u. 73, aaO, S. 92 f. Der neue Vorschlag der EU-Kommission für die Börsenprospektrichtlinie vom 9.8.2002, über den im Rat im November 2002 eine Einigung erzielt werden konnte, sieht die Möglichkeit der Delegation genau beschriebener Aufgaben vor.

¹¹⁶ Vgl. im Überblick etwa Pötzsch, WM 52 (1998), S. 949, 951 f

1. Amtlicher Markt

Nach § 13 Abs. 1 S. 2 BörsZuVO ist der für die Börsenzulassung erforderliche Prospekt in deutscher Sprache abzufassen. S. 3 dieses Paragraphen ermöglicht es der Zulassungsstelle, den Emittenten mit Sitz im Ausland zu erlauben, den Prospekt ganz oder teilweise in einer anderen Sprache abzufassen, wenn diese Sprache im Inland auf dem Gebiet des grenzüberschreitenden Wertpapierhandels nicht unüblich ist. Als üblich dürfte in jedem Fall Englisch anzusehen sein¹¹⁷, alle anderen Sprachen sind nur in Ausnahmefällen üblich. Es reicht allerdings aus, dass die Sprache „nicht unüblich ist“, d.h. nicht unbedingt üblicherweise, aber doch des öfteren gebraucht wird. Auch dies dürfte allerdings auf kaum eine andere Sprache als Englisch zutreffen¹¹⁸.

Der Gesetzgeber sah in dem Erfordernis einer Übersetzung ins Deutsche einen Wettbewerbsnachteil deutscher Börsen gegenüber ausländischen Börsen, die englische Prospekte akzeptieren. Die Übersetzung verursache erhebliche Kosten, koste Zeit und erhöhe das Haftungsrisiko auf Grund unzutreffender Übersetzungen¹¹⁹.

a) Parallelzulassung

Die Anerkennung von Emissionsprospekten bei gleichzeitig beantragter Zulassung an mehreren inländischen Börsen regelt der 1998 neu eingeführte § 36 Abs. 3a S. 3 BörsG a.F. (jetzt: § 30 Abs. 4 S. 3 BörsG). Der Emittent kann eine für die Billigung des Prospekts zuständige Zulassungsstelle bestimmen, die anderen Zulassungsstellen sind dann an eine erfolgte Billigung gebunden. Die Zulassung selbst erfolgt aber nur mit Billigung aller Zulassungsstellen (§ 33 Abs. 3 S.1 BörsG).

§ 35 BörsG regelt den Fall der parallel beantragten Zulassung an einer Heimatbörse für Emittenten mit Sitz in einem Mitgliedstaat der EWG. Danach hat die Zulassungsstelle den ausländischen Prospekt anzuerkennen, sofern die zulässige Stelle des anderen Staates den Emittenten nicht von einzelnen Angaben im Prospekt befreit hat oder Abweichungen von den im Regelfall vorgeschriebenen Angaben zugelassen hat (§ 35 Abs. 2 BörsG). Ergänzungen dürfen nur hinsichtlich besonderer Angaben für den inländischen Markt gefordert werden (§ 35 Abs. 1 S. 2).

Grundsätzlich gilt auch hier, dass das für den deutschen Markt verwendete Prospekt in deutscher Sprache abgefasst sein muss (§ 35 Abs. 1 S. 1 BörsG). Allerdings ist auch hier gem. § 35 Abs. 1 S. 3 BörsG ein Verzicht der Zulassungsstelle möglich, wenn eine andere übliche Sprache verwendet wird.

Für ausländische Emittenten, die ihren Sitz nicht in einem der in § 35 Abs. 1 BörsG aufgeführten Länder haben, ermöglicht § 35 Abs. 4 BörsG eine Befreiung von der Prospektspflicht, wenn der Emittent die gleichzeitige Zulassung an einer Börse in einem EU Land oder einem Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum betreibt und bestimmt, dass die dortige Zulassungsstelle den Prospekt billigen soll.

Keine Vereinfachung ist in den Fällen vorgesehen, dass eine Parallelzulassung im Inland und in einem Land außerhalb der EWG beantragt wird.

¹¹⁷ So auch die Gesetzesbegründung, BR-Drucks. 605/97 S. 74.

¹¹⁸ Hamann, in: Schäfer, BörsG, § 40a RN 4b.

¹¹⁹ Vgl. BR-Drucks. 605/97 S. 74.

b) Quasi-Parallelzulassung

§ 33 Abs. 4 BörsG regelt die Anerkennung eines Prospekts, wenn es um die Zulassung von Wertpapieren geht, die seit weniger als sechs Monaten an einer inländischen Börse notiert sind. Voraussetzung ist allerdings, dass das bestehende Prospekt aktualisiert wird und eventuell um weitere Angaben ergänzt wird (S. 2). Vor der Änderung durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz konnte gem. § 36 Abs. 6 BörsG eine Befreiung von der Prospektspflicht in diesen Fällen in den Börsenordnungen vorgesehen werden, war aber nicht zwingend vorgeschrieben.

§ 35 Abs. 3 BörsG regelt den Fall, dass die Billigung eines Prospekts durch die zuständige Stelle eines anderen EU-Staates oder Vertragsstaates nicht länger als 3 Monate zurückliegt, unabhängig von einer amtlichen Notierung. Auch dann ist eine Befreiung von der Prospektspflicht möglich und Ergänzungen können nur im Hinblick auf besondere Angaben für den inländischen Markt gefordert werden. Dies gilt wiederum für Emittenten mit Sitz im EWG und für Emittenten außerhalb dieses Gebiets (Abs. 4). Hinsichtlich der Sprache greift hier auch wieder die durch das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz eingeführte Erleichterung des § 13 Abs. 1 S. 3 BörsZuVO.

c) Mehrfachnotierung länger zugelassener Emittenten

Nach § 45 Nr. 3 a) BörsZuVO ist eine Befreiung von der Prospektspflicht durch die Zulassungsstelle möglich, wenn das betreffende Wertpapier bereits an einer inländischen Börse amtlich notiert ist und für dieses Wertpapier bereits ein Prospekt veröffentlicht wurde.

Der durch das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz neu gefasste § 45 Nr. 4 BörsZuVO ermöglicht es Unternehmen, die am geregelten Markt seit mehr als zwei Jahren notiert sind, ohne die Veröffentlichung eines Prospekts eine amtliche Notierung zu erhalten, sofern dem Publikum Informationen zur Verfügung gestellt werden, die im Wesentlichen dem Inhalt eines Börsenzulassungsprospekts entsprechen.

§ 45a Abs. 1 Nr. 1 BörsZuVO enthält die Umsetzung der sog. Eurolist-Änderung der Börsenprospektrichtlinie. Danach kann von der Prospektspflicht dann befreit werden, wenn die Wertpapiere drei Jahre in einem Staat des Europäischen Wirtschaftsraums amtlich notiert sind und gewisse weitere Voraussetzungen erfüllt sind (§ 45a Abs. 1 Nr. 2 u. 3 BörsZuVO).

d) Laufende Publizitätspflichten

Hinsichtlich des Jahresabschlusses und des Lageberichts trifft den Emittenten mit Sitz außerhalb der EU oder der Vertragsstaaten gem. § 65 Abs. 4 BörsZuVO die Pflicht ergänzender Angaben, wenn die Informationen sonst nicht den deutschen Vorschriften entsprechen und kein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild gegeben wird. Für Emittenten mit Sitz innerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums wird von der Gleichwertigkeit des geforderten Abschlusses ausgegangen.

Gem. § 58 BörsZuVO können Emittenten, die nicht dem Recht eines EU-Mitgliedstaates oder eines Vertragsstaates unterliegen, einen im Ausland veröffentlichten Zwischenbericht im Inland anerkennen lassen. Die Zulassungsstelle kann dabei erneut die Verwendung einer ausländischen Sprache (§ 58 S.2 BörsZuVO) gestatten, wenn sie nicht

unüblich ist. Hinzu kommen muss allerdings, dass eine ausreichende Unterrichtung des Publikums im Hinblick auf die angesprochenen Anlegerkreise nicht gefährdet scheint¹²⁰. Ist auch ein Bericht in anderem EU-Land zu veröffentlichen, stimmt sich die Zulassungsstelle mit der ausländischen Stelle über die Anforderungen ab (§ 59 BörsZuVO). Hier fehlt eine Aussage über die Pflichten des Emittenten. Nach dem Normzweck kann aber nur gemeint sein dass der Emittent keinen gesonderten Zwischenbericht im Inland anfertigen muss, wenn er einen entsprechenden Bericht in einem anderen EU-Mitgliedstaat oder Vertragsstaat veröffentlicht. Es fehlt auch eine Regelung hinsichtlich der zu verwendenden Sprache. An sich müsste der Bericht dann gem. § 53 S. 2 BörsZuVO in die deutsche Sprache übersetzt werden. Dies würde aber an einen Emittenten mit Zweitnotierung innerhalb der EU höhere Anforderungen stellen als einen Emittenten mit Zweitnotierung außerhalb der EU. Man wird daher § 58 S. 2 BörsZuVO hinsichtlich der Sprachregelung analog anwenden dürfen. Die Veröffentlichungen im Rahmen der Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG haben in deutscher Sprache zu erfolgen, allerdings kann die Bundesanstalt für Wertpapierdienstleistungsaufsicht gem. § 15 Abs. 3 S. 1 2. HS WpHG dann Ausnahmen gestatten, wenn dadurch die Unterrichtung der Öffentlichkeit nicht gefährdet erscheint. Durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz wurde zudem klargestellt, dass eine zeitgleiche Publikation in englischer Sprache zulässig ist.

2. Geregelter Markt

Die Bedingungen für die Zulassung am geregelter Markt werden durch die Börsenordnungen konkretisiert. Allerdings ist dabei auch der durch das höherrangige Recht vorgegebene Rahmen zu berücksichtigen. So ist an der Frankfurter Börse für die Zulassung zum geregelten Markt entsprechend der börsengesetzlichen Vorgaben die Veröffentlichung eines Unternehmensberichts erforderlich (§ 59 Abs. 1 BörsO FWB a.F. bzw. § 69 Abs. 1 BörsO FWB n.F.), der mindestens die in der Verkaufsprospekt-Verordnung enthaltenen Angaben enthält (Abs. 2).

Ansonsten verweisen die Börsenordnungen auf die Erleichterungen, die im Bereich der amtlichen Notierung vorgesehen sind. Durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz wurde die Möglichkeit geschaffen, Emittenten, die bereits in einem anderen organisierten Markt zugelassen sind, auf Antrag ohne Einhaltung der Zulassungs- und Zulassungsfolgepflichten in den geregelten Markt einzubeziehen. Ermöglicht wird dies durch § 56 BörsG für Emittenten, die an einer inländischen Börse zum amtlichen oder geregelten Markt zugelassen sind (Abs. 1 Nr. 1), die an einem organisierten Markt im Europäischen Wirtschaftsraum zugelassen sind (Abs. 1 Nr. 2) oder die in einem anderen Land an einem Markt zugelassen sind, dessen Transparenz- und Zulassungsvoraussetzungen mit dem im geregelten Markt vergleichbar und ein Informationsaustausch mit diesem Markt gewährleistet ist (Abs. 1 Nr. 3), sofern keine Umstände bekannt sind, die bei der Einbeziehung zu einer Übervorteilung des Publikums oder einer Schädigung erheblicher allgemeiner Interessen führen (Abs. 2). Nähere Bestimmungen werden den Börsenordnungen überlassen (Abs. 3).

¹²⁰ Eine entsprechende Formulierung befand sich auch noch im Diskussionsentwurf für die Änderung von § 13 Abs. 1 S. 3 BörsG u. § 40a Abs. 1 S.3 BörsZuVO; vgl. Pötzsch, WM 1998, S. 949, 952 FN 31.

3. Freiverkehr

Für den Freiverkehr bestehen keine gesetzlichen Vorgaben, gewährleistet muss nur eine ordnungsgemäße Durchführung des Handels und der Geschäftsabwicklung, § 57 Abs. 1 BörsG. Die (privatrechtliche) Ausgestaltung des Freiverkehrs und die Anforderungen an ausländische Emittenten bleibt ihren Trägern überlassen. Im Allgemeinen sind diese Anforderungen sehr gering, was die große Anzahl von Wertpapieren ausländischer Emittenten in diesem Marktsegment erklärt.

III. Ergebnis

Mögen in der Vergangenheit grenzüberschreitende Emissionen durch verschiedene rechtliche Hindernisse erschwert worden sein, so dürfte das Ziel der umfassenden Durchsetzung der Kapitalverkehrsfreiheit jedenfalls mit der Umsetzung des FSAP weitgehend erreicht werden. Das deutsche Recht kommt den ausländischen Emittenten im Europäischen Wirtschaftsraum schon heute weitgehend entgegen, indem es eine Übersetzung der ausländischen Börsenprospekte nicht in jedem Fall vorschreibt und von zusätzlichen Anforderungen an das Prospekt absieht.

Es ist daher zu vermuten, dass die Anzahl grenzüberschreitender Emissionen in Zukunft weiter zunehmen wird und damit auch die Bedeutung des Wettbewerbs um die Emittenten seitens der Börsen, wenn es darum geht, den Emittenten die besten Börsenregeln anzubieten. Es erscheint daher nur folgerichtig, dass der Gesetzgeber den Börsen auch in den öffentlich-rechtlichen Marktsegmenten nunmehr eine individuelle Ausgestaltung der Regelwerke gestattet (dazu Dritter Teil, 2. Kap. C.).

C. Die Entscheidung über das Listing und Delisting

Als dritte wesentliche Bedingung für das Funktionieren der Emittentenregulierung durch die Börsen wurde die Notwendigkeit einer Aktionärsentscheidung über die Börsennotierung identifiziert. Hat dagegen der Vorstand zu entscheiden, so können von den gesellschaftsinternen Interessenkonflikten Fehlanreize für die Normierung durch die Börsen ausgehen. Für den Wettbewerb um bereits an einer Börse notierte Emittenten ist es ebenso wichtig, wer über das Delisting zu entscheiden hat und unter welchen Voraussetzungen ein solches möglich ist.

Grundsätzlich weist das Aktiengesetz dem Vorstand die Entscheidungskompetenz über Geschäftsführungsmaßnahmen zu, sofern keine spezielle Zuständigkeit bzw. kein Zustimmungserfordernis eines anderen Organs besteht. Hier ist insbesondere fraglich, ob der Vorstand bei der Entscheidung über das (De)listing eine vorhergehende Zustimmung der Hauptversammlung einholen muss. In der Praxis hat dieser Meinungsstreit nur eingeschränkte Bedeutung¹²¹, weil in Vorbereitung des Börsengangs regelmäßig eine Kapitalerhöhung erfolgt, für die, wie § 119 Abs. 1 Nr. 6 AktG feststellt, die Zustimmung der Hauptversammlung ohnehin erforderlich ist¹²².

¹²¹ Keindiek, FS-Bezzenger, S. 653, 658 Fn 32; Lutter/Drygala, FS-Raisch, S. 239, 240; aA hinsichtlich der praktischen Bedeutung Halasz/Kloster, WM 2001, S. 474, 475, die darauf hinweisen, dass der Vorstand die wesentlichen, kostspieligen Schritte eines Börsenganges regelmäßig schon vor dem Entschluss über die Kapitalerhöhung getätigt hat, so dass für ihn wichtig sei zu wissen, ob er schon zu Beginn die Zustimmung der Hauptversammlung einholen muss.

¹²² Die Zustimmungspflicht folgt originär aus § 182 Abs. 1 S. 2 i.V.m. § 186 Abs. 3 S. 2 AktG.

Nun ist eine generelle Zuständigkeit der Hauptversammlung über die Frage der Börseneinführung für die Funktionsfähigkeit des Börsenwettbewerbs um die Emittenten weder notwendig noch hinreichend. Erforderlich wäre vielmehr, dass die Hauptversammlung darüber entscheiden darf, an welcher Börse die Notierung beantragt wird. Selbst wenn man über das „Ob“ des Börseneintritts die Hauptversammlung entscheiden lassen will, ist äußerst fraglich, ob sich auch für das „Wie und Wo“ eine Zuständigkeit begründen lässt.

I. Entscheidung über Listing

Im älteren Schrifttum wurde nahezu selbstverständlich angenommen, dass die Entscheidung über den Börseneintritt als Geschäftsführungsmaßnahme eine reine Vorstandsangelegenheit darstellt¹²³. In jüngerer Zeit tritt ein Teil der Literatur für eine Kompetenz der Hauptversammlung ein, wobei dann weiter umstritten ist, welche Mehrheit bei dieser Entscheidung zu fordern ist¹²⁴. Hergeleitet wird die Hauptversammlungszuständigkeit weniger aus den rechtlichen als aus den faktischen Strukturänderungen, die mit der Öffnung gegenüber dem börslichen Anlegerpublikum einhergehen¹²⁵.

1. „Holzmüller“ und die Entscheidung über den Börsengang

Da das Aktiengesetz keine Spezialregelung enthält, bleibt nur der Rückgriff auf die Holzmüller-Grundsätze des Bundesgerichtshofs, um die Kompetenz der Hauptversammlung für die Listing-Entscheidung zu begründen. Dort hatte das Gericht über Maßnahmen des Vorstands zu entscheiden, die „so tief in die Mitgliedsrechte der Aktionäre und deren im Anteilseigentum verkörpertes Vermögensinteresse eingreifen, dass der Vorstand vernünftigerweise nicht annehmen kann, er dürfe sie ausschließlich in eigener Verantwortung treffen“¹²⁶. In solchen Fällen soll eine ungeschriebene Kompetenz der Hauptversammlung bestehen, so dass der Vorstand nicht nur gem. § 119 Abs. 2 AktG berechtigt, sondern sogar verpflichtet ist, die Maßnahme der Hauptversammlung zur Zustimmung vorzulegen.

a) Änderung der rechtlichen Struktur?

Nun soll, so wird argumentiert, jedenfalls seit der Einführung der kleinen Aktiengesellschaft und der für sie geltenden Sonderbestimmungen, die im Falle einer Börsennotierung wegfallen, kein Zweifel mehr bestehen, dass, wenngleich die börsennotierte und die nicht-börsennotierte auch kein *aliud* seien, sie sich doch wesentlich in ihrer Struktur unterscheiden¹²⁷. Für die Hauptversammlungskompetenz sollen weiter die verschiedenen Verhaltens- und Publizitätspflichten sprechen, die auf

¹²³ Vgl. zu dieser Feststellung Vollmer/Grupp, ZGR 1995, S. 459; vgl. neuerdings auch wieder Halasz/Kloster, WM 2001, S. 474, 482.

¹²⁴ Für einfache Mehrheit Vollmer/Grupp, ZGR 1995, S. 459, 467; Grupp, Börseneintritt, S. 83 ff.; für satzungsändernde Mehrheit Lutter/Drygala, FS-Raisch, S. 239, 241; Lutter, FS-Zöllner, S. 363, 379; Pluskat, WM 2002, S. 833, 835.

¹²⁵ Vollmer/Grupp, ZGR 1995, S. 459, 461 ff.; Lutter/Drygala, FS Raisch, S. 239, 240; Lutter, FS-Zöllner, S. 363, 378 f.

¹²⁶ BGHZ 83, S. 122, 131 = NJW 1982, S. 1703.

¹²⁷ Lutter/Drygala, Raisch-FS, S. 239, 240; vgl. auch Vollmer/Grupp, ZGR 1995, S. 459, 466 f.; Becker/Fett, WM 2001, S. 549, 550 für den Börsengang im Konzern.

börsennotierte Gesellschaften anwendbar sind. Der Vorstand sei nicht befugt, über das für die Gesellschaft anwendbare Recht zu bestimmen¹²⁸.

In der Tat differenziert das Aktiengesetz an verschiedenen Stellen zwischen börsennotierten und nicht-börsennotierten Gesellschaften. Das, was in § 58 Abs. 2 S. 2 AktG (Möglichkeit erhöhter Rücklagenbildung), § 130 Abs. 1 S. 3 AktG (Möglichkeit, Niederschrift der Hauptversammlung allein vom Vorsitzenden unterzeichnen zu lassen), § 134 Abs. 1 S. 2 AktG / § 5 Abs. 7 EGAktG (Abschaffung von statutarischen Höchststimmrechten), § 186 Abs. 3 S. 4 AktG (Bezugsrechteausschluss) und § 171 Abs. 2 S. 2 2.HS AktG (erweiterte Berichtspflichten des Aufsichtsrats) als Sonderrecht für börsennotierte Gesellschaften gilt, vermag die Interessen der Aktionäre zu berühren, stellt aber kaum eine Strukturänderung dar. Entkräftet wurde durch die Einführung der „kleinen Aktiengesellschaft“ lediglich die sog. „Laufrichtungstheorie“, wonach die normtypische Laufrichtung einer Aktiengesellschaft auf eine Börsennotierung ziele, so dass zwar die Entscheidung über das Listing nicht der Zustimmung der Hauptversammlung bedürfe, sehr wohl aber der Weg in die entgegengesetzte Richtung, d.h. die Entscheidung über das Delisting¹²⁹. Diese Theorie lässt sich deswegen nicht mehr aufrecht halten, weil die kleine Aktiengesellschaft vom Gesetzgeber zwar durchaus *auch* mit dem Ziel geschaffen wurde, den Weg zu den Kapitalmärkten für kleinere Unternehmen zu ebnen, *daneben* wurde in ihr aber unabhängig vom Börsengang eine sinnvolle Rechtsform für den Generationswechsel in mittelständigen Unternehmen gesehen¹³⁰.

Auch die sich im Handelsgesetzbuch befindenden Differenzierungen zwischen börsennotierten und nicht börsennotierten Gesellschaften haben wohl kaum eine wesentliche strukturelle Bedeutung. Offensichtlich ist dies etwa bei §§ 317 Abs. 4 HGB, der den Abschlussprüfer einer im amtlichen Markt notierten Gesellschaft zur Beurteilung des vom Vorstand einzurichtenden Risikofrüherkennungssystems verpflichtet.

Es bleiben die erweiterten Publizitätspflichten und die Verhaltenspflichten nach dem Wertpapierhandelsgesetz. Doch auch hier kann allein die Tatsache, dass der Vorstand mit der Entscheidung über die Börsennotierung über das auf die Gesellschaft anwendbare Recht entscheiden kann, nicht ausreichend sein, eine Hauptversammlungskompetenz zu begründen. Denn die rechtliche Struktur der Aktiengesellschaft wird durch die Publizitätspflichten nicht geändert. Wäre allein das „Rechtswahl-Argument“ beachtlich, dann müsste man das Management in international tätigen Konzernen gleichfalls verpflichten, bei jeder grenzüberschreitenden Transaktion, bei der ausländisches Recht zur Anwendung kommt, die Erlaubnis der Hauptversammlung einzuholen.

b) Änderung der „faktischen“ Struktur?

Wenig überzeugend ist auch der Versuch, die Hauptversammlungskompetenz damit zu begründen, dass de facto ein Vorgang ähnlich der Umwandlung einer GmbH in eine AG vorliege¹³¹. An die Stelle der „engen vertrauensvollen Zusammenarbeit im privaten Kreis der dauerhaft verbundenen Gesellschafter“ trete die „öffentliche und konfliktrträgliche Auseinandersetzung mit der großen Zahl der wechselnden und in ihren Zielsetzungen

¹²⁸ Lutter/Drygala, FS-Raisch, S. 239, 240; Lutter, FS-Zöllner, S. 363, 378.

¹²⁹ Vollmer/Grupp, ZGR 1995, S. 459, 475.

¹³⁰ Kleindiek, FS-Bezenberger, S. 653, 659 m.w.N.

¹³¹ Vgl. Vollmer/Grupp, ZGR 1995, S. 459, 461 ff.; Lutter/Drygala, FS-Raisch, S. 239, 240; Lutter, FS-Zöllner, S. 363, 378 f; Pluskat, WM 2002, S. 833, 835 („strategische Neuausrichtung“).

schwer einschätzbaren Publikumsaktionäre“¹³². Zudem könne es zu faktischen Verschiebungen der Mehrheitsverhältnisse kommen¹³³.

Bedenken gegen diese Auffassung ergeben sich daraus, dass das Aktiengesetz für die beschriebene Gefährdung der „Familienromantik“ in einer als Privat- bzw. Familiengesellschaft konzipierten Aktiengesellschaft mit der Möglichkeit der Vinkulierung eine Lösungsmöglichkeit vorgesehen hat. Gem. § 68 Abs. 2 S. 3 AktG kann die Übertragbarkeit dieser Aktien von der Zustimmung der Hauptversammlung abhängig gemacht werden. Fehlt es an einer Vinkulierung, so steht es den Aktionären frei, ihre Anteile auch außerbörslich zu verkaufen. Einen weitergehenden Schutz des „privaten Kreises“ der Aktionäre kennt das Aktiengesetz nicht.

c) *Corporate Governance* und die Kontrollfunktion des Kapitalmarkts

Wenn man den gesteigerten Publizitätspflichten börsennotierter Gesellschaften eine strukturwesentliche Bedeutung zumessen will, bleibt nur noch die Relevanz der Unternehmensinformationen für die Kontrolle der Unternehmen durch den Kapitalmarkt¹³⁴. So haben etwa die Publizitätspflichten für große Kapitalgesellschaften gem. § 267 Abs. 3 S. 2 HGB und die erweiterten Publizitätspflichten nach dem Börsengesetz neben ihren primären Zwecken – Gläubigerschutz und Förderung der Kapitalmarkteffizienz – auch für die *Corporate Governance* der Unternehmen eine Bedeutung, indem sie den Entscheidungsspielraum des Vorstands beschränken.

Nun basiert das aktienrechtliche System der Unternehmenskontrolle aber weniger auf einer Kapitalmarktkontrolle als auf der Kontrolle durch den Aufsichtsrat. Nur wenn man schon *de lege lata* das Konzept der Aufsichtsratskontrolle für gescheitert hält, wird man ohne weiteres der Kontrolle durch den Kapitalmarkt eine unerlässliche, strukturwesentliche Funktion zugestehen müssen¹³⁵.

Umgekehrt dürfte der Einwand, dass das Aktiengesetz einem streng verbandsrechtlichen Ansatz verpflichtet sei und sich deswegen eine Hauptversammlungskompetenz aus kapitalmarktbezogenen Erwägungen dogmatisch überhaupt nicht begründen lasse¹³⁶, nicht gerechtfertigt sein. Lassen sich schon an der These der rein verbandsrechtlichen Orientierung des AktG spätestens seit der Anerkennung kapitalmarktbezogener Lenkungselemente durch das KonTraG berechtigte Zweifel erheben, so schlosse eine solche Ausrichtung eine Begründung der Hauptversammlungskompetenz über die Holz Müller-Grundsätze jedenfalls dann nicht aus, wenn man sich in Gefolgschaft des Bundesgerichtshofs begibt. Dieser will die Hauptversammlungskompetenz bekanntlich aus § 119 Abs. 2 AktG herleiten, wobei sich bei den betreffenden einschneidenden Geschäftsführungsmaßnahmen die Vorlagemöglichkeit zu einer Vorlagepflicht verdichten soll¹³⁷. Dogmatisch schwieriger wird die Begründung von der verbandsrechtlichen Prämisse aus nur dann, wenn man die Hauptversammlungskompetenz auf eine Analogie zu Vorschriften des Aktiengesetzes

¹³² Vollmer/Grupp, ZGR 1995, S. 459, 462.

¹³³ Vollmer/Grupp, ZGR 1995, S. 459, 465. Picot/Land, DB 1999, S. 570, 571.

¹³⁴ So explizit Steck, AG 1998, S. 460, 461; Kleindiek, FS-Bezenberger, S. 653, 656, 664; Schwark/Geiser, ZHR 161 (1997), S. 739, 759.

¹³⁵ Kleindiek, FS-Bezenberger, S. 653, 664.

¹³⁶ So Mülbart, ZHR 165 (2001), S. 104, 132 f., der selbst bei dem von ihm favorisierten „hybriden“ Konzept des AktG 1965 (vgl. Mülbart, Aktiengesellschaft, S. 345 ff) keine Möglichkeit der dogmatischen Begründung der Hauptversammlungskompetenz sieht.

¹³⁷ BGHZ 83, 122, 130 ff.

oder des Umwandlungsgesetzes stützen will¹³⁸. Aber auch hier bleibt für die Analogiebildung aus der Natur der Sache ein gewisser Spielraum, wenn es darum geht, vergleichbare Interessenkonflikte zu identifizieren. Ein Grundsatz, dass innerhalb dieses Spielraums Wertungen aus anderen Rechtsgebieten und damit auch dem benachbarten Kapitalmarktrecht unberücksichtigt bleiben müssen, existiert nicht¹³⁹. Von der Unmöglichkeit einer dogmatischen Begründung der Hauptversammlungskompetenz für die (De)listing-Entscheidung zu sprechen erscheint daher abwegig.

Wie auch im Falle Holz Müller betrifft die Entscheidung des Managements faktisch die künftige Einflussverteilung in der Gesellschaft. Sei es nun die Ausgliederung eines Betriebsteils oder das Listing: in beiden Fällen geht es nicht nur darum, dass ein Interessenkonflikt – oder in den Worten der Ökonomik: ein Prinzipal-Agent-Problem – besteht, sondern dass der Vorstand über seinen künftigen Einflussbereich und das Kontrollproblem selbst entscheidet. Es ist diese „Kompetenz-Kompetenz“, die dem Vorstand im Falle Holz Müller nicht zugestanden wurde.

Ganz passen will diese Argumentation auf den vorliegenden Fall aber nicht, wird doch der Vorstand aus opportunistischen Erwägungen einem Börsengang eher entgegenstehen, weil er die vermehrte Publizität und die Kontrolle durch den Kapitalmarkt fürchten mag. Er kann an einem Börseneintritt zwar insbesondere deswegen interessiert sein, weil er durch die der Gesellschaft zufließenden Mittel eine Vergrößerung seines Einflussbereiches erwartet und damit sein „Imperium“ ausbauen kann. Der Mittelzufluss vergrößert in diesem Fall sogar das Kontrollproblem zwischen Management und Aktionären, wie dies prominent von Jensen in seiner Theorie des „free cash-flow“ beschrieben wurde¹⁴⁰. Dem freien Cash-Flow, so die These, wohne die Gefahr unrentabler interner Investitionen oder externer Diversifizierung inne, während dagegen Schulden disziplinierende Wirkung haben sollen. Nun ist allerdings in den Fällen, in denen die Mittel aus dem Börsengang der Gesellschaft zukommen sollen, eine Kapitalerhöhung und damit, wie § 119 Abs. 1 Nr. 6 AktG feststellt, die Zustimmung der Hauptversammlung in jedem Fall erforderlich¹⁴¹.

Es bleibt also die Frage, ob die Tatsache, dass die Börsennotierung das Kontrollkonzept der Gesellschaft tangiert, auch dann ausreichend ist, wenn es zu einem „Mehr“ an Kontrolle, nämlich durch den Kapitalmarkt, kommt. Man wird dies deswegen bejahen müssen, weil sich eine generelle Optimalität des Kapitalmarktkontrollkonzepts nicht begründen lässt. Dies mag zum einen daran liegen, dass der Kapitalmarkt nicht entwickelt genug ist, um die Entscheidungen des Managements korrekt zu bewerten. Hier klingt insbesondere die berüchtigte *Myopia*-These an, wonach der Kapitalmarkt eher

¹³⁸ Vgl. zu den verschiedenen dogmatischen Begründungsversuchen etwa Weißhaupt, NZG 1999, S. 804, 806 f.

¹³⁹ So kann man den §§ 119 Abs. 1, 179, 293 Abs. 2, 319 Abs. 2 AktG, 125, 65 UmwG den Grundsatz entnehmen, die Hauptversammlung müsse in verbandsrechtlich wesentlichen Fragen entscheiden, ebenso aber auch das allgemeinere Prinzip einer Kompetenz in strukturwesentlichen Fragen, wobei sich die so verstandene Struktur einer Gesellschaft aus der Rechtsordnung insgesamt und nicht nur dem Aktiengesetz ergeben kann.

¹⁴⁰ Jensen, Am. Econ. Rev., P&P, 76 (1986), S. 323; ders. J. Econ. Persp. 2 (1988), S. 21, 28 ff.

¹⁴¹ Soll ein Börsengang ohne Kapitalerhöhung stattfinden, findet keine faktische Einflussverschiebung auf Grund eines Mittelzuflusses statt, wenngleich einem solchen Börsengang regelmäßig ebenso Partikularinteressen zu Grunde liegen, die eine Vernachlässigung der Interessen der übrigen Gesellschafter befürchten lassen. Naheliegend ist der Fall, dass der Vorstand selbst oder ihm verbundene Personen Anteile an der Gesellschaft halten und mit diesen beim Börsengang „Kasse“ gemacht werden soll. Der Schaden für die übrigen Gesellschafter liegt darin, dass sie über ihre Anteile einen Teil der Kosten des Börsengangs zu tragen haben, ohne womöglich selbst die Möglichkeit zu bekommen, ihre Anteile an der Börse zu veräußern. Dass solche Fälle in der Praxis vorkommen, zeigt der von Lutter, JZ 1976, S. 225, 231 erörterte Fall vor einem amerikanischen Gericht.

kurzfristig denke und langfristige Investitionen – aus rationalen oder irrationalen Erwägungen – nicht honoriere¹⁴². Aber auch wenn man dem Kapitalmarkt mehr zutraut, kann es Situationen geben, in denen die durch die Kapitalmarktkontrolle induzierte Orientierung am Unternehmenswert nicht dem Interesse der Aktionäre entspricht. Die Gesellschaft *kann* die *Shareholder Value* Maximierung als legitimes Unternehmensziel betreiben, sie *muss* es aber nicht. Dort, wo andere Ziele im Vordergrund stehen, können nun durch die Kapitalmarktkontrolle Fehlanreize gesetzt werden. Dieses Problem hat in der wirtschaftswissenschaftlichen Vertragstheorie in allgemeinerer Weise unter dem Stichwort „*multitask principal-agent*“-Problem bereits Behandlung erfahren¹⁴³. Die grundlegende Erkenntnis, soweit sie hier von Interesse ist, lautet: partielle Anreizprogramme, wie es auch das Kapitalmarktkontrollkonzept darstellen kann, müssen aus Sicht der Prinzipale (hier: Aktionäre) nicht optimal sein, weil sie zu einer Vernachlässigung weniger kontrollierter Zielgrößen führen können. Mehr Kontrolle muss also nicht in jedem Fall im Interesse der Gesellschafter sein. Aus rechtlicher Perspektive geht es hier um die „hybride“ Stellung des Aktionärs als Träger eines Vermögensinteresses einerseits und weitergehendem unternehmerischen Interesse andererseits¹⁴⁴. Nur für das Vermögensinteresse lässt sich in dieser Hinsicht die Unbedenklichkeit einer zusätzlichen Kapitalmarktkontrolle begründen, in allen anderen Fällen sind Konflikte jedenfalls nicht ausgeschlossen.

Ist also die Kapitalmarktkontrolle nicht in jedem Fall vorteilhaft, so erscheint es in der Tat problematisch, den Vorstand über das anwendbare Recht entscheiden zu lassen und damit auch über das zur Anwendung kommende Kontrollkonzept. Zusammen mit den verschiedenen rechtlichen Implikationen eines Börsengangs erscheint die Begründung der Hauptversammlungskompetenz aus der Anwendung der „Holzmüller“-Grundsätze unter diesem Gesichtspunkt nicht ungerechtfertigt¹⁴⁵.

2. „Holzmüller“ und Wahl des Handelsplatzes

Selbst wenn man über das „Ob“ des Börseneintritts die Hauptversammlung entscheiden lassen will, ist im Anschluss äußerst fraglich, ob sich auch für die hier für den Börsenwettbewerb relevante Frage über das „Wie und Wo“ eine Zuständigkeit begründen lässt.

Denn ob von der Emittentenregulierung der Börsen die dafür erforderliche strukturelle Wirkung ausgehen kann, ist zweifelhaft. Jedenfalls *de lege lata* sind die grundsätzlichen Strukturelemente der Aktiengesellschaft, welche durch Börsenregeln beeinflusst werden könnten, durch das Aktiengesetz vorgegeben und wegen § 23 Abs. 5 S. 1 AktG auch nicht disponibel. Der Vorstand darf sich oder andere Börsenorgane durch die Akzeptanz von Börsenregeln nicht zu einem Verhalten verpflichten, welches dem Aktiengesetz widerspricht, unabhängig vom Vorliegen eines Hauptversammlungsbeschlusses.

¹⁴² Vgl. bereits 3. Kap. F II 2 b aa bbb.

¹⁴³ Die grundlegende Arbeit hierzu stammt von Holmstrom/Milgrom, J. L. Econ. & Org. 7 (1991), S. 24 ff.

¹⁴⁴ Vgl. Mülbert, Aktiengesellschaft, S. 345 ff.

¹⁴⁵ Weiter fragt sich dann, ob die Börse bei der Zulassungskontrolle nach dem Börsengesetz das Vorliegen des Hauptversammlungsbeschlusses prüfen muss. Dagegen spricht, dass die fehlende Zustimmung nach den Holzmüller-Grundsätzen nur Innenwirkung hat. Dafür spricht, dass die einer Börsennotierung ohne Zustimmung der Hauptversammlung möglicherweise folgenden Kompetenzstreitigkeiten einem ordnungsgemäßen Börsenhandel entgegenstehen und dementsprechend im Rahmen des § 36 Abs. 3 Nr. 3 BörsG berücksichtigt werden könnten, so Vollmer/Grupp, ZGR 1995, S. 459, 470; ablehnend etwa Halasz/Kloster, ZBB 2001, S. 474, 482 Fn 113.

Im verbleibenden Bereich kann man zwar erneut mit der Kontrollproblematik argumentieren. Kann der Vorstand frei über die Wahl des Handelsplatzes entscheiden, so kann er sich denjenigen aussuchen, der seinen Interessen am ehesten entspricht. Auch hier kann das Management aus egoistischen Motiven daran interessiert sein, einen Handelsplatz oder ein Marktsegment zu wählen, welches etwa ein nicht zu hohes Maß an Publizität vorsieht. Entscheidend kann jedoch auch hier nicht allein die Tatsache sein, dass sich bei der Entscheidung die Interessen von Vorstand und Aktionären nicht vollständig decken mögen. Im Vordergrund müsste vielmehr analog der „Holzmüller“-Entscheidung stehen, dass der Vorstand durch die Wahl des Handelsplatzes und der einhergehenden Pflichten die *Corporate Governance* der Gesellschaft beeinflussen kann und damit, wenn auch in diesem Fall nicht die Kompetenzverteilung, so doch den Umfang der Vorstandskontrolle eigenständig bestimmt. Dennoch wird man angesichts des verhältnismäßig geringen Spielraums der Börsen bei der Regulierung der Verbandsstrukturen kaum davon ausgehen können, dass durch die Entscheidung über den Handelsplatz ein tiefgreifender Eingriff in die Mitgliedschaftsrechte vorliegt. Allein die Tatsache, dass das Kontrollproblem zwischen Vorstand und Aktionären tangiert ist, kann nicht ausreichend sein. Denn dann müsste man etwa auf Grundlage von *Jensens* Theorie des freien Cash-Flows jede Veränderung der Kapitalstruktur der Gesellschaft – und damit etwa auch die bloße Reduzierung von Fremdkapital – von der Hauptversammlung absegnen lassen. Für das Vorliegen eines Grundlagengeschäft im Sinne der Holzmüller-Doktrin muss es sich um eine *wesentliche* Modifikation des Kontrollkonzepts handeln. Mit der Entscheidung für den Börsengang fällt aber auch die Entscheidung für die zweipolige Unternehmenskontrolle durch Aufsichtsrat und Kapitalmarkt. Die Börsenregeln und damit die Wahl der Börse stellen dabei nur eine Konkretisierung des grundsätzlich gewählten Kontrollkonzepts dar. Für eine solche Konkretisierung lässt sich die Hauptversammlungskompetenz aus den Holzmüller-Grundsätzen jedenfalls *de lege lata* nicht begründen. Allenfalls wird man der Hauptversammlung die Konkretisierung des Kontrollkonzepts soweit zustehen können, wie es um die Entscheidung geht, ob eine Notierung an einem Markt beantragt werden soll, an dem eine mit innerstaatlich anerkannten und geregelten Märkten vergleichbare Regelungsdichte vorliegt oder ob nur eine Handelsaufnahme im regulären Freiverkehr bzw. eine Notierung an einem nicht überwachten ausländischen Handelsplatz angestrebt werden soll.

II. Entscheidung über Delisting

Vor der Einführung des § 43 Abs. 4 BörsG durch das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz 1998 (heute: § 38 Abs. 4 BörsG) waren die Möglichkeiten und Voraussetzungen eines Börsenrückzugs stark umstritten. Neu angestoßen wurde die Diskussion Ende 1994 durch den geplanten, aber erfolglosen Rückzugsversuch der BASF AG von der amtlichen Notierung an den Regionalbörsen. Da das Börsengesetz keine Regelung über ein vom Emittenten gewünschtes Delisting enthielt, wurden zwei verschiedene rechtliche Konstruktionen vorgeschlagen, der Verzicht zum einen, ein „Marktentlassungsverfahren“ zum anderen.

Die Möglichkeit eines Verzichts auf öffentlich-rechtliche Rechtspositionen ist heute unumstritten¹⁴⁶. Nun ist ein solcher Verzicht aber nur dann möglich, wenn keine öffentlichen Interessen entgegenstehen. Genau dies ist aber bei der Frage eine Delistings

¹⁴⁶ Vgl. BVerwGE 38, 160, 162; Schwark/Geiser, ZHR 161 (1997), S. 739, 754 m.w.N.

das Problem. Dementsprechend wurde die Möglichkeit eines Verzichts dort nur teilweise als unbeschränkt zulässig erachtet¹⁴⁷, teilweise aber ganz abgelehnt¹⁴⁸, oder nur auf die Fälle beschränkt, in denen kein ordnungsgemäßer Handel mehr gewährleistet ist¹⁴⁹.

Neben der Verzichtslösung wurde versucht, ein Marktentlassungsverfahren analog der landesrechtlichen Vorschriften über den Widerruf von Verwaltungsakten¹⁵⁰ oder analog §§ 36 ff. BörsG a.F.¹⁵¹ zu konstruieren. Dafür sprach die dann notwendige Beteiligung der Zulassungsstelle und die bessere Möglichkeit der Berücksichtigung des öffentlichen Interesses.

Angesichts dieser Unsicherheiten hat der Gesetzgeber im Dritten Finanzmarktförderungsgesetz die Möglichkeit eines Delistings auf Antrag des Emittenten ausdrücklich geregelt und damit die Grundvoraussetzung für einen Wettbewerb der Börsen um die Emittenten geschaffen¹⁵². Nach § 43 Abs. 4 BörsG a.F. (heute § 38 Abs. 4 BörsG) kann die Zulassungsstelle die Zulassung zur amtlichen Notierung auf Antrag des Emittenten dann widerrufen, wenn der Schutz der Anleger dem nicht entgegensteht (S. 2). Die Regelung war ein Kompromiss zwischen den Bestrebungen zur Vereinfachung des Delistings und den Interessen der Regionalbörsen, die einen verstärkten Rückzug der Emittenten befürchteten¹⁵³. Gleichwohl sollen nach der Auffassung des Gesetzgebers bei der Entscheidung nur die Interessen der Anleger und des Emittenten zum Ausgleich gebracht werden, nicht aber die der Börsen, ihrer Träger oder anderer Handelsteilnehmer¹⁵⁴. Die Einzelheiten des Widerrufs sind in den Börsenordnungen zu treffen (§ 38 Abs. 4 S. 5 BörsG)¹⁵⁵.

1. Kapitalmarktrechtlicher Schutz

Der kapitalmarktrechtliche Anlegerschutz wird über § 38 Abs. 4 BörsG gewährleistet, indem die Interessen der Anleger bei der Entscheidung über ein Delisting zu berücksichtigen sind. Wann diese einem Rückzug von einer Börse nicht entgegenstehen, ist eine Frage des Einzelfalls. Möglich ist aber die Bildung von Fallgruppen, in denen die Anlegerinteressen typischerweise beachtet werden. Dabei sind zunächst die Fälle, in denen ein vollständiger Rückzug von der Börse stattfindet, von den Fällen zu unterscheiden, in denen der Emittent an einer weiteren deutschen oder einer ausländischen Börse notiert bleibt.

a) Delisting als „going private“

Bei einem vollständigen Rückzug des Emittenten sind die Interessen der Anleger in verschiedener Hinsicht betroffen. Zum einen verlieren die Anleger die Möglichkeit der

¹⁴⁷ Fluck, WM 1995, S. 553, 560; Eickhoff, WM 1988, S. 1713, 1716.

¹⁴⁸ Nussbaum, § 36 VIII; Klenke, WM 1995, S. 1089, 1097.

¹⁴⁹ Schwark/Geiser, ZHR 161 (1997), S. 739, 758; Schwark, BörsG § 36 RN 25.

¹⁵⁰ Klenke, WM 1995, S. 1089, 1097.

¹⁵¹ Vollmer/Grupp, ZGR 1995, S. 459, 478.

¹⁵² Vgl. zur Bedeutung der Möglichkeit des gewillkürten Delistings für den Börsenwettbewerb Mues, Börsenorganisation, S. 32 f.

¹⁵³ Groß, ZHR 165 (2001), S. 142, 143; Hopt, FS-Drobnig, S. 525, 534 f.; Pöttsch, WM 1998, S. 949, 952; Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, RZ 17.239.

¹⁵⁴ BT-Drucks. 13/9874, S. 131; so auch Kümpel, RZ 17.239; Groß, ZHR 165 (2001), S. 142, 152; Hopt, FS-Drobnig, S. 525, 534; Pöttsch, WM 1998, S. 942, 952; Hamann, in: Schäfer, WphG, § 43 BörsG Rn. 26 m.w.N. zur entsprechenden Auffassung im Rahmen der alten Rechtslage.

¹⁵⁵ Vgl. etwa § 54a a.F. bzw. § 57 n.F. BörsO FWB; vgl. zu der Änderung von § 54a BörsO FWB a.F. vom 6.3.2002 ausführlich Wilsing/Kruse, NZG, S. 807 ff.

Veräußerung ihrer Anteile an einem staatlich überwachtem Markt, so dass nicht mehr gesichert ist, dass sie für ihre Anteile einen fairen Preis erhalten werden. Des weiteren setzen viele der gesetzlichen anlegerschützenden Publizitäts- und Verhaltenspflichten die Notierung an einer Börse im amtlichen oder geregelten Handel voraus. Dies gilt etwa für die Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 WpHG, die Offenlegung wesentlicher Beteiligungen nach § 21 WpHG und die Informationspflichten nach §§ 39 ff. BörsG. Die Insiderregelungen der § 12 ff. WpHG erfordern allerdings nur eine Einbeziehung in den Freiverkehr, der auch gegen den Willen des Emittenten weiterhin erfolgen kann¹⁵⁶.

Ein Widerruf der Zulassung soll im Falle des vollständigen Delistings im Rahmen des § 38 Abs. 4 BörsG regelmäßig nur dann nicht im Konflikt mit dem Anlegerschutz stehen, wenn den Aktionären ein angemessenes Kaufangebot seitens der Gesellschaft unterbreitet wird oder eine ausreichende Frist bis zum Wirksamwerden des Widerrufs gesetzt wird¹⁵⁷. Der Schutz, der von einer Frist ausgeht, ist allerdings gering. Während dieser Zeit sollen die Aktionäre die Möglichkeit haben, ihre Anteile noch zu einem fairen Preis zu verkaufen. Nun wird der Kapitalmarkt aber die künftige Nicht-Handelbarkeit der Anteile antizipieren und schon bei Bekanntwerden des Widerrufsanspruchs einen entsprechenden Abschlag vornehmen. Anders wäre es nur, wenn sich genügend institutionelle Anleger fänden, die sich alternativer Handelsplattformen bedienen können und deswegen auf den Börsenhandel nicht angewiesen sind. Die Nachfrage solcher institutionellen Anleger wird jedoch kaum die Tiefe erreichen, die regelmäßig notwendig ist, das durch einen Widerrufsanspruch ausgelöste Angebot ohne erheblichen Preisnachlass aufzunehmen. Hinzu kommt, dass auch der Handel auf alternativen Plattformen von der Preisbildung an den Börsen abhängt. Ohne die Informationsproduktion der Börsen werden sich auch die Transaktionskosten auf den alternativen Systemen erhöhen. Allein eine Frist bis zum Wirksamwerden eines Widerrufs vermag einen wirksamen Anlegerschutz also kaum zu leisten.

b) Delisting bei fortbestehender Notierung an deutscher Börse

Will sich der Emittent von einer Börse zurückziehen, bleibt er aber auch dann noch an einer anderen inländischen Börse im gleichem Marktsegment notiert, so sind die Konsequenzen des Delistings für die Aktionäre weit weniger weitreichend als bei einem „going private“.

Eine Veräußerung der Anteile an einer Börse bleibt für die Anleger auch weiterhin möglich. Teilweise wird sogar in der Konzentration des Handels an den Börsen, an denen der Emittent weiterhin notiert ist, ein Vorteil für die Anleger auf Grund der höheren Liquidität und damit geringeren indirekten Transaktionskosten gesehen¹⁵⁸.

¹⁵⁶ Vgl. etwa auch § 4 Freiverkehrsrichtlinien der Frankfurter Wertpapierbörse; unzutreffend daher der Hinweis von Hamann, in: Schäfer, § 43 BörsG Rn 28 (Schutz durch Insiderrecht an Zulassung gebunden).

¹⁵⁷ Hamann, in: Schäfer, § 43 BörsG Rn 28. .

¹⁵⁸ Klenke, WM 1995, S. 1089, 1096; Kümpel, Bank- u. Kapitalmarktrecht, Rn 17.247; zum ökonomischen Zusammenhang zwischen Liquidität und Transaktionskosten ausführlich Verrecchia, J. Acc. Econ. 26 (1999), S. 271 ff u. Baiman/Verrecchia, J. Acc. Res. (1996), S. 1 ff.; aber auch Bhidé, J. Fin. Econ. 34 (1993), S. 31, 43 ff., der einen negativen Zusammenhang zwischen Liquidität und Kapitalkosten damit begründen will, dass bei höherer Liquidität die institutionellen Investoren weniger Anreize für ein internes Monitoring haben, da sie ihre Anteile leichter verkaufen können. Überzeugend ist diese Argumentation aber nicht, da die Investoren ihre Anteile ja nur zu dem geringeren Wert ohne interne Kontrolle verkaufen werden können. Den gleichen Wert hätten sie aber auch, wenn der Markt illiquide wäre und sie nicht verkaufen könnten.

Auch die Publizitätspflichten des Börsengesetzes und des Wertpapierhandelsgesetzes bleiben weiter bestehen, so dass es in der Regel an schwerwiegenden Nachteilen für die Anleger fehlen wird¹⁵⁹. Ein mögliches Interesse des Anlegers, die Aktien weiterhin an einer bestimmten Börse veräußern zu können, wird angesichts allenfalls verhältnismäßig geringfügig höherer Transaktionskosten regelmäßig nicht ausreichen, ein überwiegendes Interesse an der Beibehaltung der Notierung eines Emittenten zu begründen¹⁶⁰.

Ein Sonderfall in dieser Fallgruppe liegt vor, wenn ein sog. *downgrading* beantragt wird, also der Wechsel vom amtlichen Markt in den geregelten Handel. Ein solches *downgrading* ist rechtlich als Widerruf der Zulassung zum amtlichen Markt und gleichzeitiger Antrag auf Zulassung zum geregelten Markt zu sehen¹⁶¹. Auch hier wird der Anlegerschutz nicht wesentlich berührt, da die Emittentenpflichten bei Notierung im geregelten Markt immer noch zu einer ausreichenden Information der Anleger führen und auch die Möglichkeit der Veräußerung der Anteile verbleibt¹⁶².

c) Delisting bei fortbestehender Notierung an ausländischer Börse

Auch ein Delisting an einer inländischen Börse bei Fortbestehen einer Notierung an einem geregelten ausländischen Markt muss keine erhebliche Beeinträchtigung der Anlegerinteressen mit sich bringen. Umstritten ist aber, ob ein solches Delisting generell zulässig ist¹⁶³ oder aber ob im Einzelfall auf den von der betreffenden Börse gebotenen Schutz abzustellen ist¹⁶⁴. Laut der Regierungsbegründung soll zu berücksichtigen sein, ob im Ausland ein Börsenhandel an einem hinsichtlich des Anlegerschutzes vergleichbaren Markt stattfindet¹⁶⁵.

2. Gesellschaftsrechtlicher Schutz

Die Frage, ob neben dem kapitalmarktrechtlichen Schutz des § 38 Abs. 4 BörsG auch noch ein gesellschaftsrechtlicher Aktionärsschutz greift, ist in der Literatur ebenso wie bei der Listing-Entscheidung umstritten. Eine verbreitete Ansicht geht beim Delisting von einer ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenz aus¹⁶⁶. Ungeklärt ist dann wieder, welche Mehrheitserfordernisse an eine solche Entscheidung zu stellen sind. Teilweise wird eine einfache Mehrheit für ausreichend gehalten¹⁶⁷, teilweise eine satzungsändernde Mehrheit¹⁶⁸ oder gar eine 90% Mehrheit¹⁶⁹ gefordert. In jüngerer Zeit

¹⁵⁹ Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn 17.247; Hamann, in: Schäfer, § 43 BörsG Rn 30; Groß, ZHR 165 (2001), S. 141, 153; vgl. auch Regierungsbegründung BT-Drucks. 13/8933, S. 75.

¹⁶⁰ Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn 17.247;

¹⁶¹ Groß, , ZHR 165 (2001), S. 141, 153.

¹⁶² Groß, , ZHR 165 (2001), S. 141, 153.

¹⁶³ So Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn 17.252.

¹⁶⁴ So Hamann, in: Schäfer, § 43 BörsG Rn 31; Schwark/Geiser, ZHR 161 (1997), S. 739, 772; Groß, ZHR 165 (2001), S. 141, 154;

¹⁶⁵ BT-Drucks. 13/8933, S. 75.

¹⁶⁶ OLG, München, ZIP 2001, S. 700; LG München I, AG 2000, S. 140, 141; Vollmer/Grupp 1995, S. 459, 465 f.; Lutter/Drygala, FS-Raisch 1995, S. 239, 241; Lutter, FS-Zöllner, S. 363, 376; Lutter/Leinekugel, ZIP 1998, S. 805, 806; Kleindiek, FS-Bezenberger, S. 653, 655ff.; Steck, AG 1998, S. 460, 461; Hellwig, ZGR 1999, S. 781, 799; Land/Hasselbach DB 2000, S. 557, 558; Schwark/Geiser, ZHR 161 (1997), S. 762, 763; Zetzsche, NZG 2000, S. 1065, 1066; Schanz, Börseneinführung, S. 411; Hopt, in: Baumbach/Hopt, HGB, § 43 BörsG Rn 3; kritischer ders. in FS-Drobnig, S. 525, 536 f.

¹⁶⁷ Schwark/Geiser, ZHR 161 (1997), S. 762, 763.

¹⁶⁸ Lutter, FS-Zöllner, S. 363, 378; Hellwig, ZGR 1999, S. 781, 799 f.; Lutter/Leinekugel, ZIP 1998, S. 805, 806; Steck, AG 1998, S. 460, 462; Vollmer/Grupp, ZGR 1995, S. 459, 475.

¹⁶⁹ Grupp, Börseneintritt, S. 198.

mehren sich aber die Stimmen, die für eine ungeschriebene Kompetenz der Hauptversammlung keine Grundlage sehen¹⁷⁰.

a) „Holzmüller“-Doktrin und Delisting

Nach dem Wortlaut der BGH-Entscheidung im Fall Holzmüller bestehen zwei Möglichkeiten, im Falle des Delistings die Zuständigkeit der Hauptversammlung zu begründen¹⁷¹. Erstens über den möglichen Eingriff in das Vermögensinteresse der Aktionäre durch die verminderte Fungibilität der Anteile und zweitens, spiegelbildlich zur Sachlage beim Listing, über das Vorliegen einer faktischen Satzungsänderung.

aa) Vermögensinteresse der Aktionäre

In der Reduzierung der Handelbarkeit der Anteile wird von manchen Autoren ein fundamentaler Eingriff in die Vermögensinteressen der Aktionäre gesehen. Zwei zu unterscheidende Begründungen werden hierfür vorgebracht.

Erstens werde der Kleinaktionär auf „Gedeih und Verderb“ an die Gesellschaft gebunden¹⁷², der Mehrheitsaktionär könne ihn „einmauern“¹⁷³, die Anteile „einfrieren“¹⁷⁴ und dann schließlich könne er durch übertriebene Thesaurierung der Gewinne „ausgehungert“¹⁷⁵ werden. Die dieser drastischen Bildersprache zu Grunde liegende Vorstellung ist, dass der unternehmerische Großaktionär sich nur selten von seinen Papieren trennt und deswegen langfristige Anlagestrategien verfolgt, ganz anders als der eher kurzfristig orientierte Kleinanleger¹⁷⁶. Nun mag man schon berechtigterweise daran zweifeln, ob gerade der Kleinanleger besonders an einer kurzfristigen Anlagestrategie interessiert ist oder zumindest daran, ob er dann bei solch spekulativem Verhalten wirklich einen besonderen Schutz verdient. Allerdings geht es hier schon gar nicht um ein Problem der Fungibilität der Anteile, sondern um das typische Schutzbedürfnis von Minderheitsaktionären. Wird die Gesellschaft von einem Mehrheitsaktionär kontrolliert und ist zu befürchten, dass dieser seine Interessen auf Kosten der Minderheitsaktionäre durchsetzt, dann wird der Markt auch bei den börslich notierten Wertpapieren einen entsprechenden Abschlag vornehmen. Auch die Kontrolle durch den Kapitalmarkt versagt in diesem Fall. Denn durch den Willen, die börsliche Notierung zu beenden, bringt der Emittent ja zum Ausdruck, dass er der Mittelaufnahme am offenen Kapitalmarkt keine große Bedeutung mehr zumisst, so dass ein niedriger Aktienkurs für die Gesellschaft keine Relevanz hat. Zudem sollen es die langfristig orientierten Großaktionäre ja gerade nicht auf Realisierung eines Gewinns durch Anteilsveräußerung abgesehen haben¹⁷⁷. Das Minderheitenschutzproblem als vermögensrechtliches Problem kann also in gleichem Maße bei börsennotierten Gesellschaften auftreten und ist für sich

¹⁷⁰ Groß, ZHR 165 (2001), S. 141, 165; Mülberr, ZHR 165 (2001), S. 104, 129 ff.; Wirth/Arnold, ZIP 2000, S. 111, 114 f.; Schiebl, AG 1999, S. 442, 452; Bungert, BB 2000, S. 53, 55; Halasz/Kloster, WM 2001, S. 474, 481; wohl auch Martinius/Schiffer, DB 1999, 2460, 2461.

¹⁷¹ Vgl. Wirth/Arnold, ZIP 2000, S. 111, 114.

¹⁷² Steck, AG 1998, S. 460, 461.

¹⁷³ Lutter, FS-Zöllner, S. 363, 380 f.

¹⁷⁴ Schwark/Geiser, ZHR 161 (1997), S. 739, 762 f.

¹⁷⁵ Hellwig, ZGR 1999, S. 781, 798.

¹⁷⁶ Vollmer/Grupp, ZGR 1995, S. 459, 474; vgl. auch Kleppe, Anlegerschutz, S. 112 f., der im Verlust der Fungibilität einen mit der Vinkulierung vergleichbaren Eingriff in die Mitgliedschaftsrechte erkennen will.

¹⁷⁷ dies übersieht Kleppe, Anlegerschutz, S. 113.

genommen noch kein Grund, gerade im Delisting selbst einen wesentlichen Eingriff in die Vermögensinteressen der Aktionäre zu sehen.

Zweitens wird angeführt, die mangelnde Handelbarkeit der Anteile vermindere ihren Wert, da sich nur schwer Käufer fänden und diese nur bereit seien, die Aktien mit einem entsprechenden Abschlag zu erwerben. Darin sei eine erhebliche Beeinträchtigung der Vermögensinteressen der Anteilseigner zu sehen¹⁷⁸.

Der Ausgangspunkt dieser Argumentation ist zutreffend. Ein Delisting kann sich sicherlich nachteilig auf den Kurswert der Anteile auswirken¹⁷⁹. Zwar muss ein Delisting nicht in jedem Fall zur vollständigen Illiquidität des Handels führen, da die Anteile auch weiterhin im Freiverkehr oder auf alternativen Handelsplattformen gehandelt werden können. Dort fehlt es aber an staatlich kontrollierten Preisfeststellungsmechanismen, so dass keineswegs garantiert ist, dass der Anleger für seine Aktien einen fairen Preis erhält. Dieses Problem lässt sich, wie gesehen, auch nicht durch eine Frist bis zum Wirksamwerden des Delistings umgehen.

Dagegen wurde nun vorgebracht, dass der Aktionär auch an anderer Stelle ein Delisting hinnehmen muss, etwa dann, wenn ein ordnungsgemäßer Börsenhandel nicht mehr gewährleistet ist (§ 38 Abs. 3 BörsG)¹⁸⁰. Dieser Befund hilft bei der Frage nach der Kompetenzverteilung zwischen Vorstand und Hauptversammlung indes nicht weiter. Eine Einstellung der Notierung nach § 38 Abs. 3 BörsG geht von der Börse aus, nicht vom Vorstand.

Nun wird aber durch die Einstellung der Verkehrsfähigkeit nur das Verhältnis des Aktionärs nach außen tangiert, während sich das mitgliedschaftliche Vermögensrecht gegen die Gesellschaft richtet, also im Innenverhältnis verhaftet ist¹⁸¹. Der Marktpreis wird auch vom Bundesverfassungsgericht nur als eine Möglichkeit gesehen, den (Tausch)wert eines Anteils zu bestimmen. Dass diese Bestimmung nun nicht mehr möglich ist, muss den Wert des Anteils als Anspruch auf Beteiligung am Gewinn und am Liquidationserlös nicht schmälern. Der Börsenhandel selbst wird nicht durch das Grundgesetz geschützt¹⁸². Hinzu kommt, dass das Vermögensinteresse der Aktionäre typischerweise durch die Entscheidungen des Vorstands betroffen ist, ohne dass Zweifel an dessen Alleinzuständigkeit bestehen. Dies gilt etwa für die Entscheidung, eine Fabrik zu errichten oder eine bestimmte Finanzinvestition zu tätigen¹⁸³. Allein die Tatsache, dass die Vermögensinteressen der Aktionäre betroffen sind, vermag daher die Zuständigkeit der Hauptversammlung nicht zu begründen¹⁸⁴.

bb) Mitgliedschaftsrechte und Strukturänderung

Möglich bleibt aber, im Delisting eine für die Struktur der Gesellschaft wesentliche Entscheidung zu sehen. Ein Delisting einer notierten Gesellschaft könnte also als eine

¹⁷⁸ Vgl. OLG München, ZIP 2001, S. 700, 701; Schwark/Geiser, ZHR 161 (1997), S. 739, 762 f.; Vollmer/Grupp, ZGR 1995, S. 459, 475; Schanz, Börseneinführung, S. 410 f. Rn 73, 75; de Vries, Delisting, S. 101 f.; vgl. auch Kleppe, Anlegerschutz, S. 113 f.

¹⁷⁹ Dies muss aber nicht der Fall sein, da die mit einer Notierung verbundenen direkten und indirekten Kosten für die Gesellschaft wegfallen.

¹⁸⁰ Dies bringen Wirth/Arnold, ZIP 2000, S. 111, 115 und LG München I, ZIP 1999, 2017, 2020 f. vor.

¹⁸¹ LG München I, ZIP 1999, 2017, 2020f.; Wirth/Arnold, ZIP 2000, S. 111, 115.

¹⁸² Groß, ZHR 165 (2001), S. 141, 165; dies übersieht Kleppe, Anlegerschutz, S. 114 f.; differenzierend de Vries, Delisting, S. 101.

¹⁸³ Joost, ZHR 163 (1999), S. 164, 170.

¹⁸⁴ im Ergebnis auch Mülbert, ZHR 165 (2001), S. 104, 132 mit Verweis auf die verbandsrechtlichen Konzeption des Aktiengesetzes, der ein Anlegerschutz fremd sei; vgl. auch Halasz/Kloster, WM 2001, S. 474.

„Strukturmaßnahme von herausragender Bedeutung“¹⁸⁵ zu werten sein und deswegen die Zuständigkeit der Hauptversammlung begründen¹⁸⁶.

Spiegelbildlich zur Lage bei der Listing-Entscheidung lässt sich zum einen vorbringen, dass sich der Charakter der Gesellschaft beim Delisting zu einer eher geschlossenen, privaten Form wandelt und sich faktisch der GmbH annähert¹⁸⁷. Argumentiert werden kann zum anderen wieder mit der Änderung des *Corporate Governance* Konzepts von einer Kombination von Kapitalmarkt- und Aufsichtsratskontrolle hin zu einer reinen Aufsichtsratskontrolle.

Letztendlich braucht diese Frage hier nicht abschließend geklärt zu werden, da der Fall des vollständigen Delistings für die hier betrachtete Funktionsfähigkeit des Interbörsenwettbewerbs kaum von Bedeutung ist. Von größerer Relevanz sind die Fälle, in denen der Emittent nach dem Delisting an einer Börse an einem anderen Handelsplatz weiter gehandelt wird.

b) „Holzmüller“ und Fortbestehen des öffentlichen Handels der Wertpapiere

Ob die „Holzmüller“-Grundsätze auch in den Fällen greifen, in denen nach einem Delisting ein öffentlicher Handel weiter besteht, ist in der Literatur bisher nur vereinzelt diskutiert worden. Teilweise wird hier prinzipiell davon ausgegangen, dass auf Grund der weiter bestehenden Fungibilität keine wesentliche Entscheidung vorliege¹⁸⁸. Andere wollen zwischen einem Fortbestehen eines Handels im Inland oder im Ausland differenzieren. In letzterem Fall sei mit wesentlich höheren Transaktionskosten für die Aktionäre zu rechnen und die Anwendung der deutschen Verhaltens- und Publizitätspflichten entfalle. Deswegen sei dort anders als bei Fortbestehen einer Notierung im Inland ein Anwendungsfall der Holzmüller-Doktrin gegeben¹⁸⁹. Wie gesehen reichen die vermeintlich höheren Transaktionskosten der Anleger jedoch kaum aus, die Zuständigkeit der Hauptversammlung zu begründen. Entsprechendes gilt allein für die Tatsache, dass deutsche Verhaltens- und Publizitätspflichten nicht mehr anwendbar sind.

Dies würde auch für eine mögliche Unterscheidung danach gelten, ob die Gesellschaft weiter börsennotiert im Sinne von § 3 Abs. 2 AktG ist, wonach eine Zulassung zu einem staatlich anerkannten und geregelten Markt gefordert ist¹⁹⁰. Zwar ist diese Frage relevant für die aktiengesetzlichen Differenzierungen zwischen privater und börsennotierter AG, diese haben aber gerade nicht für die Anwendung der Holzmüller-Grundsätze ausgereicht. Und für die Verwirklichung des kapitalmarktlichen Kontrollkonzepts ist der Handel an einem staatlich geregelten Markt nicht zwingend erforderlich.

Umgekehrt gibt es aber auch Länder, in denen die Kapitalmärkte bzw. die dortigen Verhaltens- und Publizitätspflichten der Emittenten unterentwickelt sind und nicht einmal annähernd deutschen Standards entsprechen. Man könnte dort annehmen, dass im Falle eines Wechsels die Kapitalmarktkontrolle strukturell nicht mehr gewährleistet ist, sich

¹⁸⁵ Land/Hasselbach, DB 2000, S. 557, 558.

¹⁸⁶ Hamann, in: Schäfer (Hrsg), BörsG § 34 Rn 29; Steck, AG 1998, S. 460, 461; Vollmer/Grupp, ZGR 1995, S. 459, 475; Lutter/Drygala, Rausch-FS, S. 239, 240; Lutter/Leinekugel, ZIP 1998, S. 805, 806; Lutter, Zöllner-FS, S. 363, 378; Kleindiek, FS-Bezzenger, S. 643, 656; Hellwig, ZGR 1999, S. 781, 800; Kleppe, Anlegerschutz, S. 112 ff.

¹⁸⁷ Hellwig, ZGR 1999, S. 781, 800; Lutter, Zöllner-FS, S. 363, 378.

¹⁸⁸ Schwark/Gaiser, ZHR 161 (1997), S. 739, 762.

¹⁸⁹ Radtke, Delisting, S. 83; Grupp, Börseneintritt, S. 195.

¹⁹⁰ für eine solche Anknüpfung de Vries, Delisting, S. 102.

dadurch das Konzept der Unternehmenskontrolle wesensmäßig verändert und deswegen ein Hauptversammlungsbeschluss vonnöten ist. Die Schwierigkeit – und dies zeigt die Problematik der Begründung der Hauptversammlungskompetenz aus einer faktischen Strukturänderung – besteht darin, einen Punkt festzulegen, ab dem die Wesentlichkeitsschwelle erreicht ist. Will man willkürliche Entscheidungen vermeiden, wird man um eine positiv-rechtliche Anknüpfung nicht umhin können. Dies ist auch deswegen geboten, weil die rechtlichen Konsequenzen eines Wechsels an einen unterentwickelten Handelsplatz jedenfalls zusätzlich zu den Kontrollerwägungen berücksichtigt werden müssen. Einen Anknüpfungspunkt findet man dementsprechend, wenn man schon das Kapitalmarktkontrollkonzept in seiner rechtlichen Konditionierung begreift. Zwar kommt es dann nicht auf die formelle Orientierung an staatlicher Marktkontrolle, wohl aber auf das materielle Emittentenpflichten- und Anlegerschutzniveau und dessen Vergleichbarkeit mit inländischen Standards an. Orientierungsmaßstab können dabei die im Rahmen von § 38 Abs. 4 BörsG entwickelten Kriterien sein, so dass man zu einem Gleichlauf des kapitalmarktrechtlichen und des gesellschaftsrechtlichen Anleger- bzw. Aktionärsschutzes gelangt.

III. Fazit

Selbst wenn man von einer Hauptversammlungskompetenz über die Frage des Börsengangs ausgeht, so kommt nach dem geltenden deutschen Aktienrecht die Entscheidung über die Wahl des Handelsortes dem Vorstand zu. Allenfalls im Rahmen eines Wechsels an einen unterentwickelten Finanzplatz, in dem eine mit deutschem Recht vergleichbare Kapitalmarktkontrolle schon dem Grunde nach nicht gewährleistet ist, ist die Begründung einer Hauptversammlungskompetenz denkbar. Begründet werden kann die Zuständigkeit in diesen Fällen aber nicht ausschließlich mit den rechtlichen Konsequenzen eines (De)listing, sondern allenfalls mit den hinzu kommenden faktischen Auswirkungen auf das jeweils zum Tragen kommende Kontrollkonzept.

Wurden durch die Vereinfachung eines Delistings gem. § 38 Abs. 4 BörsG die grundsätzlichen Möglichkeiten eines Börsenwettbewerbs um die Emittenten wesentlich verbessert, so ist die Entscheidungskompetenz des Vorstands aus regulierungstheoretischer Sicht unerfreulich. Die möglichen Interessenkonflikte zwischen Vorstand und Aktionären werden sich tendenziell auch auf die Börsennormierung auswirken, indem die Börsen versucht sein könnten, die Unternehmensleitungen durch für sie vorteilhafte Regelungen anzulocken.

Zweiter Teil

Die rechtlichen Grenzen privater Regulierung

Von den Rahmenbedingungen für das Funktionieren privater Selbstregulierung durch die Börsen soll der Blick nun auf die Grenzen dieser Regulierungsform gelenkt werden, wie sie dem geltenden Recht zu entnehmen sind. Zunächst wird es dabei um die höherrangigen Vorgaben gehen, die als dauerhaftes Strukturgerüst den Rahmen einer möglichen eigenverantwortlichen Aufgabenwahrnehmung durch die Börsen abstecken. Das gegenwärtige System des Börsenrechts mit den dort anzutreffenden selbstregulativen Elementen und ihren Begrenzungen wird im Anschluss ausführlich zu behandeln sein. Grundlegende rechtliche Grenzen der Möglichkeiten der Börsenselbstregulierung lassen sich zum einen im Europäischen Primär- und Sekundärrecht finden (1. Kapitel). Zum anderen bestehen auch im deutschen Verfassungsrecht eine Reihe offener Fragen in dieser Hinsicht (2. Kapitel).

1. Kapitel

Europarecht und private Regulierung

Das primäre Gemeinschaftsrecht steht privaten Normsetzungsmechanismen im Recht der Mitgliedstaaten grundsätzlich nicht entgegen. Insbesondere das Prinzip der Subsidiarität, welches heute ausdrücklich in Art. 5 S. 2 EG verankert ist, gebietet es der Gemeinschaft, die Entscheidung der Mitgliedstaaten für den Einsatz privater Selbstregulierungsformen zu akzeptieren. Auf der anderen Seite darf das Harmonisierungsziel innerhalb der EU nicht beeinträchtigt werden, insbesondere darf private Normsetzung die Durchsetzung von Gemeinschaftsrecht nicht gefährden.

Auf europäischer Ebene wird der Idee der Selbstregulierung mit gemischten Gefühlen begegnet¹. Einerseits werden die Möglichkeiten privater Regelungsmechanismen heute etwa im Medien- und Datenschutzrecht² anerkannt, ebenso wie auch die Selbstverpflichtung der Industrie als eine Regelegungsmethode im Umweltrecht akzeptiert wird³. Mit der „Neuen Konzeption“ im Jahre 1985⁴ auf dem Gebiet der technischen Normung wurde bezweckt, die Regelungsintensität im Bereich technischer Standards auf die Vorgabe grundsätzlicher Anforderungen zu beschränken und deren Konkretisierung privaten Normungsgremien zu überlassen⁵. Und auch wenn es um die Idee der privaten Zertifizierung von Qualitätsstandards geht, scheint man auf europäischer Ebene gegenüber privater Aktivität nicht grundsätzlich abgeneigt, wie etwa die Öko-Audit-VO⁶ oder die Signaturrechtlinie⁷ zeigen.

¹ Vgl. Steyger, *Journal of Common Markets* 31 (1993), S. 171, 183.

² Vgl. etwa Art. 27 der Richtlinie 95/46/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. Oktober 1995 zum Schutz natürlicher Personen bei der Verarbeitung personenbezogener Daten und zum freien Datenverkehr; siehe näher Heil, *DuD* 25 (2001), S. 129, 131.

³ Vgl. Mitteilung der Kommission über Umweltvereinbarungen v. 27. 11.1996, *KOM* (96) 561.

⁴ Entschließung des Rates vom 7.5.1985 über eine neue Konzeption auf dem Gebiet der technischen Harmonisierung und der Normung, *ABl. C* 136, 4.6.1985, S. 1.

⁵ Vgl. Schmidt-Preuß, *VVDStRL* 56 (1997), S. 160, 207 f. mit umfangreichen Nachweisen.

⁶ Verordnung Nr. 1836/93 des Rates vom 29.6.1993 über die freiwillige Beteiligung gewerblicher Unternehmen an einem Gemeinschaftssystem für das Umweltmanagement und die Umweltbetriebsprüfung, *ABl. EG* 10.7.1993 Nr. L 168/1; ausführlich zum privaten Kontrollkonzept dort Spindler, *JNPÖ* 15 (1996), S. 205 ff. m.w.N. in FN 2.

⁷ Richtlinie 1999/93/EG des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 13. Dezember 1999 über gemeinschaftliche Rahmenbedingungen für elektronische Signaturen (*ABl. Nr. L* 13 vom 19.01.2000, S. 12). Dabei

Im Bereich der Banken- und Finanzdienstleistungen sieht das Bild dagegen anders aus. Zwar ließ das Weißpapier der Kommission von 1985 durchaus Raum für einen Rückgriff auf private Normsetzung⁸. In der Vergangenheit wurden aber verschiedene private Regulierungssysteme durch gesetzliche Regelungen ersetzt⁹. Die durch das Weißpapier verordnete Zurückhaltung und Bemühung um Deregulierung scheinen einem neuen Aktionismus gewichen zu sein. Im Entwurf der neuen Prospekt- und Börsenzulassungsrichtlinie heißt es konkret über die Möglichkeiten der börslichen Normsetzung und -durchsetzung:

„Unabhängige Verwaltungsbehörden des Herkunftsmitgliedstaates, d.h. solche, die Ziele des Allgemeininteresses verfolgen, sind besser in der Lage, den Schutz der Märkte und der Anleger zu gewährleisten. Börsen, die derzeit gewinnorientierte Stellen sind, sind einem Interessenkonflikt ausgesetzt und sollten nicht damit betraut sein, „öffentliche Aufgaben“ wie die Genehmigung von Prospekten wahrzunehmen.“¹⁰

In der künftigen Marktmissbrauchs-Richtlinie wird dem privaten Kontrollkonzept dementsprechend eine klare Absage erteilt. Denn dort wird verlangt, dass die Mitgliedstaaten eine bestimmte Behörde benennen, die über die Anwendung der Richtlinie wachen soll und die mit bestimmten öffentlich-rechtlichen Befugnissen auszustatten ist¹¹.

Im Folgenden soll die Problematik privater Regulierung in den drei wichtigsten Bereichen, in denen das Gemeinschaftsrecht solcher privater Initiative Grenzen setzt, näher dargestellt werden. Dies sind die Grundfreiheiten des EG (A.), die europäischen Wettbewerbsregeln (B.) und schließlich das sekundäre Gemeinschaftsrecht (C.).

A. Drittwirkung der Grundfreiheiten des EG

Die unmittelbare Geltung der Diskriminierungsverbote der Art. 12 EG und Art. 141 EG ist heute weitgehend anerkannt¹². Ob auch den Grundfreiheiten des EG eine solche Drittwirkung zukommt und sie damit auch eine Grenze privater Regelsetzung darstellen, ist umstritten. Hier wird in der Literatur teilweise eine unmittelbare Geltung befürwortet¹³, teilweise abgelehnt¹⁴ und nur eine mittelbare Geltung anerkannt¹⁵ oder die unmittelbare Bindung an die Grundfreiheiten nur für „intermediäre Gewalten“

ist von den Mitgliedstaaten zudem darauf zu achten, dass der Wettbewerb der Zertifizierungsstellen nicht durch den staatlichen Akkreditierungsprozess eingeschränkt wird (12. Erwägungsgrund der RL); zur Umsetzung ins deutsche Recht vgl. etwa Bieser, DStR 2001, 27 ff.

⁸ Ehlermann, Integration 18 (1995), S. 11, 13.

⁹ Vgl. Hoeren, Selbstregulierung, S. 13, der als Beispiel die Insiderregeln und die Einlagensicherungsfonds nennt. Allerdings lässt die Richtlinie über Einlagensicherungssysteme berufsständische Einlagensicherungssysteme zu, sofern diese gewissen inhaltlichen Anforderungen genügen und von staatlicher Seite anerkannt sind, vgl. Art. 3 Richtlinie über Einlagensicherungssysteme v. 30. 5.1994 Abl. Nr. L 135, S. 5 ff.

¹⁰ EU-Kommission, Vorschlag Börsenprospekt-RL S. 4.

¹¹ Vgl. EU-Kommission, Vorschlag Marktmissbrauchs-RL, Art. 11 ff.

¹² von Bogdandy, in: Grabitz/Hilf, Art. 6 EGV Rn 31; Lenz, in: Lenz, EG-Vertrag, Art. 12, Rn 11; Roth, FS-Everling, S. 1231, 1241; Jaensch, Drittwirkung, S. 253 ff.; Bezzenger, AcP 169 (1996), S. 395, 412 f.; Forsthoff, EWS 2000, S. 389, 393 m.w.N.

¹³ Reichhold, ZeuP 1998, S. 434, 449 f.; Steindorff, FS-Lerche, S. 575, 583, 586; Ganten, Drittwirkung, S. 94 ff.; Schaefer, unmittelbare Wirkung, S. 189 ff.

¹⁴ Kluth, AöR 122 (1997), S. 566 ff.; ders. in: Calliess/Ruffert, EUV/EGV, Art. 50 Rn 49;

¹⁵ So in jüngerer Zeit etwa Burgi, EWS 1999, S. 327 ff.; Forsthoff, EWS 2000, S. 389, 396 f.; Streinz/Leible, EuZW 2000, S. 459, 465.

postuliert¹⁶. Die Rechtsprechung des EuGH über diese Frage bietet ein widersprüchliches Bild.

I. Argumente für die unmittelbare Geltung der Grundfreiheiten

Die Befürworter einer unmittelbaren Anwendbarkeit der Grundfreiheiten im Privatrechtsverkehr berufen sich im Wesentlichen auf drei Argumente.

Das erste Argument betrifft den Wortlaut der Regelungen. Der Vertragstext trifft bei den Vorschriften über die Warenverkehrs-, Arbeitnehmer-, Niederlassungs-, Dienstleistungs- und Kapital- und Zahlungsverkehrsfreiheit keine Aussagen über den Kreis der Verpflichteten. Eine Anwendung auf Private wird also durch den Wortlaut zumindest nicht ausgeschlossen.

Das zweite, teleologische Argument zielt auf den *effet utile*. Dieser steht für das Gebot, dem Gemeinschaftsrecht zur Wirksamkeit zu verhelfen. Diesem Leitprinzip soll am besten dadurch entsprochen werden, wenn sämtliche freiheitsrelevanten Maßnahmen auf ihre Vereinbarkeit mit den Grundfreiheiten zu prüfen wären¹⁷. Verwiesen wird dabei auf das in ihnen enthaltene Ordnungsprinzip. Eine Rechtsordnung dürfe die Freiheitsbetätigung einer Person, die die entsprechende Freiheit einer anderen Person negiert, rechtlich nicht anerkennen¹⁸.

Und schließlich betrifft das dritte, systematische Argument die Kongruenz mit Art. 12 und 141 EWG, wo die unmittelbare Drittwirkung anerkannt ist. Die Argumente, die dort für die Anerkennung sprechen, sollen sich auf die Grundfreiheiten übertragen lassen¹⁹.

II. Argumente gegen die unmittelbare Geltung

Grammatischer, teleologischer und systematischer Interpretation des EG lassen sich aber auch beachtliche Argumente gegen die unmittelbare Anwendung der Grundfreiheiten entnehmen.

Zunächst mag der Wortlaut der Grundfreiheiten die Bestimmung eines Adressatenkreises vermissen lassen, nicht so jedoch die Vorschriften im Umfeld der Freiheiten²⁰. So sind die Rechtfertigungsgründe in Art. 36 Abs. 1 und 39 Abs. 3 EG auf staatliches Handeln zugeschnitten. Art. 58 EG enthält ausdrücklich Ausnahmen von der Kapital- und Zahlungsverkehrsfreiheit für staatliche Regelungen, insbesondere dem Steuerrecht. Allerdings lässt sich ebenso wenig wie die Tatsache, dass die Grundfreiheiten keinen Adressatenkreis benennen, für sich genommen die Anwendung auf Private rechtfertigt, aus der Tatsache, dass die Rechtfertigungsgründe primär an staatlichem Handeln orientiert sind, ein zwingendes Argument gegen die unmittelbare Drittwirkung der Freiheiten entwickeln, zumal auch für Private prinzipiell sachlich nicht ausgeschlossen ist, sich auf einige der genannten Rechtfertigungsgründe zu berufen²¹.

In teleologischer Hinsicht wird gegen eine unmittelbare Drittwirkung vorgebracht, dass der EG-Vertrag als ein System der Freiheit, nicht der Bindung konstruiert sei, dem eine

¹⁶ So Roth, FS-Everling, S. 1231, 1246; Jaensch, Drittwirkung, S. 263 ff.;

¹⁷ Vgl. Reichhold, ZeuP 1998, S. 434, 449 f.; Steindorff, FS-Lerche, S. 586; vgl. auch Burgi, EWS 1999, S. 327, 328, 330.

¹⁸ Forsthoff, EWS 2000, S. 389, 393.

¹⁹ Ganten, Drittwirkung, S. 97 m.w.N.

²⁰ Streinz/Leible, EuZW 2000, S. 459, 461; Roth, FS-Everling, S. 1231, 1241.

²¹ Dies betont der EuGH in EuGH Slg. 1995, I-4921 Rn 86 (Bosman). Kritisch gegenüber dem Wortlautargument als Argument gegen die unmittelbare Geltung auch Burgi, EWS 1999, S. 327, 329.

unmittelbare Drittwirkung auf Grund der von ihr ausgehenden Beschränkung der gemeinschaftsrechtlich geschützten Grundrechte widerspreche²². Angesprochen ist hier das auch bei der Diskussion um die Grundrechtsgeltung im deutschen Verfassungsrecht relevante Spannungsverhältnis zwischen Privatautonomie und Grundrechtsverpflichtung. Allerdings ist die dort propagierte Auflösung im Rahmen einer praktischen Konkordanz hier in dieser Form nicht möglich²³. Im Raum steht nicht nur der Konflikt zwischen den Grundrechten der Privatpersonen, sondern auch zwischen den Grundfreiheiten und den Gemeinschaftsgrundrechten²⁴. Die Grundfreiheiten sind Voraussetzung für die grenzüberschreitende Wahrnehmung der Privatautonomie²⁵. Insofern enthält der EG in der Tat auch ein zu beachtendes Ordnungsprinzip²⁶. Aus dem Spannungsverhältnis zwischen Grundfreiheiten und Gemeinschaftsgrundrechten ergibt sich aber die Zweifelhaftigkeit des Arguments, der Grundsatz des *effet utile* verlange eine unmittelbare Geltung der Grundfreiheiten. Da die grundrechtlich gestützte Privatautonomie ebenfalls Bestandteil der europäischen Wirtschaftsverfassung ist²⁷, trifft das Gebot, dem Gemeinschaftsrecht zur Wirkung zu verhelfen, auch auf sie zu.

Das dritte Argument gegen die unmittelbare Grundrechtsgeltung ist wieder systematischer Natur. Hingewiesen wird auf die Regelungen der Art. 81 ff. EG, die abschließender Natur seien²⁸. Die Tatbestandsvoraussetzungen dieser Vorschriften, die ein wettbewerbsbeschränkendes Verhalten nur bei spürbaren Beeinträchtigungen untersagen bzw. nur marktbeherrschende Unternehmen betreffen, würden unterlaufen, wenn man die Grundfreiheiten für anwendbar erklärte. Und schließlich ergebe sich aus Art. 81 Abs. 3 EG eine klare Trennlinie zwischen Grundfreiheiten und den Wettbewerbsregeln, da die umschriebenen Freistellungsgründe nichts mit den für staatliche Regelungen geltenden Rechtfertigungsgründen gemein hätten.

III. Die Rechtsprechung des EuGH

Die Rechtsprechung des EuGH zur unmittelbaren Drittwirkung ist nicht einheitlich²⁹. Für die Warenverkehrsfreiheit hat das Gericht in „Dansk Supermarked“ zunächst entschieden, dass „Vereinbarungen zwischen Privaten ... in keinem Fall von den zwingenden Bestimmungen über den freien Warenverkehr abweichen“ dürfen³⁰. Später aber hob das Gericht wiederholt den unterschiedlichen Adressatenkreis der Warenverkehrsfreiheit einerseits und der Wettbewerbsregeln andererseits hervor und lehnte eine Anwendung der Warenverkehrsfreiheit auf private Unternehmen ausdrücklich ab³¹.

²² Kluth, AöR 122 (1997), S. 570 f, 578 ff., ders. in: Calliess/Ruffert, EUV/EGV, Art. 50 Rn 49. Kluth folgert aus der Grundrechtsbetroffenheit weiter die Notwendigkeit einer rechtssatzmäßigen Ermächtigung für die Beschränkung im sekundären Gemeinschaftsrecht oder durch die Mitgliedstaaten.

²³ So aber Schroeder, JZ 1996, S. 590, 596; ablehnend dazu Möllers, EuR 1998, S. 20, 36.

²⁴ Vgl. Burgi, EWS 1999, S. 327, 329: „magisches Viereck“.

²⁵ Roth, FS-Everling, S. 1231, 1232.

²⁶ Vgl. Forsthoff, EWS 2000, S. 389, 392 f.

²⁷ Möllers, EuR 1998, S. 20, 35.

²⁸ Roth, FS-Everling II, S. 1231, 1242.

²⁹ Vgl. die umfassende Darstellung bei Ganten, Drittwirkung, S. 34 ff.

³⁰ EuGH Rs. 251/83, Slg. 4277 Rn 17;

³¹ EuGH verb Rs. 177 und 178/82, Slg. 1797, Rn 11 f. (van der Haar); Rs. 311/85, Slg. 3801, Rn 30 (Vlaamse Reisbureaus); Rs. 65/86, Slg. 5249 Rn 11.

Für die Arbeitnehmer- und Dienstleistungsfreiheit hat der EuGH wiederholt eine Drittwirkung auf kollektive Regelungen unselbständiger Arbeit erklärt³². Begründet wurde dies letztlich mit dem Gedanken des *effet utile*. Verhindert werden soll, dass Private in Anwendung ihrer Privatautonomie Schranken errichten, die der EG gerade abbauen will³³. Hinzu komme, dass die Gefahr bestehe, dass das jeweilige Verbot im EG uneinheitlich angewendet würde, wenn kollektive private Regelungen nicht erfasst würden, da es in vielen Bereichen dem Mitgliedsstaat überlassen sei, ob er selbst eine Regelung trifft oder diese privater Initiative überlässt, wie dies vornehmlich im Bereich des Tarifrechts der Fall ist³⁴.

Im „Bosman“-Urteil³⁵ wendete das Gericht die Arbeitnehmerfreiheit zudem zum ersten Mal in ihrer Funktion als Beschränkungsverbot an, während zuvor immer das Diskriminierungsverbot im Vordergrund stand³⁶. Eine weitere Fortentwicklung der Rechtsprechung ist schließlich im „Angonese“-Urteil³⁷ zu sehen, wo eine individuelle Regelung als unvereinbar mit der Arbeitnehmerfreizügigkeit erklärt wurde.

Positiv entschieden hat sich der Europäische Gerichtshof damit für die unmittelbare Drittwirkung der Arbeitnehmer- und Dienstleistungsfreiheit, jedenfalls hinsichtlich ihrer diskriminierenden Komponente, gegen die unmittelbare Drittwirkung der Warenverkehrsfreiheit bei individuellen Regelungen und für die unmittelbare Drittwirkung der Arbeitnehmer-, Dienstleistungs- und Niederlassungsfreiheit bei kollektiven Regelungen. In den verbleibenden Fällen, insbesondere hinsichtlich der Kapital- und Zahlungsverkehrsfreiheit, ist bisher keine Entscheidung ergangen.

Mit dem Urteil „Französische Bauernproteste“³⁸, wo entschieden wurde, dass der Mitgliedstaat die Beachtung der Grundfreiheiten auf seinem Gebiet sicherstellen muss, hat der EuGH aber auch die Tür für die Entwicklung einer aus mitgliedstaatlichen Schutzpflichten abgeleiteten mittelbaren Geltung der Grundfreiheiten offen gehalten³⁹.

IV. Grundfreiheiten und Bindung der Börse

Wenn es nun um die Frage der unmittelbaren Bindung der Börse an die Grundfreiheiten geht, so ist im deutschen Recht zunächst zu differenzieren zwischen der Börse als Anstalt des öffentlichen Rechts und dem privatrechtlich organisierten Börsenträger.

1. Bindung der Börse bei hoheitlicher Tätigkeit

Unzweifelhaft ist die Bindung für die Börse, sofern sie hoheitlich tätig wird. Als Teil der mittelbaren Staatsverwaltung ist sie dem staatlichen Bereich zuzurechnen, für den die Verpflichtung aus den Grundfreiheiten konzipiert ist. Der EuGH zählt

³² EuGH RS. 36/74, Slg. 1974, 1405 Rn. 16/19 (Walrave); Rs. 13/76, Slg. 1976, 1333, 1341, Rn. 17/18 (Donà); Rs. C-415/93, Slg. 1995, I-4921, 5065 f.; Rn 82-84 (Bosman); verb. Rs. C-51/96 u. C-191/97, EuZW 2000, S. 371, 374, Rn. 47 (Deliège); Rs. C-176/96, EWS 2000, S. 257, 260, Rn. 35 (Lehtonen); Rs. C-281/98, EWS 2000, S. 402, Rn. 31 (Angonese).

³³ EuGH RS. 36/74, Slg. 1974, 1405 Rn. 16/19 (Walrave); Rs. C-415/93, Slg. 1995, I-4921, 5065 f. (Bosman); verb. Rs. C-51/96 u. C-191/97, EuZW 2000, S. 371, 374, Rn. 47 (Deliège); Rs. C-176/96, EWS 2000, S. 257, 260, Rn. 35 (Lehtonen).

³⁴ EuGH RS. 36/74, Slg. 1974, 1405 Rn. 16/19 (Walrave); Rs. C-415/93, Slg. 1995, I-4921, 5065 f. Rn 82-84 (Bosman).

³⁵ Rs. C-415/93, Slg. 1995, I-4921, 5065 f. Rn 82-84.

³⁶ Vgl. Burgi, EWS 1999, S. 327, 328; Kluth, AöR 122 (1997), S. 557, 566 f.

³⁷ Rs. C-281/98, EWS 2000, S. 402, Rn. 31.

³⁸ Rs. C-265/95, Slg. 1997, I-6959, 7006, EuZW 1998, 88.

³⁹ Ausführlich Burgi, EWS 1999, S. 327 ff.; in diese Richtung auch Forstthoff, EWS 2000, S. 389, 396 f.

Selbstverwaltungskörperschaften wie die Universitäten⁴⁰ und Standesorganisationen, soweit sie hoheitlich oder hoheitsähnlich tätig werden⁴¹, ganz selbstverständlich zu den Verpflichteten aus den Grundfreiheiten. Die Bindung der Grundfreiheiten betrifft jede öffentliche, zur Ausübung hoheitlicher Gewalt befugte Stelle, unabhängig von ihrer Organisationsform⁴². Grundsätzlich ist damit auch die Börse als öffentlich-rechtliche Einrichtung an die Grundfreiheiten gebunden.

2. Bindung des Börsenträgers

Problematischer ist die Bindung des Börsenträgers als Privatrechtssubjekt⁴³. Auch hier stellt sich zunächst die Frage der staatlichen Zurechenbarkeit des Handelns des Börsenträgers. Andernfalls kommt dann weiter eine Drittwirkung der Grundfreiheiten über die Rechtsfigur der „intermediären Gewalt“ in Betracht, die im Schrifttum in Konkretisierung und Erweiterung der Rechtsprechung des EuGH zur Drittwirkung bei kollektiven Regelungen entwickelt wurde.

a) Zurechnung zur Staatsverwaltung

Bei der Frage der Zurechnung privater Tätigkeit zur Staatsverwaltung können auf die Gesichtspunkte zurückgegriffen werden, die für die Frage der staatlichen Zurechenbarkeit im Beihilferecht angewendet werden⁴⁴ bzw. von der Rechtsprechung als Voraussetzung für die unmittelbare Anwendbarkeit von Richtlinien entwickelt wurden⁴⁵. Ausschlag gebend ist dabei die Möglichkeit einer maßgeblichen Einflussnahme durch die öffentliche Hand, etwa weil der Staat die Mehrheit der mit den Anteilen des privaten Rechtsträgers verbundenen Stimmrechte verfügt, mehr als die Hälfte der Mitglieder der Gremien des privaten Rechtsträgers bestellen kann, wesentlich zur Finanzierung der privaten Tätigkeit beiträgt⁴⁶ oder weil ein Genehmigungsvorbehalt für die öffentliche Hand besteht⁴⁷. Auch „öffentliche Unternehmen“ i.S.d. Art. 86 EG sollen selbst als Verpflichtete der Grundfreiheiten angesehen werden⁴⁸.

An einer solchen umfassenden Einflussnahmemöglichkeit fehlt es bei der Tätigkeit des Börsenträgers in den privatrechtlich organisierten Marktsegmenten. Zwar bedürfen die privaten Regelwerke für die im Freiverkehr angesiedelten Marktsegmente indirekt einer Genehmigung durch die Börse als Teil der mittelbaren Staatsverwaltung, und der Handel

⁴⁰ EuGH, Rs. C-419/92, Slg. 1994, I-505, 521, Rn 10 (Scholz).

⁴¹ Siehe etwa EuGH, verb. Rs 266 und 267/87, Slg. 1989, 1295, 1327, Rn 15 f. (Royal Pharmaceutical Society), Rs C-292/92, Slg. 1993, I-6787, 6821 f., Rn 12-16 (Hünemann).

⁴² Vgl. Streinz/Leible, EuZW 2000, S. 459, 465; Holoubek, in: Schwarze, EU-Kommentar, Art. 49 Rn 39. Müller-Graff, in: Groeben/Thiesing/Ehlermann, Kommentar zum EU-/EG-Vertrag, Art. 30, Rn 288 ff.; siehe auch EuGH, Rs. 53&76, Slg. 1977, S. 197, 203 (Bouhelier); Rs. 222/82, Slg. 1983, 4083, 4118 ff (Apple and Pear Development Council); EuGH Rs. C-55/94, Slg. 1995, I-4165 (Gebhard).

⁴³ Die prinzipiell mögliche Trägerschaft durch eine öffentlich-rechtliche Körperschaft hat in der Praxis heute keinerlei Bedeutung; vgl. auch Begr. des Regierungsentwurfs zum 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 74.

⁴⁴ Vgl. Müller-Graff, in: Groeben/Thiesing/Ehlermann, Kommentar zum EU-/EG-Vertrag Art. 30, Rn 290; Mohr, Technische Normen, S. 107 f.;

⁴⁵ Vgl. Holoubek, in: Schwarze (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 49 Rn 39.

⁴⁶ Siehe dazu insbesondere EuGH, Kommission vs. Irland, Rs. 249/81, Slg. 1982, 4005 ff („Buy Irish“); vgl. auch Becker, in: Schwarze (Hrsg.), EU-Kommentar Art. 28 Rn 86 f.

⁴⁷ Müller-Graff, in: ZHR 152 (1988), S. 413 f.; vgl. auch EuGH Es. 302/88, Slg. 1990, I-4625 Rn 15 f. („Hennen Olie“), wo eine privatrechtliche Stelle zur Staatsverwaltung gezählt wurde, u.a. weil der Minister Haushaltsentwurf und Jahresabschluss genehmigen musste.

⁴⁸ Vgl. Holoubek, in: Schwarze (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 49 Rn 39 für die Dienstleistungsfreiheit.

im privatrechtlichen Freiverkehr unterliegt der Überwachung durch Börse und Börsenaufsichtsbehörde⁴⁹. Eine wirkliche Einflussnahme auf die Ausgestaltung der Regelwerke ist dem Staat jedoch nicht möglich. Allein aus den gesetzlich normierten Einwirkungsmöglichkeiten lässt sich die Tätigkeit des Börsenträgers dem Staat nicht zuordnen. Aber auch faktisch ist eine Lenkungsmöglichkeit durch öffentlich-rechtliche Stellen an den deutschen Wertpapierbörsen nicht gegeben⁵⁰. Eine Zurechnung zur staatlichen Verwaltung lässt sich demnach für die privaten Börsenträgergesellschaften an den deutschen Wertpapierbörsen nicht begründen.

b) Bindung als „intermediäre Gewalt“

Der Begriff der „intermediären Gewalt“ geht auf *Roth* zurück, der damit Normsetzung im Grenzbereich zwischen staatlicher und privater Funktionsausübung bezeichnet und für solche eine unmittelbare Drittwirkung annehmen will⁵¹. Weiterentwickelt wurde diese Vorstellung von *Jaensch*, der eine Drittwirkung unter drei Voraussetzungen befürwortet. Erstens müsse es sich um Rechtsnormsetzung handeln⁵². Nicht erfasst seien damit die privatautonom begründeten AGB oder AVB⁵³. Zweitens sei erforderlich, dass die Betroffenen den Regeln unentrinnbar ausgesetzt sind, was bei Berufsgenossenschaften und Sportvereinen regelmäßig, bei Normsetzung durch Kapitalgesellschaften nie der Fall sei. Und drittens sei nur dann eine Drittwirkung anzunehmen, wenn der private Rechtsnormsetzer im öffentlichen Interesse handle. Für ausschließlich egoistisch motiviertes Handeln seien allein die Art. 81 ff. EG anwendbar.

Keines dieser Kriterien vermag allerdings zu überzeugen. Das Erfordernis der Rechtsnormsetzung mit der Herausnahme der AGB und AVB widerspricht dem Grundgedanken der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs einer einheitlichen Anwendung der Grundfreiheiten⁵⁴. Denn die Ausklammerung der allgemeinen Vertragsbedingungen aus dem Rechtsnormbegriff – und die mögliche Einbeziehung von Vereinssatzungen – beruht auf einem feingliedrigen dogmatischen Argument im innerstaatlichen Recht, das für die Anwendung des Gemeinschaftsrechts kaum von Bedeutung sein kann.

Weiter ist die pauschale Ausklammerung der Normsetzung durch Kapitalgesellschaften kaum zu rechtfertigen. Die Feststellung, bei Kapitalgesellschaften sei grundsätzlich von einem bestehenden Wettbewerb auszugehen⁵⁵, ist offensichtlich unzutreffend und der postulierte generelle Vorrang der Art. 81 ff. EG widerspricht der eindeutigen Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs⁵⁶.

Und schließlich vermag auch die Beschränkung auf eine Normsetzung im öffentlichen Interesse angesichts der Vorgaben des Europäischen Gerichtshofs nicht zu überzeugen. Hinter dieser Beschränkung steht der Gedanke, dass Normsetzer, die nur an

⁴⁹ Vgl. § 78 BörsG.

⁵⁰ Anders ist dies bei der Leipzig Power Exchange, wo sich insgesamt ca. 75 % der Anteile unmittelbar oder unmittelbar in öffentlicher Hand befinden.

⁵¹ Roth, FS-Everling, S. 1231, 1246 f.; zustimmend etwa Jaensch, Drittwirkung, S. 263 ff.; Holoubek, in: Schwarze (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 49, Rn 41.

⁵² Jaensch, Drittwirkung, S. 266 ff.

⁵³ Zurückhaltender Roth, FS-Everling, S. 1231, 1247, der die AGB nur im „Normalfall“ ausschließen will.

⁵⁴ für die AVB ging der EuGH im Falle „Haug-Adrion“ implizit von einer Drittwirkung aus (EuGH, Rs. 251/83, Slg. 4277, 4288 f., Rn 14-18, Vgl. Roth, FS-Everling, S. 1231, 1238.

⁵⁵ So Jaensch, Drittwirkung, S.278.

⁵⁶ Vgl. EugH Rs. C-415/93, Slg. 1995, I-4921, 5065 f. (Bosman).

Individualinteressen interessiert sind, sich auf keine der am Allgemeinwohl orientierten Rechtfertigungsgründe für Eingriffe in die Grundfreiheiten berufen könnten⁵⁷. Erforderlich sei dann eine komplizierte Begründung von Rechtfertigungsgründen aus den Gemeinschaftsgrundrechten. Der Schutzbereich der Grundfreiheiten soll sich damit also von den Rechtfertigungsgründen aus bestimmen lassen. Der Einwand gegen eine solche Vorgehensweise liegt auf der Hand. Die Gefährdung des Integrationsziels der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft ist natürlich dann nicht weniger groß, wenn Beschränkungen von egoistisch handelnden Akteuren ausgehen. Unter diesem Gesichtspunkt erscheint es widersprüchlich, den Privaten Akteuren, die dem öffentlichen Interesse dienen, eine höhere Bindung aufzuerlegen als denjenigen, die allein private Ziele verfolgen. Die dogmatischen Schwierigkeiten einer Herleitung von Rechtfertigungsgründen aus den Grundrechten des Normsetzers wiegen dagegen weniger schwer⁵⁸. Letztlich wird man dem Normsetzer die Grundrechte auch nicht absprechen können, wenn er (auch) im öffentlichen Interesse handelt, so dass sie im Rahmen der Rechtfertigung eines Eingriffs in die Grundfreiheiten in jedem Fall zu berücksichtigen sein werden.

Ist der Rechtswissenschaft also bisher nicht gelungen, eine allgemein akzeptierte Konturierung des Begriffs der „intermediären Gewalten“ zu entwickeln, bleibt zur Klärung der Anwendbarkeit der Grundfreiheiten auf die Normsetzung der Börsenträger nur unmittelbar der Rückgriff auf die Rechtsprechung des EuGH.

Für die Anwendbarkeit spricht nun vor allem, dass die Normsetzung durch die Börsen in manchen Mitgliedstaaten selbst in den „*regulated markets*“ i.S.d. Wertpapierhandelsrichtlinie in Teilen Privaten überlassen ist, in anderen aber weitergehend – unmittelbar oder mittelbar – durch den Staat erfüllt wird. Um eine einheitliche Anwendung der Grundfreiheiten zu gewährleisten, müsste in beiden Fällen von einer unmittelbaren Bindung ausgegangen werden. Hier könnte nun auch zu berücksichtigen sein, dass die privaten Regelwerke für die im Freiverkehr angesiedelten Marktsegmente indirekt einer Genehmigung durch die Börse als Teil der mittelbaren Staatsverwaltung bedürfen und der Handel im privatrechtlichen Freiverkehr der Überwachung durch Börse und Börsenaufsichtsbehörde unterliegt. Insofern ähnelt diese Konstellation dem Sachverhalt, der dem „Haug-Adrion“-Urteil⁵⁹ des EuGH zu Grunde lag, wo es um die Drittwirkung bei staatlich genehmigten AVB ging.

Dennoch wird man für die Börsennormierung eine Übertragung dieser Rechtsprechung ablehnen müssen, fehlt es doch hier an einer inhärenten „massiven Störung“⁶⁰ der Privatautonomie. Die unmittelbaren Adressaten der privaten Regelwerke der Börsenträger sind die Emittenten und deren Leitungsorgane, nicht die Anleger. Ein strukturelles Ungleichgewicht zwischen diesen beiden Gruppen, das mit dem typischen Gefälle etwa zwischen Arbeitgeber und Arbeitnehmer, insbesondere bei kollektiven Regelungen, zu vergleichen wäre, existiert nicht. Den von der Börsennormierung Betroffenen ist dem Grunde nach die Wahrnehmung einer wettbewerblichen Entscheidungsfreiheit möglich. Fehlt es im Einzelfall an wettbewerblichen Alternativen und ist der betreffende Normsetzer in einer marktmächtigen Stellung, so fallen die daraus

⁵⁷ Jaensch, Drittwirkung, S. 279.

⁵⁸ Vgl. auch Forsthoff, EWS 2000, S. 389, 392, der auf die Flexibilität der Rechtsprechung bei der Interpretation der Rechtfertigungsgründe hinweist; Ansätze für eine Entwicklung von Rechtfertigungsgründen aus den Grundrechten bei Ganten, Drittwirkung, S. 180 ff.

⁵⁹ EuGH, Rs. 251/83, Slg. 4277, 4288 f., Rn 14-18.

⁶⁰ Zu diesem Kriterium für die unmittelbare Drittwirkung vgl. Möllers, EuR 1998, S. 20, 36.

erwachsenen Gefahren in den typischen Anwendungsbereich der wettbewerbsrechtlichen Schutzbestimmungen. Die erforderlichen faktischen Erwägungen im Einzelfall wären im Rahmen der Prüfung einer Bindung an die Grundfreiheiten fehl am Platze⁶¹.

Die Grundfreiheiten des EG binden also nur die Börse als Teil der Staatsverwaltung unmittelbar. Eine allgemeine Bindung des privaten Börsenträgers lässt sich dagegen nicht begründen. Allerdings finden die Diskriminierungsverbote des Vertrages, die nach heute ganz herrschender Meinung prinzipiell unmittelbare Drittwirkung entfalten, selbstverständlich auch im Bereich der Börsenträgernormsetzung Anwendung.

B. Europäisches Wettbewerbsrecht und Normsetzung der Börsen: Die Börse als Unternehmen

Voraussetzung für die Anwendung des europäischen, aber auch des inländischen Wettbewerbsrechts auf die Börsenselbstregulierung ist, dass die Börse als Unternehmen i.S.d. EG bzw. GWB zu qualifizieren ist. Dabei ist jeweils ein weiterer Unternehmensbegriff zu Grunde zu legen. Ausreichend für die Qualifikation als Unternehmen ist eine selbständige, auf Dauer angelegte, wirtschaftliche Tätigkeit einer Wirtschaftseinheit (sog. funktionaler Unternehmensbegriff)⁶². Auf die Rechtsform und Rechtsfähigkeit kommt es nicht an, der Unternehmensbegriff erfasst also sowohl private wie auch öffentliche Unternehmen. Insbesondere die Übertragung einer Tätigkeit auf öffentlich-rechtliche Anstalten schließt die Qualifikation als unternehmerische Tätigkeit nicht aus⁶³. Für die Börsenträger, die heute ausnahmslos als gewinnorientierte Aktiengesellschaften geführt werden, dürfte die Unternehmenseigenschaft damit offensichtlich sein⁶⁴. Etwas problematischer ist die Einordnung der Börse als Anstalt des öffentlichen Rechts. Nach einer älteren Auffassung zum deutschen Recht sollte das GWB nur auf privatrechtliche Leistungsbeziehungen anwendbar sein⁶⁵, womit die öffentlich-rechtlich ausgestalteten Leistungsbeziehungen der Börse nicht erfasst wären⁶⁶. Möglich wäre dann die Anwendung des Wettbewerbsrechts nur auf die horizontalen Beziehungen der Börsen untereinander, nicht aber auf die vertikalen Beziehungen zu den Marktteilnehmern. Die heute ganz herrschende Meinung differenziert aber zwischen Leistungs- und Wettbewerbsbeziehung. Das GWB ist danach auch auf öffentlich-rechtliche Leistungen anwendbar, sofern Wettbewerbsbeziehungen zu anderen Anbietern oder Nachfragern möglich sind, also zumindest potentiell ein Konkurrenzverhältnis mit anderen bestehen kann⁶⁷. Ausgeschlossen ist die Anwendung des GWB nur dann, wenn

⁶¹ Ablehnend zu solchen faktischen Einzelfallbetrachtungen auch Streinz/Leible, EuZW 2000, S. 459, 465.

⁶² Für das europäische Recht EuGH Rs. C-41/90, Slg. 1991, I-1979 Rn 8 (Höfner); zum deutschen Recht vgl. Zimmer, in: Immenga/Mestmäcker, GWB, § 1 Rn 30 ff.; aus der Rechtsprechung etwa BGHZ 67, 81 (Autoanalyzer); BGH, NJW 1974, S. 2236 (Schreibvollautomat); BGHZ 110, 371, 380 (Sportübertragungen); BGH, WRP 1998, S. 188 (Europapokalheims Spiele).

⁶³ EuGH Rs. C-55/96, Job Centre, Slg. Slg. 1997, I-7119 Rn 22; vgl. v. Burchhard, in: Schwarze (Hrsg.), EG-Kommentar, § 86 Rn 14.

⁶⁴ Vgl. Beck, WM 2000, S. 597, 599; ausführlich ders. WM 1996, S. 2313 ff.;

⁶⁵ So etwa Menger, VerwArch 68 (1977), S. 293, 296 f.; Schricker, Wirtschaftliche Tätigkeit, S. 63 ff.; Walter, DÖV 1967, S. 622, 624; vgl. auch OLG-Köln, NJW 1974, S. 802 f..

⁶⁶ So ausdrücklich Mues, Börsenorganisation, S. 177, der dies (unzutreffend) als allgemeine Ansicht bezeichnet.

⁶⁷ Mestmäcker, NJW 1969, S. 1 ff.; Zimmer, in Immenga/Mestmäcker, GWB, § 1 Rn 28; entsprechend wendet auch die Rspr. das GWB bei öffentlich-rechtlichen Rechtsverhältnissen an, vgl. BGHZ 36, 91, 93, 101 ff (Gummistrümpfe); 64, 232, 234 ff (Krankenhauszusatzversicherung), (GS) 66, 229 (Ersatzkassen); ; 67, 81, 84 ff

öffentlich-rechtliche Sonderregelungen bestehen oder die öffentlich-rechtlichen Aufgaben nur unter Durchbrechung des GWB erfüllt werden können⁶⁸. Allein die Tatsache, dass eine öffentliche Aufgabe erfüllt wird, spricht nicht gegen den unternehmerischen Charakter⁶⁹.

An der zumindest potentiellen Konkurrenzsituation der deutschen Börsen dürfte heute kein Zweifel mehr bestehen. Wenn auch das Börsengesetz den Börsen in vielen Bereichen weitgehende Vorgaben macht – die nicht am Wettbewerbsrecht zu messen sind –, so bleibt ihnen, wie sich später zeigen wird, doch ein nicht unerheblicher eigener Entscheidungsspielraum. Auch der Gesetzgeber ging dementsprechend von einer Geltung des GWB aus, wie sich aus § 6 BörsG ergibt. Die grundsätzliche Anwendbarkeit des Wettbewerbsrechts auf die Börse auch bei öffentlich-rechtlicher Handlungsweise wird dementsprechend in der Literatur heute weitgehend anerkannt⁷⁰.

Allerdings soll das deutsche Wettbewerbsrecht nach herrschender Auffassung auf die Rechtsnormsetzung der Börsen keine Anwendung finden und dementsprechend auch Absprachen unter den Börsen in diesen Bereichen nicht durch das GWB erfasst werden⁷¹. Konkret würden nach dieser Auffassung also die Börsenordnung, die Gebührenordnung und die Prüfungsordnung nicht unter die wettbewerbsrechtliche Kontrolle fallen. Für das europäische Wettbewerbsrecht ist diese Auffassung jedoch kaum zu halten. Zunächst ergibt sich die Anwendbarkeit des europäischen Rechts auch auf öffentlich-rechtlich ausgestaltete Leistungsbeziehungen schon daraus, dass dem europäischen Wettbewerbsrecht die Unterscheidung zwischen privaten und öffentlichen Unternehmen prinzipiell fremd ist⁷². Zwar fällt auch dort hoheitliches Handeln aus dem Anwendungsbereich der Wettbewerbsregeln heraus⁷³. Der EuGH bestimmt den Charakter des Handelns aber funktional, so dass das eigentliche Problem in der demgemäß vorzunehmenden Abgrenzung von hoheitlichem Handeln zur wirtschaftlichen Betätigung liegt, bei der aber gerade nicht allein innerstaatliches Recht maßgeblich ist⁷⁴. In der Vergangenheit hat der EuGH zwar dazu tendiert, alle mit der Ausübung öffentlicher Gewalt verbundenen, traditionellerweise dem Staat zugeordneten Handlungen aus dem Anwendungsbereich des europäischen Kartellrechts auszunehmen⁷⁵. Das Gericht hat aber auch entschieden, dass eine Betätigung, selbst wenn sie einer öffentlich-rechtlichen

(Autoanalyzer); BGH, WRP 1977, S. 480, 481 (Architektenkammer); NJW 1980, S. 1047 f. (Musikschule); speziell für die Börsen Beck, WM 2001, S. 597, 599; v. Ulenhusen, Börsen und Kartellrecht, S. 111; Hopt/Baum, in: Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, S. 287, 376.

⁶⁸ Vgl. Beck, WM 2001, S. 597, 598 mit Nachweisen.

⁶⁹ BGH 9.3.1999, WuW/E-R 289 (Lottospielgemeinschaft); vgl. Zimmer, in: Immenga/Mestmäcker, GWB, § 1 Rn 28.

⁷⁰ Vgl. Beck, WM 2000, S. 597, 598 f.; v. Ulenhusen, Börsen, S. 111; Peterhoff, in: Schäfer, BörsG, § 2a Rn 6; Merkt, NJW 2002, Sonderbeilage 23, S. 41, 46; unklar Mues, Börsenorganisation, S. 177.

⁷¹ Immenga, in: Immenga/Mestmäcker, GWB, § 2 Abs. 2 Rn 16; v. Renthe gen. Fink, in: Gemeinschaftskommentar GWB, § 2 Anm. 7; Beck, WM 2000, S. 597, 607; Mues, Börsenorganisation, S. 32; aA wohl v. Ulenhusen, Börsen und Kartellrecht, S. 142 ff., der im öffentlichen Charakter der Absprachen unter den Börsen kein Hindernis für die Anwendbarkeit des GWB sieht, ohne jedoch das Problem des Rechtsnormcharakters zu thematisieren.

⁷² Beck, WM 2000, S. 597, 599.

⁷³ Gleiss/Hirsch, Kommentar zum EG-Kartellrecht, Art. 85 Rn. 21; Schröter, in: Groeben/Thiesing/Ehlermann, Kommentar zum EU-/EG-Vertrag, Vorb. zu Art. 85-89, Rn 33 m.w.N.

⁷⁴ Gleiss/Hirsch, Kommentar zum EG-Kartellrecht, Art. 85 Rn. 35 mit Nachweisen aus der Rechtsprechung.

⁷⁵ Siehe EuGH, Rs. 30/87, Slg. 1988, S. 2479, 2512 (Bodson); Rs. C-364/92, Slg. 1994, I-43, 63 f. (SAT Fluggesellschaft/Eurocontrol); Rs. C-345/95, Slg. 1997, I-1547, 1587 ff. (Diego Cali Figili/SEPG); vgl. Schröter, in: Groeben/Thiesing/Ehlermann (Hrsg.), Kommentar zum EU-/EG-Vertrag, Vorb. zu Art. 85-89, Rn 34, der von einer langsam voranschreitenden Rechtsprechung in Einzelfallentscheidungen hin zu allgemeingültigen, vom Recht des Mitgliedstaates losgelösten Maßstäben der Anwendbarkeit der Kartellnormen spricht.

Anstalt übertragen ist, trotzdem als wirtschaftliche Betätigung zu qualifizieren ist, wenn sie nicht notwendigerweise von einer öffentlich-rechtlichen Stelle erfüllt werden muss⁷⁶. Und auch die Tatsache, dass eine öffentlich-rechtliche Stelle ihre Rechtsbeziehungen zu den Kunden auf Grund gesetzlicher Ermächtigung einseitig bestimmen kann, schließt die Unternehmenseigenschaft nicht aus. Ausreichend ist, dass dem Unternehmen ein Spielraum für eigenverantwortliches Handeln verbleibt⁷⁷.

Soweit es hier um die Behandlung der durch die Börsen erlassenen Satzungen geht, ergibt sich daraus folgendes: die Anwendung des Wettbewerbsrechts ist hinsichtlich der gesetzlich zwingenden Vorgaben an die Börsensatzungen ausgeschlossen. Für die zahlreichen verbleibenden Freiräume der Börsen lässt sich eine kartellrechtliche Freistellung dagegen nicht begründen. Die öffentlich-rechtliche Ausgestaltung der Beziehungen ist, wie Erfahrungen insbesondere aus Großbritannien zeigen, nicht zwingend erforderlich. Es kann nicht im Sinne einer einheitlichen Anwendung der Wettbewerbsnormen des EG sein, wenn man es den Mitgliedstaaten überlässt, durch die Wahl der Handlungsform über ihre Anwendbarkeit zu entscheiden⁷⁸. Nichts anderes ergibt sich aus der Tatsache, dass die Börsensatzungen der Genehmigung durch die Börsenaufsichtsbehörde bedürfen⁷⁹. Denn bei der Prüfung handelt es sich allein um eine Rechtmäßigkeitskontrolle⁸⁰. Einen Einfluss auf den börslichen Gestaltungsspielraum kann die Börsenaufsichtsbehörde gerade nicht nehmen. Und auch die Bindung der Börse an das Allgemeinwohl steht der prinzipiellen Anwendbarkeit des Wettbewerbsrechts nicht entgegen⁸¹.

Festzuhalten bleibt also, dass sich eine Ausnahme der Börsensatzungen vom europäischen Wettbewerbsrecht nicht rechtfertigen lässt. Sowohl die Regelwerke der Börsenträger wie auch die Börsensatzungen unterliegen den europäischen Wettbewerbsregeln. Die Frage, ob es eine allgemeine „Rechtsnormausnahme“ im deutschen Kartellrecht gibt, die sich auch auf die Satzungen von Selbstverwaltungsorganisationen bezieht, kann hier nicht abschließend geklärt werden. Dogmatisch ließe sich die Anwendbarkeit des GWB über die Trennung von Leistungs- und Wettbewerbsbeziehungen ohne weiteres begründen. Eine ungeschriebene Ausnahme von der Anwendbarkeit dürfte angesichts der europäischen Rechtslage jedenfalls auf Dauer keinen Bestand haben.

C. Private Regulierung und Sekundäres Gemeinschaftsrecht

Im Bereich des sekundären Gemeinschaftsrechts sind vor allem zwei Fragen problematisch. Die erste Frage betrifft die Bindung der privaten Normsetzung an die europäischen Richtlinien, die zweite die Möglichkeit einer Richtlinienumsetzung durch private Normsetzung.

⁷⁶ EuGH Rs. C-41/90, Slg. 1991, I-1979, 2016 (Höfner).

⁷⁷ EuGH, Rs. 41/83, Slg. 1985, S. 873, 885 f. (Italien/Kommission).

⁷⁸ Vgl. v. Burchard, in: Schwarze (Hrsg.), EG-Kommentar, § 86 Rn 14.

⁷⁹ Darauf stellt aber ab Immenga, in: Immenga/Mestmäcker, GWB; § 2 Abs. 2 Rn 16.

⁸⁰ Siehe dazu Dritter Teil, 2. Kap. B I.

⁸¹ Vgl. ausführlich Beck, WM 2000, S. 597, 596 f., der gleichwohl ohne weitere Begründung von der Nichtanwendbarkeit auf die Börsenordnungen ausgeht (aaO, S. 607 mit FN 107.)

I. Bindung Privater an Richtlinienziele

Nach der Rechtsprechung des EuGH erstreckt sich die Bindungswirkung der Richtlinien nicht nur auf den Mitgliedstaat selbst, sondern auf alle seine Gebietskörperschaften, Behörden und sonstigen Stellen, die, ohne in die öffentliche Verwaltung eingegliedert zu sein, von dieser abhängig sind⁸². Ausreichend ist, dass Private mit Befugnissen ausgestattet werden, die über das Verhältnis unter gewöhnlichen Privatrechtssubjekten hinausgehen⁸³. Die Gewährung von solchen Sonderrechten führt zu einer Zurechnung der privaten Stelle zum Mitgliedstaat und damit zu einer Bindung an die Richtlinie. Nach diesen Grundsätzen dürfte die Bindung der Börse als Anstalt des öffentlichen Rechts außer Frage stehen. Eine Zurechnung des Börsenträgers im Rahmen seiner privaten Tätigkeit und die daraus folgende Richtlinienbindung lässt sich aus diesen Grundsätzen aber nicht begründen. Gegen die Annahme einer Bindung der Börsenträger als „intermediäre Gewalten“ sprechen dieselben Erwägungen, die auch zu Ablehnung einer unmittelbaren Bindung an die Grundfreiheiten geführt haben.

II. Richtlinienumsetzung durch Selbstregulierung

Schwieriger ist die Frage zu beantworten, ob eine Richtlinie auch durch private Normen umgesetzt werden kann. Art. 249 Abs. 3 EG verpflichtet die Mitgliedstaaten zu einer verbindlichen Umsetzung einer Richtlinie, belässt der „innerstaatlichen Stelle“ aber ausdrücklich die Wahl der „Form und Mittel“ der Umsetzung. In der Literatur wird diskutiert, ob und wenn ja, unter welchen Voraussetzungen diese Formulierung eine Umsetzung durch private Normsetzung zulässt.

1. „innerstaatliche Stelle“

In der Literatur wurde die Ansicht vertreten, dass dadurch, dass Art. 249 Abs. 3 EG die Wahlfreiheit hinsichtlich Form und Mittel der „innerstaatlichen Stelle“ zuspricht, eine Umsetzung der Richtlinie durch private Institutionen von vornherein ausgeschlossen sei⁸⁴. Eine private Institution sei grundsätzlich keine „innerstaatliche Stelle“, da solche nur die Stellen sein könnten, die im einzelnen Mitgliedstaat verfassungsrechtlich für die Ausführung der Richtlinie zuständig seien⁸⁵. Schon begrifflich könnten nur Träger hoheitlicher Gewalt gemeint sein, denn in jedem Fall müsse es nach Art. 249 Abs. 3 EG der Staat sein, der handelt⁸⁶.

Dieser Argumentation ist im Ergebnis nicht zuzustimmen⁸⁷. Es besteht zwar kein Zweifel daran, dass der Adressat der Richtlinienverpflichtung der einzelne Mitgliedstaat ist und niemals eine private Stelle. Eine ganz andere Frage ist, ob der Mitgliedsstaat seine Verpflichtung dadurch erfüllen kann, dass er in Ausübung der Form- und Mittelfreiheit eine private Stelle mit der Umsetzung der Richtlinie betraut.

⁸² EuGH RS 103/88, Kommission vs. Italien, Slg. 1989, S. 1839, 1870; EuGH RS 31/87, Kommission vs. Niederlande, Slg. 1988, S. 4635, 4656 f.

⁸³ EuGH Rs. 188/89, Slg. 1990, S. I-3313 ff. (Foster u.a. / British Gas).

⁸⁴ Roos, WM 50 (1996), S. 2177, 2179; Buck, Jahrbuch junger Zivilrechtswissenschaftler 1997 (1998), S. 157, 171 ff.

⁸⁵ Buck, Jahrbuch junger Zivilrechtswissenschaftler 1997 (1998), S. 157, 171; vgl. Bievert, in: Schwarze (Hrsg.), EG-Kommentar, Art. 249 EGV Rn 28.

⁸⁶ Roos, WM 50 (1996), S. 2177, 2179.

⁸⁷ Roßkopf, Selbstregulierung, S. 296; ablehnend auch Hopt, ZHR 161 (1997), S. 368, 408 Fn 159.

Richtig ist auch, dass die private Stelle, die unabhängig von staatlichen Behörden und ohne jede Ausübung von Hoheitsgewalt handelt, nicht an die Richtlinie gebunden ist⁸⁸. Wenn dadurch die vollständige Umsetzung der Richtlinie gefährdet ist, ist dies eine Frage der Geeignetheit der gewählten Formen und Mittel der Umsetzung. Dem Begriff der „innerstaatlichen Stelle“ lässt sich ein genereller Ausschluss der Beteiligung Privater bei der Richtlinienumsetzung nicht entnehmen⁸⁹.

2. Private Normen als geeignete Form der Richtlinienumsetzung

Anders als Verordnungen und Entscheidungen sind Richtlinien nur in ihrem Ziel verbindlich, nicht aber in der Art und Weise der Umsetzung. Die Verbindlichkeit der Zielfestlegung verpflichtet die einzelnen Mitgliedstaaten aber mittelbar, im Rahmen ihrer Rechtsordnungen die für die Umsetzung tauglichen Maßnahmen zu ergreifen⁹⁰. Die Wahlfreiheit hinsichtlich der „Form und Mittel“ der Umsetzung soll den Mitgliedstaaten ermöglichen, bei der Durchführung den nationalen Besonderheiten Beachtung zu schenken⁹¹. Die Umsetzung muss nicht in Form von Gesetzen erfolgen, gegebenenfalls reicht ein „allgemeiner rechtlicher Rahmen“⁹² oder eine Generalklausel⁹³ aus. Als nicht ausreichend beurteilt wurden der Erlass eines Rundschreibens⁹⁴, die Anpassung der Verwaltungspraxis⁹⁵ und dementsprechend auch nicht die Umsetzung durch „normkonkretisierende“ Verwaltungsvorschriften⁹⁶. Im Innenverhältnis müssen die Richtlinienziele bindend umgesetzt werden, im Außenverhältnis muss dem Einzelnen die Möglichkeit verschafft werden, sich auf die ihm in der Richtlinie zugestandenen Rechte berufen zu können⁹⁷.

Den Mitgliedstaat trifft also die Pflicht, für eine uneingeschränkte und genaue Richtlinienumsetzung zu sorgen⁹⁸. Die Umsetzung muss so erfolgen, dass die Ziele der Richtlinie nicht nur faktisch, sondern auch rechtlich verwirklicht werden, und zwar jedenfalls innerhalb eines gesetzlichen Rahmens. Die Umsetzungspflicht des Mitgliedstaates lässt sich nach der Rechtsprechung des EuGH nach drei Aspekten gliedern:

- *Transparenz*: Will die Richtlinie individuelle Rechte begründen, muss dem Einzelnen die Möglichkeit gegeben werden, von seinen Rechten Kenntnis zu erlangen⁹⁹. Dies setzt ein Mindestmaß an Publizität voraus. Zwar wird man aus europarechtlicher Sicht nicht die Publikation in einem amtlichen Blatt verlangen können. Allerdings wird auch nicht

⁸⁸ Roos, WM 50 (1996), S. 2177, 2179.

⁸⁹ auch der EuGH hat die Zulässigkeit von Richtlinienumsetzungen durch Tarifparteien mit Einschränkungen anerkannt, vgl. Roßkopf, Selbstregulierung, S. 294, 297.

⁹⁰ Bievert, in: Schwarze, EG-Kommentar, Art. 249 EGV Rn 28.

⁹¹ Daig/Schmidt, in: Groeben/Thiesing/Ehlermann, EG-Kommentar, Art. 189 Rn 39.

⁹² EuGH Rs 29/84 – Kommission vs. Deutschland, Slg. 1985, 1661 ff.; Lts 1; EuGH Rs. 363/85 - Kommission vs. Italien, Slg. 1987, 1733 Rn 7; vgl. aber auch: EuGH – Kommission/Deutschland, Slg. 1997, I-1653 Rn 35 f).

⁹³ EuGH Rs 163/82, Kommission vs. Italien, Slg. 1983, 3273 Rn 9).

⁹⁴ EuGH Rs. 239/85, Kommission vs. Belgien, Slg. 1986, S. 3645 ff (Leitsatz).

⁹⁵ EuGH Rs. 160/82, Kommission vs. Niederlande, Slg. 1982, 4637 Rn. 4; RS. C-220/94, Kommission vs. Luxemburg, Slg. 1995, I-1589 Rn. 10; Rs. C-311/95, Kommission vs. Griechenland, Slg. 1996, I-2433 Rn 7.

⁹⁶ EuGH Rs. C-361/88, Kommission vs. Deutschland, Slg. 1991, I-2567 Rn 20 (TA-Luft); vgl. dazu etwa Everling, RIW 1992, S. 379.

⁹⁷ EuGH RS C-59/89 Kommission vs. Deutschland, Slg. 1999, I-2607 Rn 19, RS C361/88, Kommission vs. Deutschland, Slg. 1991, I-2567 Rn, Rn 16.

⁹⁸ EuGH RS 227/85, Kommission vs. Belgien, Slg. 1988, 1 (Leitsatz 1).

⁹⁹ EuGH Rs. 29/84, Kommission vs. Deutschland, Slg. 1985, 1661 Rn 23; Rs. C-208/90, Emmott, Slg. 1991, I-4269 Rn. 18 f.); vgl. auch Tison, Lloyd's maritime and commercial law quarterly 1993, S. 60, 61 f

jede Veröffentlichung ausreichen. Von einer Möglichkeit der Kenntnisnahme kann nur dann gesprochen werden, wenn die Normtexte öffentlich zugänglich sind und für den einzelnen unter zumutbaren Kosten zu erreichen sind, also etwa durch einen im Buchhandel vertretenen Verlag vertrieben werden.

- *Klarheit und Bestimmtheit*: Die Umsetzung der Normen muss in hinreichender Klarheit und Bestimmtheit erfolgen. Diese allgemeinen rechtsstaatlichen Grundsätze müssen auch für eine effektive Umsetzung durch private Normen gelten. Zwar ist die Verwendung von Generalklauseln nicht ausgeschlossen, die effektive Umsetzung darf dadurch aber nicht gefährdet werden.

- *Rechtssicherheit*: Eine verbindliche Umsetzung setzt voraus, dass der Transformationsakt eine gewisse Rechtssicherheit gewährt und nicht jederzeit abänderbar ist. Bei Richtlinien, die individuelle Rechte begründen, ist erforderlich, dass die Betroffenen sich auf zwingende Vorschriften berufen können, um ihre Rechte geltend machen zu können¹⁰⁰. Mitunter geht es um das Gebot des effektiven Rechtsschutzes, das verlangt, dass die in Richtlinien vorgesehenen Rechte und Pflichten so in nationales Recht umgesetzt werden, dass sie von den Betroffenen vor den nationalen Gerichten uneingeschränkt geltend gemacht werden können¹⁰¹.

Während die Anforderungen an Transparenz und Klarheit und Bestimmtheit der Norm auch von privaten Regelungen ohne weiteres erfüllt werden können, ist ihre Tauglichkeit für die Herstellung der notwendigen Rechtssicherheit fraglich. Rechtsunverbindliche Verhaltensklärungen können diese Anforderung nicht erfüllen, da es von den Beteiligten abhängt, ob sie sich normkonform verhalten oder nicht¹⁰². Nun sind aber auch bei Formen der rein privaten Regulierungen Selbstbindungen durch satzungsmäßig vorgesehene Prozeduren der Normsetzung durchaus möglich. Auch der Prozess privater Normschöpfung kann sehr rigide ausgestaltet werden. Aber auch hinsichtlich solcher vertraglicher Bindungen ist der EuGH skeptisch, wie sich aus der Rechtsprechung zur Richtlinienumsetzung durch Tarifvereinbarungen ergibt. Zwar wurde die grundsätzliche Zulässigkeit einer solchen Umsetzungsform anerkannt, erforderlich soll jedoch sein, dass der Mitgliedstaat durch geeignete Maßnahmen sicher stellt, dass das Richtlinienziel tatsächlich voll erreicht wird¹⁰³.

Letztlich ist es Teil der mitgliedstaatlichen Umsetzungspflicht, die Rechtssicherheit im Rahmen der Delegation zu gewährleisten. Rein vertraglich begründete Regelwerke werden den Anforderungen, die der EuGH an die Rechtssicherheit stellt, nicht genügen. Erforderlich ist eine gewisse staatliche Beteiligung zumindest durch Bereitstellung eines Rechtsgeltungsbefehls, der das unter Privaten übliche Maß der autonomen Bindungsmöglichkeiten erweitert¹⁰⁴. Die Forderung nach einem solchen staatlichen Einfluss ist auch unter systematischen Erwägungen schlüssig. Durch die staatliche Mitwirkung wird die Zurechnung der Normgebung zum Mitgliedstaat ermöglicht. Dies wiederum erlaubt die Konstruktion der sog. „Sperrwirkung der Richtlinie“ auch für das

¹⁰⁰ EuGH Rs. C-59/89 Kommission vs. Deutschland, Slg. 1999, I-2607 Nr. 19

¹⁰¹ Roßkopf, Selbstregulierung, S. 298, 300.

¹⁰² Prechal, Directives, S. 99.

¹⁰³ EuGH Rs. 143/84, Kommission vs. Dänemark, Slg. 1985, S. 427, 434 f. vgl. auch Roßkopf, Selbstregulierung, S. 294; Steyger, J. Com. Mar. St. 31 (1993), S. 171 ff.

¹⁰⁴ Vgl. Roßkopf, Selbstregulierung, S. 301, die aber Ausnahmen möglich hält, ohne sie jedoch zu benennen.

private Regelwerk¹⁰⁵. Eine Änderung der in Umsetzung einer Richtlinie erlassenen Normen entgegen der Ziele der Richtlinie ist dann nicht mehr möglich. Die Änderung ist rechtswidrig, die alten Normen bleiben anwendbar.

Jedenfalls kann nicht ausreichend sein, wenn die Richtlinienumsetzung durch private Normen einer privaten Stelle geschieht. Hier fehlt es an der rechtlichen Verbindlichkeit nicht nur gegenüber Dritten, sondern auch im Innenverhältnis. In diesem Fall wird weder eine Selbstbindung, noch eine Bindung gegenüber dem Mitgliedstaat erreicht. Es reicht in diesem Fall auch nicht aus, dass die Stelle von sich aus für eine Umsetzung der Richtlinie sorgt. Sie muss im Innenverhältnis durch den Mitgliedstaat gebunden werden, insofern trägt der Mitgliedstaat aus Art. 249 EG eine institutionelle Erfüllungsverantwortung. Eine rein private Selbstregulierung ohne staatliche Umsetzungsmaßnahme genügt diesen Anforderungen nicht¹⁰⁶.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass eine Umsetzung einer Richtlinie durch private Stellen nur möglich ist, wenn der Mitgliedstaat durch entsprechende Maßnahmen die effektive Umsetzung im Hinblick auf Rechtsverbindlichkeit, Publizität, Rechtssicherheit und Rechtsschutz sicherstellt. Die Schlussfolgerungen für die Möglichkeiten, durch börsliche Regelwerke Richtlinien umzusetzen, liegen auf der Hand. Ausgeschlossen sein dürfte eine Umsetzung durch vom Börsenträger erlassene private Regelwerke ohne staatliche Mitwirkung. Ohne an dieser Stelle auf die Details dieser Regelwerke einzugehen, fehlt es ihnen jedenfalls an der Gewähr der erforderlichen Rechtssicherheit. Der Gesetzgeber wäre gezwungen, die Ziele der Richtlinie in Rahmenbedingungen verbindlich zu verwirklichen, während allenfalls die Lösung der Detailfragen dem Börsenträger überlassen werden könnte. Anders sieht die Situation bei der Normsetzung durch die Börse als Teil der mittelbaren Staatsverwaltung aus. Setzen die Börsen die Richtlinie um, so tritt die Sperrwirkung der Richtlinie ein und die Umsetzungspflicht ist erfüllt.

D. Ergebnis

Die Grundfreiheiten des EG haben unmittelbare Geltung nur für die öffentlich-rechtliche Anstalt Börse als Teil der mittelbaren Staatsverwaltung. Eine allgemeine, über das Diskriminierungsverbot hinausgehende unmittelbare Bindung des privaten Börsenträgers lässt sich dagegen nicht begründen.

Das europäische Wettbewerbsrecht ist dagegen sowohl auf die Börse selbst als auch auf den Börsenträger anwendbar. Auch eine Ausnahme der Börsensatzungen von den europäischen Wettbewerbsregeln lässt sich nicht rechtfertigen, soweit den Börsen bei der Ausgestaltung ein Gestaltungsspielraum zukommt.

Unterschiedlich ist die Behandlung dann wieder bei der Bindung an die Richtlinien. Hier ist eine Bindung nur für die Börse als Anstalt des öffentlichen Rechts gegeben, nicht aber für den Börsenträger im Rahmen seiner privaten Tätigkeit. Allerdings ist dann auch eine Richtlinienumsetzung durch vom Börsenträger erlassene private Regelwerke ohne

¹⁰⁵ Vgl. zur Sperrwirkung der Richtlinie etwa EuGH Rs. C-208/88, Kommission vs. Dänemark, Slg. 1990, I-4445 Rn. 7 ff.; Bievart, in: Schwarze (Hrsg.), EG-Kommentar, Art. 249 EGV Rn 27; Grabitz, in: Grabitz/Hilf (Hrsg.), EU-Kommentar, Rn 57.

¹⁰⁶ Eine weitere Frage ist, ob ein rein private Umsetzung möglich ist, wenn die Richtlinie einen entsprechenden Vorbehalt enthält. Die Zulässigkeit eines solchen Vorbehalts wird wegen eines Verstoßes gegen Art. 249 Abs. 3 EGV überwiegend verneint, vgl. Roos, WM 1996, S. 2177, 2178 ff.; Neye, DB 1996, S. 1121, 1124.

staatliche Mitwirkung nicht möglich, während die öffentlich-rechtlichen Börsensatzungen unter Berücksichtigung der Sperrwirkung der Richtlinie die erforderliche Rechtssicherheit zu gewähren vermögen.

2. Kapitel

Verfassungsrechtliche Grenzen der Normsetzung der Börsen

Dem staatlichen Gestaltungsspielraum bei der Erfüllung öffentlicher Aufgaben durch Indienstnahme privater Initiative werden im Bereich des Börsenrechts nicht nur durch die materiellen Vorgaben des Europarechts Grenzen gesetzt, sondern insbesondere auch durch das innerstaatliche Verfassungsrecht. Die verfassungsrechtlichen Anforderungen hängen dabei wesentlich von der gewählten Handlungsform ab. Vergleichsweise hoch sind sie dann, wenn die Selbstverwaltungsinstanz sich der Handlungsformen des öffentlichen Rechts bedienen soll. Weniger weitreichend, wenngleich bisher kaum geklärt, sind die verfassungsrechtlichen Bindungen der rein privaten Selbstregulierung. Im Folgenden soll der Versuch einer Präzisierung der verfassungsrechtlichen Vorgaben an die verschiedenen Typen privater Normsetzung unternommen werden. Grundlage der Untersuchung bleibt dabei das geltende Verfassungsrecht, wie es durch das Bundesverfassungsgericht interpretiert wird. Damit unterscheidet sich die Analyse von den eher rechtspolitisch motivierten Darstellungen der Grenzen privater Steuerung in der sozial- und staatswissenschaftlichen Literatur, wo die Unterscheidung zwischen *de lege ferenda* wünschenswerter Verantwortungsteilung und dem Regelungskonzept des geltenden Verfassungsrechts nicht immer deutlich wird¹.

A. Allgemeine verfassungsrechtliche Anforderungen an die Rechtsnormsetzung

Rechtsnormsetzung ist Ausübung von Staatsgewalt im Sinne des Art. 20 Abs. 2 GG. Eine Norm erhält Geltung als Rechtsnorm durch den staatlichen Rechtsgeltungsbefehl. Sie unterliegt damit grundsätzlich den verfassungsrechtlichen Schranken, die sich vornehmlich aus dem Demokratie- und dem Rechtsstaatsprinzip ergeben (dazu I.). In der Literatur wurde versucht, aus diesen vom Grundgesetz für den staatlichen Gesetzgebungsprozess vorgesehenen Strukturvorgaben Anforderungen an die private Regelungsetzung abzuleiten (dazu II).

I. Verfassungsprinzipien als Rahmen der Rechtsnormsetzung

1. Demokratieprinzip

Das in Art. 20 Abs. 2 GG verankerte Prinzip der Volkssouveränität verlangt, dass das Volk einen effektiven Einfluss auf die Ausübung der Staatsgewalt durch die Organe der Gesetzgebung, der vollziehenden Gewalt und der Rechtsprechung hat². Das Ziel der demokratischen Legitimation besteht also darin, den Einfluss des Staatsvolkes zu sichern.

¹ Vgl. den Überblick über die sozialwissenschaftlich motivierten Modelle der Verfassungsinterpretation bei Schwab, Politikberatung, S. 440 ff.

² BVerfGE 93, 37, 66, in Anlehnung an Böckenförde, HStR I, § 22 Rn 14 ff.; vgl. auch Sachs, in: ders., GG, Art. 20 Rn 23 ff.

Dieses Ziel kann auf unterschiedlichen Wegen erreicht werden. Entscheidend ist das Zusammenwirken der funktionell-institutionellen, der personellen und der sachlichen Legitimation. Nicht die Form der demokratischen Legitimation staatlichen Handelns ist entscheidend, sondern deren Effektivität³.

Die funktionell-institutionelle Legitimation betrifft die Konstitution der drei Gewalten als je eigene Funktionen und Organe durch den Verfassungsgeber⁴. Sie garantiert etwa der Exekutive einen unantastbaren Kern der demokratisch autorisierten Ausübung der Staatsgewalt.

Die beiden anderen Legitimationsformen sind für die hier behandelte Frage von größerer Bedeutung. Die personelle demokratische Legitimation besteht uneingeschränkt dann, wenn ein Amtsträger sein Amt im Wege einer Wahl durch das Volk oder das Parlament oder dadurch erhalten hat, dass er durch einen seinerseits personell legitimierten, in Verantwortung gegenüber dem Parlament handelnden Amtsträger oder mit dessen Zustimmung bestellt worden ist. Voraussetzung ist aber eine ununterbrochene, auf das Volk zurückzuführende Legitimationskette⁵. Dabei soll das Prinzip der individuellen Berufung durch das Volk oder durch volksgewählte Organe gelten. Insbesondere eine nur theoretisch-konstruktive Legitimation auf Grund einer abstrakten Ämterordnung – wie etwa in einem „Thronfolgegesetz“⁶ – soll nicht ausreichend sein⁷.

Sieht das Gesetz ein Gremium als Kurationsorgan für die Bestellung eines Amtsträgers vor, das nur zum Teil aus personell legitimierten Personen zusammengesetzt ist, so erhält der zu Bestellende volle demokratische Legitimation für sein Amt nur dadurch, dass die die Entscheidung tragende Mehrheit sich ihrerseits aus einer Mehrheit unbeschränkt demokratisch legitimierter Mitglieder ergibt (sog. Prinzip der doppelten Mehrheit)⁸.

Die sachliche Legitimation schließlich soll gewährleisten, dass die Ausübung von Staatsgewalt ihrem Inhalt nach vom Volkswillen abgeleitet werden kann. Sie kann zum einen durch die Gesetzesbindung, zum anderen durch die Weisungsabhängigkeit des Amtswalters erreicht werden. Die Gesetzesbindung ist dort besonders wichtig, wo demokratische Verantwortlichkeit und Weisungsabhängigkeit gering sind. Umgekehrt ist dort, wo das Gesetz Spielräume eröffnet, indem es nur einen Rahmen vorgibt, eine Verantwortlichkeit und Weisungsgebundenheit unerlässlich⁹.

2. Rechtsstaatsprinzip

Das in Art. 20 Abs. 3 verankerte Rechtsstaatsprinzip erfordert insbesondere, dass die Rechtsnormen hinreichend bestimmt sind, der Verhältnismäßigkeitsgrundsatz gewahrt ist und gewisse Verfahrensvorschriften bei der Normgebung eingehalten werden¹⁰.

Für die Publikation von formellen Gesetzen und Rechtsverordnungen gilt Art. 82 Abs. 1 GG bzw. entsprechende Vorschriften in den Landesverfassungen. Für Recht niederen Ranges folgt aus dem rechtsstaatlichen Publikationsgebot, dass die Rechtsnormen der Öffentlichkeit so zugänglich gemacht werden, dass die Betroffenen sich verlässlich

³ BVerfG 93, 37, 66 f.

⁴ Böckenförde, HStR I, § 22 Rn 15.

⁵ BVerfGE 83, 60, 73; 93, 37, 67; Böckenförde, HStR I, § 22 Rn. 16; Schmidt-Aßmann, AöR 116 (1991), S. 329, 360 ff.; vgl. auch HessStGH, PersV 1986, S. 227, 229 f.; RhPFVerfGH, PersV 1994, S. 307, 314.

⁶ Böckenförde, HStR I, § 22 Rn. 16

⁷ Ausführlich Maunz/Dürig/Herzog, GG, Art. 20 Rn 51; vgl. auch BVerfGE 38, 258, 271; 47, 253, 272.

⁸ BVerfGE 93, 37, 67 f.

⁹ Böckenförde, HStR I, § 22 Rn. 21.

¹⁰ BVerfGE 35, 41, 47; 39, 128, 143.

Kenntnis von ihrem Inhalt verschaffen können und dass diese Kenntnisnahmemöglichkeit auch nicht unzumutbar erschwert ist¹¹.

II. Konsequenzen für die Rechtsnormsetzung durch Private

In der Literatur ist versucht worden, aus diesen Anforderungen an das staatliche Handeln bzw. die Ausübung von Staatsgewalt allgemeine Schlussfolgerungen für die Anforderungen an die Rechtsnormsetzung durch Private zu ziehen. Diskutiert wurden solche Konsequenzen vor allem im Bereich der privaten Standardsetzung im Technik- und Umweltrecht¹², in jüngerer Zeit haben diese Fragen aber auch im Hinblick auf die Tätigkeit des *Deutschen Rechnungslegungs Standards Committee (DRSC)* an Bedeutung gewonnen¹³. § 342 Abs. 1 Nr. 1 HGB sieht vor, dass die Grundsätze über die Konzernrechnungslegung durch ein privates Rechnungslegungsgremium konkretisiert werden können. Am 3. September 1998 hat das Bundesministerium der Justiz durch den Standardisierungsvertrag das *DRSC* als privaten Normsetzer in diesem Sinne anerkannt¹⁴. Angesprochen ist hier der in seinen rechtlichen Grenzen bisher wenig geklärte Bereich der „Generalklauselmethode“, bei der sich der Gesetzgeber die private Initiative durch Verwendung von Generalklauseln nutzbar macht, deren Konkretisierung er den privaten Instanzen überlässt. Rechtsdogmatisch wird mit dieser Regelungstechnik die Einordnung als (unzulässige) dynamische Verweisung umgangen¹⁵. Die privaten Regelwerke sind nur als widerlegbare Vermutungen, antizipierte Sachverständigengutachten oder normkonkretisierende Auslegungsverweisungen anzusehen¹⁶. Dementsprechend kommt ihnen nur eine mittelbare Rechtsgeltung zu, indem sie zur Grundlage staatlicher Entscheidungen gemacht werden.

Traditionell findet eine mit hoheitlicher Durchsetzungsmacht versehene Indienstnahme privater Normsetzungskraft in den verschiedenen Formen der öffentlich-rechtlichen Selbstverwaltung statt. Dort haben Literatur und Rechtsprechung in der Vergangenheit auch viele strittige Punkte zu einer Klärung führen können (dazu sogleich). Viel diskutiert wurden auch die kooperativen Handlungsformen im Verwaltungsrecht¹⁷. In ihrer rechtlichen Behandlung kaum gelöst sind bisher jedoch die jüngeren Regelungsphänomene im Kapitalmarktrecht, zu denen neben der Tätigkeit der privaten Normsetzungsorgane im Bereich der Rechnungslegung vor allem auch die durch das Transparenz- und Publizitätsgesetz in § 161 AktG verankerte Technik des „*comply-or-explain*“ zählt, mit der der Staat mittelbar einen Druck zur Befolgung privater Regelwerke aufbaut, ohne ihnen jedoch Rechtsgeltung zu verleihen.

¹¹ BVerfGE 65, 283, 291; siehe auch Clemens, AöR 111 (1986), S. 63, 91.

¹² Vgl. insbesondere Denninger, Verfassungsrechtliche Anforderungen, S. 118 ff. Marburger, Regeln der Technik, S. 195 ff. Voelzkow, Private Regierungen, passim; Schwab, Politikberatung, S. 409 ff.

¹³ Siehe zur verfassungsrechtlichen Problematik dort etwa Homelhoff/Schwab, Kruse-FS, S. 693, 700 ff.; dies. BfUP 50 (1998), 38, 45 ff.; Beise, BB 1999, S. 2180, 2185 f.; Budde/Steuber, DStR 1998, S. 1181 ff.; Hellermann, NZG 2000, S. 1097, 1100 ff.; vgl. auch Harder, DB 1996, S. 923, 924 f.

¹⁴ Einen Überblick über die Organisation und Aufgaben des DRSC und die wesentlichen damit zusammenhängenden Rechtsfragen findet sich etwa bei Baetge/Krumnow/Noelle, DB 2001, S. 769 ff.; Scheffler, BfUP 1999, S. 407 ff.; Ebke, ZIP 1999, S. 1193 ff.; Moxter, DB 1998, S. 1425 ff.; Schildbach, DB 1999, S. 645 ff.

¹⁵ Schmidt-Preuß, ZLR 1997, S. 249, 257.

¹⁶ Vgl. zur Einordnung der technischen Regelwerke etwa Breuer, AöR 101 (1976), S. 46, 60 ff. Zur Beurteilung der Standards des DRSC vgl. den Überblick bei Hellermann, NZG 2000, S. 1097, 1098 ff., der selbst eine Einordnung als „normkonkretisierende Auslegungsverweisung“ befürwortet.

¹⁷ Vgl. den umfassenden Überblick bei Schmidt-Preuß, VVDStRL 56 (1997), S. 160 ff.

Vorgaben werden der Verfassung in den Fällen, in denen der Gesetzgeber privaten Regelwerken Geltung verleiht, vor allem hinsichtlich der Zusammensetzung der Rechtsetzungsgremien (dazu 1.) und des Verfahrens der Rechtsetzung entnommen (dazu 2.).

1. Zusammensetzung der Normsetzungsgremien

Die Einbeziehung Privater in die staatliche Aufgabenerfüllung soll es notwendig machen, der von Privaten typischerweise zu erwartenden einseitigen Interessenwahrnehmung durch eine ausgewogene Besetzung der Entscheidungsgremien entgegenzuwirken. Die Berufung in ein privates Regulierungsgremium erfolgt regelmäßig gerade deshalb, weil die Vertretung von Partikularinteressen beabsichtigt wird¹⁸. Eine umfassende Interessenrepräsentanz soll den verfassungsrechtlich notwendigen Ausgleich dafür darstellen, dass private Entscheider sich nicht auf einen Neutralität verbürgenden demokratischen Legitimationsakt stützen können¹⁹. Den Gesetzgeber treffe daher die Pflicht, für eine Repräsentation aller betroffenen Interessenkreise in den Rechtsetzungsgremien zu sorgen, um so die einseitige Ausrichtung der Gremienentscheidungen an gruppenspezifischen Sonderinteressen zu verhindern²⁰. Insbesondere die Vertretung nicht verbandlich organisierter Interessen – im Bereich des Kapitalmarkts sind dies vor allem die der Anleger und Gläubiger – dürfe nicht vernachlässigt werden²¹.

So vernünftig diese Forderung nach Interessenpluralismus in privaten Rechtsetzungsgremien auch erscheinen mag²², lässt sie sich jedenfalls in dieser Allgemeinheit kaum aus den oben dargestellten verfassungsrechtlichen Prinzipien folgern. Das Demokratieprinzip, wie es das Grundgesetz kennt, geht von der Rückführung aller Staatsgewalt auf das Volk, vertreten durch das Parlament, aus. Dies impliziert die Vermutung, dass das Gesetzgebungsverfahren mit der (Mehrheits)Entscheidung der demokratisch legitimierten Volksvertreter einen optimalen Mechanismus für einen fairen Interessenausgleich darstellt. Private Gremien basieren jedoch gerade nicht auf der Idee der Allgemeinwohlrepräsentanz durch jedes einzelne Mitglied. Gesetzgebung nach dem Grundgesetz und private Normierung stehen dementsprechend zueinander in einem strukturellen Aliud-Verhältnis. Wie sich zeigen wird, ist die Idee der Betroffenenpartizipation nur in eingeschränktem Maße zur Kompensation demokratischer Legitimationsdefizite anführbar. Schlussfolgerungen für die private Regelsetzung aus dem Demokratieprinzip erscheinen deshalb allenfalls innerhalb einer im Folgenden vorzunehmenden differenzierteren Auseinandersetzung mit den verschiedenen Erscheinungsformen privater Normsetzung zulässig.

¹⁸ Schwab, Politikberatung, S. 410; vgl. auch Emde, Selbstverwaltung, S. 349; Jestaedt, Demokratieprinzip, S. 382.

¹⁹ Hommelhoff/Schwab, Kruse-FS, S. 693, 701; vgl. auch Hellermann, NZG 2000, S. 1097, 1102; Schmidt-Aßmann, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 19 IV Rn 206 f.; Breuer, AöR 101 (1076), S. 47, 78.

²⁰ Hommelhoff/Schwab, BfUP 50 (1998), S. 38, 48; Schmidt-Preuß, ZLR 1997, S. 249, 257, der aber nur von der Notwendigkeit einer „reflexhaften“ Verwirklichung des Demokratieprinzips ausgeht.

²¹ Hommelhoff/Schwab, Kruse-FS, S. 693, 704; Grimm, Zukunft der Verfassung, S. 176 ff., 185; Trute, DVBl. 1996, S. 950, 964; Schwab, Politikberatung, S. 441 f. m.w.N.

²² Dabei sollte aber nicht übersehen werden, dass die Frage der prinzipiellen Interessenrepräsentanz vergleichsweise einfach zu beantworten ist, während die Frage nach dem angemessenen Umfang der Interessenvertretung unlösbare Probleme aufwirft. So lassen sich weder aus der Verfassung noch aus den Erkenntnissen der politischen Ökonomie Schlüsse auf die optimale Zusammensetzung eines Entscheidungsgremiums ziehen. Welches Gewicht in Kapitalmarktgremien etwa den Vertretern der Anleger zukommen sollte, ist bisher nicht geklärt. Kritisch in dieser Hinsicht zur Zusammensetzung des DRSC etwa Schildbach, DB 1999, S. 645, 647.

2. Anforderungen an das Normsetzungsverfahren

Unproblematischer ist die Übertragung der für das Gesetzgebungsverfahren grundgesetzlich vorgezeichneten Anforderungen auf die private Rechtsetzung. Die grundgesetzliche Vermutung der Vernünftigkeit und Gemeinwohlverträglichkeit der vorgegebenen Verfahrensbedingungen lässt in weitem Maße Schlüsse auf die Anforderungen an die private Gremienarbeit zu²³. Auch für das private Normsetzungsverfahren kommt es darauf an, ob seine Ausgestaltung Grund zur Annahme einer Richtigkeitsgewähr bietet²⁴. Das Bundesverfassungsgericht hat klargestellt, dass private Regelungen allenfalls dann zur Grundlage staatlicher Maßnahmen mit grundrechtsbeschränkender Wirkung gemacht werden können, wenn sie den rechtsstaatlichen Anforderungen an staatliche Normen entsprechen²⁵. Zu diesen Anforderungen gehören vor allem die Pflicht zu Öffentlichkeit und Transparenz des Normgebungsprozesses²⁶, aber auch die Möglichkeit der betroffenen Kreise, sich schon im Vorfeld zu geplanten Standards kritisch zu äußern²⁷. Die Möglichkeiten des Rechtsschutzes gegen belastende Standards muss von staatlicher Seite vorgesehen werden²⁸, wobei diesbezüglich auch ein Schiedsverfahren ausreichend sein kann²⁹. Die Anforderungen an die Publizität privater Normgebung dürften aus der Natur der Sache gleichwohl hinter den formalistischen Vorgaben des Grundgesetzes an die staatliche Gesetzgebung zurückbleiben. Wie beim Satzungsrecht allgemein anerkannt ist, ist eine Kenntnisnahmemöglichkeit der Betroffenen ausreichend, wohingegen eine Zugänglichkeit für die Allgemeinheit nicht erforderlich ist.

B. Selbstregulierung in den Formen des Privatrechts

Erfordert die Ausübung von Staatsgewalt die demokratische Legitimation der Entscheidungsträger und die Einhaltung rechtsstaatlicher Grundsätze, so sind die verfassungsrechtlichen Grenzen der Selbstregulierung weit weniger deutlich, wenn sie in den Formen des Privatrechts verläuft. Mangels staatlichem, heteronomem Geltungsbefehl fehlt der privaten Norm in diesem Fall der Rechtscharakter, mitunter liegt in der rein privaten Normsetzung kein Akt der Staatsgewalt. Grenzen im höherrangigen Recht ergeben sich für diese Formen der Normsetzung dennoch in zweierlei Hinsicht. Die erste Schranke ergibt sich aus einer verfassungsrechtlich vorgegebenen Verantwortlichkeit des Staates für das Allgemeinwohl (dazu I.), die zweite Schranke folgt aus der Schutzwirkung der Grundrechte auch innerhalb der Rechtsbeziehungen von Privatrechtssubjekten (dazu II).

Die Grenzen der Selbstregulierung in den Formen des Privatrechts werden im dritten Teil dieser Arbeit relevant werden, wenn es um die Normsetzung durch die privaten Träger der Börsen im Freiverkehr geht. An dieser Stelle sollen zunächst die allgemeinen verfassungsrechtlichen Vorgaben an die private Regelsetzung vorgestellt werden, die

²³ Vgl. Hommelhoff/Schwab, Kruse-FS, S. 693, 707.

²⁴ Schmidt-Preuß, ZLR 1997, S. 249, 256 f.

²⁵ BVerfGE 88, 366, 379.

²⁶ Hellermann, NZG 2000, S. 1097, 1102; Schmidt-Aßmann, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 19 IV Rn 206 f.

²⁷ Schmidt-Preuß, ZLR 1997, S. 249, 257; ders. VVDStRL 56 (1997), S. 160, 205 f.; Hommelhoff/Schwab, Kruse-FS, S. 693, 708.

²⁸ Hommelhoff/Schwab, BFuP 50 (1998), S. 38, 51; Schwab, Politikberatung, S. 444 m.w.N.

²⁹ Schmidt-Preuß, ZLR 1997, S. 249, 257.

konkrete Anwendung auf die verschiedenen Fragestellungen bei der Freiverkehrsregulierung wird an späterer Stelle vorzunehmen sein.

I. Selbstregulierung und Staatsaufgaben: Grenzen der Aufgabenprivatisierung

An früherer Stelle wurde die in der verwaltungsrechtlichen Literatur verwendete Unterscheidung zwischen staatlicher Erfüllungs-, Gewährleistungs- und Auffangverantwortung vorgestellt³⁰. Dort dienten diese Begriffe nur zur Charakterisierung des Realbefundes staatlicher Aufgabenwahrnehmung. Aus verfassungsrechtlicher Sicht stellt sich im Hinblick auf die Grenzen privater Aufgabenerfüllung nun aber auch die Frage, welche Vorgaben dem Grundgesetz für die Wahl der staatlichen Aktionsform zu entnehmen sind.

1. Insbesondere: Börsenhandel als Staatsaufgabe

In der älteren börsenrechtlichen Literatur wurde die Ansicht vertreten, bei der Organisation der Börsen handele es sich um eine dem Staat vorbehaltene Aufgabe³¹. Dahinter steht die Vorstellung, dass bestimmte Aufgaben zwingend vom Staat in Eigenverantwortung wahrgenommen werden müssen, ihm also die Erfüllungsverantwortung für solche Aufgaben zukommt. Eine Übertragung auf rein private Stellen wäre dann aus verfassungsrechtlichen Gründen ausgeschlossen.

In der verfassungsrechtlichen Literatur ist aber heute allgemein anerkannt, dass das Grundgesetz ein allgemeines Privatisierungsverbot nicht enthält³². Anerkannte Schranken der Privatisierung sind nur zu finden bei Maßnahmen, die Ausfluss des Gewaltmonopols sind, wie Polizei, Justiz, hoheitliche Eingriffsverwaltung als solche³³, der Daseinsvorsorge, wenn sie lebenswichtig für die Bevölkerung ist³⁴ oder dann, wenn die Verfassung der Privatisierung ausdrücklich entgegensteht. Als staatliche, nicht privatisierbare Aufgabe kann also nur eine solche angesehen werden, für die der Staat durch Verfassung, Gesetz oder Europäisches Gemeinschaftsrecht zum Aufgabenträger bestimmt ist³⁵.

Eine solche liegt in der Veranstaltung einer Börse nicht. Unzweifelhaft stellt sie zwar eine öffentliche Aufgabe dar. Als solche werden Aufgaben bezeichnet, deren Erfüllung für die Allgemeinheit von erheblicher Bedeutung ist³⁶. Jede staatliche Aufgabe stellt zwar somit eine öffentliche Aufgabe dar, nicht aber umgekehrt jede öffentliche Aufgabe eine staatliche.

Die Bedeutung der Börse für die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte wurde hier schon herausgestellt. Diese geht aber nicht so weit, dass von einer elementaren, gar

³⁰ Siehe Erster Teil, 2. Kap. B.

³¹ Göppert, *Recht der Börsen*, S. 183; Elle, *ZHR* 128 (1966), S. 273, 280; Wiede, S. 136;

³² Mayen, *DÖV* 2001, S. 110, 112; Schoch, *DVBl.* 1994, S. 962, 971; Britz, *VerwArch* 2000, S. 418, 427; Grimm, in: Grimm (Hrsg.), *Staatsaufgaben*, S. 773; Isensee, in: Isensee/Kirchhof (Hrsg.), *HStR* III, S. 63; Osterloh, *VVDStRL* (1995) 54, S. 207; Peine, *DÖV* 1997, S. 353, 355.

³³ Mayen, *DÖV* 2001, S. 110, 112; Peine, *DÖV* 1997, S. 353, 355.

³⁴ Mayen, *DÖV* 2001, S. 110, 112; vgl. auch *BVerwGE* 106, 64, 77 (Schutz des Wassers sei „eine lebensnotwendige und deswegen auch nicht „privatisierbare“ Staatsaufgabe“).

³⁵ Ossenbühl, *VVDStRL* 29 (1971), S. 137, 153; Isensee, in: Isensee/Kirchhof (Hrsg.), *HStR* III, § 57 Rn 137;

³⁶ Vgl. Peters, *FS-Nipperdey* Bd. II, S. 877, 878; Isensee, in: Isensee/Kirchhof (Hrsg.), *HStR* III, § 57 Rn 136. Eine allgemeine Definition des Begriffs der öffentlichen Aufgabe hat sich freilich noch nicht durchgesetzt, vgl. Kleine-Cosack, *Berufsständische Autonomie*, S. 146.

lebenswichtigen Daseinsvorsorge³⁷ für die Bevölkerung gesprochen werden könnte. Auch enthält Art. 74 Abs. 1 Nr. 11 GG nur eine Kompetenzzuweisung an den Bundesgesetzgeber zur Gestaltung des Börsenrechts, eine Pflicht zur Aufgabenwahrnehmung folgt aus einer solchen Kompetenznorm aber nicht. Eine umfassende verfassungsrechtliche Erfüllungsverantwortung des Staates besteht hinsichtlich des Börsenhandels dementsprechend nicht. Die Grenzen, die sich hinsichtlich einzelner Regelungsbereiche aus dem Recht der Europäischen Gemeinschaft ergeben, wurden bereits charakterisiert. Diese Vorgaben können jedoch nicht dazu führen, dass die Börse in der Gesamtheit aller Regelungskomplexe zu einer staatlichen Aufgabe mutiert. Und auch die verfassungsrechtlichen Bedenken an der Zulässigkeit privater Regelwerke anstelle staatlicher Rechtsnormen³⁸ sind in dieser Allgemeinheit unbegründet, insbesondere besteht für den Gesetzgeber keine Pflicht, alle wesentlichen Entscheidungen selbst zu treffen. Die Wesentlichkeits-Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts betrifft nur die Ausübung von Staatsgewalt, zu der private Regelwerke privater Stellen nicht zählen. In der verwaltungsrechtlichen Literatur ist sogar versucht worden, aus der grundgesetzlichen Ordnung – Stichworte: wirtschaftsspezifische Freiheitsrechte, freiheitlich-soziale Marktwirtschaft, Subsidiaritätsprinzip – ein „Postulat größtmöglicher Aktivierung selbstregulativer Beiträge“³⁹ zu entwickeln. Auch wenn man einen solchen Vorrang privater Initiative ablehnt⁴⁰, so ist nicht zu bezweifeln, dass Selbstregulierung als ein Aspekt der Privatautonomie prinzipiell unter dem Schutz der Verfassung steht. Ein verfassungsrechtlicher Vorbehalt der staatlichen Aufgabenwahrnehmung besteht über die wenigen genannten Bereiche hinaus nicht.

2. Staatliche Schutzpflichten und Auffangverantwortung

Begründet die Verfassung also keine unmittelbare staatliche Erfüllungsverantwortung für die Börsenregulierung, so folgt doch aus den staatlichen Schutzpflichten, dass der Staat sich in diesem Bereich nicht jeder Verantwortung entziehen kann.

Seit dem Urteil des Bundesverfassungsgerichts zu § 218 StGB aus dem Jahre 1975⁴¹ wird den Grundrechten in ständiger Rechtsprechung nicht nur eine Abwehrfunktion, sondern auch ein Schutzgebot für den Staat und seine Organe zugeschrieben⁴². Während die Rechtsfigur der staatlichen Schutzpflichten in ihrer dogmatischen Begründung und der Reichweite im Detail bis heute umstritten ist, wird sie doch im Ergebnis allgemein akzeptiert. Meist wird für die Begründung auf die objektive Werteordnung der Grundrechte hingewiesen, welche sich durch die Aufgabe des Staates, für Sicherheit und Rechtsfrieden in seinem Herrschaftsbereich zu sorgen, zu einer Schutzpflicht verdichte⁴³. Die Wurzel der Schutzpflicht liegt damit im Wesen der Staatlichkeit selbst. Die

³⁷ Siehe aber auch Schneider/Burgard, WM 2000, Sonderbeilage 3, S. 24, 26: „öffentliche Daseinsvorsorge“.

³⁸ Zu finden etwa bei Hopt, ZHR 161 (1997), S. 368, 409.

³⁹ Schmidt-Preuß, VVDStRL 56 (1997), S. 160, 170 f. m.w.N.; ders. DÖV, 2001, S. 45, 49.

⁴⁰ im Hinblick auf das Subsidiaritätsprinzip kritisch etwa Denninger, Verfassungsrechtliche Anforderungen, S. 124 f., der aber trotzdem den aus den Grundrechten folgende Schutz der privaten Normgestaltungsfreiheit nicht in Frage stellt.

⁴¹ BVerfGE 39, 1, 42.

⁴² Vgl. auch bei Canaris, AcP 184 (1984), S. 201, 225 ff. mit Nachweisen aus der Rechtsprechung.

⁴³ Vgl. Isensee, in: Isensee/Kirchhof (Hrsg.), HStR V, § 111 Rn 83 ff.

Grundrechte gestalten den Schutzauftrag aus und geben ihm einen subjektiv-rechtlichen Charakter⁴⁴.

Für den Staat folgt daraus die Gewährleistungs- bzw. Auffangverantwortung in der Art, dass er jedenfalls bei einem Versagen der privaten Steuerung korrigierend oder substituierend eingreifen muss⁴⁵. Zur Garantie der Effektivität einer solchen „Zugriffsoption“⁴⁶ müssen entsprechende institutionelle Vorkehrungen getroffen werden. Dies impliziert eine Beobachtungspflicht, die der Staat entweder dadurch erfüllen kann, dass er die Marktakteure selbst beobachtet oder aber, dass er sich auf die „Kontrolle der Kontrolle“ durch Dritte beschränkt. Die Kontrolldichte soll nun davon abhängen, wie hoch die involvierten Risiken sind, was wiederum vom jeweiligen Steuerungssystem und seinen Funktionsbedingungen abhängt⁴⁷. Umstritten ist allerdings, aus welchen Beurteilungskriterien sich die Anforderungen an die Kontrolldichte und die Notwendigkeit des Einschreitens des Gesetzgebers ergeben. Während teilweise dem Gesetzgeber das Recht und die Pflicht einer materiellen Ergebniskontrolle zugestanden wird⁴⁸, wollen andere von einer „Richtigkeitsgewähr“ des gesteuerten privaten Verfahrens ausgehen und dementsprechend staatliche Eingriffe auf die Verfahrenskontrolle beschränkt sehen⁴⁹.

Eine differenzierende Antwort wird durch die Erkenntnis impliziert, dass sich die Risiken privater Aufgabenwahrnehmung zum einen dadurch bestimmen, wie wahrscheinlich ein Versagen der privaten Mechanismen ist, zum anderen dadurch, wie hoch der gegebenenfalls eintretende Schaden für die Grundrechtsträger ist. Letzteres ist eine Wertungsfrage, die von der Bedeutung des betroffenen Lebensbereichs im Gefüge des grundrechtlichen Schutzsystems abhängt. Die Funktionsfähigkeit des privaten Regulierungsmechanismus und die Wahrscheinlichkeit seines Versagens sind dagegen Größen, die u.a. unter Zuhilfenahme der ökonomischen Theorie der Selbstregulierung, wie sie oben⁵⁰ entwickelt wurde, bestimmt werden können. Das Konzept der staatlichen Schutzpflichten lässt sich also mit der Idee der (gesteuerten) privaten Selbstregulierung in Ausgleich bringen. Dort, wo die den Beteiligten zukommenden Anreize ein Funktionieren der Eigensteuerung wahrscheinlich machen, sind an das Wächteramt des Staates geringere Anforderungen zu stellen und es ist eher auf eine Anreiz- und Verfahrenskontrolle zu beschränken als dort, wo schon die individuellen Anreize die „Schlechterfüllung“⁵¹ der privaten Regulierung nahe legen.

II. Grundrechtsbindung bei privater Normsetzung

Unmittelbare verfassungsrechtliche Anforderungen an die private Normsetzung könnten sich dann ergeben, wenn man von einer Grundrechtsbindung auch bei der nicht-staatlichen Normsetzung ausgeht. Die Antwort auf dieses Problem hängt wiederum mit der allgemeineren Frage der Grundrechtsbindung Privater zusammen.

⁴⁴ Vgl. Oldiges, FS Friauf, S. 281, 299 f.

⁴⁵ Britz, VerwArch 2000, S. 418, 427.

⁴⁶ Schmidt-Preuß, VVDtRL 56 (1997), S. 160, 174; ders. ZLR 97, S. 249, 254.

⁴⁷ Schmidt-Preuß, VVDStRL 56 (1997), S. 160, 172 ff.

⁴⁸ Schmidt-Preuß, VVDStRL 56 (1997), S. 160, 174.

⁴⁹ Vgl. zum Streitstand Schwab, Politikberatung, S. 444 f. m.N.

⁵⁰ Siehe insbesondere Erster Teil, 2. Kap. A III u. 3. Kap.

⁵¹ zum Begriff Schmidt-Aßmann, in: Hoffmann-Riem/Schmidt-Aßmann/Schuppert (Hrsg.), Reform des Allgemeinen Verwaltungsrechts, S. 11, 44.

Gem. Art. 1 Abs. 3 GG ist die staatliche Gewalt an den Grundrechtskatalog des Grundgesetzes gebunden. Ob und wie eine solche Bindung an die Grundrechte auch unter Privaten und damit auch für private Normsetzer gilt, ist in der Literatur und Rechtsprechung Gegenstand einer mittlerweile Jahrzehnte währenden Diskussion.

1. Keine unmittelbare Grundrechtsbindung

Die von *Nipperdey* begründete Theorie der unmittelbaren Drittwirkung der Grundrechte ging davon aus, dass die Grundrechte nicht nur subjektive Abwehrrechte des Bürgers gegen hoheitliche Eingriffe sind, sondern als objektive Normen unmittelbare Geltung unter Privatrechtssubjekten haben⁵². Auch die ältere Rechtsprechung des Bundesarbeitsgerichts nahm eine unmittelbare Geltung der Grundrechte im Privatrechtsverkehr an. Begründet wurde dies damit, dass die Grundrechte auch Ordnungsgrundsätze für das soziale Leben darstellten und ihnen dadurch vermehrte Bedeutung für die Rechtsbeziehung der Bürger untereinander zukommen müsse⁵³. Die unmittelbare Drittwirkung entspreche dem Bestreben des Grundgesetzes, einen möglichst umfassenden Freiheitsschutz zu verbürgen und trage damit dem Gebot größtmöglicher Effektivität der Grundrechtsinterpretation Rechnung⁵⁴.

Die Lehre der unmittelbaren Grundrechtsbindung dürfte in dieser Form als überwunden gelten⁵⁵. Die wesentlichen Argumente, die zur Ablehnung dieser Ansicht führten⁵⁶, sind zum einen ein Umkehrschluss aus Art. 1 Abs. 3 GG. Wenn es dort heißt, die Grundrechte binden die Staatsgewalt, so legt dies umgekehrt nahe, dass private Maßnahmen und Entscheidungen einer solchen Bindung nicht unterliegen. Weiter ist es entstehungsgeschichtlich unumstritten, dass den Grundrechte traditionell nur die Aufgabe zukommt, drohende Freiheitsbeeinträchtigung durch den Staat zu begrenzen.

2. Irrelevanz der Frage der Grundrechtsbindung?

Nach einer von *Schwabe* in die Literatur eingeführten Ansicht hat die Frage nach der unmittelbaren Drittwirkung der Grundrechte keine inhaltliche Berechtigung⁵⁷. Denn sämtliche von den Bürgern zu duldenende rechtliche Beeinträchtigung durch andere Bürger beruhen auf von der Legislative gesetztem Recht. Ebenso werde für die Durchsetzung privater Rechte mit dem gerichtlichen Verfahren und der hoheitlichen Vollstreckung eine staatliche Mitwirkung in Anspruch genommen. Letztlich ließen sich solche von Privaten ausgehende Eingriffe in die Rechtssphäre anderer immer auf einen Akt hoheitlicher Gewalt zurückführen. Die Staatsgewalt unterliege aber gem. Art. 1 Abs. 3 GG den Bindungen durch die Grundrechte.

Dieser Auffassung ist zuzugeben, dass auch der Privatrechtsgesetzgeber ebenso wie Gerichte und Vollstreckungsorgane an die Grundrechte gebunden ist. Dies ist im

⁵² Vgl. etwa *Nipperdey*, RdA 1950, S. 121, 124; ders. FS Molitor, S. 17, 23 ff.; *Leisner*, Grundrechte und Privatrecht, S. 285 ff.

⁵³ BAGE 1, 185, 191 ff. 4, 240, 243; 13, 168, 174 ff.; 24, 438, 441.

⁵⁴ *Nipperdey*, RdA 1950, S. 121, 124.

⁵⁵ Die Position von *Bleckmann*, DVBl. 1988, S. 938, 942, der für eine unmittelbare Grundrechtsgeltung eintritt, lässt sich inhaltlich eher unter die Lehre von den grundrechtlichen Schutzpflichten des Staates fassen.

⁵⁶ Vgl. ausführlich etwa *Canaris*, AcP 184 (1984), S. 201, 203 ff.; ders. JuS 1989, S. 161 f.; siehe auch *Spieß*, DVBl. 1994, S. 1222, 1224; *Singer*, JZ 1995, S. 1133, 1134 f.

⁵⁷ *Schwabe*, Die sog. Drittwirkung der Grundrechte, S. 16 ff.; 154 ff.; ders. NJW 1973, S. 229, 230; ders. AcP 185 (1985), S. 1 ff.; *Bethge*, Zur Problematik von Grundrechtskollisionen, S. 395 ff. vgl. in neuerer Zeit *Hager*, JZ 1994, S. 373, 374 ff.

Grundsatz unstreitig⁵⁸. Über Reichweite und Inhalt der Bindungswirkung ist damit aber noch nichts ausgesagt. Die Grundrechte schützen den Bürger vor rechtswidrigen Freiheitseingriffen durch den Staat. Ob eine staatliche Entscheidung deswegen rechtswidrig ist, weil sie die von einem Privatrechtssubjekt ausgehende Grundrechtsbeeinträchtigung nicht in die Abwägung einbezieht, ist gerade die Frage nach der Geltung der Grundrechte im Privatrechtsverkehr. Art. 1 Abs. 3 GG gibt für die Konstruktion einer Grundrechtsbindung Privater nichts her, er betrifft allein die Funktion der Grundrechte als Abwehrrechte des Bürgers gegenüber dem Staat⁵⁹.

3. Lehre von der mittelbaren Grundrechtsgeltung

Als mittlerweile ganz herrschend darf die Ansicht gelten, die von einer mittelbaren Grundrechtsgeltung unter Privaten ausgeht, wobei allerdings unterschiedliche dogmatische Begründungen angeführt werden.

Die Theorie der mittelbaren Grundrechtswirkung geht zurück auf die Kritik *Dürigs*⁶⁰ an den Ausführungen von *Nipperdey* zur unmittelbaren Anwendbarkeit der Grundrechte in Privatrechtsbeziehungen. *Dürig* betont dort die Bedeutung der Frage für die Erhaltung der privatrechtlichen Eigenständigkeit. Diese sei durch die Übernahme von Verfassungsrechtssätzen mit zwingender Wirkung gefährdet.

Für das Privatrecht sei es charakteristisch, dass der einzelne über seine individuellen Beziehungen zu anderen autonom disponieren dürfe. Allerdings sei die Vorstellung, dass Grundrechtssystem und Privatrechtsordnung ein beziehungsloses Eigendasein führten, verfehlt. Da es nicht zu einem Dualismus der Rechtsmoral kommen dürfe, müsse dort, wo spezielle zivilrechtliche Schutznormen fehlen, die Vermittlung des Grundrechtsgehalts über die Auslegung wertausfüllungsfähiger und wertausfüllungsbedürftiger Begriffe und Generalklauseln des Privatrechts erfolgen⁶¹. Als solche sollen insbesondere die Tatbestände der §§ 138, 242, 315, 823 Abs.1 und 826 BGB mit den Begriffen der „Sittenwidrigkeit“, „Treu und Glauben“, „Billigkeit“ und „sonstiges Recht“ in Betracht zu ziehen sein⁶².

Das Bundesverfassungsgericht ist dieser Auffassung im Lüth-Urteil⁶³ in wesentlichen Punkten gefolgt. Begründet wurde dies damit, dass die Grundrechte historisch gesehen zwar als reine Abwehrrechte konzipiert gewesen seien, das Grundgesetz aber keine wertneutrale Ordnung darstellen wolle. Vielmehr bestehe eine objektive Werteordnung, die auf alle Bereiche des Rechts ausstrahle. Die bürgerlich-rechtlichen Vorschriften müssten daher im Geist der Grundrechte ausgelegt werden, wobei Einbruchstellen der Grundrechte in das Zivilrechtsverhältnis in den privatrechtlichen Generalklauseln zu finden seien.

In der Literatur wurde versucht, die mittelbare Geltung der Grundrechte auf ein dogmatisch schlüssigeres Gerüst als das der „Ausstrahlungswirkung“ der objektiven Werteordnung zu stellen. Dieses wurde in der Schutzgebotsfunktion der Grundrechte gefunden⁶⁴.

⁵⁸ Vgl. nur Canaris, AcP 184 (1984), S. 201, 205 ff.; ders. Jus 1989, S. 161, 162; Hager, JZ 1994, S. 373, 374 f.

⁵⁹ Vgl. Oldiges, FS Friauf, S. 281, 284 f.

⁶⁰ Dürig, FS Nawiasky, S. 183 ff.

⁶¹ Dürig, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 1 Abs. III, Rn 131 f.

⁶² Dürig, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 1 Abs. III, Rn 133.

⁶³ BVerfGE 7, 198, 204 ff.

⁶⁴ Vgl. Canaris, AcP 184 (1984), S. 201, 225 ff.; Stern, StaatsR III/1., S. 1560; vgl. auch Oldiges, FS Friauf, S. 281, 300 ff.

Dass sich diese Schutzfunktion auch im Privatrechtsverkehr auswirken muss, bestätigte das Bundesverfassungsgericht zunächst im Handelsvertreter-Urteil⁶⁵. Dort leitete das Gericht aus Art. 12 GG einen Schutzauftrag der Verfassung dahingehend her, dass die Vertragsfreiheit jedenfalls dann zu begrenzen sei, wenn einer der Vertragsseiten ein so starkes Überwicht zukommt, dass sie die Regelungen faktisch einseitig diktieren kann. Im Ergebnis in die gleiche Richtung gehen die Urteile zu Bürgschaftsverträgen vermögensloser Familienangehöriger⁶⁶. Den Zivilgerichten kommt nach Ansicht des Bundesverfassungsgerichts die Pflicht zu, Verträge darauf zu kontrollieren, ob sie als „Mittel der Fremdbestimmung“ dienen⁶⁷. Bei typisierbaren Störungen des Verhandlungsgleichgewichts, die eine strukturelle Unterlegenheit eines Vertragsteils erkennen lassen, müsse die Rechtsordnung korrigierend eingreifen, was aus der grundrechtlichen Gewährleistung der Privatautonomie und des Sozialstaatsprinzips folge.

4. Grundrechtswirkung und Privatautonomie

Im Rahmen der Privatautonomie, die für den Grundsatz steht, dass der Einzelne seine Rechtsverhältnisse in eigener Verantwortung nach seinem eigenen Willen frei gestaltet⁶⁸, gilt idealerweise das Prinzip *pro ratione stat voluntas*, also die Allmacht des Parteiwillens über den Inhalt der vertraglichen Vereinbarung⁶⁹. Dem liegt das Menschenbild der Aufklärung zu Grunde, des frei und gleich gedachten Menschen, der in freier Selbstentscheidung am Wirtschaftsleben teilnimmt⁷⁰. Damit entspricht dieses Bild in seiner Betonung des Individualistischen und der Selbstbestimmung der Vorstellung der Wirtschaftstheorie vom rational agierenden *homo oeconomicus*.

Die Privatautonomie genießt nach ständiger Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts verfassungsrechtlichen Schutz durch die allgemeine Handlungsfreiheit nach Art. 2 Abs. 1 GG⁷¹.

Aus der verfassungsrechtlichen Anerkennung der Privatautonomie folgt unmittelbar, dass ein uneingeschränkter Grundrechtsschutz des einzelnen in Privatrechtsbeziehungen nicht bestehen kann. Denn die Vertragsfreiheit garantiert Selbstbestimmung für beide Vertragsseiten, der Schutz des einen stellt sich als eine Einschränkung für den anderen dar.

Andererseits verdient die Privatautonomie nur insoweit Schutz, wie ihre Voraussetzungen wenigstens annähernd erfüllt sind. Privatautonomie darf nicht zu einem Recht des Stärkeren führen, das für den anderen Vertragspartner Fremdbestimmung bedeutet⁷². Solchen Verträgen fehlt der der Vertragsfreiheit zu Grunde liegende Gedanke der „Richtigkeitsgewähr“⁷³.

Freiheitsergewährung und Freiheitsbeschränkung der Beteiligten stehen somit in einem Wechselverhältnis, das nur durch eine wertende Betrachtung im Wege der praktischen

⁶⁵ BVerfGE 81, S. 242, 256.

⁶⁶ BVerfGE 89, 214, 229 ff.; BVerfG, NJW 1994, S. 2749, 2750.

⁶⁷ BVerfGE 89, 213, 232.

⁶⁸ Vgl. Spieß, DVBl. 1994, S. 1222; Flume, AT, 2. Bd., § 1 1; Zöllner, JuS 1988, S. 329.

⁶⁹ Vgl. etwa Callies, Jahrbuch Junger Zivilrechtswissenschaftlicher 2000, S. 85, 102.

⁷⁰ Spieß, DVBl. 1994, S. 1222.

⁷¹ Siehe etwa BVerfGE 70, 113, 123; 72, 155, 170; BVerfG, NJW 1994, S. 36, 38.

⁷² BVerfG, NJW 1994, S. 36, 39.

⁷³ Vgl. zur „Richtigkeitsgewähr“ der privatautonomen Gestaltung oben Erster Teil, 1. Kap., III. 2 c.

Konkordanz gelöst werden kann⁷⁴. Nach Ansicht des Bundesverfassungsgerichts stellt der Schutz des Schwächeren und der Ausgleich gestörter Vertragsbeziehungen gar eine der Hauptaufgaben des heutigen Zivilrechts dar⁷⁵.

Im Bemühen, einen Ausgleich zwischen der Privatautonomie und der aus den Grundrechten gebotenen Inhaltskontrolle zu finden, fordert das Gericht das Vorliegen einer *typisierten* Störung der Vertragsparität, die erst den Weg für eine Inhaltskontrolle freimacht⁷⁶. Bei der Beurteilung der Vertragsparität sind die Kompensationsmechanismen für ein gestörtes Vertragsgleichgewicht, insbesondere die Wirkung von Markt und Wettbewerb, mit einzubeziehen⁷⁷. Es kommt also nicht allein auf das Bestehen eines wirtschaftlichen oder intellektuellen Gefälles zwischen den Vertragspartnern an, sondern darauf, inwieweit sich dies auf die Verhandlungsmacht und die Möglichkeit der selbstbestimmten Vertragsgestaltung der Beteiligten auswirkt. Dabei dürfen die Anforderungen aber nicht so hoch angesetzt werden, dass die Idee der Privatautonomie zu einer bloßen Fiktion verkommt⁷⁸. Denn eine vollkommene Parität der Vertragspartner in informationeller, intellektueller und wirtschaftlicher Hinsicht wird in der Realität nicht anzutreffen sein.

5. Sonderbehandlung „sozialer Gewalten“ ?

Das Phänomen der „sozialen Gewalten“, mit der machtvolle Organisationen verschiedenster Art bezeichnet werden – Gewerkschaften, Arbeitgeber, Berufsverbände etc. – war Ausgangspunkt der Diskussion um die Drittwirkung der Grundrechte im Privatrechtsverkehr. In der Vergangenheit wurde selbst von den Autoren, die eine unmittelbare Grundrechtswirkung unter Privaten ablehnten, eine Ausnahme für sozial- oder wirtschaftsmächtige Organisation gemacht⁷⁹. Dabei wurde gar der Begriff der „privaten Gewalt“ propagiert, die der Grundrechtsbindung in gleicher Weise wie die staatliche Gewalt unterworfen sein sollte⁸⁰.

Heute ist weitgehend anerkannt, dass es auch in Fällen sozialer Mächtigkeit keinen zwingenden Grund gibt, den dogmatischen Ansatz der mittelbaren Grundrechtsbindung zu verlassen. Allein die Tatsache der Überlegenheit einer Vertragspartei lässt die privatrechtliche Qualität des Handelns unberührt; die vorgeschlagene Parallele zur Staatsmacht ist dogmatisch unhaltbar⁸¹. Soweit die durch Machtfaktoren begründete Vertragsdisparität die staatlichen Schutzpflichten aktiviert, kann dies im Rahmen der privatrechtlichen Grenzen geschehen. Neben den Generalklauseln des BGB wie §§ 138, 242, 315, 826 BGB und der Normen der §§ 305 ff. BGB kann der Schutz vor wirtschaftlicher Mächtigkeit insbesondere durch die Vorschriften des GWB gewährleistet

⁷⁴ BVerfG, NJW 1994, S. 36, 38; Rüfner, Gedächtnisschrift Martens, S. 216, 224; Spieß, DVBl. 1994, S. 1222, 1226.

⁷⁵ BVerfG, NJW 1994, S. 36, 38 f.

⁷⁶ Vgl. BVerfGE 81, 242, 255f (Lüth); BVerfG, NJW 1994, S. 36, 38 (Bürgschaft); kritisch Spieß, DVBl. 1994, S. 1222, 1227 ff u. Schapp, ZBB 1999, S. 30, 35 (nicht praktikabel); Singer, JZ 1995, S. 1133, 1138.

⁷⁷ Spieß, DVBl. 1994, S. 1222, 1227; vgl. auch Stern, StaatsR III/1., S. 1595.

⁷⁸ Callies, Jahrbuch Junger Zivilrechtswissenschaftlicher 2000, S. 85, 102; Medicus, JuS 1996, S. 761 ff.; Zöllner, AcP 1996 (1996), S. 1 ff.

⁷⁹ Vgl. die ausführliche Darstellung der Entwicklungen der Literaturmeinungen bei Stern, Staatsrecht III/1, S. 1586 ff.

⁸⁰ So Leisner, Grundrechte und Privatrecht, S. 380 ff.

⁸¹ Vgl. Stern, StaatsR Bd. III/1, S. 1591 m.w.N.

werden⁸². In diesen Vorschriften findet dann auch Berücksichtigung, dass allein die Disparität der Vertragspartner noch nicht hinreichend für ein „ungerechtes“ Vertragsergebnis ist, solange der Markt seine Kontrollfunktion in ausreichendem Maße erfüllen kann.

III. Zwischenergebnis

Dem Grundgesetz sind im Hinblick auf die Möglichkeiten einer rein privaten Regelsetzung durch die Börsen bzw. die Börsenträger wenige Vorgaben zu entnehmen. Der Börsenhandel stellt keinen Gegenstand ausschließlich staatlicher Regulierungsverantwortung dar. Insofern ließe sich die staatliche Verantwortungsteilhabe auf eine bloße Auffangverantwortung beschränken, jedenfalls dort, wo die Anreizmechanismen ein dem Allgemeininteresse gerecht werdendes Selbstregulierungsergebnis nahe legen.

Der private Normsetzer wird auch in den Fällen, in dem ihm eine soziale oder wirtschaftliche Mächtigkeit zukommt, nicht unmittelbar durch verfassungsrechtliche Vorgaben beschränkt. Wie sich später im 3. Teil der Arbeit zeigen wird, ergeben sich jedoch aus einfachgesetzlichen Strukturvorgaben an die private Normsetzung, zumal wenn sie im Lichte grundrechtlicher Freiheitsgewährungen interpretiert werden, ähnlich starke Bindungen wie sie der Rechtsetzung durch das Verfassungsrecht auferlegt werden.

C. Selbstregulierung in den Formen des öffentlichen Rechts

Die verfassungsrechtlichen Grenzen der Selbstregulierung in den Formen des öffentlichen Rechts erlangen Bedeutung bei der Rechtsetzung durch die Börsen in den öffentlich-rechtlichen Marktsegmenten. Auch hier soll an dieser Stelle zunächst eine allgemeine Darstellung der verfassungsrechtlichen Vorgaben erfolgen und für die konkrete Anwendung auf den dritten Teil dieser Arbeit verwiesen werden.

I. Normsetzung Privater und *numerus clausus* der Rechtsetzungsformen

Schon die Frage der prinzipiellen Zulässigkeit der Rechtsetzung durch Private ist umstritten. Die wohl herrschende Meinung hält die Setzung objektiven Rechts durch Private für ausgeschlossen⁸³. Die Gegenmeinung verweist auf die anerkannten Institute der Vereinsautonomie, der Tarifvertragsautonomie, der Verwendung allgemeiner Geschäftsbedingungen und der Herausbildung von Gewohnheitsrecht⁸⁴. Letztlich scheint diese Diskussion aber nur auf divergierenden Vorstellungen vom Begriff der „Rechtsetzung“ und des „Privaten“ zu basieren. Denn die angeführten Beispiele stellen entweder keine Rechtsnormen nach dem hier zu Grunde gelegten Verständnis dar, oder es fehlt – wie beim aus der allgemeinen Übung entspringenden Gewohnheitsrecht – an der planmäßigen, formalisierten positiven Setzung des Rechts. Und die Tarifautonomie schließlich bildet einen durch Art. 9 Abs. 3 GG zugelassenen Sonderfall, der keine Schlüsse für die hier in Frage kommenden Beteiligungsformen Privater zulässt.

⁸² Vgl. auch BGH, NJW 1999, S. 1326, wo das Kriterium der sozialen Mächtigkeit zur Begründung eines Aufnahmezgangs als Ausfluss mittelbarer Grundrechtsgeltung angeführt wurde.

⁸³ Breuer, AöR 101 (1976), S. 63; Harder, DB 1996, S. DB 923, 924.

⁸⁴ BK/Achterberg, GG, Ar. 92 Rn 181; Maunz/Dürig/Herzog, GG, Art. 92 Rn 154; Stern, Staatsrecht II, § 43 III 3, S. 921; Stober, NJW 1979, S. 2001, 2004; vgl. auch Willke, in: v.Mangoldt/Klein, Art. 80 Anm. VIII 3.

Andererseits ist die Beteiligung Privater bei der autonomen Satzungsgebung heute allgemein als zulässig anerkannt. Wenn also nach der Zulässigkeit der Rechtsetzung durch Private gefragt wird, so sind damit einerseits Rechtsakte im engeren Sinne gemeint, d.h. solche, die nicht auf einem Unterwerfungsakt der Betroffenen basieren und andererseits solche, die keinem Objekt des öffentlichen Rechts zugeordnet werden können.

Eine so grundsätzlich gestellte Frage nach der Zulässigkeit privater Rechtsnormsetzung ließe sich nur dann verneinen, wenn es einen *numerus clausus* der Rechtsetzungsformen gäbe⁸⁵ und in diesem die Rechtsetzung durch Subjekte des Privatrechts nicht vorgesehen wäre. Das Grundgesetz kennt explizit nur die Normtypen des Verfassungsrechts, des formellen Gesetzes (Art. 70 GG) und der Rechtsverordnung (Art. 80 GG). Implizit wird durch Art. 28 Abs. 2 S. 1 GG aber auch die Satzungsautonomie der Gemeinden anerkannt. Angesichts dieser Tatsache wurde in der Literatur die Ansicht vertreten, dass dem einfachen Gesetzgeber kein „Formenfindungsrecht“ zustehe. Die Fortentwicklung der Rechtsetzungsformen sei nur soweit zulässig, wie sie sich als eine verfassungsrechtlich zulässige Modifikation einer der herkömmlichen klassischen Rechtsetzungsformen erweist⁸⁶. Dies ergebe sich insbesondere auch aus der Tatsache, dass es sich bei der Gesetzgebung um eine fundamentale Frage der Gemeinschaft handle, die es erfordere, bei der Kreation neuer Regelungsmechanismen eine Kompetenz des Verfassungsänderungsgebers anzunehmen⁸⁷.

Das Bundesverfassungsgericht hat die Frage nach einem *numerus clausus* mehrfach offen gelassen. Während das Gericht anfänglich zu einer solchen Beschränkung auf die genannten Normtypen tendierte⁸⁸, sind spätere Ausführungen zurückhaltender⁸⁹. In der Entscheidung zur Allgemeinverbindlichkeitserklärung von Tarifverträgen, die als Rechtsetzungsakt eigener Art zwischen autonomer und staatlicher Regelung bezeichnet wird, stellt das Bundesverfassungsgericht fest, dass der Verfassungsgeber, soweit er andere Normtypen bereits vorgefunden hatte, an diesen Formen der Rechtsetzung nichts ändern wollte, wenn er dies nicht explizit zum Ausdruck gebracht hat⁹⁰. In diesem Sinne hat das Gericht neben der Tarifautonomie auch die Satzungsautonomie von Körperschaften und Anstalten des öffentlichen Rechts als mit dem Grundgesetz vereinbar anerkannt.

Auch das Bundessozialgericht hat die Existenz eines *numerus clausus* abgelehnt und die Auffassung vertreten, dass es neben den ausdrücklich genannten Instrumenten des formellen Gesetzes und der Rechtsverordnung sowie den vom Bundesverfassungsgericht anerkannten Regelungstypen auch noch andere zulässige Normtypen geben kann, jedenfalls wenn es sich um ein „historisch gewachsenes Regelungssystem“ handelt⁹¹.

⁸⁵ einen Typenzwang verneinend Schnapp, MedR 1996, S. 418, 419; Clemens, Böckenförde-FS, 259, 261; für die Existenz eines *numerus clausus* etwa Ossenbühl, NZS 1997, S. 497, 499 ff.

⁸⁶ Ossenbühl, NZS 1997, S. 497, 499 f.

⁸⁷ Ossenbühl, NZS 1997, S. 497, 500.

⁸⁸ BVerfGE 8, 274, 323; 10, 20, 51; 24, 184, 199.

⁸⁹ BVerfG 34, 307, 315 f.; 44, 322, 347; 78, 214, 227 (Anerkennung von Gewohnheitsrecht).

⁹⁰ BVerfG 44, 322, 347.

⁹¹ BSG, NJW 1999, S. 1805, 1808 f. Gegen die Annahme einer stillschweigenden Übernahme überlieferter Regelungstechniken durch den Verfassungsgeber wurde Art. 123 Abs. 1 GG angeführt, der besagt, dass Recht aus der Zeit vor dem Inkrafttreten des Grundgesetzes nur fortgilt, soweit es dem Grundgesetz nicht widerspricht. Die Entwicklungsgeschichte könne nur bei der Auslegung der verfassungsrechtlich gewährleisteten Institutionen berücksichtigt werden, etwa im Rahmen des Art. 28 Abs. 2 GG, vgl. Ossenbühl, NZS 1997, S. 497, 500. Andererseits wird die prinzipielle Zulässigkeit der Satzungsautonomie bei Körperschaften des öffentlichen Rechts

Die Rechtsprechung lässt sich dahingehend verallgemeinern, dass jedenfalls die Normtypen, die der Verfassungsgeber 1949 vorgefunden und unbeanstandet gelassen hat, weiterhin zu akzeptieren sind⁹². Eine ausschließliche Festlegung auf die Normtypen des formellen Gesetzes und der Rechtsverordnung kann nicht angenommen werden, ein so gearteter Typenzwang existiert nicht. Dies bedeutet nicht, dass die in der Verfassung nicht ausdrücklich genannten Formen der Rechtsetzung nicht den fundamentalen Verfassungsprinzipien entsprechen müssten. Da diese aber ihrerseits von den ausdrücklich vorgesehenen Rechtsetzungsformen und den ihnen innewohnenden Strukturprinzipien konstituiert werden, wird ein Normtypus nur dann grundrechtskonform sein, wenn er sich als strukturähnliche Variante eines bestehenden Regelungstypus darstellen lässt.

II. Typen der Rechtsetzung Privater

1. Art. 80 GG und Rechtsetzung Privater

Art. 80 GG ist eine Konkretisierung des Prinzips der Gewaltenteilung, des Rechtsstaats⁹³ und eine Ausprägung des Demokratieprinzips⁹⁴. Gleichzeitig kommt in der Vorschrift ein der Verfassung zugrundeliegendes Effizienzprinzip zum Ausdruck, welches zu den vorgenannten Prinzipien in einem Spannungsverhältnis steht⁹⁵. Der Selbstentmachtung des Gesetzgebers soll vorgebeugt werden. Deshalb soll diese Form der Rechtsetzung die nur in engen Grenzen zulässige Ausnahme bleiben⁹⁶. Neben dem Bestimmtheitsgebot des Art. 80 Abs. 1 S. 2 GG, das verlangt, dass die Verordnungsermächtigung nach Inhalt, Zweck und Ausmaß bestimmt ist, wird eine Beschränkung auch durch die begrenzte Auswahl an Delegataren bewirkt. Gem. Art. 80 Abs. 1 S. 1 GG können nur die Bundesregierung, ein Bundesminister oder die Landesregierungen ermächtigt werden, Rechtsverordnungen zu erlassen. Allerdings kann das ermächtigende Gesetz nach Art. 80 Abs. 1 S. 4 GG vorsehen, dass die Ermächtigung weiter übertragen werden kann. Eine verfassungsrechtliche Eingrenzung der zulässigen Subdelegatäre fehlt.

Kontrovers behandelt wird nun die Frage nach der Zulässigkeit einer Subdelegation der Rechtsetzungsbefugnis auf Private. Teilweise wird eine Subdelegation dann für möglich gehalten, wenn der Private mit Hoheitsgewalt beliehen wurde⁹⁷. Denn die Beleihung bewirke, dass der Beliehene funktionell wie organisatorisch Teil der öffentlichen Verwaltung werde⁹⁸. Die herrschende Meinung verneint die Möglichkeit einer Subdelegation auf Privatrechtssubjekte⁹⁹. Als Grund wird etwa angeführt, dass Art. 80

auch außerhalb des verfassungsrechtlich ausdrücklich genannten Bereichs heute nicht mehr bestritten, siehe Wimmer, NZW 1999, S. 113, 115. Soweit ersichtlich ist die einzige Ausnahme in der älteren Literatur Hamann, *Autonomie und Verfassungsrecht*, S. 68 ff. geblieben, der die Satzungsautonomie ohne verfassungsrechtliche Verankerung für unzulässig hielt. Auch das Bundesverfassungsgericht hat nie einen Zweifel an der Zulässigkeit dieses Normtypus gelassen, vgl. die umfangreichen Nachweise bei Clemens, *Böckenförde-FS*, S. 259, 262.

⁹² Clemens, *Böckenförde-FS*, S. 259, 262.

⁹³ BVerfGE 18, 52, 59.

⁹⁴ Pieroth, in: Jarass/Pieroth, GG, Art. 80 Rn 1; Schmidt-Bleibtreu/Klein, GG, Art. 80, Rn 6.

⁹⁵ Vgl. Lücke, in: Sachs, GG, Art. 80 RN 3.

⁹⁶ BVerfGE 24, 184, 197; Schmidt-Bleibtreu/Klein, GG, Art. 80, Rn 7.

⁹⁷ AK/Ramsauer, GG, Art. 80 Rn 46; Willke in: Mangoldt/Klein, GG, 2. Aufl., Art. 80 VIII 3; Huber, *Wirtschaftsverwaltungsrecht*, Erster Band, S. 538.

⁹⁸ dies gilt jedenfalls nach der herrschenden Rechtsstellungstheorie, vgl. Scholz, NJW 1997, S. 14, 15; grundlegend auch Burgi, *Funktionale Privatisierung*, S. 79 ff (auch zur konkurrierenden sog. Aufgabentheorie).

⁹⁹ Siehe etwa Pieroth, in: Jarass/Pieroth, GG, Art. 80 Rn 19; Ossenbühl, HStR III, § 64 Rn 30; Peters/Ossenbühl, *Übertragung*, S. 57 f.; Stern, *Staatsrecht II*, § 38 III 2; Maunz, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 80 Rn 42; Wolf-Bachof,

Abs. 1 GG keinen Hinweis enthalte, dass die Durchbrechung des Grundsatzes, dass die Gesetzgebung vom Parlament ausgeht, weiter ausgedehnt werden dürfe¹⁰⁰. Die Vorschrift müsse als Ausnahmetatbestand restriktiv ausgelegt werden.

Auch steht das Demokratieprinzip einer Delegation auf Private entgegen. Allenfalls mit Zustimmungserfordernis einer staatlichen Stelle ist die Rechtsetzung Privater unter dem Gesichtspunkt der demokratischen Legitimation denkbar, aber auch dann bleibt es problematisch, dass der Ausgleich widerstreitender Interessen nach der Konzeption des Grundgesetzes eine dem Staat obliegende Aufgabe ist und das Grundgesetz es hier weder ausdrücklich anders zulässt noch stillschweigend voraussetzt¹⁰¹. Denn da Art. 80 Abs. 1 GG thematisch nur das Verhältnis zwischen Legislative und Exekutive regelt, kann der Norm keine stillschweigende Zustimmung zur Delegation von Rechtsetzungsmacht auf Private entnommen werden¹⁰².

2. Funktionale Selbstverwaltung durch autonome Selbstverwaltungsträger

a) Erscheinungsbilder der funktionalen Selbstverwaltung

Der Begriff der funktionalen Selbstverwaltung wurde maßgeblich von *Emde* geprägt¹⁰³. In der Literatur wird er heute meist als Abgrenzung zur kommunalen bzw. territorialen Selbstverwaltung gebraucht¹⁰⁴. Die Erscheinungsbilder der funktionalen Selbstverwaltung sind vielfältig. Sie ist etwa zu finden in der Selbstverwaltung der Universitäten, der Berufsverbände, der Sozialversicherung, der Wasser- und Bodenverbände etc.¹⁰⁵. Eine allgemein anerkannte Typologie dieser Formen hat sich noch nicht durchgesetzt. Man kann etwa unterscheiden zwischen der grundrechtlich gewährleisteten und der nur einfachgesetzlich geregelten funktionellen Selbstverwaltung¹⁰⁶.

Oder man knüpft an das organisationsrechtliche Erscheinungsbild an. Danach lässt sich die körperschaftliche Selbstverwaltung von der anstaltlichen Selbstverwaltung unterscheiden.

Eine Körperschaft wird gemeinhin definiert als eine durch staatlichen Hoheitsakt geschaffene, mitgliedschaftlich verfasste Organisation, die öffentliche Aufgaben mit in der Regel hoheitlichen Mitteln unter staatlicher Aufsicht wahrnimmt¹⁰⁷. Charakteristisch ist also die mitgliedschaftliche Organisation und die aus ihr folgende Mitgliederpartizipation bei der Entscheidungsbildung.

Eine Anstalt wird seit *Otto Mayer* verstanden als ein Bestand von sächlichen und persönlichen Mitteln, der in der Hand eines Trägers öffentlicher Verwaltung einem besonderen öffentlichen Zweck dauernd zu dienen bestimmt ist¹⁰⁸. Rechtssubjektivität ist kein notwendiges Merkmal des Anstaltsbegriffs, verlangt wird nur eine gewisse

Verwaltungsrecht II, 4. Aufl. 1976, § 104 I b; Lepa, AöR 105 (1980), S. 337, 359 ff.; BK/Nierhaus, GG, Art. 80 Abs. 1 Rn 259; Schmidt-Bleibtreu/Klein, GG, Art. 80 Rn 85.

¹⁰⁰ Lepa, AöR 105 (1980), S. 337, 360.

¹⁰¹ Lepa, AöR 105 (1980), S. 337, 360.

¹⁰² Ossenbühl, HStR III, § 64 Rn 30; Nierhaus, in: Bonner Kommentar zum GG, Art. 80 Abs. 1 Rn 259.

¹⁰³ Emde, demokratische Legitimation, S. 5 ff et passim.

¹⁰⁴ Hendl, Selbstverwaltung, S. 43; Papenfuß, personelle Grenzen, S. 21 m.w.N.

¹⁰⁵ Vgl. etwa die Darstellungen bei Papenfuß, personelle Grenzen, S. 29 ff.

¹⁰⁶ Etwa Schmidt-Aßmann, AöR 116 (1991), S. 329, 381

¹⁰⁷ Vgl. Maurer, VerwR, § 23 Rn 51.

¹⁰⁸ Mayer, Verwaltungsrecht, Bd. II, S. 268; vgl. auch Maurer, VerwR § 23 Rn 46; Wolff/Bachof/Stober, § 98 Rn 1; Beispiele für alternative Definitionsversuche bei Berg, NJW 1985, S. 2294, 2295.

organisatorische Verselbständigung. Zu unterscheiden sind demnach rechtsfähige, teilrechtsfähige und nichtrechtsfähige Anstalten des öffentlichen Rechts¹⁰⁹. Eine Betroffenenpartizipation durch die Anstaltsbenutzer ist möglich, aber nicht begriffsnotwendig.

Die Frage nach der Legitimation der Handlungsform der öffentlich-rechtlichen Selbstverwaltung wurde in der Literatur vor allem im Hinblick auf die Zwangsmitgliedschaft in öffentlich-rechtlichen Körperschaften gestellt. Nach Ansicht des Bundesverfassungsgerichts ist die Gründung einer öffentlich-rechtlichen Zwangskorporation dann zulässig, wenn diese erstens eine legitime öffentliche Aufgabe erfüllen soll und zweitens der Grundsatz der Verhältnismäßigkeit gewahrt wird. Grundsätzlich hat der Gesetzgeber ein Ermessen darüber, was noch zu den im engeren Sinne staatlichen Aufgaben zählt, die der Staat selbst durch seine Behörden wahrnehmen muss und welche Aufgaben er durch öffentlich-rechtliche Selbstverwaltungsträger erfüllen kann¹¹⁰.

Eine abschließende Definition des Begriffes der öffentlichen Aufgabe ist bisher nicht gelungen¹¹¹. Das Grundgesetz hat keinen geschlossenen Kreis öffentlicher Aufgaben festgesetzt. Dementsprechend stellt es das Verfassungsgericht in das Ermessen des Gesetzgebers, welche Aufgaben er durch öffentliche Körperschaften erfüllen will¹¹². Umstritten ist auch die Frage, ob solchen öffentlich-rechtlichen Körperschaften nur staatliche Aufgaben zugewiesen werden dürfen oder öffentliche Aufgaben im weiteren Sinne¹¹³. Zu ersteren gehört etwa jedes hoheitliche Handeln, zu letzteren ist etwa die Interessenvertretung der Körperschaften zu zählen. Zwar hat das Bundesverfassungsgericht zunächst vom Erfordernis einer staatlichen Aufgabe gesprochen¹¹⁴. Und das Gericht hat für die Industrie- und Handelskammern deutlich gemacht, dass sich die Aufgaben „Vertretung gegenüber dem Staat“ und „Wahrnehmung von Verwaltungsaufgaben“ deutlich unterscheiden. Dennoch soll es keinen Zweifel geben, dass es sich in beiden Fällen um legitime Aufgaben der Selbstverwaltungskörperschaften handle¹¹⁵.

Neben dem Vorliegen einer legitimen öffentlichen Aufgabe prüft das Gericht die Verhältnismäßigkeit der Errichtung einer öffentlich-rechtlichen Zwangskorporation, wobei auf den Prüfungsmaßstab des Art. 2 Abs. 1 GG rekurriert wird. Aus Art. 9 GG folgert das Gericht zwar objektiv-rechtlich einen Vorrang der freien Verbandsbildung¹¹⁶, hält das Grundrecht aber bei der öffentlich-rechtlichen Zwangsmitgliedschaft nicht für betroffen¹¹⁷.

¹⁰⁹ Maurer, VerwR § 23 Rn 47.

¹¹⁰ ständige Rechtsprechung, vgl. BVerfGE 10, 89, 102 ff.; 10, 354, 363 ff.; 15, 235, 239 ff.; 38, 299 ff.; BVerfG, NJW 1986, S. 1095, 1096; BVerfG GewArch 1986, S. 291, 292; vgl. auch OVG Bremen, NJW 1994, S. 1606.

¹¹¹ Kleine-Cosack, Berufsständische Autonomie, S. 146.

¹¹² Kleine-Cosack, Berufsständische Autonomie, S. 147; Tettinger, BRAK 1995, S. 98, 99.

¹¹³ Siehe Pietzer, JuS 1985, S. 27, 29; vgl. auch die Nachweise bei Mues, Börsenorganisation, S. 126.

¹¹⁴ BVerfGE 10, 89, 102.

¹¹⁵ BVerfGE 15, 234, 241; ebenso BVerfGE 132, 54, 64 f.; E 33, 125, 157.

¹¹⁶ BVerfGE 38, 281, 289.

¹¹⁷ BVerfGE 10, 89, 102; 38, 281, 297. Als Hauptargument führt das Gericht an, dass Art. 9 GG nicht das Recht auf Gründung einer öffentlich-rechtlichen Körperschaft beinhalte und deswegen auch das Fernbleiben einer solchen Vereinigung nicht erfasst wurde. In der Literatur ist die Frage der Anwendbarkeit von Art. 9 GG umstritten geblieben, vgl. etwa Kleine-Cosack, Berufsständische Autonomie, S. 143; Papenfuß, personelle Grenzen, S. 140 jeweils mit weiteren Nachweisen. Zuzugeben ist den Kritikern des Bundesverfassungsgerichts aber jedenfalls, dass der Schluss vom positiven auf den negativen Schutzzumfang des Grundrechts nicht zwingend ist. Andererseits würde eine Erschwerung der Bildung öffentlich-rechtlicher Selbstverwaltungsträger vermutlich den Staat dazu bringen,

Der wenig konturierte Prüfungsmaßstab der Verhältnismäßigkeit im Rahmen des Art. 2 Abs. 1 GG führt dazu, dass dem Gesetzgeber ein sehr weitgehender Gestaltungsspielraum eingeräumt wird. In der Tat hat das Bundesverfassungsgericht noch in keiner Entscheidung die Errichtung einer öffentlich-rechtlichen Zwangskorporation im Grundsatz für unzulässig erklärt.

b) Ausübung von Staatsgewalt durch Träger funktionaler Selbstverwaltung und demokratische Legitimation

Das in Art. 20 Abs. 2 GG verankerte Demokratieprinzip verlangt, dass die Ausübung von Staatsgewalt auf das Volk zurückzuführen ist. Zwar ist der Begriff der Staatsgewalt in den Einzelheiten umstritten, die herrschende Meinung nimmt aber jedenfalls dann die Ausübung von Staatsgewalt an, wenn eine öffentlich-rechtliche Organisationsform besteht, also insbesondere auch bei Körperschaften und Anstalten des öffentlichen Rechts¹¹⁸. Voraussetzung für die Annahme der Staatsgewalt ist aber eine rechtsverbindliche Entscheidung im Außen- oder Innenbereich. Nicht erfasst werden rein konsultative, vorbereitende oder technische Tätigkeiten¹¹⁹.

Hinsichtlich der demokratischen Legitimation der öffentlich-rechtlichen Selbstverwaltungskörperschaften werden in der Literatur im Wesentlichen vier Ansichten vertreten. *Kluth* sieht eine umfassende personelle Legitimierung im (gesetzlichen) Errichtungsakt¹²⁰, *Herzog* verweist auf das Verbandsvolk als „Teilvolk“ i.S.d. Art. 20 Abs. 2 S.1 GG¹²¹. Die wohl herrschende Meinung sieht im Prinzip der Selbstverwaltung eine außerhalb von Art. 20 GG liegende demokratische Legitimation¹²² und schließlich wird die Ansicht vertreten, dass es Selbstverwaltungsträgern an einer demokratischen Legitimation schlichtweg fehle¹²³.

vermehrt öffentliche Aufgaben selbst wahr zu nehmen, auch wenn dies aus Funktionalitätsgesichtspunkten unangebracht erscheint. Aus Sicht des Grundrechtsträgers, der in gleicher Weise in die Pflicht genommen wird, ist dadurch auch keine Verbesserung erzielt, Kleine-Cosack, *Berufsständische Autonomie*, S. 143.

¹¹⁸ Vgl. *Kluth*, *Funktionale Selbstverwaltung*, S. 349, der dies als allgemeine Ansicht bezeichnet; *Schmidt-Aßmann*, *AöR* 116 (1991), S. 329, 344; *Oebbecke*, *VerwArch* 1990, S. 349, 356 f.; aus der Kommentarliteratur etwa *Dreier*, in: ders., *GG, Art. 20 GG (Demokratie)* Rn 79. *Sachs*, in: ders., *GG, Art. 20 GG* Rn 29; vgl. auch *NWVerfGH*, *NVwZ* 1987, 212; aA *Emde*, *demokratische Legitimation*, S. 266 f, der eine formale Klassifizierung ablehnt und auf eine streng funktionalistische Betrachtungsweise verweist. Allein die Organisationsform bzw. Handlungsform des öffentlichen Rechts könne nicht ausschlaggebend sein für die gesamte Zurechnung einer Organisation zur Staatsgewalt. So sei es ja etwa auch abwegig, den beliebigen Bauunternehmer, der eine Ampel zu bedienen hat, als solchen in seiner Gesamtheit als Verwaltungsorgan anzusehen; vgl. neuerdings auch *Britz*, *VerwArch* 2000, S. 418, 428 die auf die Fähigkeit abstellen will, bindende Entscheidungen zu Lasten Dritter zu treffen. Problematisch ist auch die neuerdings geäußerte Auffassung des *OVG NW*, *NWVbl.* 1996, S. 255, der in der Wahrnehmung einer öffentlichen Aufgabe und damit der Gemeinwohlrelevanz die Legitimationsbedürftigkeit nach Art. 20 Abs. 2 GG sehen will. Dem steht entgegen, dass es eine a priori bestehende Definition der öffentlichen Aufgabe nicht gibt.

¹¹⁹ *BVerfGE* 47, 253, 273; 83, 60, 74, 93, 37, 68; *Böckenförde*, *HStR* I, § 22 Rn 13; *Dreier*, in: ders., *GG, Art. 20 (Demokratie)*, Rn 82; *Jestaedt*, *Demokratieprinzip*, S. 261;

¹²⁰ *Kluth*, *Funktionale Selbstverwaltung*, S. 379 ff.

¹²¹ *Herzog*, in: *Maunz/Dürig*, *GG, Art. 20* Rn 56f.

¹²² *Emde*, *Demokratische Legitimation*, S. 404 ff.; *Papenfuß*, *personelle Grenzen*, S. 150 ff *Ossenbühl*, *HStR* III, § 66 Rn 37; *Schmidt-Aßmann*, *HStR* III, § 70 Rn 24; ders. *AöR* 1989, S. 329, 368 ff. *Trute*, *DVBl.* 1995, S. 950, 963, *Rinken*, *KritV* 1996, S. 282, 295 f.; vgl. speziell zur Börsenselbstverwaltung *Kümpel/Hammen*, *WM* 2000, *Sonderbeilage* 3, S. 3, 6.

¹²³ *Böckenförde*, *HStR* I, § 22 RN 33 f.; *Bedenken* auch bei *Sachs*, in: ders., *GG, Art. 20* Rn 44; *Jestaedt*, *Demokratieprinzip*, S: 494 ff.; 514 ff.

aa) Legitimation im Rahmen des Art. 20 Abs. 2 GG

Nach der Auffassung von *Kluth* ist ein individueller Bestellsakt als Grundlage einer personellen demokratischen Legitimation nicht erforderlich. Dies zeige sich daran, dass auch die Abgeordneten des Deutschen Bundestags über Listen gewählt werden können und deswegen nicht individuell bestellt werden¹²⁴. Ausreichend sei vielmehr ein kollektiver Bestellsakt. Eine solche kollektive Bestellung sei in dem (gesetzlichen) Gründungsakt einer Selbstverwaltungskörperschaft zu sehen. Es würden all diejenigen bestellt, die einer nach individualisierten Merkmalen bestimmten sozialen Gruppe angehören. Sachlich sei die Auswahlentscheidung dadurch getragen, dass bereits die Zugehörigkeit zu der bestimmten Gruppe auf Grund der „beruflich qualifizierten Befassung mit den zu erledigenden Aufgaben eine besondere Befähigung zu und ein besonderes Interesse an ihrer Wahrnehmung indiziert“¹²⁵.

In der Literatur hat *Kluth* mit gutem Grund bisher keine Gefolgschaft erhalten. Mag man die grundsätzliche Möglichkeit eines kollektiven Bestellsaktes noch akzeptieren, so widerspricht die mangelnde Individualisierung bei der Auswahl selbst der eigentlichen Idee der personellen Legitimation. *Kluth* begegnet dem Einwand der mangelnden Bestimmbarkeit mit dem Argument, dass die Mitglieder der funktionalen Selbstverwaltung jederzeit anhand der sachlichen Kriterien, die ihre besondere Befähigung zur Wahrnehmung des übertragenen Amtes begründen, bestimmt werden können¹²⁶. Ein so verstandener Begriff der personellen Legitimation, der die Befugnis zur Ausübung eines Amtes auf eine potentielle Befähigung zurückführt, lässt jede Kontur vermissen und ist als Begrenzungskriterium ungeeignet. Mit der Funktion des Art. 20 Abs. 2 GG lässt sich dies nicht vereinen.

Hinzu kommt, dass die Bestellung nur mittelbar an sachliche Kriterien anknüpft. Denn die personelle Legitimation soll ja an die Mitgliedschaft in der Selbstverwaltungsorganisation geknüpft sein, ohne dass es auf eine tatsächliche Berufsausübung ankommt. Auch wenn typischerweise ein Zusammenhang zwischen beiden Sachverhalten besteht, so handelt es sich hier doch um eine unzulässige abstrakte Ämterordnung, die keine personelle Legitimation vermittelt¹²⁷. Insbesondere wäre die Besetzung des Börsenrates mit den Repräsentanten nicht nur der Handelsteilnehmer, sondern auch der Emittenten und der Anleger kaum zu erklären.

Auch *Herzog*¹²⁸ ist mit seiner Interpretation des Begriffes „Volk“ in Art. 20 Abs. 2 GG auf wenig Zustimmung gestoßen¹²⁹. Nach seiner Ansicht werden auch die „Teilvölker“ in den Körperschaften der Selbstverwaltung von Art. 20 Abs. 2 GG erfasst. Eine Begründung für die Interpretation lässt er jedoch vermissen, es bedürfe „nur eines kurzen Hinweises auf die Körperschaften der kommunalen und berufsständischen Selbstverwaltung, um zu zeigen, dass es unter der Geltung des Grundgesetzes offensichtlich auch noch kleinere Quellen der demokratischen Legitimation von Amtswaltern geben muss“¹³⁰. Dieser Schluss vom Realbestand als Seinsordnung auf die Interpretation des Grundgesetzes als Sollensordnung vermag kaum zu überzeugen. Aber

¹²⁴ Kluth, Funktionale Selbstverwaltung, S. 378 f.

¹²⁵ Kluth, Funktionale Selbstverwaltung, S. 379.

¹²⁶ Kluth, Funktionale Selbstverwaltung, S. 380.

¹²⁷ näher zur Unzulässigkeit der Ämterberufung Herzog, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 20 Rn 51 f.

¹²⁸ Herzog, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 20 Rn 56f.

¹²⁹ Zustimmung wohl nur bei Tettinger, BRAK 1993, S. 98, 99; eingeschränkt bei Oebbecke, VerwArch 1990, S. 349, 359 ff.; ähnlich zuvor Brohm, Strukturen der Wirtschaftsverwaltung, S. 243 ff („Verbandsvolk“).

¹³⁰ Maunz/Dürig/Herzog, GG, Art. 20 Rn 56f.

auch Wortlaut, Entstehungsgeschichte und grundgesetzliche Systematik lassen sich mit dieser Interpretation des Begriffes „Volk“ nicht vereinbaren¹³¹.

In der Literatur wird die demokratische Legitimation über Art. 20 Abs. 2 GG nur in den Fällen der Gebietskörperschaften anerkannt, da es sich bei den örtlich radizierten Gruppen um eine unbestimmt-gleichheitliche Allgemeinheit handelt, die ein strukturähnliches Element zum politischen Verband des Staates aufweist¹³². Auch die Rechtsprechung hat die Idee des „Teilvolkes“ nur im Hinblick auf die Gebietskörperschaften im Rahmen des Art. 28 Abs. 1 GG akzeptiert¹³³.

Es bleibt also ein Mangel an personeller demokratischer Legitimation der Selbstverwaltungsträger im Rahmen von Art. 20 Abs. 2 GG.

bb) Legitimation außerhalb von Art. 20 Abs. 2 GG

Nicht geklärt ist damit aber die Frage, ob der funktionalen Selbstverwaltung nun überhaupt keine demokratische Legitimation zukommt oder ob es die Möglichkeit der demokratischen Legitimation außerhalb des Art. 20 Abs. 2 GG gibt, begründet etwa in Art. 1 Abs. 1 GG, dem Sozialstaatsprinzip oder der Verbürgung der spezifischen Freiheitsrechte.

Systematisch gesehen kennt das Grundgesetz zwar neben der Wahl durch das Volk auch die demokratische Partizipation durch Abstimmungen (vgl. Art. 20 Abs. 2 S. 2 GG), die Selbstverwaltung findet sich jedoch nicht erwähnt. Auch die historische Interpretation führt zu keinem eindeutigen Schluss. Der Verfassungsgeber war sich der Existenz der funktionalen Selbstverwaltung bewusst. Hätte er sie ausdrücklich unterbinden wollen, hätte er wohl eine deutlichere Formulierung für Art. 20 Abs. 2 GG gewählt.

Das in Art. 20 Abs. 2 GG verwirklichte Prinzip der repräsentativen Demokratie beruht auf einem egalitaristischen Konzept der Gleichheit der Legitimationsstifter. Eine demokratisch legitimierte funktionale Selbstverwaltung steht mit diesem Grundsatz in einem Spannungsverhältnis, in dem sie eine Teilgruppe aus der Gesamtheit des Volkes heraushebt und ihr die Ausübung von Staatsgewalt überlässt. Diese Abweichung vom Prinzip der Gleichheit wird mit dem Konzept der Betroffenenendemokratie zu rechtfertigen versucht¹³⁴. Dieses Konzept zielt darauf, diejenigen Personen, die von einem bestimmten öffentlichen Sachverhalt besonders betroffen sind, größere Einflussmöglichkeiten als der Allgemeinheit zuzugestehen. Insofern soll hier kein schematisches oder formales, sondern ein nach Betroffenheitsgesichtspunkten differenzierendes Egalitätsdenken bestehen¹³⁵.

Die Gegenansicht sieht für eine demokratische Legitimation der Selbstverwaltung keine Grundlage. Sie gelangt allerdings auch nicht zum Schluss der Unzulässigkeit der funktionalen Selbstverwaltung. Sie sieht in ihr vielmehr eine Form der Privatautonomie vergleichbaren *self governments*, das die Übertragung der Befugnis zur Ausübung von Staatsgewalt durch das Parlament in engen Grenzen gestatte¹³⁶.

¹³¹ Ausführlich dazu Emde, Demokratische Legitimation, S. 323 ff.

¹³² Vgl. etwa Böckenförde, HStR I, § 22, Rn 31; Schmidt-Aßmann, AöR 1991, S. 329, 350; Emde, Demokratische Legitimation, S. 382ff., 389; Dreier, in: ders., GG, Art. 20 Rn 86; Kleine-Cosack, Berufsständige Autonomie, S. 108 m.w.N.;

¹³³ BVerfGE 38, 258, 269 ff.; E 47, 253, 271 ff.; E 83, 37, 51 ff.

¹³⁴ In neuerer Zeit insbesondere Hendler, Selbstverwaltung als Ordnungsprinzip, S. 316; ders. HStR IV, § 106 Rn 15 ff., 29 ff., 49.

¹³⁵ Hendler, Selbstverwaltung als Ordnungsprinzip, S. 316.

¹³⁶ Böckenförde, HStR I, § 22 Rn 33 f.

Auch das Bundesverfassungsgericht hat die Frage nach der demokratischen Legitimation bisher offen gelassen, ohne an der Zulässigkeit der funktionalen Selbstverwaltung zu zweifeln. Im sog. Facharzturteil stellte das Gericht fest, dass sich der Autonomiegedanke sinnvoll in das System der grundgesetzlichen Ordnung einfüge¹³⁷. Vor allem, aber eben nicht ausschließlich, sei das Parlament dazu berufen, über die von der Verfassung offen gelassenen Fragen des Zusammenlebens zu entscheiden¹³⁸. Die Verleihung von Satzungsautonomie habe „ihren guten Sinn darin, gesellschaftliche Kräfte zu aktivieren, den entsprechenden gesellschaftlichen Gruppen die Regelung solcher Angelegenheiten, die sie selbst betreffen und die sie in überschaubaren Bereichen am sachkundigsten beurteilen können, eigenverantwortlich zu überlassen und dadurch den Abstand zwischen Normgeber und Normadressat zu verringern“¹³⁹.

Die Idee der Selbstverwaltung verträgt sich also nach Ansicht des Bundesverfassungsgerichts durchaus mit dem Konzept der repräsentativen Demokratie wie es Art. 20 Abs. 2 GG statuiert¹⁴⁰. Die Prinzipien der Selbstverwaltung und der Autonomie sollen ebenfalls im demokratischen Prinzip wurzeln und dem freiheitlichen Charakter unserer sozialen Ordnung entsprechen. Auch spricht das Bundesverfassungsgericht von „demokratisch gebildeten Organen“ der Selbstverwaltungskörperschaft, wenngleich der Begriff „demokratisch“ hier aber wohl im untechnischen Sinne als Charakterisierung des Verfahrens der internen Organwahl benutzt worden ist¹⁴¹.

Im Hinblick auf die mangelnde oder zumindest schwache demokratische Legitimation kann die Selbstverwaltung auch vom Gesetzgeber nicht beliebig erweitert werden. Die Selbstverwaltungskörperschaft darf nicht mit Aufgaben betraut werden, die überwiegend die Allgemeinheit betreffen oder sonst wie von politischer Tragweite sind¹⁴². Die Verfassung sieht für solche Fragen ausdrücklich die förmlichen Entscheidungsprozesse vor, die die Interessen der Allgemeinheit angemessen berücksichtigen helfen. Entsprechend hat das Bundesverwaltungsgericht zwei nordrhein-westfälische Gesetze über die Errichtung von Wasserverbänden in Form von Körperschaften des öffentlichen Rechts (Emschergenossenschaft und Lippeverband) dem Bundesverfassungsgericht nach Art. 100 Abs. 1 GG zur Prüfung vorgelegt. Nach Ansicht des Gerichts ist die Errichtung einer Selbstverwaltungskörperschaft in Fällen, in denen es nicht nur um die Erfüllung einzelner wasserwirtschaftlicher Aufgaben, sondern um die Wahrung von derart bedeutsamen Gemeinwohlbelangen wie den Erhalt und den Schutz des Wassers geht, also um eine „lebensnotwendige und letztlich nicht ‚privatisierbare‘ Staatsaufgabe“, schon vom Ansatz her nicht tragbar¹⁴³.

¹³⁷ BVerfGE 33, 125, 157.

¹³⁸ BVerfGE 33, 125, 159.

¹³⁹ BVerfGE 33, 125, 156.

¹⁴⁰ Allerdings soll nach Ansicht von Dreier, in: ders., GG, Art. 20 GG (Demokratie) Fn 317 das sog.

Mitbestimmungsurteil des BVerfG (E 93, 37) keinen Raum mehr für eine autonome demokratische Legitimation lassen, vgl. auch Rinken, KritV 1996, S. 282, 284 ff. Allerdings war die demokratische Legitimation der Selbstverwaltung nicht Gegenstand der Entscheidung. Man sollte daher den allgemeinen Ausführungen des Gerichts zum Legitimationsprinzip des Grundgesetzes für die hier behandelte Frage nicht zu viel Aussagegehalt beimessen.

¹⁴¹ Vgl. dazu auch sogleich unter c cc.

¹⁴² Böckenförde, HStR I, § 22 Rn 34.

¹⁴³ BVerwGE 106, 64, 76. In der Literatur sind diese Ausführungen dahingehend verstanden worden, dass es dem Gericht um ein Privatisierungsverbot geht, vgl. Britz, VerwArch 2000, S. 418, 425 ff.; Blanke, Personalrat 1999, S. 50, 63. Im Grunde ging es aber gerade um die Frage, ob ein Defizit demokratischer Legitimation bei der Ausübung von Staatsgewalt aus dem Selbstverwaltungsgedanken heraus gerechtfertigt werden kann.

Auch das Bundesverfassungsgericht vertrat im sog. Mitbestimmungs-Urteil¹⁴⁴ einen stärker hierarchisch orientierten Demokratieansatz. Dort ging es um die Verfassungskonformität des Schleswig-Holsteinischen Gesetzes über die Mitbestimmung der Personalräte, also nicht unmittelbar um Fragen der Selbstverwaltungskörperschaften. Die strenge Argumentationslinie des Gerichts in diesem Urteil lässt allerdings für eine demokratische Legitimation außerhalb von Art. 20 Abs. 2 GG wenig Raum¹⁴⁵. Die in der Literatur vorgeschlagenen, auf den Grundrechten und dem Sozialstaatsgedanken basierenden Modelle der außerparlamentarischen demokratischen Mitwirkung der Bürger werden im Urteil nicht einmal erwähnt. Auch wenn zunächst die zurückhaltende Formulierung verwendet wird, dass der Zurechnungszusammenhang zwischen Volk und staatlicher Herrschaft *vor allem* durch die Wahl des Parlaments hergestellt wird, heißt es in der Konkretisierung weiter: „Organe und Amtswalter bedürfen mithin zur Ausübung von Staatsgewalt einer Legitimation, die – als eine demokratische – auf die Gesamtheit der Staatsbürger, das Volk, zurückgeht“¹⁴⁶. Hier wird vermutlich die für die nahe Zukunft zu erwartende Entscheidung zur Emschergenossenschaft/Lippeverband endgültige Klärung bringen.

Zusammenfassend lässt sich die Auffassung des Bundesverfassungsgerichts wie folgt charakterisieren: die Übertragung von Staatsgewalt auf Selbstverwaltungsorganisationen lässt sich aus zwei Aspekten rechtfertigen¹⁴⁷. Erstens sind jene durch ihren Sachverstand und ihre Interessen zur Findung des „richtigen“ Rechts in „einem von vornherein durch Wesen und Aufgabenstellung begrenzten Bereich“ in besonderem Maße geeignet (Zweckmäßigkeit der Dekonzentration). Zweitens werden die Befugnisse den Betroffenen zur Regelung ihrer eigenen Angelegenheiten übertragen (Aspekt der Betroffenenpartizipation).

c) Insbesondere: die autonome Rechtsetzung

In der Literatur wurden unterschiedliche Konzepte hinsichtlich der verfassungsrechtlichen Legitimation der autonomen Rechtsetzung vertreten¹⁴⁸. Die sog. Originaritätstheorie ging davon aus, dass die autonome Satzungsmacht naturrechtlich vorgegeben ist¹⁴⁹. Nach der sog. Dereliktionstheorie besteht die Satzungsautonomie auf Grund eines staatlichen Regelungsverzichts¹⁵⁰.

Die heute jedenfalls im Hinblick auf die funktionale Selbstverwaltung allgemeine Ansicht nimmt an, dass sich die Satzungsgewalt autonomer Körperschaften von der staatlichen Legislativgewalt ableitet und dementsprechend eine Delegation voraussetzt (sog. Delegationstheorie)¹⁵¹.

¹⁴⁴ BVerfGE 93, 37 ff. Vgl. die zustimmende Besprechung von Battis/Kersten, DÖV 1996, S. 584 ff.

¹⁴⁵ Ausführlich Rinken, KritV 1996, S. 282, 298 f.

¹⁴⁶ BVerfGE 93, 37, 67.

¹⁴⁷ Vgl. auch Denninger, Verfassungsrechtliche Anforderungen, S. 127: Rechtfertigung durch Verbindung von „a) besonderem Interesse mit b) besonderer Betroffenheit und c) besonderem Sachverstand“.

¹⁴⁸ Vgl. ausführlich Friehe, JuS 1989, S. 465, 466 ff.; Ossenbühl, HStR III, § 66 Rn 17 ff.

¹⁴⁹ Vgl. etwa Fleiner, Institutionen, S. 80.

¹⁵⁰ Salzwedel, VVDStRL 22 (1965), S. 206

¹⁵¹ Vgl. etwa Schnapp/Kaltenborn, JuS 2000, S. 937, 939; Kleine-Cosack, Berufsständische Autonomie, S. 82; Ossenbühl, HStR III § 66 Rn 21; Dreier, in: ders., GG, Art. 1 III Rn 43; Papenfuß, personelle Grenzen, S. 139 m.w.N.

aa) Nichtanwendbarkeit von Art. 80 Abs. 1 GG

Art. 80 Abs. 1 GG kommt bei der Delegation von Satzungsautonomie heute nach ganz herrschender Ansicht generell nicht zur analogen¹⁵² Anwendung¹⁵³. Teilweise wird jedoch differenziert zwischen Körperschaften und Anstalten und bei letzteren Art. 80 Abs. 1 GG für anwendbar gehalten¹⁵⁴. Das Bundesverfassungsgericht verneint in ständiger Rechtsprechung die Anwendbarkeit des Art. 80 Abs. 1 GG und zwar sowohl für Körperschaften¹⁵⁵ als auch für Anstalten des öffentlichen Rechts¹⁵⁶.

Die zentralen Ausführungen dazu finden sich im Facharzturteil: „Denn es macht einen erheblichen Unterschied, ob der Gesetzgeber seine – der Materie nach prinzipiell unbeschränkte und allen Bürgern wirksame – Normsetzungsbefugnis an eine Stelle der bürokratischen organisierten staatlichen Exekutive abgibt oder ob er innerhalb eines von vornherein durch Wesen und Aufgabenstellung der Körperschaft begrenzten Bereichs einen bestimmten Kreis von Bürgern ermächtigt, durch demokratisch gebildete Organe ihre eigenen Angelegenheiten zu regeln“. Es sind hier also erneut die Argumente der personalen und sachlich-funktionalen Dekonzentration, die gegen eine Anwendung des Art. 80 Abs. 1 S. 2 GG sprechen¹⁵⁷.

bb) Anforderungen durch den Parlamentsvorbehalt

Einigkeit besteht darüber, dass trotz der an sich zulässigen Autonomiegewährung der Grundsatz bestehen bleibt, dass der Gesetzgeber sich seiner Rechtsetzungsbefugnis nicht völlig entäußern darf, insbesondere dann, wenn der Akt der Autonomieverleihung zugleich zu Eingriffen in den Grundrechtsbereich ermächtigt¹⁵⁸. Über den bloßen Gesetzesvorbehalt, der verlangt, dass ein Grundrechtseingriff auf ein rechtfertigendes Gesetz gestützt werden kann, besteht ein Parlamentsvorbehalt, der verlangt, dass die wesentlichen Fragen des Zusammenlebens vom Parlament selbst beantwortet werden¹⁵⁹.

Als überwunden darf die Theorie des „besonderen Gewaltverhältnisses“ gelten. Dieses im 19. Jahrhundert entwickelte Konzept sah den Bürger, der in besonders enger Beziehung zum Staat stand – etwa auf Grund eines Strafgefangenen-, Schul- oder Anstaltsverhältnisses –, in den Verwaltungsbereich mit einbezogen, so dass die Grundrechte und der Gesetzesvorbehalt nicht zur Geltung kommen sollten¹⁶⁰. Seit dem Strafgefangenen-Urteil des Bundesverfassungsgerichts, wo das Gericht die Geltung der Grundrechte und damit auch des Gesetzesvorbehalts auch im Strafvollzug festgestellt hat, wird sie in dieser Form nicht mehr vertreten. Wenn heute noch von Sonderverhältnissen oder Sonderstatusverhältnissen gesprochen wird, soll damit nur auf die Besonderheiten

¹⁵² Eine unmittelbare Anwendung kommt nicht in Betracht, da Art. 80 GG seinem Wortlaut und seiner Entstehungsgeschichte nur für Rechtsverordnungen gilt.

¹⁵³ Siehe etwa Maurer, Allgemeines Verwaltungsrecht, § 4 Rn 16; Ossenbühl, Satzung, HStR III, § 66 Rn 31; Kleine-Cosack, Berufsständische Autonomie, S. 222, Kluth, Funktionale Selbstverwaltung, S. 488.

¹⁵⁴ Luthe, SGB 1992, S. 580, 581 Fn 3, der jedenfalls BVerfGE 12, 319, 325 nach dem Facharzt- und dem Strafgefangenenurteil für hinfällig hält.

¹⁵⁵ BVerfGE 19, 253, 267; 21, 54, 62; 32, 346, 360; 33, 125, 157 f.

¹⁵⁶ Aausdrücklich BVerfGE 12, 319, 325; implizit E 38, 1, 25.

¹⁵⁷ Vgl. Ossenbühl, HStR III, § 66, Rn 37.

¹⁵⁸ BVerfGE 33, 125, 158.

¹⁵⁹ Ständige Rechtsprechung des BVerfG, vgl. etwa E 58, 257, 268 f.; 49, 89, 126 f.; 48, 210, 221; 47, 46, 78 f.; 45, 400, 417 f.; 41, 251, 260; 40, 237, 249; 61, 260, 275. Ebenso etwa BVerwGE 57, 360, 363 f.; 47, 201, 203 f.; 47, 194, 197 f.

¹⁶⁰ Vgl. näher Maurer, Allgemeines Verwaltungsrecht, § 6 17, § 8 m.w.N.; Kleine-Cosack, Berufsständische Autonomie, S: 83.

der betrachteten Bürger-Staat-Beziehung hingewiesen werden, ohne dass die Grundrechtsgeltung ernsthaft in Zweifel gezogen wird¹⁶¹.

Im Facharztbeschluss hat das Bundesverfassungsgericht zudem keine Zweifel daran gelassen, dass die Grundrechte auch im Rahmen der autonomen Normsetzung zu beachten sind. Denn auch aus dem Gedanken der Autonomie lässt sich nichts anderes herleiten, insbesondere nicht ein freiwilliger Grundrechtsverzicht, wenn der Eintritt in den Regelungsbereich eines Selbstverwaltungsträgers Voraussetzung für Berufsausübung ist¹⁶².

Der Gesetzgeber muss „in grundlegenden normativen Bereichen, zumal im Bereich der Grundrechtsausübung, soweit diese staatlichen Regelung zugänglich ist, alle wesentlichen Entscheidungen ... selbst treffen“¹⁶³. Diese sog. Wesentlichkeitstheorie hat in der Literatur trotz Kritik an ihrer Unbestimmtheit¹⁶⁴ ganz überwiegend Gefolgschaft gefunden¹⁶⁵. Letztlich bleibt nur die Frage, was als wesentliche Entscheidung anzusehen ist.

In der Literatur sind allgemeine Kriterien vorgeschlagen worden, an denen sich die Wesentlichkeit einer Entscheidung ausmachen lassen kann¹⁶⁶. Weitgehende Einigkeit herrscht dabei über die Kriterien der Grundrechtsrelevanz und der Bedeutung für die Allgemeinheit, wobei im Detail zahlreiche Unterschiede bestehen.

Eine *Grundrechtsrelevanz* soll dann gegeben sein, wenn der Schutzbereich eines Grundrechts betroffen ist und eine gewisse Mindestintensität der Auswirkung einer staatlichen Maßnahme vorhanden ist. Dabei kommt auch der beabsichtigten Zielrichtung entscheidende Bedeutung zu. Entscheidungen, die Grundrechte beschränken oder durch die kollidierende Grundrechte gegeneinander abgegrenzt werden, sind immer wesentlich.

Für die *Allgemeinbedeutung* einer Regelung sind vor allem vier Aspekte entscheidend.

Erstens die Größe des Adressatenkreises einer Regelung. Zweitens die „politische Wichtigkeit oder Umstrittenheit“ einer Materie. Je mehr ein Thema im Zentrum der politischen Auseinandersetzung steht, desto größere Bedeutung kommt der Interessenausgleichsfunktion des Parlaments zu. Drittens die Determinationswirkung einer Regelung, d.h. inwieweit ihr eine besondere Leitbildfunktion zukommt oder sie sich strukturell auf mehrere Gebiete auswirkt. Und schließlich viertens die Auswirkungen auf das staatlich-organisatorische Gesamtgefüge, wie etwa das Verhältnis der Staatsorgane zueinander bzw. die Verlagerung von Entscheidungszuständigkeiten und -verantwortlichkeiten.

Für den Bereich der funktionalen Selbstverwaltung hat das Verfassungsgericht zwei Leitlinien vorgegeben. Einerseits erwächst dem Gesetzgeber aus der Verleihung der Satzungsautonomie eine gesteigerte Verantwortung. Insbesondere die Vorbeugung der spezifischen Gefahren, die der Freiheit des Einzelnen durch die Macht gesellschaftlicher

¹⁶¹ Vgl. Klein, DVBl. 1987, S. 1102, 1103 f.

¹⁶² Vgl. Kleine-Cosack, Berufsständische Autonomie, S. 142; Papenfuß, Personelle Grenzen, S. 177; BverwGE 59, 231, 234.

¹⁶³ BVerfGE 61, 260, 275.

¹⁶⁴ Vgl. etwa Kisker, NJW 1977, S. 1313, 1317.

¹⁶⁵ Vgl. etwa die Nachweise bei Kleine-Cosack, Berufsständische Autonomie, S. 240 f. Fn 117.

¹⁶⁶ Vergleiche zum folgenden Staupe, Parlamentsvorbehalt, S. 236 ff.; Kleine-Cosack, Berufsständische Autonomie, S. 245 ff.; Kluth, Funktionale Selbstverwaltung, S. 491 ff. Grundlegend auch Kister, NJW 1977, S. 1313 ff.; Rengeling, NJW 1978, S. 2217 ff.

Gruppen drohen und die Interessen der Allgemeinheit zu wahren, gehört mit zu den Funktionen des Gesetzesvorbehalts¹⁶⁷.

Andererseits würde es den Prinzipien der Selbstverwaltung und der Autonomie nicht entsprechen, wenn der Selbstgesetzgebung zu starke Fesseln angelegt werden, so dass ihr Grundgedanke, die in den gesellschaftlichen Gruppen lebendigen Kräfte in eigener Verantwortung zur Ordnung der sie besonders berührenden Angelegenheiten heranzuziehen und ihren Sachverstand zu nutzen, nicht genügend Spielraum fände¹⁶⁸.

cc) Demokratische Binnenstruktur und Verfahren

Auch wenn die Betroffenenpartizipation bei Selbstregulierungsorganisationen keine demokratische Legitimation nach Art. 20 Abs. 2 GG vermittelt, so soll doch nach herrschender Meinung das in dieser Grundrechtsnorm verankerte Demokratieprinzip als Strukturentscheidung auch Einfluss auf die Binnenorganisation des Selbstverwaltungsträgers haben¹⁶⁹. Etwa seien bei Körperschaften durch Art. 20 Abs. 2 GG als Mindestvoraussetzungen die Notwendigkeit der Existenz eines Kollegialorgans, in dem die Mitglieder zusammengefasst oder repräsentiert werden, eine gewisse Verantwortlichkeit der Exekutivorgane gegenüber diesem Gremium und eine demokratische Willensbildung impliziert¹⁷⁰. In der Literatur wird zudem vertreten, dass als eine Mindestanforderung an die demokratische Binnenstruktur das Prinzip der ununterbrochenen Legitimationskette zwischen dem Verbandsvolk und dem autonomen Entscheidungsorganen bestehen müsse¹⁷¹. Eingeräumt wird jedoch auch, dass es sich beim Gebot der verbandsinternen Demokratie um ein offenes Prinzip handelt, bei dem sich die Übernahme eines bestimmten Demokratiemodells für alle Erscheinungsformen verbietet¹⁷². Dementsprechend bestehe bei der Ausgestaltung für den Gesetzgeber eine gewisse Gestaltungsfreiheit¹⁷³.

Zwei Fragen im Zusammenhang mit den Anforderungen an die Binnenstruktur haben in der Literatur besondere Aufmerksamkeit erlangt. Zum einen die Wahlrechtsgrundsätze¹⁷⁴, zum anderen die Beteiligung Externer bei der Entscheidungsbildung in Selbstverwaltungsorganen¹⁷⁵.

Auch innerhalb der Selbstverwaltungsorganisation sind Wahlen der zentrale Mechanismus für die Partizipation der Betroffenen. Dementsprechend kommt ihrer Ausgestaltung eine übergeordnete Bedeutung zu. Das Bundesverfassungsgericht verlangt für die autonome Legitimation ein geringeres Maß an demokratischen Anforderungen.

¹⁶⁷ BVerfGE 25, 133, 159 f.

¹⁶⁸ BVerfGE 25, 133, 159.

¹⁶⁹ Tettinger, BRAK-Mitteilungen 1993, S. 98, 99; Maurer, Allgemeines Verwaltungsrecht, § 23 Rn 40; OVG NW NWVBl. 1996, S. 254, 259; Papenfuß, Personelle Grenzen, S. 152; Frotscher, FG-Unruh, S. 127, 144 ff.; Oebbecke, VerwArch 1990, S. 359 ff.; Kluth, Funktionale Selbstverwaltung, S. 458 f.; Hendler, HStR IV, § 106 Rn 32; Kleine-Cosack, Berufsständische Autonomie, S. 185 ff., der als weitere Begründung eine Analogie zu Art. 28 I 2, 21 I 3 GG und die Heranziehung der Grundrechtsfunktion angibt.

¹⁷⁰ Tettinger, BRAK-Mitteilungen, S. 98, 99; Maurer, Allgemeines Verwaltungsrecht, § 23 Rn 40.

¹⁷¹ Papenfuß, Personelle Grenzen, S. 152 m.w.N.; Frotscher, FG-Unruh, S. 127, 145; Tettinger, BRAK-Mitteilungen 1993, S. 98, 99; Oebbecke, VerwArch 1990, S. 349, 368; ablehnend hierzu OVG NW NWVBl. 1996, S. 255, 258 f.

¹⁷² Kleine-Cosack, Berufsständische Autonomie, S. 191.

¹⁷³ Vgl. auch BVerfGE 14, 263, 275; 35, 79, 120f.; 38, 1, 26.

¹⁷⁴ Vgl. etwa Kleine-Cosack, Berufsständische Autonomie, S. 206 ff.; Kluth, Funktionale Selbstverwaltung, S. 459 ff.; Schmidt-Abmann, AöR 116 (1991), S. 329, 378; Oebbecke, VerwArch 1991, S. 349, 362 ff.

¹⁷⁵ Vgl. etwa Papenfuß, Personelle Legitimation, S. 151, 156 ff.; Kluth, Funktionale Selbstverwaltung, S. 464 ff.; Kleine-Cosack, Berufsständische Autonomie, S. 204.

Dies gilt insbesondere für den Grundsatz der Wahlrechtsgleichheit, der nach Ansicht des Gerichts im Bereich der Selbstverwaltung keine strenge Geltung beanspruchen kann, sondern für sachgerechte Differenzierungen offen ist¹⁷⁶. Für die Anstalten etwa soll dem Gesetzgeber eine weitgehende Beurteilungs- und Entschließungsfreiheit bei der Frage zukommen, welcher Einfluss Gruppen mit verschiedenen Aufgaben und verschiedenem „volkswirtschaftlichen und sozialen“ Gewicht in den Organen eingeräumt werden soll¹⁷⁷. Für diese Rechtsprechung lassen sich gute Gründe anführen. Wenn etwa bestimmte Aufgaben gerade deswegen einem Selbstverwaltungsträger unterstellt worden sind, um eine Interessendurchsetzung zu ermöglichen, dann ist es sinnvoll, an die Interessenstruktur anzuknüpfen¹⁷⁸. Dies kann das Abweichen vom Grundsatz der Stimmgleichheit rechtfertigen, wenn die Betroffeneneigenschaft nicht allein die Person als solche erfasst, sondern an die Eigenschaft etwa als Arbeitgeber anknüpft¹⁷⁹. Geltung dürfte folglich nur ein Egalitätsprinzip beanspruchen, welches bei nach Art und Maß gleicher Betroffenheit auch gleiche Mitwirkungsrechte zugesteht¹⁸⁰.

In Bezug auf Mitwirkung Externer würden nach einem streng demokratischen Verständnis der Binnenorganisation die im Mitbestimmungs-Urteil aufgestellten Grundsätze zur Anwendung kommen, so dass eine Beteiligung Externer nur sehr eingeschränkt möglich wäre. Diese Grundsätze erscheinen bei der Selbstverwaltung aber nicht sachgerecht. Dies gilt besonders bei der Mitwirkung staatlicher Stellen, die ihre Legitimation zwar nicht vom Verbandsvolk, sehr wohl aber vom Gesamtvolk im Sinne des Art. 20 Abs. 2 GG ableiten. Da die autonome Legitimation zur Kompensation der mangelhaften demokratischen Legitimation benötigt wird, bestehen hier keine grundlegenden Bedenken. Zwar ist bei Einbeziehung staatlicher Stellen ein „Weniger“ an autonomer personeller Legitimation vorhanden, dafür aber ein „Mehr“ an demokratischer personeller Legitimation.

e) Sanktionen zur Durchsetzung des autonomen Rechts

Für die Durchsetzung des Rechts der Selbstverwaltungsorganisationen besteht zum einen die Möglichkeit der Sanktionsverhängung im Verwaltungsweg, zum anderen die Verhängung von Strafen durch organisationsinterne Gerichte.

aa) Sanktionen im Verwaltungsweg

Für die Verhängung von Strafen auf dem Verwaltungsweg bestehen verschiedene Begrenzungen. Die Reichweite der Sanktionsbefugnis ergibt sich aus der Reichweite der autonomen Satzungsbefugnis. Nur dort, wo eine unmittelbare Bindung der Betroffenen zulässig ist, kann eine autonome Sanktionsbefugnis bestehen. Außerhalb dieses Bereichs ist eine vollständige demokratische Legitimation der Amtswalter erforderlich. Dabei gelten auch hier der Gesetzesvorbehalt und die Wesentlichkeitstheorie, so dass die Sanktionsmöglichkeiten durch den parlamentarischen Gesetzgeber vorgesehen werden müssen.

¹⁷⁶ BVerfGE 39, 247, 254 ff.; 41, 1, 11 f.; 83, 37, 55; zustimmend etwa Schmidt-Aßmann, AöR 116 (1991), S. 329, 378; kritisch Emde, Legitimation, S. 405 ff.

¹⁷⁷ BVerfGE 10, 89, 107; 38, 1, 27.

¹⁷⁸ Schmidt-Aßmann, AöR 116 (1991), S. 329, 378 f.

¹⁷⁹ Oebbecke, VerwArch 1991, S. 349, 365.

¹⁸⁰ Hender, HStR IV, § 106 Rn 32.

Des weiteren ist Art. 103 Abs. 2 GG zu beachten, der auch für Disziplinarstrafen gilt¹⁸¹ und vorschreibt, dass eine Tat nur bestraft werden kann, wenn die Strafbarkeit vor der Tatbegehung gesetzlich bestimmt war. Allerdings hat das Bundesverfassungsgericht im Bereich der ehrengerichtlichen Strafen bisher generalklauselartige Bestimmungen zugelassen, da eine komplette Aufzählung aller mit einem Beruf verbundenen Pflichten im Detail nicht möglich sei¹⁸².

Aus Art. 104 Abs. 2 S. 1 GG folgt, dass über die Zulässigkeit und Dauer einer Freiheitsentziehung ein Richter zu entscheiden hat. Daneben folgert das Bundesverfassungsgericht aus Art. 92 GG einen Richtervorbehalt im Bereich des kriminellen Unrechts. Ein solches liegt vor, wenn es um mit einer Auflehnung gegen die Rechtsordnung verbundene Unwerturteile geht¹⁸³.

bb) Ausübung rechtsprechender Funktion

Die Ausübung rechtsprechender Funktion der Selbstverwaltungsorganisationen stellt eine richterliche Tätigkeit im Sinne des Art. 92 GG dar. Für ihre Zulässigkeit hat das Bundesverfassungsgericht insbesondere vier Voraussetzungen entwickelt.

Erstens ist eine gesetzliche Grundlage für die Einrichtung einer eigenständigen Gerichtsbarkeit einer Selbstverwaltungsorganisation erforderlich¹⁸⁴. Damit soll nicht nur der Vorhersehbarkeit gedient werden, welches Verhalten verboten ist, vielmehr ist dem Gesetzgeber die Entscheidung über die Übertragung von Strafgewalt vorbehalten. Nicht ausreichend ist jedenfalls bei Berufsverbänden die durch Gesetz zugewiesene Aufgabe, die Erfüllung der Pflichten der Mitglieder bzw. Benutzer zu überwachen, da sie nicht den aus den Grundrechten der Betroffenen und Art. 103 Abs. 3 GG folgenden Erfordernissen genügt¹⁸⁵. Ein Sonderproblem stellt hierbei die Frage dar, ob Selbstverwaltungsorganisationen ohne gesetzliche Ermächtigung ein privatrechtlichen Regeln folgendes Verbandsgericht aufstellen können¹⁸⁶. Diese Frage ist eng verknüpft mit der Frage der rechtsstaatlichen Bindung von staatlichen Stellen im Verwaltungsprivatrecht.

Zweitens müssen die Richter vom Staat mitbestimmt, mindestens bestätigt werden¹⁸⁷. Drittens muss die Unabhängigkeit (vgl. Art. 97 GG) der Richter gesichert sein. Und viertens verlangt die notwendige Professionalität der Gerichte die Mitwirkung zumindest eines Berufsrichters.

d) Funktionale Selbstverwaltung und ökonomische Theorie der Selbstregulierung

Die beiden vom Verfassungsgericht vorgegebenen Leitlinien zu den Möglichkeiten und Grenzen der funktionalen Selbstverwaltung – Aktivierung gesellschaftlicher Kräfte durch Dekonzentration und Betroffenenpartizipation auf der einen Seite und Gefahrenabwehr für Minderheiten und Allgemeinheit auf der anderen Seite – stehen in vielerlei Hinsicht

¹⁸¹ BVerfGE 45, 346, 350.

¹⁸² BVerfGE 26, 186, 204; 33, 125, 164; 45, 345, 352.

¹⁸³ BVerfGE 22, 49, 79; Zustimmung etwa bei Achterberg, in: Bonner Kommentar zum GG, Art. 92, Rn 103 ff.; ablehnend Herzig, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 92, Rn 46.

¹⁸⁴ BVerfG 32, 342, 362; 47, 109, 120; 71, 108, 114; 26, 196; 27, 320.

¹⁸⁵ Vgl. Hamb. OVG GewArch 1994, S. 282

¹⁸⁶ Verneinend Mohr/Farber, GewArch 1989, S. 157, 159.

¹⁸⁷ BVerfGE 18, 241, 253 ff.

mit den prinzipiellen Erkenntnissen der ökonomischen Theorie zur privaten Regulierung im Einklang.

aa) Selbstverwaltung und Selbstregulierung i.e.S.

Die diagnostizierten Gefahren für die Allgemeinheit und Minderheiten durch eine Wahrnehmung von Partikularinteressen hängen vom Umfang der Betroffenenpartizipation ab. Je mehr die von der Normgebung Betroffenen Einfluss auf die Entscheidung nehmen können, desto eher wird diese ihren Interessen entsprechen. Unter ökonomischen Gesichtspunkten steckt dahinter nichts anderes als der Gedanke der Internalisierung der Entscheidungseffekte. Wenn jeder, der von einer autonomen Regelung betroffen wird, über die Regelung mitzubestimmen hat, liegt eine vollständige Internalisierung vor, was eine Grundvoraussetzung für eine effiziente Normsetzungsentscheidung darstellt.

Für den Minderheitenschutz genügt eine solche Partizipation allerdings nicht. Dort sind Mechanismen erforderlich, die dafür sorgen, dass sich die Mehrheit nicht auf Kosten einer Minderheit durchsetzen kann. Aus organisationsökonomischer Sicht wurde bereits festgestellt, dass die Gefahr einer Beeinträchtigung von Minderheiten von der Homogenität des Betroffenenkreises abhängt¹⁸⁸. Je homogener diese Gruppe ist, d.h. je weniger sich die Betroffenen in ihren Partikularinteressen unterscheiden, desto geringer ist natürlich auch die Gefahr, dass eine Entscheidung der Selbstverwaltungsorganisation nicht im Interesse aller Betroffenen ist. Für den Interessenausgleich bei heterogener Betroffenenstruktur lassen die Ausführungen des Bundesverfassungsgerichts zur Innenstruktur der Selbstverwaltungsorganisationen genügend Spielraum für sachgerechte Lösungen.

Auch hinter dem Postulat der Aktivierung gesellschaftlicher Kräfte, welches die Findung des „richtigen“ Rechts wahrscheinlicher machen soll, steht ein Aspekt der Normfolgeninternalisierung. Diejenigen, die von einer autonomen Regelung unmittelbar betroffen sind, haben ein gesteigertes Interesse daran, suboptimale Regelungen zu verhindern.

Als weitere Punkte im Rahmen sachlicher Erwägungen, die den ökonomischen Erwägungen entsprechen, werden in der Literatur genannt: Bedürfnis nach Flexibilität, Abänderungsbedürftigkeit, Vielgestaltigkeit und Vielschichtigkeit¹⁸⁹, Dezentralisierung¹⁹⁰, entwicklungsöffener Sachverhalt¹⁹¹, Sachverstand¹⁹² und Entlastung des Staates¹⁹³. Eher auf die soziologische Internalisierungsthese wird jedoch abgestellt, wenn die mit der Selbstverwaltung verbundene Integrationswirkung betont wird, die den Abstand zum Staat verringern soll¹⁹⁴.

¹⁸⁸ Siehe Erster Teil, 3. Kap. F I.

¹⁸⁹ Kleine-Cosack, Berufständische Autonomie, S. 253; Rengeling, NJW 1978, S. 2117, 2221; Staube, Parlamentsvorbehalt, S. 262; Kluth, Funktionale Selbstverwaltung, S. 493; BVerfGE 58, 257, 268f.

¹⁹⁰ Staube, Parlamentsvorbehalt, S. 269; Kluth, Funktionale Selbstverwaltung, S. 493; Papenfuß, Personelle Grenzen, S. 135, 176.

¹⁹¹ Staube, Parlamentsvorbehalt, S. 263; Kluth, Funktionale Selbstverwaltung, S. 493.

¹⁹² Staube, Parlamentsvorbehalt, S. 276; Kluth, Funktionale Selbstverwaltung, S. 494, Papenfuß, Personelle Grenzen, S. 137, 176; Kleine-Cosack, Berufständische Autonomie, S. 126 f.; Frotscher, FG-Unruh, S. 127, 133; Hendl, Selbstverwaltung, S. 357.

¹⁹³ Staube, Parlamentsvorbehalt, S. 266; Kluth, Funktionale Selbstverwaltung, S. 493; Papenfuß, Personelle Grenzen, S. 137, 176; Kleine-Cosack, Berufständische Autonomie, S. 120 ff.; Hendl, Selbstverwaltung, S. 356.

¹⁹⁴ Papenfuß, Personelle Grenzen, S. 171; Frotscher, FG-Unruh, S. 127, 132.

bb) Selbstverwaltung und Fremdregulierung

Nun beschränkt sich das, was in der ökonomischen Theorie als Normsetzungsanreiz ausgemacht wurde – die Möglichkeit der Internalisierung externer Effekte – nicht auf das unmittelbare Betroffensein. Eine Internalisierung durch den Normsetzer kann auch mittelbar geschehen und kann dementsprechend auch dann vorliegen, wenn sich eine Regelung primär auf „Externe“ bezieht, sofern über den indirekten Marktmechanismus eine Rückkopplung erfolgt¹⁹⁵. Sowohl zur Begrenzung der Gefahren, die sich aus der Delegation der Satzungsautonomie auf Grund möglicher einseitiger Interessenwahrnehmung ergeben als auch für die Aktivierung gesellschaftlicher Kräfte reicht eine mittelbare Betroffenheit aus. Wie gesehen kann aus ökonomischer Sicht eine Fremdregulierung, bei der die Normierungsfolgen nur mittelbar internalisiert werden, ebenso sinnvoll sein. Gerade für die hier besonders interessierende Normsetzung durch gewinnorientierte, kapitalistische Börsen wurde gezeigt, dass keine Grundlage für die Befürchtung besteht, diese würden eine angemessene Regulierung nicht zu leisten vermögen.

Mit dem Konzept der Selbstverwaltung lässt sich eine solche Fremdregulierung nur bedingt vereinbaren. Tendenziell soll ein geringeres Maß der Betroffenenpartizipation zu einem strukturell angelegten Minus an Autonomie führen¹⁹⁶. Dies wird insbesondere bei den öffentlich-rechtlichen Anstalten virulent. Dort sind die Benutzer als Betroffene oft gar nicht, oder nur eingeschränkt an der Entscheidungsbildung beteiligt. In der Literatur wird daher diskutiert, ob man hier überhaupt noch von Selbstverwaltung sprechen könne¹⁹⁷. Von der Klärung dieses begrifflichen Problems darf man allerdings keine Antwort auf die dahinter stehende Frage der verfassungsrechtlichen Legitimität erwarten. Denn es ist ja gerade die Frage, ob sich Autonomie ausschließlich auf dem Selbstregulierungsgedanken im engeren Sinne gründen kann.

aaa) Regelungserstreckung auf „Externe“: Die Literaturmeinungen

In der Literatur wird nun die Frage diskutiert, ob die autonome Satzungsbefugnis auch soweit gehen kann, Regelungen zu treffen, die gegenüber „Externen“ Wirkung haben. Teilweise wird die Zulässigkeit einer Wirkung auf Außenstehende ganz bestritten¹⁹⁸. Andere wollen eine Außenwirkung grundsätzlich dann zulassen, wenn sie in einem engen Zusammenhang mit der Sachaufgabe der autonomen Körperschaft steht¹⁹⁹. Ein völliger Ausschluss der Wirkung gegenüber Externen soll angesichts der Systeminterdependenzen in entwickelten Sozialsystemen keinen Raum für eine Satzungsautonomie lassen²⁰⁰. Wieder andere schlagen eine Unterscheidung zwischen unmittelbarer und mittelbarer Wirkung gegenüber Externen vor²⁰¹ und erachten nur bei

¹⁹⁵ dies wird in der Literatur häufig übersehen, siehe nur etwa Papenfuß, Personelle Grenzen, S. 173.

¹⁹⁶ v.Mutius, in: ders. (Hrsg.), Autonomie, S. 21, 36.

¹⁹⁷ zweifelnd etwa v.Mutius, in: ders. (Hrsg.), Autonomie, S. 21, 35; vgl. weiter die Nachweise bei Hendler, HStR IV, § 106 Fn 53. Hendler selbst geht davon aus, dass dann keine Selbstverwaltung mehr vorliegt, wenn es an einer Betroffenenpartizipation ganz fehlt (§ 106 Rn 29).

¹⁹⁸ Wimmer, NJW 1995, S. 1577, 1580; Peters, HStR II, S. 266; Starck, AöR 92 (1967), S. 469; Starck/Konrad, JuS 1970, S. 31; Bieräugel, Grenzen, S. 183 f.; Atzbach, Grundfragen, S. 70; wohl auch Maurer, Allgemeines Verwaltungsrecht, § 4 Rn 17.

¹⁹⁹ Kleine-Cosack, S. 269 f.; Kluth, Funktionale Selbstverwaltung, S.503 ff.; mit Bedenken auch Ossenbühl, HStR III, § 66 Rn 33.

²⁰⁰ Vgl. Kleine-Cosack, Berufsständische Autonomie, S. 267.

²⁰¹ Anregung von Ossenbühl, HStR III, § 66 Rn 33, die Papenfuß, S. 174 ff weiter ausführt.

letzterer eine Delegation von Satzungsautonomie für zulässig²⁰². Allerdings sollen von diesem Grundsatz Ausnahmen zu machen sein, wenn die Regelungen dem Dritten lediglich Vorteile einräumen oder er sich freiwillig in den Regelungsbereich begibt, ohne damit seine grundgesetzlich garantierten Freiheitsrechte auszuüben²⁰³.

Die Diskussion krankt hier daran, dass der Begriff des „Externen“ keine allgemein akzeptierte Definition erfahren hat. Üblicherweise wird die Diskussion im Rahmen der körperschaftlich organisierten Berufsverbände geführt und dementsprechend als Externer jedes Nichtmitglied aufgefasst. Bezieht man aber die Anstalten in den Kreis der Betrachtung ein, so helfen diese Definitionen kaum weiter. Teilweise werden dann als Externe solche Personen definiert, die weder Mitglied noch Benutzer einer Selbstverwaltungsorganisation sind²⁰⁴. Dies führt zur weiteren Frage, was unter einem Benutzer zu verstehen ist. Das Problem lässt sich an einem Beispiel verdeutlichen, das von *Papenfuß* gewählt wurde, um einen Fall zu illustrieren, in dem eine unmittelbare Wirkung auf Externe zulässig sein soll: „Wer also z.B. an gesetzlich nicht gebotenen Fortbildungsmaßnahmen der Handwerksinnung teilnimmt und dafür Gebühren nach einer autonomen Gebührensatzung zahlen muss, kann sich nicht darauf berufen, diese sei deshalb nichtig, weil sie ihm als Externen gegenüber unmittelbare Außenwirkung entfalte. ... [Es] verbietet ... die Regelungsmaterie, die ebenso gut privatrechtlich durch Tarife, AGB oder einseitige Leistungsbestimmungsrechte nach § 315 BGB geregelt werden könnte, die Zulässigkeit der Außenwirkung aus verfassungsrechtlichen Gründen zu versagen“²⁰⁵.

Hätte der Fortbildungsbegierige in diesem Beispiel an einer von einer Anstalt des öffentlichen Rechts organisierten Fortbildung teilgenommen, so hätte man ihn wohl als Anstaltsbenutzer qualifiziert und damit nicht als Externen. Die rechtliche Bewertung der satzungsmäßigen Gebührenregelung kann aber kaum an der formaljuristischen Unterscheidung festgemacht werden, ob eine Selbstverwaltungsorganisation dem Typ der Körperschaft oder dem der Anstalt zuzuordnen ist, zumal die Übergänge zwischen diesen Organisationsformen häufig wenig konturiert sind.

Ingesamt wirkt also die Art und Weise, wie in der Literatur das Problem der „Außenwirkung“ angegangen wurde, irreführend. Im Grunde kann es um nicht anderes gehen als um die Frage, ob sich Regelungen auch auf Personen erstrecken können, die keine Mitwirkungsrechte besitzen und damit um das Merkmal der Betroffenenpartizipation²⁰⁶. Letztlich ist dann die Frage der Geltungserstreckung von autonomen Normen auf Externe nur ein Unterfall der allgemeineren Frage, welche Voraussetzungen an die autonome Legitimation des Satzungsgebers zu stellen sind.

²⁰² Papenfuß, personelle Grenzen, S. 175 ff.

²⁰³ Papenfuß, personelle Grenzen, S. 176 f.

²⁰⁴ So implizit Maurer, Allgemeines Verwaltungsrecht, § 4 Rn 17.

²⁰⁵ Papenfuß, personelle Grenzen, S. 177. Die Argumentation vermag freilich nicht so recht zu überzeugen. Ebenso wenig wie der Staat seiner Grundrechtsverpflichtungen dadurch entbunden wird, dass sich die Bürger freiwillig in seinen Einflussbereich begeben, kann es unter Berücksichtigung von Art. 20 Abs. 2 GG eine Rechtfertigung für die Ausübung von Staatsgewalt sein. Denn die öffentlich-rechtliche Handlungsform ist für den Bürger auch mit Nachteilen verbunden.

²⁰⁶ Auch Papenfuß, personelle Grenzen, S. 26 f. definiert den Externen als denjenigen, der keine Mitspracherecht besitzt.

bbb) Regelungserstreckung auf „Externe“: Die Rechtsprechung

Das Bundesverfassungsgericht hat die Ausübung von Staatsgewalt durch Anstalten prinzipiell gebilligt²⁰⁷, ist also offensichtlich bereit, eine Kompensation der personellen demokratischen Legitimation allein aus dem funktionalen Gedanken des begrenzten Aufgabenbereichs und der damit bewirkten Indienstnahme privaten Sachverständs zu akzeptieren²⁰⁸. Insbesondere soll dem Gesetzgeber ein Spielraum bei der Frage zukommen, welcher Einfluss den verschiedenen Betroffenen in der Selbstverwaltung eingeräumt wird²⁰⁹. Wie gesehen geht das Gericht auch bei den internen Entscheidungsverfahren nicht von einer Geltung eines gleichheitlichen demokratischen Prinzips aus, sondern gestattet aus Funktionalitätserwägungen Abweichungen. Andererseits hat das Gericht wiederholt betont, dass der Gesetzgeber berücksichtigen müsse, dass die Rechtsetzung durch Berufsverbände spezifische Gefahren für die Betroffenen und die Allgemeinheit mit sich bringen kann, da sich die Verbände typischerweise von Verbandsinteressen leiten lassen²¹⁰. Dem Gesetzgeber kommt also die Aufgabe zu, die Gemeinwohlsicherung insbesondere dort zu betreiben, wo die Gefahr besteht, dass die Entscheidungen der Selbstverwaltungskörperschaft nicht im Interesse der Betroffenen sind. Die Gefahren für die Betroffenen werden nun umso höher sein, je weniger Mitsprache sie bei den Entscheidungen haben. Das Gericht will diesen Gefahren jedoch mit Schranken an die Ermächtigung zur Ausübung von Staatsgewalt begegnen, ohne die prinzipielle Möglichkeit einer Übertragung in Frage zu stellen²¹¹.

Auch bei der Frage des Umfangs der autonomen Regelungsgewalt hat das Bundesverfassungsgericht die Möglichkeit anerkannt, dass Einzelfragen fachlich-technischen Charakters in dem vom Gesetzgeber gezogenen Rahmen auch dann durch Satzungsrecht geregelt werden können, wenn sie schutzwürdige Interessen von Nichtmitgliedern berühren²¹². Noch deutlicher ist die Formulierung des Gerichts in einer jüngeren Entscheidung zur Selbstverwaltung der Rechtsanwälte. Dort ging es um eine satzungsmäßig begründete Pflicht der Ankündigung eines Versäumnisurteils gegenüber dem gegnerischen Anwalt²¹³. Zunächst stellte das Gericht dort fest, dass eine gewisse Berührung mit den Interessen und Rechten Dritter bei den autonomen Berufsregeln der Anwälte unvermeidlich ist²¹⁴. Ausdrücklich sah es aber in § 59b Abs. 2 Nr. 5 bis 9 BRAO eine gesetzliche Ermächtigung für Regelungen mit Außenwirkung: „Die Satzungsversammlung ist danach ermächtigt, Regelungen mit Außenwirkung für die genannten Sachverhalte und Personenkreise zu treffen“²¹⁵. In diesem Fall ergibt sich der Personenkreis, auf den sich die Satzungen auswirken können, also ausdrücklich aus dem der Rechtsanwaltskammer zugewiesenen Aufgabenkreis und ist nicht auf den Kreis der an der Normsetzung Partizipierenden beschränkt.

²⁰⁷ BVerfGE 12, 319, 325 („Satzungen kraft echter autonomer Satzungsgewalt“); E 37, 1, 25;

²⁰⁸ Kritisch hierzu Isensee, DB 1985, S. 2681, 2685. Luthé, SGB 1992, S. 580; die funktionale Rechtfertigung wird eingeschränkt akzeptiert von Ossenbühl, HStR III, § 66 Rn 25; v. Mutius, in: Mutius (Hrsg.), Autonomie, S. 21; die Bedeutung des funktionalen Aspekts der Selbstverwaltung wird betont von Trute, DVBl. 1996, S. 950, 963.

²⁰⁹ BVerfGE 37, 1, 27; ähnlich Hendlér, HStR IV, § 106 Rn 33.

²¹⁰ BVerfG, NJW 1988, S. 191; BVerfGE 72, 75; 76, 171, 185; 101, 312; BVerfGE 101, 312=BVerfG, NJW 2000, S. 347.

²¹¹ BVerfGE 33, 125, 158 f.; 71, 162, 172; 76, 171, 185; E 101, 312, 322 f.=BVerfG, NJW 2000, S. 347.

²¹² BVerfGE 33, 125, 160.

²¹³ BVerfGE 101, 312=NJW, 2000, S. 347.

²¹⁴ BVerfGE 101, 312, 323.

²¹⁵ BVerfGE 101, 312, 324.

cc) Ergebnis

Die verfassungsrechtlichen Leitlinien, wie sie sich der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts im Hinblick auf die funktionale Selbstverwaltung entnehmen lassen, lassen Raum für die Berücksichtigung der ökonomischen Anreizzusammenhänge, die sich bei der privaten Regulierung ergeben. Das Gericht sieht die Legitimation der Selbstverwaltung in der Aktivierung gesellschaftlicher Kräfte durch die auch ökonomisch sinnvoll zu interpretierenden Aspekte der Aufgabendeckonzentration und der Betroffenenpartizipation. Prinzipiell steht das Gericht auch dem Konzept der Fremdregulierung ‚jedenfalls in Einzelfragen, nicht ablehnend gegenüber, wenn es von der Möglichkeit der Erstreckung autonomer Normen auch auf solche Gruppen ausgeht, die nicht an der Entscheidungsbildung partizipieren.

3. Verweisung auf private Regelwerke und Generalklauselmethode

Gesetzliche Verweisungen auf private Regelwerke stellen nur scheinbar ein Problem der privaten Normsetzung dar. Durch den Verweis in einem Gesetz wird das Regelwerk Teil des Gesetzes. Es geht also nicht darum, ob Private mit einer eigenständigen Rechtsetzungskompetenz betraut werden können, sondern darum, ob der Gesetzgeber die inhaltliche Ausgestaltung der ihm zuzuschreibenden Gesetze Privaten überlassen kann²¹⁶. Auch einige Börsen haben in der Vergangenheit in den Börsenordnungen von der Technik der Verweisung Gebrauch gemacht. So verwies § 54 a Abs. 1 2. der Börsenordnungen der Frankfurter Wertpapierbörse, der Berliner Börse und der Stuttgarter Börse für Detailregelungen hinsichtlich des Abfindungsangebots, welches einen Rückzug von der Börse aus Anlegerschutzgedanken als unbedenklich machen soll, auf Regelungen des Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission in der jeweils gültigen Fassung.

Seit den grundlegenden Untersuchungen von *Ossenbühl*²¹⁷ und *Karpen*²¹⁸ unterscheidet man zwischen statischer und dynamischer Verweisung. Eine statische Verweisung liegt vor, wenn sich der Normgeber auf eine andere Norm in einer ganz bestimmten Fassung bezieht. Dynamische Verweisungen zeichnen sich dagegen dadurch aus, dass sie auf eine Norm in der jeweils gültigen Fassung verweisen und damit mögliche Veränderungen der in Bezug genommenen Norm akzeptieren, ohne dass es dafür einer weiteren gesetzgeberischen Tätigkeit bedarf.

Während statische Verweisungen allgemein für zulässig gehalten werden, sind die Voraussetzungen für zulässige dynamische Verweisungen immer noch umstritten. Das Bundesverfassungsgericht hält in ständiger Rechtsprechung dynamische Verweisungen jedenfalls für nicht grundsätzlich unzulässig²¹⁹.

Mit der schon anfangs angesprochenen Generalklauselmethode, bei der privaten Regelwerken nur die Aufgabe zukommt, gesetzliche Bestimmungen als widerlegbare Vermutung oder Auslegungshilfe zu konkretisieren, scheint der Gesetzgeber einen Weg gefunden zu haben, die verfassungsrechtlichen Probleme der dynamischen Verweisung

²¹⁶ Diese mittlerweile ganz herrschende Meinung geht auf Ossenbühl, DVBl. 1967, S. 401, 403 zurück. AA in neuerer Zeit etwa Leisner, in: Kloepfer (Hrsg.), Selbst-Beherrschung, S. 151, 155, der einen Fall der Beleihung im herkömmlichen Sinne erkennen will, bei der eine unmittelbare Grundrechtswirkung gegenüber den Beliehenen eintreten soll.

²¹⁷ Ossenbühl, DVBl. 1967, S. 401 ff.

²¹⁸ Karpen, Verweisung.

²¹⁹ BVerfGE 26, 338, 365; 47, 285, 312; 60, 135, 155; 64, 208, 215; 76, 363, 385; 78, 32, 35.

zu umgehen, sich aber gleichzeitig der Normungsinitiative Privater bedienen zu können. Die rechtstechnische Konstruktion kann aber nicht über die materiellen Bedenken hinwegtäuschen, die sich aus der Beteiligung Privater bei der Ausübung von Staatsgewalt ergeben. Dementsprechend ist etwa auch die Übertragung der Normsetzungsaufgaben auf das DRSC aus verfassungsrechtlicher Sicht umstritten²²⁰.

Es sind vor allem drei Anforderungen, die die Zulässigkeit dynamischer Verweisungen auf private Regelwerke und in abgemilderter Form auch die Möglichkeiten der Generalklauselmethode begrenzen. Dies sind die Anforderungen an die Publikation der Regelwerke (a), die Vorgaben aus dem Demokratieprinzip (b) und die rechtsstaatlichen Anforderungen an das Normgebungsverfahren und die Bestimmtheit der gesetzten Normen (c).

a) Publikationserfordernisse

Nach Art. 82 Abs. 1 S. 1 GG sind Bundesgesetze im Bundesgesetzblatt zu verkünden. Die ordnungsgemäße Verkündung ist Entstehungs- und Wirksamkeitsvoraussetzung²²¹. Entsprechende Vorschriften finden sich in den Landesverfassungen. Für Rechtsverordnungen des Bundes bestimmt Art. 82 Abs. 1 S. 2 GG dieselbe Verkündungsart, falls gesetzlich nichts anderes bestimmt ist. Für Satzungen folgt das Publikationserfordernis aus dem Rechtsstaatsprinzip.

Über die genauen Anforderungen des Art. 82 Abs. 1 GG wurde bisher in der Literatur keine Einigkeit erzielt. Nach einer früher vertretenen Auffassung kommt es auf die vollständige Verkündung in den vorgesehenen Gesetzesblättern an, so dass beim Verkünden des verweisenden Gesetzes auch der Inhalt der in Bezug genommenen Vorschriften neu im Gesetzblatt verkündet werden muss²²². Eine solch strenge Auslegung des Art. 82 Abs. 1 GG, die den gesetzesökonomischen Zwecken der Verweisungstechnik zuwiderliefe, wird heute nicht mehr vertreten. Heute wird es für zulässig gehalten, wenn die Verkündung der in Bezug genommenen Norm zeitlich zurückliegt.

Hinsichtlich der Verkündungsform bei Verweisungen in förmlichen Gesetzen urteilt das Bundesverwaltungsgericht in ständiger Rechtsprechung, dass die Verlautbarung für den Betroffenen zugänglich und ihrer Art nach für amtliche Anordnungen geeignet sein muss²²³. Im einzelnen ist dann wieder umstritten, wann ein Publizitätsorgan „für amtliche Anordnungen geeignet ist“. Jedenfalls hinreichend ist nach weit verbreiteter Meinung²²⁴ die Verlautbarung in einem amtlichen Bekanntmachungsorgan, das gerade die Verkündung von Rechtsnormen mit Außenwirkung zum Inhalt hat, auf Bundesebene etwa dem Bundesanzeiger²²⁵. Insofern wird Art. 82 Abs. 1 GG eingeschränkt ausgelegt.

Hinsichtlich Bundesrechtsverordnungen gestattet § 1 des Gesetzes über die Verkündung von Rechtsverordnungen generell den Abdruck in Bundesgesetzblatt oder

²²⁰ für verfassungsrechtlich bedenklich halten die Vorschrift etwa Beise, BB 1999, S. 2180, 2185 f.; Hommelhoff/Schwab, BfuP 1998, S. 38 ff.; Budde/Steuber, DStR 1998, S. 1181 ff.; Hellermann, NZG 2000, S. 1097, 1100 ff.; vgl. auch Harder, DB 1996, S. 923, 924 f.

²²¹ BVerfG 7, 303, 337; Ossenbühl, DVBl. 1967, S. 402, 408; Brugger, VerwArch 1987, S. 1, 9.

²²² Ossenbühl, DVBl. 1967, S. 401, 405 ff.; Karpen, Verweisung, S. 138 ff.

²²³ Grundlegend BVerwG NJW 1962, 505, 506.

²²⁴ Klindt, DVBl. 1998, S. 373, 375; Brugger, VerwArch 1987, S. 1, 16; Clemens, AöR 111 (1986), S. 63, 89, 92; BK/Maurer, Art. 82 Rn 108; Schmidt-Bleibtreu/Klein, Art. 82, Rn 4.

²²⁵ So ausdrücklich BVerfGE 22, 330, 346 f. „ist dem Verkündungserfordernis gemäß Art. 82 I GG jedenfalls dann genügt, wenn die in Bezug genommenen Regelungen im Bundesgesetzblatt oder im Bundesanzeiger verkündet worden sind“.

Bundesanzeiger. Ansonsten wird dieses Erfordernis in verschiedenen Einzelgesetzen noch weiter abgeschwächt. So lässt etwa § 7 II BImSchG bei Verweisungen auf Regelwerke nicht-staatlicher Fachverbände zu, nur die Bezugsquelle für deren Bekanntmachung anzugeben.

Darüber hinaus wird in der Literatur gefordert, Art. 82 Abs. 1 S. 2 GG auch hier eingeschränkt auszulegen. Wenn bei formellen Gesetzen eine eingeschränkte Auslegung angebracht ist, gelte dies aus denselben Gründen auch bei Rechtsverordnungen. Allgemein soll man nur fordern können, dass die Diskrepanz zwischen dem Normrang und der Veröffentlichungsform nicht zu groß wird²²⁶. Diese Auffassung ist nicht unbedenklich. Das dem Rechtsstaatsprinzip entspringende Publikationserfordernis steht nicht zur Disponibilität des Gesetzgebers. Welche Verkündungsform angemessen ist, kann deswegen nicht nur von der Entscheidung des einfachen Gesetzgebers abhängen, welche Rechtsetzungsform er wählt, sondern ist anhand allgemeiner, verfassungsrechtlicher Kriterien zu ermitteln. Dabei kann auch die Gesetzesökonomik eine ausschlaggebende Rolle spielen, ist aber nicht der einzige zu berücksichtigende Aspekt. Denn die Reduktion des Publizitätsaufwands ist nicht der alleinige Zweck, den die Verwendung dynamischer Verweisungen hat.

Gleiches gilt für Verweisungen in Satzungen. Auch hier gibt es keinen Grund, von vornherein für die in Bezug genommene Norm geringere Publizitätsstandards ausreichen zu lassen. Allerdings enthalten weder das Grundgesetz noch die Landesverfassungen Vorschriften über die Verkündung von Satzungen, so dass auf das allgemeine rechtsstaatliche Publikationsgebot zurückgegriffen werden muss²²⁷. Dieses verlangt für Satzungen, dass sie denen zugänglich sein müssen, die typischerweise von ihnen betroffen sind, während eine Zugänglichkeit für die Allgemeinheit nicht erforderlich ist²²⁸.

b) Demokratieprinzip

Die zweite Schranke für die Möglichkeiten der Verwendung von dynamischen Verweisungen ist das Demokratieprinzip. Rechtsnormsetzung ist Ausübung von Staatsgewalt und als solche bedarf sie einer demokratischen Legitimation. Der Rechtssatz beansprucht Geltung gerade deswegen, weil der Souverän die Norm durch seine legitimierten Vertreter zu wollen gezeigt hat. Verweist der Gesetzgeber auf private Regelwerke, so gibt er die Kontrolle über den Inhalt der gültigen Rechtssätze aus der Hand, so dass es an einer parlamentarisch vermittelten demokratischen Legitimation fehlt. Nun werden dieser Argumentation zwei Einwände entgegengehalten²²⁹. Erstens sei es die freie Entscheidung des Parlaments, die Normsetzungskompetenz auf die privaten Dritten zu übertragen. Und zweitens könne der Gesetzgeber auch jederzeit eingreifen und seinem Willen zur Geltung verhelfen²³⁰.

Beide Argumente vermögen nicht zu überzeugen. Es ist ja gerade auch Teil der Wesentlichkeitstheorie, dass der Gesetzgeber seine „vornehmste Aufgabe nicht anderen Stellen innerhalb oder außerhalb der Staatsorganisation zu freier Verfügung überlassen“

²²⁶ Clemens, AöR 111 (1986), S. 63, 92.

²²⁷ Clemens, AöR 111 (1986), S. 63, 98.

²²⁸ Clemens, AöR 111 (1986), S. 63, 99.

²²⁹ Vgl. Klindt, DVBl. 1998, S. 373, 375 f.

²³⁰ Vgl. neuerdings auch Seibert, BB 2002, S. 581, 582.

darf²³¹. Der Gesetzgeber darf sich seiner Rechtsetzungsbefugnis nicht in den wesentlichen Fragen entäußern. Auch das Vorbringen, der Gesetzgeber könnte die Rechtsetzung ja jederzeit wieder an sich ziehen, führt nicht weiter. Das Demokratieprinzip besagt nicht, dass Staatsgewalt jederzeit auch vom Volk ausgehen könnte, sondern dass sie es auch wirklich tut.

Man wird also auch bei der Indienstnahme privater Normsetzer durch dynamische Verweisungen nicht gänzlich von den Erfordernissen der demokratischen Legitimation der privaten Institutionen absehen können. Auch hier gilt, dass entsprechend der vom Bundesverfassungsgericht entwickelten Grundsätze im Idealfall sowohl eine durch eine ununterbrochene Kette der Bestellung gesicherte personelle Legitimation, wie auch eine durch Gesetzesbindung und Kontrollmechanismen bewirkte sachliche demokratische Legitimation benötigt wird.

Einzig ist zu erwägen, ob wie bei der Normsetzung durch Selbstverwaltungskörperschaften eine fehlende personelle demokratische Legitimation durch den personellen Aspekt der Betroffenenpartizipation und den sachlich-funktionalen Aspekt der Zweckmäßigkeit der Dekonzentration kompensiert werden kann. Dies scheint auch die Literatur im Sinn zu haben, wenn sie aus dem Demokratieprinzip Schlüsse für die Zusammensetzung privater Normsetzungsgremien ziehen will (siehe bereits unter A II.). Für diese funktionale Sicht soll auch sprechen, dass das Bundesverfassungsgericht seine Anforderungen an die Dichte gesetzgeberischer Grundlagenentscheidungen dort reduziert, wo der jeweilige Regelungsbereich die Einräumung eines Ausfüllungsspielraums nahe legt²³². Allerdings betrifft diese Rechtsprechung nur die Kompetenzverteilung zwischen Exekutive und Legislative bei der Einräumung von Beurteilungsspielräumen und damit Fälle, in denen die personelle demokratische Legitimation der Entscheidungsträger außer Frage steht. Anders ist dies nur in den sog. ministerialfreien Räumen, wo die Entscheidungsgewalt personell nicht oder nicht vollständig legitimierter, mit Sachverständigen oder Interessenvertretern besetzten Ausschüssen aus der Natur der Sache folgt, etwa bei Prüfungsentscheidungen oder sonstigen Entscheidungen mit stark wertendem Beurteilungsmaßstab²³³. Um einen solchen Fall individuell-konkreten Beurteilungsspielraums geht es bei den hier anstehenden Effizienzerwägungen im Rahmen der abstrakt-generellen Verweisungen auf externe Regelwerke jedoch nicht.

Für die funktionale Perspektive spricht aber auch hier sicherlich, dass auch in diesem Fall der Staat von dem Sachverstand Privater und der „Aktivierung gesellschaftlicher Kräfte“ profitieren kann. Andererseits zeigt Art. 80 Abs. 1 GG, dass die Verfassung solchen Effizienzerwägungen Grenzen setzt. Auch macht die Existenz dieser Norm gerade deutlich, dass der Verfassungsgeber die umfassende Delegation von Rechtsetzungsbefugnissen auf Institutionen außerhalb der Legislative gerade nicht stillschweigend weiter dulden wollte. Die Übertragung materieller Rechtsnormsetzungskompetenz auf außerstaatliche Stellen kann also allenfalls in Bereichen eingeschränkter Wesentlichkeit zulässig sein.

²³¹ BVerfGE 33, 125, 156.

²³² Vgl. Hellermann, NZG 2002, S. 1097, 1002 mit Verweis auf BVerfGE 49, 89, 134; vgl. auch BVerwG 72, 195 (Prüfung der Eignung für den Börsenhandel durch den Börsenvorstand).

²³³ Vgl. zu den Erscheinungsformen der ministerialfreien Verwaltung die Übersicht bei Müller, JuS 1985, S. 497, 500 ff.

Nun könnte man gar einwenden, dass dann, wenn Gesetz- bzw. Satzungsgeber die wesentlichen Fragen bereits entschieden haben, eine Verweisung möglich ist, da hinsichtlich der unwesentlichen Fragen dem Demokratieprinzip nur eine geringere Legitimationsforderung zu entnehmen ist²³⁴. Zunächst betrifft die Wesentlichkeitstheorie in der Tat nur die Frage, welche Entscheidungen mit voller personeller demokratischer Legitimation durch den Gesetzgeber selbst wahrgenommen werden müssen und welche auf einen autonomen Satzungsgeber übertragen werden können. Sie sagt also nichts über die Zulässigkeit einer Subdelegation dieser Befugnis auf Stellen aus, die weder demokratisch noch aus dem Gedanken der autonomen Kompensation legitimiert sind. Das Bundesverfassungsgericht hat in früheren Urteilen einen gewissen Spielraum in dieser Hinsicht jedenfalls nicht ausgeschlossen. Der Staat dürfe seine Normsetzungsbefugnis nur nicht in *beliebigem* Umfang außerstaatlichen Stellen überlassen, die gegenüber dem Betroffenen weder demokratisch noch mitgliedschaftlich legitimiert sind²³⁵. Später hat das Gericht die Frage der Zulässigkeit der dynamischen Verweisung zwar weiter prinzipiell offen gelassen, hat jedoch betont, dass die aus dem Demokratieprinzip folgende Notwendigkeit demokratischer Legitimation auch für den Normgeber der in Bezug genommenen Regelungen beachtet werden muss²³⁶. Und an die demokratische Legitimation stellt das Gericht in jüngerer Rechtsprechung schließlich sehr hohe Anforderungen. Die Wertungen des Mitbestimmungs-Urteil lassen für eine Subdelegation, wie sie hier in Frage steht, kaum mehr Raum.

Für Verweisungen in Satzungen gilt, dass selbst dann, wenn man es für möglich hielte, dass der autonome Satzungsgeber seine Satzungsbefugnis an nicht legitimierte Stellen im Wege der Verweisung weiter delegiert, jedenfalls die Frage der Möglichkeit einer solchen Weitergabe so wesentlich wäre, dass der Gesetzgeber sie treffen müsste und dem Satzungsgeber ausdrücklich eine Subdelegationsermächtigung erteilen müsste. Zwar ist Art. 80 Abs. 1 GG auf die Satzungsgebung nicht anwendbar. An der Tatsache, dass dort für eine Subdelegation eine ausdrückliche Ermächtigung durch den Gesetzgeber erforderlich ist, lässt sich aber die Skepsis des Verfassungsgebers gegenüber der Weitergabe von Rechtsetzungsbefugnissen erkennen²³⁷. Jedenfalls ohne eine ausdrückliche gesetzgeberische Ermächtigung wird man also die Subdelegation der materiellen Satzungsbefugnis auf außerhalb des Selbstverwaltungsorgans liegende Stellen als unzulässig zu erachten haben. Allenfalls könnte man, wenn es um die Ausfüllung eines unbestimmten Rechtsbegriffs geht, die in Bezug genommenen Vorschriften im Sinne einer widerlegbaren Vermutung interpretieren. Andernfalls bleibt nur, entsprechende Verweisungen verfassungskonform als statische Verweisung auszulegen²³⁸.

Erst wenn man die grundsätzliche Zulässigkeit der Einbindung Privater im konkreten Regelungsbereich bejaht hat, stellt sich im Anschluss die Frage, welche Anforderungen

²³⁴ So zu der Verweisung auf Richtlinien von Bundesausschüssen im Kassenarztrecht Hill, NJW 1982, S. 2104, 2107, der solche Verweisungen wohl nur hinsichtlich wesentlicher Fragen für rechtswidrig hält. Solche wesentlichen Fragen dürften aber schon gar nicht durch das autonome Kassenarztrecht geregelt werden; für Verfassungswidrigkeit der pauschalen Verweisung dort auch Wimmer, NZS 1999, S. 113, 116.

²³⁵ BVerfGE 44, 322, 348 zur Allgemeinverbindlichkeitserklärung von Tarifverträgen; ähnlich BVerfGE 64, 208, 214; 78, 32, 36.

²³⁶ Siehe etwa BVerfGE 78, 32, 36.

²³⁷ Vgl. Maunz, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 80, Rn 45.

²³⁸ Zur verfassungskonformen Auslegung der im Maius-Minus-Verhältnis stehenden Verweisungen eher als der für Aliud-Reglungen angebrachten Umdeutung näher Clemens, AöR 111 (1986), S. 63, 119.

dem Demokratieprinzip für die Zusammensetzung des Entscheidungsgremiums zu entnehmen sind. Hier bietet sich nun die Orientierung an der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts zur Binnenstruktur der Selbstverwaltungskörperschaften an. Das dann zur Anwendung kommende Egalitätsprinzip, welches Differenzierungen unter dem Gesichtspunkt der Betroffenheit ermöglicht, lässt dem privaten Normsetzer einen nicht unerheblichen Ausgestaltungsspielraum. Erforderlich wird aber sein, dass für die Vertretung aller betroffenen Interessenkreise gesorgt ist und auch die Repräsentanz nicht verbandlich organisierter Interessen gewährleistet ist²³⁹.

c) Rechtsstaatsprinzip: Verfahren und Bestimmtheit

Das Rechtsstaatsprinzip verlangt die Öffentlichkeit und Transparenz des Normgebungsprozesses, sowie die Möglichkeit betroffener Kreise, sich schon im Vorfeld zu geplanten Standards kritisch zu äußern. Ebenso muss die Möglichkeit des Rechtsschutzes gegen belastende Standards von staatlicher Seite vorgesehen werden.

Das Rechtsstaatsprinzip verlangt zudem die hinreichende Bestimmtheit gesetzlicher Vorschriften. Dies gilt zum einen für die verweisende Norm, zum anderen aber auch für die in Bezug genommene Vorschrift des privaten Normsetzers, wie das Verfassungsgericht im Zuchthengst-Urteil ausdrücklich festgestellt hat. Die grundsätzliche Frage, ob und unter welchen Voraussetzungen der Gesetzgeber Entscheidungen, die Private auf Grund eigener Regelungen treffen, zur Voraussetzung hoheitlicher Maßnahmen machen darf, wurde vom Gericht offen gelassen. Private Regelungen dürften aber jedenfalls nur dann zur Grundlage staatlicher Maßnahmen mit grundrechtsbeschränkender Wirkung gemacht werden, wenn sie den rechtsstaatlichen Anforderungen an staatliche Normen, namentlich dem Bestimmtheitsgrundsatz, entsprechen²⁴⁰.

D. Ergebnis

Zusammenfassend zu den verfassungsrechtlichen Grenzen der privaten Normsetzung lässt sich feststellen: solange die privaten Normsetzer in den Formen des Privatrechts agieren, ergeben sich aus dem Verfassungsrecht nur moderate Beschränkungen. Ein Privatisierungsverbot im Bereich des Börsenrechts kann der Verfassung nicht entnommen werden. Die staatlichen Schutzpflichten begründen allerdings eine Auffangverantwortung des Staates. Zur Bestimmung des Umfangs dieser staatlichen Verantwortung kann auf die ökonomische Regulierungstheorie zurückgegriffen werden, soweit ihr Aussagen darüber zu entnehmen sind, wie wahrscheinlich eine Grundrechtsgefährdung durch ein Versagen privater Regulierung ist.

Die privaten Regelwerke selbst sind nur mittelbar an den Grundrechten zu messen, unabhängig von einer eventuellen sozialen oder wirtschaftlichen Mächtigkeit des Normsetzers. Einschränkungen für die private Normsetzung können sich aber aus einfachgesetzlichen Bestimmungen ergeben, wo dann auch die dem Grundrechtskatalog zu entnehmenden Wertungen Berücksichtigung finden können.

²³⁹ Vgl. bereits oben A II. in diesem Kapitel.

²⁴⁰ BVerfGE 88, 366, 379.

Handeln die Privaten in den Formen des öffentlichen Rechts, indem sie an der Rechtsnormsetzung beteiligt werden, so sind die Verfassungsgrenzen wesentlich enger. Eine Setzung öffentlichen Rechts durch Privatrechtssubjekte ist schlechthin ausgeschlossen. Möglich ist ihre Beteiligung im Rahmen der funktionalen Selbstverwaltung. Für diesen Bereich werden die verfassungsrechtlichen Grenzen von der Wesentlichkeitsrechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts gezogen. Grundsätzlich ist das Defizit an personeller demokratischer Legitimation durch die Aspekte der Selbstbetroffenheit und der Zweckmäßigkeit der sachlichen Dekonzentration kompensierbar. Diese Funktionalitätserwägungen lassen sich in weitem Maße mit den Ergebnissen der ökonomischen Untersuchung privater Regulierung vereinbaren. Auch eine private Fremdregulierung durch autonome Satzungen ist nicht prinzipiell ausgeschlossen, wenngleich auch nur in sehr engen Grenzen zulässig. Wesentliche Entscheidungen bedürfen aber in jedem Fall eines parlamentarischen Beschlusses.

Dritter Teil

Rechtsanalytische Untersuchung der Selbstregulierung im System des Börsenrechts

Im vorangehenden rechtstheoretischen Teil wurden die Möglichkeiten und Grenzen der eigenverantwortlichen Normsetzung und -durchsetzung durch die Börsen aus verschiedenen Blickwinkeln betrachtet. Bisher unbehandelt geblieben ist das System der Börsenselbstregulierung, wie es im gegenwärtigen Recht verwirklicht ist. Diese Lücke sollen die folgenden Ausführungen schließen. Dabei bestehen insbesondere drei Verbindungslinien zwischen den allgemeineren Erkenntnissen aus den vorangehenden Teilen der Arbeit und der spezielleren folgenden Untersuchung. Zum einen wurde an verschiedenen Stellen betont, dass die Möglichkeiten, eine Verhaltenssteuerung durch private Normen zu betreiben, von der rechtlichen Ausgestaltung insbesondere hinsichtlich eines wirksamen Sanktionssystems abhängen. Diesen Fragen wird in der Folge gerade bei der Betrachtung der privatrechtlich organisierten Marktsegmente Gewicht zukommen. Zum anderen haben sich aus der europarechtlichen und verfassungsrechtlichen Perspektive verschiedene Beschränkungen für eine private Regulierung ergeben, die den Spielraum der Selbstregulierung der Börsen teils nicht unerheblich beschränken. Hier wird insbesondere interessant sein, die Unterschiede in der rechtlichen Gestaltungsfreiheit zwischen den öffentlich-rechtlich und den privatrechtlich organisierten Börsensegmenten in den Blick zu nehmen. Dies setzt auch eine nähere Beschäftigung mit der rechtstechnischen Qualifikation der verschiedenen im Börsengeschehen anzutreffenden Regelwerke voraus. Und schließlich kann die Betrachtung der normsetzenden Aktivitäten der Börsen u. Börsenträger als empirische Beobachtung auch als ein erster Praxistest der in der ökonomischen Untersuchung ausgemachten Anreizwirkungen angesehen werden.

Um diese Zielsetzung der Untersuchung nicht aus den Augen zu verlieren und um der Gefahr zu entgehen, eine bloße Monographie über das Börsen- und Wertpapierhandelsrechts abzuliefern, sind gewisse inhaltliche Beschränkungen unerlässlich. Auch wenn das Verhältnis zwischen Staat und privatem Regulierer unter dem Stichwort der gesteuerten Selbstregulierung von großer Bedeutung ist, soll es hier insoweit ausgeblendet werden, als die Perspektive vornehmlich auf die selbstregulative Aufgabenerfüllung und ihre Schranken ausgerichtet wird. Konkret betrifft diese inhaltliche Verkürzung die Rechtsfragen bei der Börsengenehmigung und der staatlichen Börsen- und Wertpapierhandelsaufsicht. Für eine Darstellung dieser Bereiche wird auf die einschlägige Kommentarliteratur verwiesen.

1. Kapitel

Überblick über die Börsen- und Marktorganisation

Angesichts der weltweit wohl einmaligen Komplexität des deutschen Börsenrechts ist es für eine Darstellung der dort anzutreffenden Selbstregulierungsformen unerlässlich, sich zunächst einen groben Überblick über die rechtlichen Strukturvorgaben an die Börsen- und Marktorganisation zu verschaffen. Im Folgenden sollen daher die gesetzlichen Anforderungen an die verschiedenen im Börsengesetz vorgesehenen Handelssegmente kurz beschrieben werden (A). Als Grundlage der weiteren Darstellung der Börsenselbstregulierung dient auch der Überblick über die Diskussion um den Rechtscharakter der Börse (B).

A. Die Handelssegmente nach dem Börsengesetz

Das Börsengesetz unterscheidet zwischen den Handelssegmenten des amtlichen Marktes (§§ 30 ff. BörsG), des geregelten Marktes (§§ 49 ff. BörsG) und des Freiverkehrs (§ 57 BörsG). Für die Emittenten bestehen in den drei Segmenten unterschiedliche Zulassungs- und Zulassungsfolgepflichten.

I. Amtlicher Markt

Der amtliche Markt ist das älteste und bislang bedeutsamste Börsensegment. Im Jahre 2000 waren in diesem Segment an der Frankfurter Wertpapierbörse 545 Aktiengesellschaften notiert, im Vergleich zu nur 105 Gesellschaften, die im geregelten Markt in den Handel einbezogen waren¹. Im amtlichen Markt werden die Aktien der großen deutschen Gesellschaften gehandelt, aber auch von ausländischen Aktiengesellschaften mit internationaler Ausrichtung².

Seinen Namen leitet dieses Segment von der Tatsache ab, dass die Kursfeststellung bis zur Reform durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz durch „Amtliche Makler“ durchgeführt werden musste, die vom jeweiligen Bundesland, in dem die Börse ihren Sitz hat, ernannt und vereidigt wurden, vgl. § 29 Abs. 1 BörsG a.F.³ Der amtliche Markt ist ein organisierter Markt i.S.d. § 2 Abs. 5 WpHG. Daneben unterscheidet er sich hinsichtlich der gesetzlich bestimmten Voraussetzungen der Zulassung und der Zulassungs- und Zulassungsfolgepflichten von den anderen Segmenten. Insbesondere haben die Unternehmen während der gesamten Zeit der Notierung erhöhte Publizitätsanforderungen zu erfüllen.

Die Zulassung zum amtlichen Markt erfolgt durch die Zulassungsstelle. Die Einzelheiten der Zulassung sind in den §§ 30 ff. BörsG und in der Börsenzulassungsverordnung (BörsZuVO) geregelt. Zweck des Zulassungsverfahrens ist es, dem Publikum ein möglichst klares Bild über die angebotenen Wertpapiere zu vermitteln⁴. Nach der Zulassung der Wertpapiere erfolgt in einem gesonderten Verwaltungsakt die Einführung in den Börsenhandel, § 37 BörsG.

¹ Vgl. Deutsche Börse, Factbook 2000, S. 9.

² Claussen, Bank- u. Börsenrecht, § 9 Rn 41; von den 545 im Jahre 2000 notierten Aktienwerten haben immerhin 179 ihren Sitz im Ausland, vgl. Deutsche Börse, Factbook 2000, S. 9.

³ Dazu etwa Schwark, BörsG, § 29, Rn 4 ff.

⁴ Kümpel, Börsenrecht, S. 106.

Eingeleitet wird das Zulassungsverfahren durch den Antrag des Emittenten zusammen mit einem Finanzdienstleistungsunternehmen als Emissionsbegleiter (§ 30 Abs. 2 BörsG).

Wesentliches Element des Zulassungsantrags ist die Erstellung des Verkaufsprospekts, dessen inhaltliche Anforderungen in den §§ 13 ff. BörsZuVo zu finden sind. Die Verordnung enthält auch weitere Voraussetzungen der Zulassung, wie etwa die Anforderungen an den Mindestbetrag der Emission (§ 2 BörsZuVO) und an die Dauer des Bestehens des Emittenten (§ 3 BörsZuVO).

Zu den laufenden Pflichten des Emittenten im amtlichen Markt gehört die Pflicht zur Veröffentlichung mindestens eines Zwischenberichts innerhalb eines Geschäftsjahres, der ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Finanzlage und des allgemeinen Geschäftsgangs des Emittenten vermitteln muss, § 40 Abs. 1 BörsG. Die Einzelheiten über die Zwischenberichte sind in §§ 53-62 BörsZuVO geregelt. Durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz wurde den Börsen in § 42 BörsG die Möglichkeit gegeben, in der Börsenordnung für Teilbereiche des amtlichen Marktes weitere Informationspflichten für die Emittenten zu begründen.

Durch die Einordnung des amtlichen Marktes als organisierten Markt i.S.d. § 2 Abs. 5 WpHG treffen die Emittenten alle im WpHG festgelegten Pflichten, also insbesondere die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität gem. § 15 WpHG. Die Emittenten müssen die Zulassungsstelle angemessen unterrichten und alle Auskünfte erteilen, die zum Schutz des Publikums oder für einen angemessenen Börsenhandel erforderlich sind, § 41 BörsG. Die Emittenten sind weiterhin gem. § 39 Abs. 1 1. BörsG zur Gleichbehandlung ihrer Aktionäre verpflichtet.

II. Geregelter Markt

Der geregelte Markt wurde 1986 als neues Marktsegment geschaffen, um die Attraktivität des Finanzplatzes Deutschland zu fördern und die Eigenkapitallücke bei kleineren und mittelständischen Unternehmen durch einen erleichterten Börsengang zu schließen⁵. Der geregelte Markt hat bisher aber nicht die im zugedachte Bedeutung erlangt⁶.

Gemäß der Zielsetzung sind die Zulassungsregeln des geregelten Marktes weniger streng als die des amtlichen Marktes. Dennoch ist der geregelte Markt als Marktsegment auf Grund der gesetzlichen Regelung in den §§ 49-56 BörsG von öffentlich-rechtlicher Struktur, man spricht deswegen in der Literatur auch vom „halb-amtlichen“ Handel⁷. Die nähere Ausgestaltung dieses Börsensegments erfolgt durch die Börsenordnung. Auch der geregelte Markt ist organisierter Markt i.S.d. § 2 Abs. 5 WpHG⁸.

Durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz wurde die Möglichkeit geschaffen, Emittenten, die bereits in einem anderen organisierten Markt zugelassen sind, auf Antrag ohne Einhaltung der Zulassungs- und Zulassungsfolgepflichten in den geregelten Markt einzubeziehen, §§ 49 Abs. 1, 56 BörsG.

⁵ Amtliche Begründung, BT-Drucks. 10/4992; Kümpel, FS-Pleyer, S. 59 ff.; Claussen, Bank- u. Börsenrecht, § 9 Rn 43; ders. Börsenrecht, S. 107.

⁶ Claussen, Bank- u. Börsenrecht, § 9 Rn 44.

⁷ Kümpel, Börsenrecht, S. 109; Schwark, NJW 1987, S. 2041, 2045; ders. BörsG, § 73 Rn 2; Claussen, Bank- u. Börsenrecht, § 9 RN 45.

⁸ Assmann, in: Assmann/Schneider, WpHG, § 2 Rn 96.

Statt eines Börsenprospektes ist ein Unternehmensbericht anzufertigen, dessen Inhalt wesentlich eingeschränkt ist und nur die Anforderungen der Verkaufsprospektverordnung erfüllen muss, § 51 Abs. 1 2. BörsG.

Weitere Erleichterungen an die Zulassung im Vergleich zum amtlichen Markt sind der geringere Mindestbetrag des einzuführenden Grundkapitals, die Möglichkeit der Einbeziehung nur eines Teils des Grundkapitals, die geringeren Anforderungen an die Streuung der Aktien im Publikum und die geringeren Zulassungsgebühren⁹.

Den Emittenten am geregelten Markt treffen die laufenden Pflichten aus dem WpHG und dem HGB. Durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz wurde den Börsen die Möglichkeit gegeben, für Teilbereiche des geregelten Marktes zusätzliche Emittentenpflichten zu begründen (vgl. § 54 S. 2 BörsG). Davor bestand gem. § 72 Abs. 3 BörsG a.F. nur die Möglichkeit, den Emittenten zur Veröffentlichung eines Zwischenberichts zu verpflichten (vgl. näher 2. Kap. C). Daneben ist es jetzt gem. § 50 Abs. 3 BörsG möglich, für Teilbereiche des geregelten Marktes zusätzliche Zulassungsanforderungen aufzustellen, wenn diese dem Schutz des Publikums oder der einem ordnungsgemäßen Börsenhandel dienen.

III. Freiverkehr

Der Freiverkehr an der Wertpapierbörse ist nicht in die öffentlich-rechtliche Organisation der Börse integriert¹⁰. Deswegen wird davon gesprochen, dass sich der Handel im Freiverkehr lediglich faktisch an der Börse vollzieht¹¹. Der Freiverkehr stellt das Handelssegment mit den geringsten Zulassungsanforderungen dar. Er ist nach heute allgemeiner Ansicht zudem kein organisierter Markt im Sinne des § 2 Abs. 5 WpHG¹².

Der Freiverkehr hat 1986 durch Einfügung des § 78 BörsG a.F. (heute: § 57 BörsG) auch durch den Gesetzgeber Anerkennung gefunden. Dabei sollte dieses rein privatrechtlich organisierte Segment auch weiterhin der Obhut der „Selbstverwaltung der Wirtschaft“ überlassen bleiben¹³. Die faktische Bedeutung des Marktsegments, insbesondere für den Handel der Aktien ausländischer Emittenten und den Handel in Derivaten, hat gerade in den letzten Jahren sprunghaft zugenommen¹⁴.

Da Missstände im Freiverkehr das Anlegervertrauen hinsichtlich des gesamten Marktes gefährden könnten, verlangt § 57 Abs. 1 GG die Zulassung des Freiverkehrs durch die Börse, die erfolgen kann, wenn eine ordnungsgemäße Durchführung des Handels und der Geschäftsabwicklung gewährleistet erscheint und dies durch Handelsrichtlinien für den Freiverkehr gesichert wird. Daneben finden sich in den Börsenordnungen Regelungen über die Zuständigkeit zum Erlass der Freiverkehrsrichtlinien und gewisse Einwirkungsrechte der Börsengeschäftsführung zur Sicherstellung eines ordnungsgemäßen Handels¹⁵. Nach den Freiverkehrsrichtlinien an der Börse Frankfurt

⁹ Vgl. Kümpel, Börsenrecht, S. 108 f.

¹⁰ Kümpel, Börsenrecht, S. 110; ders. Bank- u. Kapitalmarktrecht, Rn. 17.396; Kümpel/Hammen, WM 2000, Sonderbeilage 3, S. 3, 14; Groß, Kapitalmarktrecht, § 78 Rn 3; aA Ledermann, in: Schäfer, BörsG, § 78 Rn 1; vgl. auch Schwark, NJW 1987, S. 2041, allerdings zum alten Recht.

¹¹ Kümpel, Börsenrecht, S. 110; Breitzkreuz, Ordnung der Börse, S. 299.

¹² Vgl. Kümpel, Börsenrecht, S. 111; Caspari, ZGR 1994, S. 530, 534.

¹³ Reg-Begr., BT-Drucks. 10/4296, S. 11.

¹⁴ Vgl. schon Claussen, Bank- u. Börsenrecht, § 9 Rn 51. Im Vergleich zu den dort genannten Zahlen aus dem Jahre 1997 hat sich die Zahl der im Freiverkehr gehandelten Aktien bis ins Jahre 2000 mehr als verdoppelt, vgl. Deutsche Börse, Factbook 2000, S. 9.

¹⁵ Vgl. etwa § 66 Abs. 2 a.F. bzw § 89 n.F. BörsO FWB; siehe auch Breitzkreuz, Ordnung der Börse, S. 300.

etwa setzt die Einbeziehung von Wertpapieren einen schriftlichen Antrag eines an der Börse uneingeschränkt zum Börsenhandel zugelassenen Unternehmens voraus¹⁶. Eine Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts oder eines Unternehmensberichts besteht nicht, in Betracht kommt aber eine Prospektspflicht nach dem Verkaufsprospektgesetz, wenn Wertpapiere zum ersten Mal im Inland öffentlich angeboten werden, vgl. § 1 VerkProspG. Umstritten ist allerdings, ob allein schon die Handelsaufnahme auf Antrag des Emittenten als öffentliches Angebot zu werten ist¹⁷ oder aber ob ein werbendes Verhalten erforderlich ist¹⁸.

B. Rechtscharakter der Börse

Zwar hat das Börsengesetz die Frage des Rechtscharakters der seit jeher offen gelassen und damit Raum für die rechtswissenschaftliche Diskussion gegeben¹⁹. Die heute allgemeine Meinung sieht die Börse gleichwohl als Anstalt des öffentlichen Rechts an²⁰. Der Gesetzgeber ging beim Erlass des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes dementsprechend ganz selbstverständlich von einer öffentlich-rechtlichen Organisationsform aus²¹.

Die Diskussion um den Rechtscharakter der Börse kann weiter unterschieden werden nach der Frage ihrer Zuordnung zum öffentlichen Recht oder zum Privatrecht (dazu I.) und nach der Frage ihrer Organisationsform, wo neben der von der ganz herrschenden Meinung vertretenen Einordnung als Anstalt insbesondere auch eine Qualifizierung als Körperschaft in Betracht zu ziehen ist (dazu II.).

I. Die Rechtsnatur der Börse zwischen privatem und öffentlichem Recht

Der Streit um die Rechtsnatur der Börse ist so alt wie das Börsengesetz selbst. Es ist der zweifelhafte Verdienst von *Claussen*, der die sonst allgemein akzeptierte Einordnung in den Bereich des öffentlichen Rechts immer wieder in Frage gestellt hat²², dass dieses Problem noch bis in die jüngste Zeit hinein diskutiert wurde²³.

¹⁶ § 4 FVRL Frankfurt.

¹⁷ So Waldeck/Süßmann, WM 1993, S. 262 f.; Hopt, BörsG, § 78 Rn 4; vgl. für den amtlichen und geregelten Markt entsprechend Schwark, BörsG, § 73 Rn 6.

¹⁸ Ledermann, in: Schäfer, BörsG, § 78 Rn 4; Groß, Kapitalmarktrecht, § 78 Rn 10; Schlüter, Wertpapierhandelsrecht, S. 241.

¹⁹ Vgl. Schwark, BörsG, § 1 Rn 15; Claussen, Bank- und Börsenrecht, § 9 Rn 18; Claussen/Hoffmann, ZBB 1995, S. 68, 69.

²⁰ So z.B. Groß, Kapitalmarktrecht, Vorbem. Rn 17; Peterhoff, in: Schäfer, BörsG, § 1, 1a Rn 32; Segna, ZBB 1999, S. 144; Franke, in: Assmann/Schütze, Handbuch, § 2 Rn 15 f.; Kümpel, Börsenrecht, S. 30 ff.; der. Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn 17.90 ff.; ders. WM 1985, Sonderbeilage 5, S. 4; ders. Pleyer-FS, S. 59, 61; Samm, Börsenrecht, S. 48; Beck, WM 1996, S. 2313, 2315; Schwark, BörsG § 1 Rn 17 ff.; vgl. VGH Kassel NJW-RR 1997, S. 110; Hammen, AG 2001, S. 549, 551; Kümpel/Hammen, WM 2000, Sonderbeilage 3, S. 3, 6 f.; Schneider/Burgard, WM 2000, S. 24, 27; Schlüter, Wertpapierhandelsrecht, S. 206.

²¹ Vgl. Reg. Begr. 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 72.

²² Claussen/Hoffmann, ZBB 1995, S. 68, 71 ff.; Claussen, Bank- u. Börsenrecht, § 9 Rn 23 („Gegenwärtig ist die Rechtsform der Börsen offen“); eher rechtspolitisch argumentierend Claussen, ZBB 2000, S. 1 ff. Nach Auffassung von Claussen ist der Streit das 4. FFG entschieden worden, wo die Rechtsform als öffentlich-rechtliche Anstalt festgeschrieben werde, vgl. Claussen, BB 2002, S. 105, 111.

²³ Vgl. die umfassenden jüngeren Untersuchungen bei Breitreuz, Ordnung der Börse, S. 52 ff.; Mues, Börsenorganisation, S. 67 ff.; Neuerdings auch wieder Kümpel, BKR 2003, S. 3 ff.

In der historischen Diskussion lassen sich die Auffassungen von *Anschütz* und *Nußbaum* einerseits und *Göppert* andererseits als die Pole ausmachen, zwischen denen sich Diskussion bewegt hat.

Nach einer zur Urfassung des Börsengesetzes von *Anschütz*²⁴ und *Nußbaum*²⁵ vertretenen Ansicht sind Börsen private Veranstaltungen des Börsenträgers, sowohl hinsichtlich der Bereitstellung der für den Börsenbetrieb erforderlichen Einrichtungen als auch hinsichtlich der Veranstaltung des Börsenhandels. Dementsprechend seien die Börsenordnungen als privatrechtliche Teilnahmebedingungen für den Börsenbetrieb zu verstehen²⁶. Wenn das Gesetz von einem Börsenvorstand spreche, handele es sich um ein besonderes Organ der Korporation, dessen Tätigkeit sich im Rahmen des privaten Rechts vollziehe und wie die Tätigkeit der Zulassungsstelle Ausfluss der privatrechtlichen Geschäftsführung des Börsenträgers sei²⁷. Öffentliche Gewalt übe der Vorstand nur in einzelnen, durch Delegation des Gesetzgebers begründeten Fällen aus, etwa in der Aufsichtsfunktion oder in der börsenpolizeilichen Funktion²⁸.

Nach der vor allem von *Göppert*²⁹ vertretenen Gegenauffassung sollte die Börse als staatliche Angelegenheit öffentlich-rechtlichen Charakter haben. Bei den in § 1 BörsG vorgesehenen Aufsichtsbefugnissen handele sich nur formell um bloße Aufsichtsrechte, der Sache liege aber ein Fall der eigenen öffentlicher Verwaltung vor³⁰.

In der jüngeren Vergangenheit wurden diese beiden Ansichten in verschiedenen Variationen aufgegriffen. Als ein wesentliches Indiz für die öffentlich-rechtliche Organisationsstruktur wurde das überragende öffentliche Interesse am Börsenbetrieb angesehen³¹. Das ordnungsgemäße Zustandekommen der Börsenkurse bzw. die Effizienz der Kapitalmärkte sind volkswirtschaftlich bedeutsam³². Die Wahrnehmung solcher wichtigen Aufgaben obliege regelmäßig der öffentlichen Verwaltung³³. Ebenso wurde für die öffentlich-rechtliche Organisationsform die Ausübung von Hoheitsbefugnissen durch die Börsenorgane angeführt³⁴. Zwar können im Wege der Beleihung auch private Stellen zur Ausübung von Hoheitsgewalt ermächtigt werden. Dies ist jedenfalls in Bezug auf Einzelbefugnisse heute unbestritten. Allerdings lässt das Börsengesetz den Organen von vornherein bestimmte öffentlich-rechtliche Funktionen zukommen, was bei der Beleihung untypisch ist³⁵.

Für den privatrechtlichen Charakter der Börse sollte vor allem sprechen, dass die an der Börse getätigten Geschäfte zweifelsohne privatrechtlich zu beurteilen sind³⁶. Auch sind die Organe der Börsenleitung weder Beamte noch sonstige professionelle Funktionäre

²⁴ Anschütz, VerwArch 11 (1903), 519, 521.

²⁵ Nußbaum, BörsG, § 1 Anm. IV 1., 4.

²⁶ Anschütz, VerwArch 11 (1903), 519, 521.

²⁷ Anschütz, VerwArch 11 (1903), 519, 537 f.; Nußbaum, BörsG, § 5 Anm. II b 1; § 36 Anm. III.

²⁸ Anschütz, VerwArch 11 (1903), 519, 524 f.

²⁹ Göppert, Recht der Börsen, S. 180.

³⁰ Göppert, Recht der Börsen, S. 71ff.

³¹ Kümpel, Börsenrecht, S. 22 ff.; ders. Bank- u. Börsenrecht, Rn 17.96 ff.

³² Claussen/Hoffmann, ZBB 1995, S. 68, 69; Claussen, ZBB 2000, S. 1, 4; Kümpel, FS Pleyer, S. 59, 61; Samm, Börsenrecht, S. 49.

³³ Kümpel, Börsenrecht, S. 22 f.; an die Wahrnehmung öffentlicher Aufgaben anknüpfend auch Uppenbrink, Deutsche Wertpapierbörsen, S. 36 f u. Schlüter, Wertpapierhandelsrecht, S. 206.

³⁴ Kümpel, Kapitalmarktrecht, Rn 17.113 f.

³⁵ Franke, in: Assmann/Schütze, Kapitalanlagerecht, § 2 Rn 15.

³⁶ einhellige Meinung, vgl. nur Schwark, BörsG, § 1 Rn 16; Claussen/Hoffmann, ZBB 1995, S. 68, 71; Claussen, Bank- und Börsenrecht, § 9 Rn 22.

des Staates³⁷. Daneben wurde ein organisationsrechtliches Argument für die private Rechtsform angeführt. Gemäß dem im Jahre 1989 eingeführten § 3 Abs. 1 S. 2 BörsG leitete noch der Börsenvorstand die Börse. Im Jahre 1994 wurde dies dahingehend geändert, dass nun die Geschäftsführung die Börse in eigener Verantwortung leitet (§ 3 c BörsG a.F., heute § 12 BörsG). Dies soll ein aktienrechtliches Organisationselement sein³⁸. Und letztlich wurde für die private Rechtsform vorgebracht, dass das Bundesland, in dem die Börse ihren Sitz hat, kein Interesse an einer Staatshaftung habe³⁹.

Entscheidend dürfte letztlich die Ausübung von Rechtsetzungsfunktionen durch die Börse sein. Wie bereits dargelegt wurde⁴⁰, steht die Ermächtigung Privater zum Erlass öffentlich-rechtlicher Normen mit der Verfassung nicht im Einklang⁴¹. Angesichts der Rechtsetzungskompetenzen des Börsenrates, die nach der Klarstellung des Gesetzgebers in § 4 Abs. 1 BörsG a.F.⁴² (heute: § 13 Abs. 1 BörsG) unumstritten sind, entspricht die Annahme einer öffentlich-rechtlichen Organisationsform schlicht einer verfassungskonformen Auslegung des Börsengesetzes. Wer dennoch eine private Einordnung befürwortet, verlässt den Boden des geltenden Rechts.

Praktische Bedeutung hat der Streit um die Rechtsnatur ohnehin wenig, da man selbst dann, wenn man die Börse als solche dem Privatrecht zuordnet, nicht umhin kann, die Maßnahmen gegenüber den Börsenmitgliedern als Akte hoheitlicher Gewalt zu qualifizieren und insoweit von einer Beleihung der Börse auszugehen hat. Der einzige Unterschied zu einer allgemeinen Einordnung der Börse in das öffentliche Recht besteht dann darin, dass man sich Gedanken über die rechtlichen Grenzen der Beleihung Privater machen muss.

II. Die Rechtsform der Börse zwischen Körperschaft und Anstalt des öffentlichen Rechts

Auch die Frage der Rechtsform der Börse hat in der Literatur trotz ihrer geringen praktischen Bedeutung umfassende Behandlung erfahren. Während sich dabei die Einordnung der Börse als teilrechtsfähige Anstalt bis in jüngster Zeit als allgemein akzeptierte Auffassung durchgesetzt hatte, wurde die Diskussion durch die Ausführungen von *Breitkreuz*, der mit beachtlichem Begründungsaufwand für die Rechtsform der Körperschaft votiert⁴³, neu angestoßen. Angesichts der geringen praktischen Bedeutung sollen auch hier die vier verschiedenen Ansichten, die in der Literatur zu finden sind oder waren, nur kurz dargestellt werden.

³⁷ Schwark, BörsG, § 1 Rn 16.

³⁸ Claussen, Bank- und Börsenrecht, § 9 Rn 22; vgl. auch Begründung des 2. Finanzmarktförderungsgesetzes, BT-Drucksache 12/6679, S. 62. aA Hammen, AG 2001, S. 559, 551: Börse besitzt Struktur, die keinem Privatrechtssubjekt zugeordnet werden kann.

³⁹ Claussen, Bank- und Börsenrecht, § 9 Rn 22.

⁴⁰ Siehe Zweiter Teil, 2. Kap. C I.

⁴¹ Potthof, WM 1998, S. 154, 155; Wolf/Bachof/Stober, Verwaltungsrecht II, S. 413, Hopt/Baum, in Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, S. 287, 416; Baums/Segna, Börsenreform, S. 33; Segna, ZBB 1999, S. 144, 150. aA offenbar Schander, NZG 1998, S. 799, 807. Auch von einer stillschweigenden Duldung des Verfassungsgebers zu einer solchen Rechtsetzungskompetenz Privater im Börsenrecht kann nicht ausgegangen werden, da diese Frage viel zu speziell ist, als dass mit einer Stellungnahme des Verfassungsgebers gerechnet hätte werden können und zudem auch damals in Folge Göpperts die Einordnung der Börse als öffentlich-rechtliche Anstalt ganz herrschend war.

⁴² Vgl. Begründung zum 2. Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drucks. 12/6678, S. 64.

⁴³ Vgl. Breitkreuz, Ordnung der Börse, S. 52, 88 ff mit ausführlichster Darstellung des Streitstandes.

1. Börse als amorphe Erscheinung des Wirtschaftslebens

Heute nicht mehr vertreten wird die Ansicht von *Göppert*, für den die Börse nur eine Erscheinung des Wirtschaftslebens war, die in regelmäßigen Zusammenkünften eines Personenkreises zu geschäftlichen Zwecken bestehen sollte. Die Börsenbesucher sollten nur eine durch gemeinsame Interessen verbundene Vielheit von Personen darstellen, deren Zusammenkünfte rechtlich amorph und nicht organisiert seien⁴⁴. Eine feste rechtliche Struktur sollte den Börsen nicht zukommen.

Angesichts der vielfältigen organisationsrechtlichen Regelungen des Börsengesetzes kann allerdings das Bestehen einer rechtlichen Struktur kaum bezweifelt werden. Insbesondere Wertpapierbörsen waren seit jeher streng organisierte Institutionen der Banken und Handelskaufleute⁴⁵. Und auch die im Börsengesetz in § 13 Abs. 1 BörsG anerkannte Satzungsautonomie setzt das Bestehen einer verfestigten Organisationsstruktur voraus. Die These von einer amorphen Börsenstruktur kann also zumindest nach dem geltenden Recht nicht mehr aufrecht gehalten werden⁴⁶.

2. Börse als Körperschaft des öffentlichen Rechts

Nach der Ansicht von *Uppenbrink*⁴⁷, *Bindseil*⁴⁸ und neuerdings *Breitkreuz*⁴⁹ sollen die Börsen Körperschaften des öffentlichen Rechts sein. Die Handelsteilnehmer seien durch das homogene Interesse an einer reibungslosen Geschäftsabwicklung geeint. Aufgrund der Notwendigkeit einer vertrauenswürdigen und solventen Händlerschaft hätten sich die Wertpapierbörsen zu geschlossenen Gemeinschaften entwickelt. Die Teilnahme Externer werde ausgeschlossen oder zumindest beschränkt⁵⁰. Die mitgliedschaftliche Struktur sei typisch für Körperschaften⁵¹. Für eine körperschaftliche Struktur spreche auch, dass § 7 BörsG a.F. (heute: § 16 BörsG) zu einem relativ geschlossenen Kreis der Börsenbesucher führt. Auch werde der Börsenvorstand durch die zugelassenen Börsenmitglieder bestimmt⁵². Durch die Mitwirkung der Mitglieder und Emittenten bei der Börsenselbstverwaltung über ihre Repräsentation im Börsenrat liege auch das für die Körperschaft typische Element der Betroffenenpartizipation vor⁵³.

Der für die Entstehung einer Körperschaft erforderliche statusbegründende „greifbare Verleihungsakt“ soll in der Genehmigung der Börse nach § 1 Abs. 1 BörsG und der Genehmigung der Börsenordnung gem. § 4 Abs. 4 BörsG a.F. (heute § 13 Abs. 5 BörsG) liegen. Zwar habe dieser Verleihungsakt ursprünglich nur dazu gedient, die marktähnliche kaufmännische Versammlung dem öffentlichen Recht zu unterstellen, die dadurch begründete Verwaltungseinheit habe sich aber kraft ihrer Autonomie zu einer Körperschaft weiter entwickelt⁵⁴.

⁴⁴ Göppert, *Recht der Börsen*, S. 69 ff.

⁴⁵ Mues, *Börsenorganisation*, S. 70.

⁴⁶ Näher Breitkreuz, *Ordnung der Börse*, S. 64 ff.

⁴⁷ Uppenbrink, *Die deutschen Wertpapierbörsen*, S. 90 f.

⁴⁸ Bindseil, *Verfügungsrechte*, S. 138 f, 149.

⁴⁹ Breitkreuz, *Ordnung der Börse*, S. 88 ff.

⁵⁰ Uppenbrink, *Die deutschen Wertpapierbörsen*, S. 56 ff.

⁵¹ Breitkreuz, *Ordnung der Börse*, S. 93 f.

⁵² Schwark, *BörsG*, § 1 Rn 18; vgl. auch schon Neufeld, *BankArch* 1931, S. 164.

⁵³ Breitkreuz, *Ordnung der Börse*, S. 101 f.

⁵⁴ Uppenbrink, *Die deutschen Wertpapierbörsen*, S. 85 f.

3. Börse als Rechtsform sui generis

Wieder andere verzichten auf eine Einordnung der Börse und sehen in ihr eine Rechtsform *sui generis*, die lediglich anstaltliche und körperschaftliche Züge aufweise⁵⁵. Eine weitere Begründung für diese Einordnung wird dabei nicht gegeben.

4. Börse als Anstalt des öffentlichen Rechts

Die heute ganz herrschende Meinung sieht die Börse als öffentlich-rechtliche Anstalt an⁵⁶. Grundlage dieser Einschätzung ist die Anstaltsdefinition von *Otto Mayer*, wonach eine Anstalt ein Bestand von sachlichen und persönlichen Mitteln ist, welcher in der Hand eines Trägers öffentlicher Verwaltung einem besonderen öffentlichen Zweck dauernd zu dienen bestimmt ist⁵⁷.

Für diese Auffassung spricht, dass eine Einstufung als Gebilde *sui generis* solange nicht notwendig ist, solange die Einordnung in einen ausgebildeten Organisationstypus möglich ist⁵⁸. Der Typus der Anstalt als quasi-subsidiäres Auffanginstitut lässt sich ohne weiteres auch für die Börse nutzbar machen. Ein wirklicher Unterschied besteht zwischen diesen Ansichten im Ergebnis ohnehin nicht. Dementsprechend wird die Börse teilweise auch als „öffentlich-rechtliches Gebilde eigener Art zugehörend zum Typ der Anstalt des öffentlichen Rechts“ bezeichnet⁵⁹.

Für die Einordnung als Anstalt und gegen die Zuordnung zu den Körperschaften spricht die Existenz eines Trägers der Börse. Externe Trägerschaft ist ein Wesensmerkmal anstaltlicher Organisation, nicht aber der Körperschaft⁶⁰.

Weiter wird vorgebracht, dass es an einer expliziten Verleihung der Rechtsfähigkeit fehle und den Börsen nach ganz herrschender Meinung deshalb allenfalls Teilrechtsfähigkeit zukommen könne⁶¹. Die Rechtsfähigkeit sei aber notwendige Bedingung für die Existenz einer Körperschaft, während Anstalten auch ohne Rechtssubjektivität bestehen könnten⁶².

5. Stellungnahme

Die herrschende Meinung hat die überzeugenderen Argumente auf ihrer Seite. Zwar lässt sich gegen die Einordnung als Anstalt vorbringen, dass unter dem Anstaltsträger nach üblicher verwaltungsrechtlicher Terminologie diejenige Hoheitsperson zu verstehen ist,

⁵⁵ OVG Berlin, Urteil vom 16.2.1966, OVG I B 2.65; Meyer/Bremer, § 1 Anm. 4.

⁵⁶ Groß, Kapitalmarktrecht, Vorbem. Rn 17; Peterhoff, in: Schäfer, BörsG, § 1, 1a Rn 32; Franke, in: Assmann/Schütze, Kapitalanlagerecht, § 2 Rn 16; Kümpel, Börsenrecht, S. 30 ff.; ders. Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn 17.90 ff.; ders. WM 1985, Sonderbeilage 5, S. 4; ders. FS-Pleyer, S. 59, 61; v. Olenhusen, Börsen und Kartellrecht, S. 73 ff., Samm, Börsenrecht, S. 48; Segna, ZBB 1999, S. 144 ff.; Schwark, BörsG § 1 Rn 17 ff.; Wiede, Börse als verwaltungsrechtliches Problem, S. 142, 149; Beck, WM 1996, S. 2313, 2315; ders. WM 2000, S. 597, 598; Wastl, WM 1999, S. 620, 624; VG Kassel, NJW-RR 1997, S. 110; Schlüter, Wertpapierhandelsrecht, S. 207; Claussen, BB 2002, S. 105, 111.

⁵⁷ Otto Mayer, Deutsches Verwaltungsrecht, 2. Bd., S. 268, 331.

⁵⁸ Schwark, BörsG, § 1 Rn 17; Franke, in: Assmann/Schütze, § 2 Rn 15.

⁵⁹ So Peterhoff, in: Schäfer, BörsG, § 1 Rn 33.

⁶⁰ Franke, in: Assmann/Schütze, § 2 Rn 15; Schwark, BörsG, § 1 Rn 18; Wolff/Bachhoff/Stober, VerwR II, § 98 I 2.

⁶¹ Vgl. etwa Schwark, BörsG, § 1 Rn 19; VG Frankfurt, AG 1963, S. 306; Wiede, Börse als verwaltungsrechtliches Problem, S. 63, 142 ff.; Peterhoff, in: Schäfer, BörsG, § 1 Rn 33; Kümpel, Börsenrecht, S. 33 f.; ders. Kapitalmarktrecht, Rn 17.126; v. Olenhusen, S. 76 ff.; Groß, Kapitalmarktrecht, Vorbem. Rn 17; aA nur Claussen, Bank- und Börsenrecht, § 9 Rn 21.

⁶² Vgl. Mues, Börsenorganisation, S. 73; das Erfordernis der Rechtsfähigkeit einer Körperschaft ist in der Literatur aber nicht unumstritten, aA insoweit Wolff/Bachhoff/Stober, Verwaltungsrecht, § 84 RN 37; Maurer, Allgemeines Verwaltungsrecht, § 23 Rn 39.

die die Anstalt errichtet hat und deren Wille durch sie umgesetzt wird. Dem Börsenträger im Sinne des Börsengesetzes kommt dagegen kein Einfluss auf die Anstalt zu. Weder bestimmt er die Kompetenzen und die Organisation, noch bestellt er die Organwalter. Als eigentlicher Anstaltsträger wäre konsequenterweise das jeweilige, die Börse genehmigende Bundesland anzusehen, da diese die Aufsicht über die Börse ausübt⁶³.

Nun ist die Existenz eines privatrechtlichen Trägers bei Anstalten aber auch nicht gänzlich untypisch. Genauso wenig ist erforderlich, dass die Anstalt den „Willen“ des Anstaltsträgers umsetzt⁶⁴. Und schließlich hat der Börsenträger durch die Detailentscheidungen über die technische Börseninfrastruktur letztlich doch einen nicht unerheblichen faktischen Einfluss auf die Tätigkeit der Anstalt.

Als entscheidend für die Einordnung als Körperschaft sieht *Breitkreuz* die Tatsache der „Repräsentation von Angebot und Nachfrage durch die Handelsteilnehmer als zentrales Merkmale der Börse“⁶⁵ an. Er untermauert diese Feststellung mit dem Argument, dass ein Handel zwar ohne technischen Apparat, nicht aber ohne Handelsteilnehmer möglich sei. Die Börse könne „auch mit einem denkbar perfekten personellen und sachlichen Apparat nicht existieren, wenn die Repräsentation in Gestalt der Handelsteilnehmer“ ausbleibe⁶⁶. Damit widerspricht er der herrschenden Auffassung, die im Vordergrund nicht den Börsenbesucher selbst, sondern eben den technischen Apparat und die fest organisierten Abläufe sieht und dies für den Anstaltscharakter vorbringt⁶⁷.

Die Einschätzung von *Breitkreuz* vermag aus mehreren Gründen nicht zu überzeugen. Erstens mag der Handel zwar nicht zwingend auf den technischen Apparat angewiesen sein; das Vorhandensein bestimmter Handelsregeln zur zentralisierten Zusammenführung von Angebot und Nachfrage ist für eine Börse aber wesensnotwendig. Gerade die Bereitstellung solcher Handelsregeln ist die Aufgabe der Börse, ohne die ein zentralisierter Handel auch mit noch so vielen Marktteilnehmern nicht gelingen würde.

Zweitens ist die triviale Feststellung, dass ohne Handelsteilnehmer kein Handel stattfindet, ohne Erkenntnisgewinn. Denn auch die Bereitstellung von Anstaltsleistungen macht nur dann Sinn, wenn Benutzer vorhanden sind. So findet z.B. ohne Bibliotheksbenutzer auch keine Bibliotheksbenutzung statt. Die Existenz der Börse als solche ist aber weder faktisch (Börse als zentralisierter Handelsplatz) noch rechtlich von der Zulassung der Handelsteilnehmer abhängig. Richtig ist, dass das Börsengesetz bei erfolgter Genehmigung der Börse die Zulassung von Handelsteilnehmern vorsieht, genauso wie es auch die Verabschiedung der Börsenordnung und die Bildung von Börsenorganen vorsieht. Für die rechtstechnische Existenz der Börse nach dem Börsengesetz ist dies aber nicht erforderlich⁶⁸.

Wer für eine körperschaftliche Struktur der Börsen das Wort ergreift, muss sich weiter mit der Frage auseinandersetzen, wer die Mitglieder dieser Körperschaft sein sollen. Fasst man nur die Handelsteilnehmer als Mitglieder auf, entsprechend ihrer Bedeutung als „Repräsentanten von Angebot und Nachfrage“, so steht man vor dem Problem, dass die Repräsentation der anderen Gruppen im Börsenrat mit der Idee der Mitgliederrepräsentation im Widerspruch steht. Nimmt man die Emittenten noch hinzu,

⁶³ Mues, Börsenorganisation, S. 85 f.

⁶⁴ Vgl. Wolff/Bachof, Verwaltungsrecht II, S. 366 f.

⁶⁵ Breitkreuz, Ordnung der Börse, S. 97 ff.

⁶⁶ Breitkreuz, Ordnung der Börse, S. 98.

⁶⁷ Schwark, BörsG, § 1 Rn 18; Groß, Kapitalmarktrecht, Vorbem BörsG, Rn 17.

⁶⁸ So auch Breitkreuz, Ordnung der Börse, S. 38, der sich damit bei seinen späteren Ausführungen in Widerspruch setzt.

vielleicht weil sie als „Produzenten des Angebots“ das für den Börsenhandel notwendige Produkt bereitstellen, bleibt immer noch die Repräsentation der Kursmakler bzw. Skontroführer und der Anleger im Börsenrat zu erklären. Zwar könnte man die für öffentlich-rechtliche Körperschaften typische Interessenhomogenität⁶⁹ bei diesen Gruppen noch in einem einigenden Interesse an einem funktionsfähigen Börsenhandel sehen⁷⁰. Hinsichtlich der Anleger fehlt es aber an einer mitgliedschaftlichen Sonderrechtsbeziehung zur Börse, worüber auch eine Klassifizierung der Anleger als „indirekte Handelsteilnehmer“⁷¹ nicht hinweg hilft.

Angesichts der praktischen Bedeutungslosigkeit der Rechtsformfrage sollen diese Argumente hier nicht weiter vertieft werden. Sowohl die Einordnung der Börse als Anstalt als auch ihre Qualifizierung als Körperschaft erscheinen vertretbar. Die Trennung zwischen Börse und Börsenträger ist aber ein gewichtiges Indiz für eine Einordnung als Anstalt, so dass man mit der ganz herrschenden Meinung sicher nicht falsch geht, dieses äußere Erscheinungsbild als Ausschlag gebend zu erachten, solange keine zwingenden Gründe für die Einordnung als Körperschaft sprechen.

⁶⁹ Vgl. Papenfuß, Personelle Grenzen, S. 151 f.; Kleine-Cosack, Berufsständische Autonomie S. 140.

⁷⁰ Vgl. die Ausführungen des Bundesverfassungsgerichts in BVerfGE 10, 89, 105 f. (Erftverband): die Verbandsmitglieder sind „trotz teilweise gegensätzlichen Interessen gemeinsam daran interessiert ..., dass die Wasserversorgung im Erftgebiet sicher gestellt wird...“.

⁷¹ Breitzkreuz, Ordnung der Börse, S. 47 f.

2. Kapitel

Private Regulierung als Selbstverwaltung in den öffentlich-rechtlichen Marktsegmenten

Die Selbstregulierung der Börse in den öffentlich-rechtlichen Marktsegmenten gehört nach der verwaltungsrechtlichen Dogmatik zur funktionalen Selbstverwaltung. Aspekte dieser Selbstverwaltung lassen sich in der Selbstverwaltung i.e.S., der autonomen Rechtsetzung und in der Börsengerichtsbarkeit ausmachen.

A. Selbstverwaltung i.e.S. und ihre Organe

Die anstaltliche Selbstverwaltung im engeren Sinne, d.h. die Wahrnehmung eigenverantwortlicher verwaltender Tätigkeit, lässt sich am deutlichsten an der gesetzlich vorgegebenen Organisationsstruktur der Börsen und an den den Börsenorganen zugewiesenen Aufgaben illustrieren.

Die gesetzlich vorgeschriebenen Organe sind der Börsenrat, die Börsengeschäftsführung, die Zulassungsstelle und früher der Zulassungsausschuss und die Handelsüberwachungsstelle. Daneben ist in den Börsenordnungen¹ die Bestellung eines Gutacherausschusses vorgesehen, der von der Geschäftsführung zur Prüfung der Lieferbarkeit von beschädigten Wertpapieren im amtlichen Markt oder im geregelten Markt bestellt wird. Der Ausschuss entscheidet abschließend anhand der „Richtlinien für die Lieferbarkeit beschädigter amtlich notierter Wertpapiere“ vom 1.7.1977².

Kein Organ der Börse sind dagegen die an manchen Börsen eingerichteten Freiverkehrsausschüsse, die für den Erlass der Handelsrichtlinien oder für die Entscheidung über die Einbeziehung in den Freiverkehr zuständig sind³. Der Freiverkehr ist privatrechtlich organisiert, in der Regel vom Träger der Börse. Zwar verlangt § 57 Abs. 1 BörsG zwingend die Existenz von Handelsrichtlinien, die einen ordnungsgemäßen Freiverkehr sichern, diese sind aber trotzdem nach allgemeiner Ansicht als privatrechtliche Regeln zu qualifizieren⁴. In Frankfurt etwa übernimmt die Deutsche Börse AG unmittelbar die Aufgaben des Freiverkehrsausschusses, erlässt also die Freiverkehrsrichtlinien (§ 66 Abs. 2 S.1 a.F. bzw § 89 Abs. 2 S. 1 BörsO FWB) und entscheidet über die Einbeziehung (§ 3 FVRL Frankfurt)⁵.

I. Börsenrat

1. Aufgaben

Während nach dem Börsengesetz von 1896 oberstes Organ einer jeden Börse der Börsenvorstand war, wurde mit der Novellierung des Börsengesetzes 1994 die Zuständigkeit des nunmehr Börsenrat genannten Vertretungsorgans der Marktteilnehmer

¹ Vgl. etwa § 49a BörsO FWB n.F.

² Vgl. Franke, in Assmann/Schütze, Handbuch, § 2 Rn 38; näher zu dieser sog. Drei-Männer-Kommission Zahn, BankArch 34, S. 547 ff.

³ aA nur Franke, in Assmann/Schütze, Handbuch, § 2 Rn 39 f. i. V. m. Rn 21 („hoheitlich tätige Börsenorgane“).

⁴ dies gilt auch dann, wenn in den Börsenordnungen wie etwa nach § 4 BörsO Düsseldorf die Mitwirkung von Börsenorganen an der Bestellung des Freiverkehrsausschusses vorgesehen ist, vgl. Breitkreuz, Ordnung der Börse, S. 147 Rn 190.

⁵ Über die Einbeziehung das NEWEX-Handelssegment entscheidet gem. § 3 i. V. m. § 2 Abs. 2 FVRL FWB die NEWEX Börse AG.

reduziert. Es ist nun in Anlehnung an die Aufgaben des Aufsichtsrats einer Aktiengesellschaft im Wesentlichen mit Kontrollaufgaben betraut. Eine Aufzählung der wichtigsten Aufgaben findet sich in § 9 Abs. 2 BörsG. Danach obliegt dem Börsenrat insbesondere der Erlass der Börsenordnung und der Gebührenordnung, die Bestellung und Abberufung der Geschäftsführer, die Überwachung der Geschäftsführung, der Erlass einer Geschäftsordnung für die Geschäftsführung und der Erlass der Bedingungen für die Geschäfte an der Börse. Die Einführung von technischen Systemen, die dem Handel oder der Abwicklung von Börsengeschäften dienen, bedarf seiner Zustimmung, § 9 Abs. 2 S. 2 BörsG. Die Börsenordnung kann weitere Maßnahmen der Geschäftsführung von grundsätzlicher Bedeutung von der Zustimmung des Börsenrates abhängig machen, § 9 Abs. 2 S. 3 BörsG. Davon haben einige Börsenordnungen Gebrauch gemacht. Teilweise werden dabei einzelne Maßnahmen in den Börsenordnungen von der Zustimmung des Börsenrates abhängig gemacht⁶ oder aber allgemein ein Zustimmungserfordernis für Maßnahmen von grundsätzlicher Bedeutung aufgestellt⁷.

Im Börsengesetz finden sich außerhalb des § 9 Abs. 2 BörsG weitere Kompetenzzuweisungen an den Börsenrat. Er ist zuständig für die Bestellung des Leiters der Handelsüberwachungsstelle im Einvernehmen mit der Börsenaufsichtsbehörde (§ 4 Abs. 2 S. 1 BörsG), den Erlass der Börsenhändlerprüfungsordnung (§ 16 Abs. 7 BörsG) und die Festsetzung der Geschäftsbedingungen für den Handel in Wirtschaftsgütern und Rechten (§ 21 Abs. 2 BörsG). Letztere Vorschrift erfasst insbesondere auch die Geschäftsbedingungen für den Terminhandel, die auch früher gem. § 50 Abs. 2 BörsG a.F. vom Börsenrat zu erlassen waren.

Weitere Kompetenzzuweisungen können sich aus den Börsenordnungen ergeben. So sieht etwa die Börsenordnung der FWB vor, dass der Börsenrat die Mitglieder der Zulassungsstelle und des Zulassungsausschusses wählt.

2. Wahl und Zusammensetzung

Der Börsenrat besteht aus höchstens 24 ehrenamtlichen Mitgliedern, § 9 Abs. 1 S. 1 BörsG. Er setzt sich zusammen aus Vertretern der zur Teilnahme am Börsenhandel zugelassenen Kreditinstitute, der zugelassenen Finanzdienstleistungsinstitute, sonstiger zum Handel zugelassener Unternehmen, der Kursmakler bzw. künftig der Skontoführer, der zugelassenen Kapitalanlagegesellschaften, der Emittenten in den öffentlich-rechtlichen Marktsegmenten und schließlich der Anleger, § 9 Abs. 1 S. 2 BörsG. Die Mitglieder werden unmittelbar von genannten Gruppen jeweils aus ihrer Mitte gewählt, wobei mindestens zwei Vertreter der Anleger von den anderen Mitgliedern gewählt werden (sog. Kooptation), § 10 Abs. 1 S. 2 BörsG. Die Amtszeit des Börsenrates beträgt drei Jahre (§ 10 Abs. 1 S. 1 BörsG). Das aktive und passive Wahlrecht kommt den am Börsenhandel teilnehmenden Unternehmen zu. Gehört ein Unternehmen mehreren Gruppen an, so darf es nur in einer Gruppe wählen (§ 10 Abs. 2 S. 1 BörsG). Verbundene Unternehmen dürfen nur mit einem Mitglied im Börsenrat vertreten sein, § 10 Abs. 2 S. 2 BörsG⁸.

⁶ So etwa die Einführung elektronischer Handelssysteme, vgl. § 4 Abs. 1 Nr. 9 BörsO BayB a.F..

⁷ Vgl. § 4 Abs. 3 BörsO Düsseldorf n.F.; § 4 Abs. 2 BörsO BörsO Stuttgart; § 4 Abs. 2 BörsO FWB.

⁸ verbundene Unternehmen sind solche i.S.d. § 15 AktG, vgl. Reg.-Begr. zum 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 63.

Näheres über die Wahl kann eine Rechtsverordnung regeln, deren Erlass im Zuständigkeitsbereich der jeweiligen Landesregierung liegt, vgl. § 10 Abs. 3 BörsG⁹. In dieser Verordnung konnte früher gem. § 3a Abs. 3 S. 7 BörsG a.F. auch ein Entsenderecht für die Organe des Handelsstandes vorgesehen werden. Mit dem Gedanken der anstaltlichen Selbstverwaltung war ein solches Recht allerdings schwer vereinbar¹⁰, eher kam hier die Idee der „Selbstverwaltung der Wirtschaft“ zum Ausdruck. Gebrauch gemacht von der Ermächtigung hat nur das Land Nordrhein-Westfalen für die Börse Düsseldorf, wo ein Mitglied des Börsenrates aus dem Kreis der Industrie- und Handelskammern des Landes entsendet werden konnte¹¹. Das neue Börsengesetz sieht eine solche Entsendemöglichkeit nicht mehr vor.

II. Börsengeschäftsführung

Der Börsengeschäftsführung obliegt die Leitung der Börse in eigener Verantwortung, § 12 Abs. 1 S. 1 BörsG. Ihre Position ist durch das 2. Finanzmarktförderungsgesetz wesentlich gestärkt worden. Sie hat den Börsenvorstand als Leitungsorgan abgelöst¹². Sie vertritt die Börse gerichtlich und außergerichtlich, außer in Fällen, in denen der Träger der Börse zuständig ist, § 12 Abs. 2 BörsG¹³. Auch hinsichtlich der Geschäftsführung lassen sich die Parallelen zum Organisationsmodell der Aktiengesellschaft ziehen. Zur Verbesserung der Leistungsfähigkeit der Börsenleitung sind die Managementaufgaben auf eine professionelle Führung übertragen worden¹⁴.

Die Börsengeschäftsführung ist als Organ der Börse als öffentlich-rechtliche Anstalt mit Befugnis zum Erlass von Verwaltungsakten eine Behörde i.S.v. § 1 Abs. 4 VwVfG¹⁵. Die Mitglieder der Börsengeschäftsführung sind Beamte im haftungsrechtlichen Sinne, so dass auf Amtspflichtverletzungen § 839 BGB i.V.m. Art. 34 GG anwendbar ist und das jeweilige Bundesland haftet, in dem die Börse ihren Sitz hat¹⁶.

Neben der Generalklausel des § 12 Abs. 1 S. 1 BörsG werden der Geschäftsführung im Börsengesetz explizit folgende Aufgaben zugewiesen¹⁷: Sie hat zu entscheiden über die Aufnahme (§ 37 Abs. 1 BörsG), Aussetzung und Einstellung einer Notierung im amtlichen Markt (§ 38 Abs. 1 BörsG), die Zulassung von Unternehmen und Personen zur Teilnahme am Börsenhandel und zum Börsenbesuch (§ 16 Abs. 1 S. 1 BörsG). Daneben kann sie die Handelsüberwachungsstelle mit Untersuchungen beauftragen (§ 4 Abs. 1 S. 4 BörsG) und kann anstelle dieser eilbedürftige Maßnahmen treffen (§ 4 Abs. 5 S. 2 BörsG). Gem. § 18 Abs. 2 BörsG obliegt auch die Aufrechterhaltung der Ordnung in den Börsenräumen der Geschäftsführung, wobei sie befugt ist, Personen, welche die Ordnung

⁹ Die Wahlverordnungen werden als Rechtsverordnung erlassen und sind insofern entgegen Breitkreuz, Ordnung der Börse, S. 139 nicht etwa Satzungsrecht.

¹⁰ Vgl. Hammen, WM 2001, 549, 552.

¹¹ Siehe Peterhoff, in: Schäfer, BörsG, § 3a Rn 4.

¹² Peterhoff, in: Schäfer, BörsG, § 3 c Rn 1.

¹³ dabei ist die Bedeutung dieser Einschränkung umstritten. Teilweise wird ihr gar kein Anwendungsbereich zugesprochen (Breitkreuz, Ordnung der Börse, S. 146). Andere (Peterhoff, in: Schäfer, BörsG, § 3 c Rn 26; Groß, Kapitalmarktrecht, § 3c BörsG Rn 5) sehen eine Anwendung in Fällen, in denen die Geschäftsführung außerhalb ihrer öffentlich-rechtlichen Aufgaben und Befugnisse, insbesondere als Beauftragter des Börsenträgers handelt. Insofern wird klargestellt, dass die allgemeinen Vertretungsregeln Bestand haben.

¹⁴ Groß, Kapitalmarktrecht, Vorbem. BörsG Rn 19.

¹⁵ Peterhoff, in: Schäfer, BörsG, § 3 c Rn 24; Groß, Kapitalmarktrecht, § 3c BörsG Rn 1.

¹⁶ Peterhoff, in: Schäfer, BörsG, § 3 c Rn 29; Groß, Kapitalmarktrecht, § 3c BörsG Rn 2.

¹⁷ Vgl. Peterhoff, in: Schäfer, BörsG, § 3 c Rn 2 ff.

stören, aus den Räumen entfernen zu lassen. Nähere Konkretisierung der Aufgaben und Pflichten der Geschäftsführung finden sich in den Börsenordnungen. Die hauptamtlich tätigen Geschäftsführer werden gem. § 9 Abs. 2 Nr. 2 BörsG vom Börsenrat im Einvernehmen mit der Börsenaufsichtsbehörde bestellt und abberufen.

III. Zulassungsstelle und Zulassungsausschuss

Für die Zulassung von Wertpapieren zum Handel im amtlichen Markt ist an den Börsen eine Zulassungsstelle einzurichten, die gem. § 31 Abs. 2 BörsG, konkretisiert durch die Börsenordnungen, mindestens zur Hälfte aus Personen besteht, die sich nicht berufsmäßig am Börsenhandel mit Wertpapieren beteiligen.

Die Zulassungsstelle trifft die zum Schutz des Publikums für einen ordnungsgemäßen Börsenhandel erforderlichen Maßnahmen, soweit nicht die Geschäftsführung zuständig ist. Zudem überwacht sie die Einhaltung der Pflichten, die sich aus der Zulassung für den Emittenten und für das Antrag stellende Institut oder Unternehmen ergeben, § 31 Abs. 1 S. 2 BörsG. Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz stellt klar, dass die Zulassungsstelle allein im öffentlichen Interesse handelt (§ 31 Abs. 5 BörsG).

Über die Zulassung zum geregelten Markt entscheidet neuerdings ebenfalls die Zulassungsstelle (§ 49 Abs. 2 S. 2 BörsG). Nach der alten Gesetzesfassung war ein Zulassungsausschuss zuständig, dessen Zusammensetzung und Verfahren gem. § 72 Abs. 2 BörsG a.F. in der Börsenordnung zu regeln war. Die institutionelle Trennung der Zulassungsgremien in Zulassungsstelle und Zulassungsausschuss wurde aufgegeben, weil sich die Anforderungen in den beiden öffentlich-rechtlichen Marktsegmenten einander angenähert haben¹⁸.

IV. Handelsüberwachungsstelle

Durch das 2. Finanzmarktförderungsgesetz wurde die Markt- und Handelsüberwachung neu geregelt¹⁹. Eingeführt wurde das Organ der Handelsüberwachungsstelle, der vergleichbare Befugnisse wie der Börsenaufsichtsbehörde zustehen (heute § 4 Abs. 3 BörsG). Sie ist von der Geschäftsführung formal weitgehend unabhängig. Der Geschäftsführung steht lediglich das Recht zu, die Handelsüberwachungsstelle im Rahmen deren Aufgaben mit Untersuchungen zu beauftragen (§ 4 Abs. 1 S. 4 BörsG). Soweit sie mit Überwachungsaufgaben betraut sind, können die Mitglieder der Handelsüberwachungsstelle gegen ihren Willen nur mit Zustimmung der Börsenaufsichtsbehörde von ihren Pflichten entbunden werden, § 4 Abs. 2 S. 3 BörsG. Der Leiter der Handelsüberwachungsstelle wird auf Vorschlag der Geschäftsführung vom Börsenrat im Einvernehmen mit der Börsenaufsichtsbehörde bestellt, § 4 Abs. 2 S. 1 BörsG.

V. Sanktionsausschuss

Gem. § 20 Abs. 1 BörsG wird die Landesregierung ermächtigt, durch Rechtsverordnung die Errichtung und Ausgestaltung eines Sanktionsausschusses zu regeln²⁰. Der

¹⁸ Vgl. Stellungnahme des Bundesrates zum 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 155 und Zustimmung der Bundesregierung aaO S. 178.

¹⁹ Vgl. ausführlich Brockhausen, WM 1997, S. 1924 ff.

²⁰ Vgl. die Regelungen der Hessischen Sanktionsausschussverordnung, dargestellt bei Breitzkreuz, Ordnung der Börse, S. 148 f.

Sanktionsausschuss hat vor allem die Aufgabe, Verstöße der Handelsteilnehmer gegen börsenrechtliche Vorschriften oder Anordnungen zu ahnden, die eine ordnungsgemäße Durchführung des Handels an der Börse oder der Börsengeschäftsabwicklung sicher stellen sollen, § 20 Abs. 2 S. 1 BörsG. Als Sanktionsmittel gegenüber den Handelsteilnehmern stehen ihm der Verweis, die Verhängung eines Ordnungsgeldes bis zu 250.000 Euro und der Ausschluss von der Börse bis zu 30 Sitzungstagen zu.

Durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz ist dem Sanktionsausschuss in § 20 Abs. 2 S. 2 BörsG auch die Möglichkeit eingeräumt worden, vorsätzliche oder leichtfertige Verstöße der Emittenten gegen Zulassungsfolgepflichten in den öffentlich-rechtlichen Marktsegmenten mit Ordnungsgeldern bis zu 250.000 Euro zu ahnden. Diese Vorschrift hat in das Gesetz auf Betreiben der Deutsche Börse AG Eingang gefunden, die am ursprünglichen Regierungsentwurf das Fehlen der Sanktionsmöglichkeiten in den neu zu schaffenden qualifizierten Marktsegmenten kritisiert hat²¹.

Der Sanktionsausschuss hat als Organ der Börse Behördencharakter, seine Entscheidungen stellen Verwaltungsakte dar, gegen die der Verwaltungsrechtsweg eröffnet ist²². Art. 92 GG, der nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts nur das Strafrecht und die Verhängung von Kriminalstrafen betrifft, ist dementsprechend nicht tangiert²³.

B. Satzungsautonomie der Börse

Die Satzungsautonomie der Börse kommt zum Ausdruck in der Ermächtigung zum Erlass der Börsenordnung (I), der Gebührensatzung (II) und der Prüfungsordnung (III). Daneben sind die Börsen für den Erlass der Handelsbedingungen zuständig, deren Rechtsnatur allerdings umstritten ist (IV).

I. Börsenordnung

Auch die Rechtsnatur der Börsenordnungen war lange Zeit nicht unumstritten. Eine in der älteren Literatur verbreitete Auffassung sah sie als Rechtsverordnungen an²⁴. Als Argumente ließen sich die damals bestehenden weitgehenden Einflussmöglichkeiten des Staates auf den Inhalt der Börsenordnungen anführen, ebenso wie der weite Regelungsbereich²⁵. Später wurde die Börsenordnungen überwiegend als autonomes Satzungsrecht angesehen²⁶. Der Gesetzgeber hat die Diskussion im Rahmen des 2. Finanzmarktförderungsgesetzes beendet und in § 4 Abs. 1 S. 1 BörsG a.F. (heute § 13 Abs. 1 BörsG) klargestellt²⁷, dass die Börsenordnungen keine Rechtsverordnungen, sondern Satzungen der Börse sind.

²¹ Vgl. Deutsche Börse, Stellungnahme, S. 2, 12 f.

²² Schäfer/Geibel, BörsG, § 9 Rn 7, 9; Schwark, BörsG § 9, Rn 2, 4.

²³ Schäfer/Geibel, BörsG, § 9 Rn 7; Schwark, BörsG § 9, Rn 2

²⁴ Vgl. etwa Göppert, Recht der Börsen, S. 106 ff.; Meyer-Bremer, § 4 Anm. 1; Rodrian, Börsenprobleme, S. 15 ff.

²⁵ Göppert, Recht der Börsen, S. 107 ff. Vom Ausgangspunkt Göpperts, der in der Verwaltung der Börse eine staatliche Angelegenheit sah und den Börsen keine eigene rechtliche Struktur zugestand, ist die Einordnung als Rechtsverordnung nahe liegend.

²⁶ Vgl. Schwark, § 4 Rn 2 f m.w.N.

²⁷ Vgl. Reg.-Begr. zum 2. FFG, BR-Drucks. 12/6679, S. 33, 64.

1. Form und Verfahren der Rechtsetzung

Die Börsenordnung wird vom Börsenrat beschlossen, § 13 Abs. 1 BörsG und muss gem. § 13 Abs. 5 S. 1 BörsG von der Börsenaufsichtsbehörde genehmigt werden, wobei sich die Prüfungskompetenz der Aufsichtsbehörde auf die Rechtmäßigkeitsanforderungen beschränkt. Dies ergibt sich aus § 13 Abs. 5 S. 2 BörsG, wonach die Aufsichtsbehörde die Aufnahme bestimmter Vorschriften nur verlangen kann, wenn und soweit sie zur Erfüllung der der Börse oder der Börsenaufsichtsbehörde obliegenden gesetzlichen Aufgaben notwendig sind²⁸.

Die Genehmigung ist Voraussetzung für die Wirksamkeit der Börsenordnung²⁹. Die Entscheidung der Aufsichtsbehörde ist ein Verwaltungsakt gegenüber der Börse.

2. Inhaltliche Anforderungen

a) Generalklausel

Nach § 13 Abs. 2 S. 1 BörsG soll die Börsenordnung sicher stellen, dass die Börse die ihr obliegenden Aufgaben erfüllen kann und dabei den Interessen des Publikums und des Handels gerecht wird.

Nach teilweise vertretener Ansicht sollen unter „obliegenden Aufgaben“ angesichts des Reformcharakters der Änderungen des Börsengesetzes von 1975 nicht nur die an die Börse gesetzlich zugewiesenen Funktionen zu verstehen sein, sondern auch die im Börsengesetz nicht zum Ausdruck gekommene gesellschaftspolitische Aufgabe der Börse. Diese bestehe u.a. darin, durch größere Publizität über den Börsenhandel und die gehandelten Gegenstände den breiten Kreisen der Bevölkerung die Beteiligung am Produktivvermögen der Wirtschaft näher zu bringen. Daher soll die Vorschrift neben den in Abs. 2 u. Abs. 3 genannten obligatorischen Bestimmungen eigenständige Bedeutung haben³⁰.

Bei einem solchen Verständnis der Generalklausel lassen sich die Grenzen der Satzungsautonomie allerdings kaum mehr abstecken. Vom Börsengesetz losgelöste gesellschaftspolitische Aufgaben dürften zur Bestimmung der Reichweite der Satzungsautonomie insbesondere im Hinblick auf die Regulierung der Emittenten zu unbestimmt sein. Zwar entspricht eine möglichst generelle Verleihung der autonomen Rechtsetzungsmacht dem Wesen und der Funktion der Autonomie, die eine gewisse Selbständigkeit verlangt³¹. Das aus der Wesentlichkeitsrechtsprechung folgende Erfordernis hinreichender Bestimmtheit verlangt aber zumindest, dass die gesetzliche Ermächtigung erkennen lässt, welchen Gegenstand die autonome Rechtsetzung betreffen darf³², wobei sich die Grenzen durch Wesen, Zweck und Aufgabenkreis der betreffenden Institution ergeben³³. So sind die Übertragung der Satzungsautonomie und die Nichtanwendbarkeit von Art. 80 Abs. 1 GG gerade durch die Begrenzung der Satzungsautonomie auf eigene Angelegenheiten gerechtfertigt³⁴. Anders als bei der Regulierung der Handelsteilnehmer entspricht die Emittentenregulierung nicht dem

²⁸ Vgl. Schwark, BörsG, § 4 Rn 5.

²⁹ Peterhoff, in: Schäfer, BörsG, § 4 Rn 15; Groß, Kapitalmarktrecht, § 4 Rn 7.

³⁰ Schwark, BörsG § 4 Rn 9.

³¹ Kümpel, Pleyer-FS, S. 59, 65; BVerwGE 6, 251.

³² BVerwGE 6, 251, 252.

³³ BVerfG 12, 319, 325.

³⁴ BVerfGE 33, 125, 157.

typischen Bild anstattlicher Benutzungsregeln. Es ist in dieser Hinsicht insbesondere äußerst unklar, wie weit sie noch zu den eigenen Angelegenheiten der Börse zu zählen ist. Man wird daher bei der Interpretation der Generalklausel unter Berücksichtigung des Autonomiegedankens zwar nicht nur auf die in § 13 Abs. 2 und Abs. 3 BörsG genannten Bestandteile der Börsenordnung abstellen müssen, doch aber auf die im Börsengesetz bereits angelegten Aufgaben der Börse. Diese Grenze der Satzungsautonomie wird später bei der Frage relevant werden, welcher Spielraum den Börsen bei der Ausgestaltung der öffentlich-rechtlichen Marktsegmente zukommt.

b) Bestandteile der Börsenordnung

Die im Börsengesetz angelegte Aufgabenzuweisung und damit der Umfang der verliehenen Satzungsautonomie lässt sich am ehesten an den verschiedenen gesetzlich vorbestimmten Bestandteilen der Börsenordnung erkennen.

Die Pflichtbestandteile der Börsenordnung bei Wertpapierbörsen sind: Nähere Regelung über die Vertretungsbefugnis der Geschäftsführer (§12 Abs. 2 S. 2 BörsG), Bestimmungen über Geschäftszweig der Börse, die Organisation der Börse, die Veröffentlichung der Preise und Kurse sowie der ihnen zugrundeliegenden Umsätze, eine Entgeltordnung für die Tätigkeit der Skontoführer (§ 13 Abs. 2 S. 2 BörsG), Zusammensetzung und Wahl der Mitglieder der Zulassungsstelle u. Bedeutung der Kurszusätze und -hinweise (§ 13 Abs. 3 BörsG), Regelungen über die Zulassung von Personen ohne das Recht zum Handel (§ 16 Abs. 3 BörsG), nähere Regelungen über den Nachweis über die berufliche Eignung für das Börsengeschäft (§ 16 Abs. 7 BörsG), nähere Bestimmungen über Zulassung von Wirtschaftsgütern und Rechten (§ 21 Abs. 1 S. 2 BörsG), nähere Regelungen über die Bekanntgabe der Börsenpreise (§ 24 Abs. 2 S. 5 BörsG), nähere Regelungen über die Verteilung der Skontren (§ 29 S. 3 BörsG), nähere Bestimmungen über den Widerruf der Zulassung (§ 38 Abs. 4 S. 5 BörsG), nähere Bestimmungen über den geregelten Markt, insbesondere Anforderungen an den Unternehmensbericht, das Zulassungsverfahren und nähere Bestimmungen über die Einbeziehung von Wertpapieren in den geregelten Markt (§ 56 Abs. 2 BörsG).

Fakultative Bestandteile sind: Zustimmungserfordernis für Maßnahmen der Geschäftsführung von grundsätzlicher Bedeutung (§ 9 Abs. 2 S. 3 BörsG), Verzögerung der Veröffentlichung von Preisen und zugrundeliegenden Umsätze (§ 13 Abs. 2 S. 3 BörsG), Bestimmungen über Regeln zur Sicherstellung der Börsengeschäftsabwicklung (§ 13 Abs. 4 BörsG), Zulassung der Benutzung der Börseneinrichtungen außerhalb des bezeichneten Geschäftszweigs (§ 15 S. 1 BörsG), vereinfachte Zulassung zum Börsenhandel für Unternehmen, die bereits an einem anderen organisierten Markt zugelassen sind (§ 16 Abs. 4 S. 2 BörsG), Zulassung zum elektronischen Handelssystem (§ 17 Abs. 1 BörsG), nähere Bestimmungen über den Handel im elektronischen System (§ 17 Abs. 2 S. 2 BörsG), Regelungen über Sicherheitsleistungen (§ 19 BörsG), Bekanntgabe der Spanne der limitierten Order (§ 24 Abs. 2 S. 6 BörsG), Ausschussbildung in der Zulassungsstelle (§ 31 Abs. 3 BörsG), weitere Unterrichtungspflichten der Emittenten in einem Teilbereich des amtlichen Marktes (§ 42 BörsG) und des geregelten Marktes (§ 54 S. 2 BörsG), weitere Zulassungsvoraussetzungen für einen Teilbereich des geregelten Marktes (§ 50 Abs. 3 BörsG), Absehen von einem Unternehmensbericht (§ 51 Abs. 4 BörsG) und vereinfachte Zulassung zum geregelten Markt bei Wertpapieren, die bereits an einer anderen

inländischen Börse im amtlichen oder geregelten Markt zugelassen sind (§ 51 Abs. 5 BörsG).

c) Grenzen der Satzungsautonomie

Nach heute allgemeiner Ansicht findet Art. 80 Abs. 1 GG auf die autonome Rechtsetzung keine Anwendung³⁵. Dennoch ist auch der Satzungsgeber an die Verfassung und die Grundrechte gebunden. Auch im Bereich der Autonomie der Börsen besteht das allgemein beschriebene Spannungsverhältnis zwischen staatlicher Entscheidungspflicht über wesentliche Fragen des Gemeinwohls und der aus dem Gedanken der Betroffenenpartizipation und Sachnähe folgenden Idee der Selbstverwaltung³⁶.

aa) *Volenti non fit iniuria* im Börsenrecht?

Im Bereich der Rechnungslegung wurde in der Diskussion um die verfassungsrechtlich bedenkliche Übertragung der Normsetzungskompetenz auf private Regelsetzer vorgeschlagen, das Recht der Rechenschaftslegung börsennotierter Gesellschaften ausschließlich dem Börsenrecht zuzuordnen³⁷. Dort bestünden auf Grund der Tatsache, dass die Börsenteilnahme freiwillig erfolge, keine verfassungsrechtlichen Bedenken (Gedanke des *volenti non fit iniuria*)³⁸.

Diese Einschätzung lässt sich verfassungsdogmatisch kaum begründen. Auf die Lehre vom Sonderrechtsverhältnis oder besonderen Gewaltverhältnis, die heute als überwunden gilt³⁹, kann man nicht verweisen. Möglich ist allenfalls die Konstruktion eines Grundrechtsverzichts der Emittenten. Nun ist die Frage nach der Verzichtbarkeit von Grundrechten allerdings generell nicht unumstritten. Das Bundesverfassungsgericht erachtet den Grundrechtsverzicht grundsätzlich für zulässig, setzt ihm aber Grenzen⁴⁰. Das Gericht ist bereit, eine individuelle Verfügungsmacht über Grundrechte zu respektieren, soweit das Grundrecht als solches nicht aus Gründen höherwertiger Interessen unverfügbar ist, der Grundrechtsberechtigte erkennbar freiwillig handelt und keine anderen Verfassungsrechtsgüter entgegenstehen. Freiwilligkeit bedeutet, dass keine den Willen zur Abgabe einer Verzichtserklärung beeinträchtigende Einwirkung vorliegt. Und schließlich muss der Verzicht ausdrücklich oder konkludent erklärt werden. Der auf den Grundrechtsverzicht gerichtete Wille muss jedenfalls eindeutig erkennbar sein⁴¹.

Einen erkennbaren Willen des Emittenten, auf den Schutz der Grundrechte zu verzichten, wird man hier nicht annehmen können. Und selbst wenn die Börse eine solche ausdrückliche Erklärung verlangte, würde es an der erforderlichen Freiwilligkeit fehlen. Denn für die Emittenten ist die Börsenzulassung eine Ausübung ihrer grundgesetzlich

³⁵ Siehe Zweiter Teil, 2. Kap. C II 2. c aa.

³⁶ Kümpel, Pleyer-FS, S. 59, 68 ff.

³⁷ Budde/Steuber, DStR 1998, S. 504, 508. Allgemein zum Erfordernis einer gesonderten Regelung der Rechenschaftslegung börsennotierter Gesellschaften Pellens/Fülbier, ZGR 2000, S. 572 ff.

³⁸ Vgl. auch die Äußerungen der Teilnehmer des Symposiums über die Frage des Börsenhandels von GmbH- und KG-Anteilen im Jahre 1989, wo die Möglichkeit einer Grundrechtsbetroffenheit der Emittenten durch börsenrechtliche Regelungen ganz abgelehnt wurde, siehe Ihrig, ZHR 153 (1989), S. 236.

³⁹ Siehe bereits zweiter Teil, 2. Kap. C II 2. c bb.

⁴⁰ BVerfGE 9, 194, 199; 22, 49, 81f.; 27, 344, 352; 45, 187, 229; 65, 1, 43ff.; vgl. auch die Rechtsprechung des BGH und des BVerwG, BGHZ 79, 131, 142 (zu Art. 2 II GG); BVerwGE 30, 65 ff. (Art. 12 I GG); BVerwG, NJW 1957, 1374 (Art. 19 IV GG).

⁴¹ Vgl. Malorny, JA 1974, 475; Robbers, JuS 1985, 925, 926.

garantierten Freiheitsrechte⁴². Von Freiwilligkeit kann dann nicht mehr gesprochen werden, wenn der Grundrechtsträger nur die Wahl zwischen dem Angebot der öffentlichen Hand und dem Verzicht auf seine Nachfrage hat und ihn dieser Verzicht an der Ausübung seiner qualifizierten Freiheitsrechte hindert, ihn also besonders trifft⁴³. Eine generelle Ausnahme des Börsenrechts von der Grundrechtsbindung lässt sich also nicht begründen. Auf die gleichwohl mögliche Anwendung des Gedanken des *volenti non fit iniuria* in Einzelfragen wird an späterer Stelle zurückzukommen sein.

bb) Betroffene Grundrechte

Durch börsliche Regeln können die Grundrechte der unmittelbaren Marktteilnehmer (Händler und Makler bzw. Skontroführer) und der mittelbaren Marktteilnehmer (Emittenten) betroffen sein. Die Berufsfreiheit (Art. 12 GG) kann durch börsliche Bestimmungen in vielfältiger Weise für die verschiedenen Gruppen der Marktteilnehmer tangiert sein. Ein Eingriff in Art. 14 GG in Form des Rechts am eingerichteten und ausgeübten Gewerbebetrieb kommt in Betracht, soweit Börsennormen nicht nur den „Erwerb“ beeinträchtigen, sondern auch das bereits „Erworbene“⁴⁴. Solche Eingriffe sind etwa durch Verschärfung der Publizitätspflichten denkbar⁴⁵. Allerdings schützt Art. 14 GG weder das Vermögen als solches, noch werden allgemeine Gegebenheiten erfasst, innerhalb derer das Unternehmen seine Tätigkeit entfaltet, die aber keinen Bezug zu einem bestimmten Gewerbebetrieb haben⁴⁶. Der Eigentumsschutz kann ausnahmsweise dann greifen, wenn dem Unternehmen ein schutzwürdiges Vertrauen auf den Fortbestand bestimmter Gegebenheiten zukommt, etwa auf Grund bestimmter Vereinbarungen oder Verhaltensweisen der öffentlichen Gewalt⁴⁷.

Nicht durch börsliche Regeln betroffen ist der den Aktionären als Anteilseignern zukommende Schutz durch Art. 14 GG. Denkbar wäre dies in Fortspinnung der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts zur Relevanz der vermögensrechtlichen Seite des Aktieneigentums⁴⁸. Wenn man die Verkehrsfähigkeit der Aktie als Teil „individueller Freiheit in finanzieller Sicht“⁴⁹ betont, so könnte man weiter überlegen, ob nicht der Verkehrswert als solcher unter den Schutz des Art. 14 GG fällt. Entsprechendes wird im Hinblick auf den Schutz des Tauschwertes des Geldes und geldwerter Forderungen in der Literatur behauptet⁵⁰. Das Bundesverfassungsgericht selbst hat nur entschieden, dass bei der Bemessung eines Abfindungsanspruches der Verkehrswert der Aktie nicht außer Acht gelassen werden darf, nicht dass der Verkehrswert selbst unter den Schutz des Art. 14 GG fällt. Eine solche weitergehende Begründung des Eigentumsschutzes hätte auch äußerst bedenkliche Konsequenzen. Letztlich würde dies dazu führen, dass ein Aktionär gegen jede staatliche Maßnahme, die den Wert des

⁴² Zu diesem Kriterium Papenfuß, Personelle Grenzen, S. 177; vgl. BVerwGE 59, 231, 234, wo das Gericht keinen Zweifel daran hatte, dass Studenten mit der Immatrikulation nicht auf ihren Grundrechtsschutz verzichten.

⁴³ Vgl. näher C I 2 a bb bbb.

⁴⁴ Vgl. zu dieser Abgrenzung der Schutzbereiche von Art. 12 und 14 etwa BVerfGE 30, S. 292, 335; Scholz, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 12 Rn 139.

⁴⁵ Kümpel, FS-Pleyer, S. 59, 71.

⁴⁶ Wendt, in: Sachs (Hrsg.), GG, Art. 14 Rn 47; vgl. auch BGHZ 78, 41, 44 f.

⁴⁷ Vgl. Papier, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 14, Rn 101.

⁴⁸ BVerfGE 100, 289 ff. (DAT/Atlanta); dazu etwa Hüttemann, ZGR 2001, S. 454 ff m.w.N. in Fn 2.

⁴⁹ BVerfGE 100, 289, 305.

⁵⁰ Vgl. etwa Papier, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 14 Rn 184 ff.; ablehnend die hM, siehe Wendt, in: Sachs, GG, Art. 14 Rn 40; Bryde, in: v.Münch/Kunig, GG, Art. 14 Rn 24; Jarass, in: Jarass/Pieroth, GG, Art. 14 Rn 12; Wieland, in: Dreier, GG, Art. 14 Rn 49.

Unternehmens senkt, dessen Anteile er hält, mit der Begründung vorgehen könnte, durch das Sinken des Verkehrswertes in Art. 14 GG verletzt zu sein. Dieser Schutz würde aber über den Schutz des eingerichteten und ausgeübten Gewerbebetriebs weit hinausgehen. Dort werden eben gerade nicht alle rechtlichen Gegebenheiten erfasst, die sich nur irgendwie auf den Unternehmenswert auswirken⁵¹.

cc) Verfassungsmäßigkeit einzelner Bestimmungen

Überprüft man nun die einzelnen Eingriffe, die von den Börsenordnungen ausgehen, anhand der im allgemeinen verfassungsrechtlichen Teil⁵² entwickelten Kriterien, so stellen sich die meisten Regelungen als unbedenklich dar. § 13 Abs. 4 BörsG gestattet Berufsausübungsregeln „technischer“ Art⁵³, § 16 Abs. 7 BörsG ist lediglich eine Regelung des „verwaltungstechnischen“ Verfahrens⁵⁴ und § 17 Abs. 1, Abs. 2 S. 2 BörsG ist im Kontext hinreichend bestimmt⁵⁵. Auch § 16 Abs. 3 BörsG dürfte angesichts der Tatsache, dass er nur mittelbar vom Börsenhandel betroffene Personen tangiert und für die unmittelbar betroffenen detaillierte Vorgaben gemacht werden, hinreichend bestimmt sein⁵⁶.

Problematisch sind jedoch die Einrichtung von „Qualitätssegmenten“ im Bereich der öffentlich-rechtlichen Marktsegmente (dazu später unter C.) und die Abschaffung des Parketthandels in autonomer Entscheidung.

Im Hinblick auf § 12 Abs. 2 S.1 BörsG a.F., der die Einführung elektronischer Handelssysteme regelte, wurde in der Literatur die Frage diskutiert, ob eine völlige Abschaffung des Parketthandels mit Art. 12 Abs. 1 GG vereinbar wäre⁵⁷. Der Gesetzgeber hat die dabei vorgetragenen Bedenken im Vierten Finanzmarktförderungsgesetz aufgenommen. Da dort die amtliche Preisfeststellung abgeschafft wird, wäre es den Börsen auch in den öffentlich-rechtlich organisierten Marktsegmenten möglich, den Handel ganz auf elektronische Systeme zu verlagern. Das Gesetz sieht nun eine Übergangsfrist von zwei Jahren vor, in der die ehemaligen Kursmakler als Skontroführer an den Börsen weiter beschäftigt werden müssen. Erst danach ist die Abschaffung des Parketthandels möglich⁵⁸. Diese Regelung vermag die verfassungsrechtlichen Bedenken auszuräumen, die eine Abschaffung des Berufs des Kursmaklers bzw. des Skontroführers im geregelten Markt im Hinblick auf den Verhältnismäßigkeitsgrundsatz aufwirft⁵⁹. Die auf die Wesentlichkeitstheorie abzielende Frage, ob die Börsen dann selbst über die Abschaffung des Parketthandels und damit des Berufs des Skontroführers entscheiden dürfen, bleibt aber problematisch.

⁵¹ Papier, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 14 Rn 101.

⁵² Siehe zweiter Teil, 2. Kap. C III 2. c bb. und d.

⁵³ Breitzkreuz, Ordnung der Börse, S. 128.

⁵⁴ Breitzkreuz, Ordnung der Börse, S. 128.

⁵⁵ Breitzkreuz, Ordnung der Börse, S. 128.

⁵⁶ aA: Breitzkreuz, Ordnung der Börse, S. 128. ("nicht unbedenklich").

⁵⁷ Vgl. Breitzkreuz, Ordnung der Börse, S. 122 f. Für ihn war diese Frage rein rechtspolitischer Natur, da die Abschaffung des Parketthandels im amtlichen Markt und Geregelten Markt nach bisheriger Rechtslage schon auf Grund der Kopplung von Zulassung und Preisfeststellung durch Kursmakler (§ 29 Abs. 1 S. 1 BörsG) rechtswidrig gewesen wäre.

⁵⁸ Vgl. § 60 Abs. 4 BörsG n.F. Vgl. dazu ausführlich die Regierungsbegründung zum 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 84.

⁵⁹ Vgl. aber auch Stellungnahme des Bundesrates zum 4.FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 164, wo eine dreijährige Übergangsfrist gefordert wird.

Zunächst gilt es festzustellen, dass auch das die sog. staatlich gebundenen Berufe wie Notare, Apotheker und eben Kursmakler durch Art. 12 Abs. 1 GG geschützt sind⁶⁰. Eine finale Beeinträchtigung der Berufsfreiheit ist für das Vorliegen eines Eingriffs nicht erforderlich, es reicht aus, dass eine objektiv berufsregelnde Tendenz zu erkennen ist⁶¹. Eine Abschaffung des Parketthandels würde dazu führen, dass die Tätigkeit des Skontroführers faktisch an der betreffenden Börse nicht mehr ausgeübt werden kann. Darin kann aber eine objektive Berufswahlregel noch nicht ohne weiteres gesehen werden, da zwar die Tätigkeit eines Skontroführers wie die eines Kursmaklers ein eigenständiges Berufsbild darstellt, wohl kaum aber die Tätigkeit an einer bestimmten Börse⁶². Das Problem besteht nun darin, dass die Anzahl der alternativen Arbeitsplätze für Kursmakler bzw. Skontroführer sehr begrenzt ist. Während der Verzicht auf den Parketthandel an einer inländischen Börse isoliert betrachtet nur als Berufsausübungsregelung zu qualifizieren wäre, würde eine Umstellung auf die Preisfeststellung im Computerhandel an allen Börsen die Berufsausübung objektiv unmöglich machen. Das Problem ähnelt dem eines faktischen staatlichen Monopols bei eigenwirtschaftlicher Betätigung des Staates. Ein staatliches Monopol stellt eine objektive Zulassungsbeschränkung dar⁶³, wobei es keinen Unterschied macht, ob ein rechtliches (gesetzlich begründetes) oder faktisches (tatsächlich entstandenes) Monopol vorliegt⁶⁴. Beim faktischen Monopol muss nun vor allem die Möglichkeit eines sukzessiven Monopols mit berücksichtigt werden. Die Schwierigkeit besteht darin, einen bestimmten Entwicklungspunkt als Grundrechtseingriff auszumachen. Vorgeschlagen wurde hier eine Evidenzkontrolle, da der Private kaum auf nachträglichen Grundrechtsschutz verwiesen werden könne⁶⁵.

Diese Lösung hilft hier kaum weiter. Denn solange auch nur eine Börse mit Parketthandel verbleibt, besteht für die Skontroführer zumindest eine theoretische Beschäftigungsmöglichkeit. Andererseits scheint es nicht zuletzt im Hinblick auf Art. 3 Abs. 1 GG unangemessen, an die Abschaffung des Parketthandels an der letzten verbleibenden Börse höhere rechtliche Anforderungen zu stellen als an die Entscheidungen der anderen Börsen davor. Ein effektiver Grundrechtsschutz verlangt in dieser Situation in der Tat, die Abschaffung der Preisfeststellung durch Makler an jeder Börse jeweils wie eine objektive Berufswahlregelung zu behandeln.

Die aus dieser Grundrechtsrelevanz folgende Wesentlichkeit des Sachverhalts macht es erforderlich, dass der Gesetzgeber die wesentlichen Fragen selbst entscheidet. Dabei beantwortet die Wesentlichkeitstheorie nicht nur die Frage, *ob* ein bestimmter Gegenstand gesetzlich geregelt wird muss, sondern auch, *wie weit* diese Regelungen im Einzelnen gehen müssen⁶⁶. Aus dem Facharzt-Urteil des Bundesverfassungsgerichts ergibt sich auch, dass eine Legitimation für eine Delegation von Entscheidungskompetenz über wesentliche Fragen nicht möglich ist. Es kommt also bei der Frage der Abschaffung des Parketthandels insbesondere auch nicht darauf an,

⁶⁰ st. Rspr. seit BVerfGE 7, S. 377, 398 (Apothekenurteil); vgl. näher etwa Scholz, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 12 Rn 220 ff.

⁶¹ BVerfGE 13, 181, 186 f.; 37, 1, 17; 47, 1, 21; 52, 42, 54.

⁶² dies übersieht Breitzkreuz, Ordnung der Börse, S. 122 f, der eine objektive Berufswahlregeln für offensichtlich hält.

⁶³ BVerfGE 21, 245, 249 ff.

⁶⁴ Scholz, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 12 Rn 408.

⁶⁵ Scholz, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 12 Rn 409.

⁶⁶ BVerfGE 34, 165, 192; 49, 89, 127; 57, 295, 327; 83, 130, 152.

inwieweit die Skontroführer über ihre Repräsentation im Börsenrat an der Entscheidung beteiligt sind, da die Betroffenenpartizipation das Demokratiedefizit bei wesentlichen Entscheidungen nicht kompensieren kann.

Hinzu kommt, dass ein Eingriff in die objektive Berufswahlfreiheit nur gerechtfertigt ist, soweit dadurch ein überragend wichtiges Gemeinschaftsgut geschützt werden soll, das der Freiheit des Einzelnen vorgeht. Als solche wurden aber in der Vergangenheit etwa schon angesehen die Funktionsfähigkeit und Wirtschaftlichkeit der Bundesbahn⁶⁷, die Steuerrechtspflege⁶⁸ oder der Schutz vor ungeeigneten Rechtsberatern⁶⁹.

Es fragt sich also, ob die Ermächtigungsnorm des § 25 BörsG diesen verfassungsrechtlichen Anforderungen genügt. Nach § 25 S. 2 BörsG sind bei der Entscheidung über die Art der Preisfeststellung die Erfordernisse des Handels in den Wertpapieren und des Schutzes des Publikums und eines ordnungsgemäßen Börsenhandels zu berücksichtigen. Zunächst ist die Vorschrift verfassungskonform dahingehend auszulegen, dass die abzuwägenden Belange nicht abschließend sind, sondern die hier als wesentlich identifizierten Belange der Makler Berücksichtigung finden müssen. Wenn nun die Funktionsfähigkeit und Wirtschaftlichkeit der Bundesbahn als „überragendes Gemeinschaftsgut“ zu qualifizieren war, so muss wegen ihrer Bedeutung für die Kapitalallokation in der Gesamtwirtschaft entsprechendes auch für die Funktionsfähigkeit und Wirtschaftlichkeit der Börsen gelten.

Problematisch ist jedoch, ob der Gesetzgeber die wesentlichen Entscheidungen in § 25 S. 2 BörsG durch die Vorgabe der Entscheidungskriterien bereits getroffen hat. Denn die Bedeutung für die objektive Berufswahl legt die Annahme nahe, dass die Frage der Abschaffung des Parketthandels selbst vom Parlament beantwortet werden muss bzw. jedenfalls nicht unter Vorgabe solch wenig konkreter inhaltlicher Kriterien auf den Börsenrat delegiert werden darf⁷⁰. Auch dies ergibt sich aus der Facharzt-Entscheidung, wo das Bundesverfassungsgericht feststellte, dass eine gesetzliche Regelung „die Gründe für eine Zurücknahme der Anerkennung sowie endlich auch die allgemeine Stellung der Fachärzte innerhalb des gesamten Gesundheitswesens“⁷¹ beinhalten muss. Analog könnte der Gesetzgeber selbst verpflichtet sein, die allgemeine Stellung der Kursmakler bzw. Skontroführer im Börsenwesen festzulegen. Dies erscheint jedoch aus funktionalen Gesichtspunkten nicht überzeugend. Nicht ausreichend als Gegeneinwand ist zwar der Hinweis darauf, dass die Börse in einer solchen Frage eine ungleich höhere fachliche Kompetenz besitzen dürfte und der Gesetzgeber letztlich doch auf deren Sachverstand im Wege der Konsultation zurückgreifen müssen. Denn die Wesentlichkeitstheorie zieht solchen Funktionalitätserwägungen bewusst Grenzen. Auch hinsichtlich des Facharztwesens dürfte die Fachkompetenz des Gesetzgebers begrenzt sein. Beachtlicher ist aber die Tatsache, dass sich, anders als im Facharztwesen, die Frage nach der effizienten Preisfeststellungsmethode u.U. nicht allgemein und damit an jeder Börse gleich beantworten lässt. So mag es an weniger liquiden Märkten weiterhin Sinn machen, den Parketthandel mit Markt-Machern als Liquiditätsquellen beizubehalten. Es ist gerade die Idee der Abschaffung der amtlichen Preisfeststellung, den Börsen die Möglichkeit zu geben, die für sie optimale Preisfeststellungsregelung im Wettbewerb mit den anderen

⁶⁷ BVerfGE 11, 168; 1, 6 147; 38, 61.

⁶⁸ BVerfGE 21, 173; 179; 69, 209, 218.

⁶⁹ BVerfGE 75, 246.

⁷⁰ aA offensichtlich Breitzkreuz, Ordnung der Börse, S. 126, der dieses Problem aber nicht weiter behandelt

⁷¹ BVerfGE 33, 125, 163.

Börsen zu finden. Eine einheitliche Entscheidung des Gesetzgebers für alle Börsen wäre also unangebracht, individuelle Festlegungen für die einzelnen Börsen können dem Gesetzgeber dagegen wohl kaum abverlangt werden. Es ist also die Natur der Sache, die hier eine Regelung durch die einzelnen Börsen nahe legt.

Die verfassungsrechtlichen Bedenken werden weiter durch die Tatsache gemindert, dass die Börsenordnung, in der die Entscheidung über die Art der Preisfeststellung getroffen werden muss, der Zustimmung durch den Börsenaufsichtsbehörde bedarf und daher einer gewissen staatlichen, demokratisch legitimierten Kontrolle unterliegt.

II. Gebührenordnung

§ 14 Abs. 1 BörsG ermächtigt zum Erlass einer Gebührensatzung, die gem. § 9 Abs. 2 S. 1 BörsG vom Börsenrat zu erlassen ist. Die Gebührenordnung stellt eine Satzung dar, auch wenn dies nicht ausdrücklich normiert wird⁷².

Die Gebühren i.S.d. § 14 BörsG sind keine privaten Entgelte, sondern Geldleistungen, die für die Nutzung der öffentlich-rechtlichen Einrichtung Börse zu leisten sind. Mangels abweichender Regelungen gelten damit die allgemeinen abgabenrechtlichen Grundsätze, insbesondere ist das Äquivalenzprinzip zu beachten, welches ein angemessenes Verhältnis zwischen der Gebühr und dem Verwaltungsaufwand fordert⁷³. Auch das sog. Kostendeckungsprinzip beansprucht Geltung, so dass der gesamte Verwaltungsaufwand nicht wesentlich geringer sein darf als die Gesamtheit der Gebühren für die besondere Leistung⁷⁴.

Die aufgeführten Gebührentatbestände sind abschließend⁷⁵, § 14 BörsG schließt aber nicht aus, dass der Börsenträger neben den öffentlich-rechtlichen Börsengebühren auf Grund seiner Stellung als Eigentümer oder Besitzer der Börseneinrichtung privatrechtliche Entgelte für einzelne Leistungen verlangt⁷⁶.

Gem. § 14 Abs. 2 S. 1 BörsG bedarf die Gebührenordnung der Genehmigung durch die Börsenaufsichtsbehörde, wobei allerdings § 14 Abs. 2 S. 2 eine Genehmigungsfiktion erhält, wenn die Gebührenordnung nicht innerhalb von sechs Wochen nach Zugang beanstandet wird.

Nach Ansicht von *Schwark* erschöpft sich die Prüfung der Börsenaufsichtsbehörde nicht auf eine Rechtmäßigkeitskontrolle. Auch wenn mangels staatlichem Finanzierungsinteresse keine staatlichen Interessen bei der Entscheidung über die Genehmigung eingehen könnten, so habe die Behörde doch „Zweckmäßigkeitgesichtspunkte, die im recht verstandenen Eigeninteresse der Börse und des Trägers liegen“ zu berücksichtigen⁷⁷. Nun ist aber äußerst fraglich, welchen Beitrag die Börsenaufsicht im Rahmen der bei der Gebührenbemessung anstehenden Erwägungen zu leisten vermag. Soweit der Börse im Rahmen der Gebührenbemessung

⁷² Schwark, BörsG, § 5, Rn 1; Breitzkreuz, Ordnung der Börse, S.130.

⁷³ Peterhoff, in: Schäfer, BörsG, § 5 Rn 1.

⁷⁴ Groß, Kapitalmarktrecht, § 5 BörsG Rn 4.

⁷⁵ Vgl. Reg.-Begr., BT-Drucks. 12/669, S. 64.

⁷⁶ Ausführlich Peterhoff, in: Schäfer, BörsG, § 5 Rn 20.

⁷⁷ Schwark, BörsG, § 5 Rn 6 mit dem Hinweis der Seltenheit reiner Rechtmäßigkeitsprüfungen, so dass man mangels spezieller Regelung von einer umfassenden Prüfungskompetenz auszugehen habe. Er beruft sich dabei auf Salzwedel, VVDStRL 22 (1965), 245 ff., der zwischen drei Arten des Genehmigungsvorbehalts unterscheidet: reine Rechtmäßigkeitskontrolle, Recht- und Zweckmäßigkeitskontrolle im recht verstandenen Eigeninteresse und Rechts- und Zweckmäßigkeitskontrolle im staatlichen Interesse.

überhaupt Spielraum zukommt, ist sie am besten in der Lage, eine ihren Eigeninteressen angemessene Entscheidung zu treffen⁷⁸.

Eine ganz andere Frage ist, ob die von der Börse festgelegten Entgelte auch dem staatlichen Interesse an der Funktionsfähigkeit des Börsenmarkts entsprechen. Denn auch wenn der Staat kein eigenes Finanzierungsinteresse hat, schließt dies das Bestehen anderer staatlicher Interessen nicht aus. Wie bereits festgestellt wurde, hat die Börse, soweit sie als Unternehmen agiert und ihr eine gewisse Marktmacht zukommt, Anreize, höhere Entgelte zu fordern, als in einem wettbewerblichen Ergebnis zu erwarten wären. Der Spielraum der Börse bei der Gebührenbemessung ist zwar durch die abgabenrechtlichen Grundsätze beschränkt. Eine Gewinnerzielungsabsicht darf in der Gebührenfestlegung keine Rolle spielen, ebenso wenig wie Versuche, unliebsame Konkurrenten durch „Ausverkaufspreise“ vom Markt drängen zu wollen. In der Rechtspraxis wird freilich kaum festzustellen sein, wann sachfremde Erwägungen Eingang gefunden haben und wann in zulässiger Weise vom verbleibenden Spielraum Gebrauch gemacht wurde. Dies spräche für eine Zweckmäßigkeitkontrolle seitens der Aufsichtsbehörde.

Eine Zweckmäßigkeitkontrolle im staatlichen Interesse steht allerdings im Konflikt mit der Idee der Selbstverwaltung der Börsen. Als Ausnahme von der im Börsengesetz verwirklichten Konzeption der eigenverantwortlichen Aufgabenwahrnehmung hätte man vom Gesetzgeber eine ausdrückliche Normierung erwarten dürfen. Das Schweigen des Gesetzgebers spricht angesichts des sonst verwirklichten Systems der reinen Rechtsaufsicht also gegen eine Zweckmäßigkeitkontrolle⁷⁹.

III. Prüfungsordnung

Nach § 16 Abs. 5 BörsG sind Börsenhändler, also Personen, die berechtigt sein sollen, für ein zugelassenes Unternehmen an der Börse zu handeln, dann zuzulassen, wenn sie zuverlässig sind und die für den Börsenhandel erforderliche berufliche Eignung haben. Letztere ist gem. § 16 Abs. 5 S. 2 BörsG anzunehmen, wenn die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen nachgewiesen werden, die zum Handel an der Börse befähigen. Der Nachweis kann durch eine Prüfung vor einer Prüfungskommission der Börse erbracht werden, vgl. § 16 Abs. 5 S. 3. Die Einzelheiten des Prüfverfahrens zu regeln ist schließlich den Börsen durch Erlass einer Prüfungsordnung möglich, § 16 Abs. 5 S. 4 BörsG. Entsprechend gilt dies auch für den Nachweis der beruflichen Eignung der Skontrofführer, vgl. § 26 Abs. 1 S. 2 BörsG.

Über die Rechtsnatur der Prüfungsordnung trifft das Börsengesetz keine Aussage. Eine Einordnung als Satzungsrecht wird dadurch nahe gelegt, dass die Prüfungsordnung der Genehmigung durch die Börsenaufsichtsbehörde bedarf, wie es auch bei der Börsenordnung und der Gebührenordnung der Fall ist. Wie dort auch ist dabei von einer bloßen Rechtmäßigkeitkontrolle auszugehen⁸⁰. Für die Einordnung als Satzungsrecht jedenfalls der Prüfungsordnungen der Frankfurter und Düsseldorfer Börse, die als einzige deutsche Börse von der Ermächtigung Gebrauch gemacht haben⁸¹, spricht auch das

⁷⁸ Breitkreuz, Ordnung der Börse, S. 131. Allenfalls ließe sich überlegen, dem Träger der Börse bei der Entscheidung größeren Einfluss einzuräumen, vgl. Hammen, AG 2001, S. 549, 557 f.

⁷⁹ Vgl. ebenso Breitkreuz, Ordnung der Börse, S. 131, der dies aber schon gegen eine Zweckmäßigkeitkontrolle „im recht verstandenen Eigeninteresse“ vorbringt.

⁸⁰ Breitkreuz, Ordnung der Börse, S. 132, ebenso zur Einordnung als Satzung.

⁸¹ Vgl. Groß, Kapitalmarktrecht, §§ 7, 7a BörsG Rn 9.

dortige Erscheinungsbild⁸², das in den Formalia dem der jeweiligen Börsenordnungen entspricht.

Verfassungsrechtliche Bedenken bestehen hinsichtlich der Prüfungsordnung keine. Der Börse verbleibt lediglich die Ausgestaltung im Detail, die wesentlichen Anforderungen an die Zulassung werden im Börsengesetz vorgegeben. Aus der Facharzt-Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts ergibt sich auch, dass die in § 16 BörsG genannten Zulassungsanforderungen abschließend sein müssen. Denn auf Grund der Grundrechtswesentlichkeit der als Eingriff in die subjektive Berufswahlfreiheit zu wertenden Zulassungsvoraussetzungen müssen diese vom Gesetzgeber zumindest im Ansatz selbst geregelt sein. In der börsenrechtlichen Literatur wird der abschließende Charakter aus dem Bedürfnis gefolgert, einen „*closed shop*“ zu verhindern, in dem der „Zustrom neuer Mitglieder und Ideen“⁸³ erschwert wäre⁸⁴. Angesprochen ist hierbei nichts anderes als die in der ökonomischen Theorie diagnostizierte Gefahr der Errichtung von Markteintrittsbarrieren durch die alten Mitglieder zur Verhinderung neuer Konkurrenz. Insofern entspricht hier die verfassungsrechtliche Beurteilung den ökonomischen Zweckmäßigkeiten. Dies ist kein Zufall, denn das Bundesverfassungsgericht hat seine Facharzt-Entscheidung ausdrücklich auch damit begründet, dass die Rechtsetzung durch Berufsverbände „zum Nachteil der Berufsanfänger und Außenseiter ... ein Übergewicht von Verbandsorganen oder ein verengtes Standesdenken“⁸⁵ begünstigen kann und dadurch der „notwendigen Veränderungen und Auflockerungen festgefügtter Berufsbilder hinderlich ist“⁸⁶. Der Konflikt zwischen den Interessen der Alteingesessenen und denen der Neuankömmlinge war dem Gericht dem Grunde nach also bewusst.

IV. Börsenusancen

Gem. §§ 9 Abs. 2 S. 1 Nr. 5, 21 S. 2 BörsG ist der Börsenrat berufen, die Bedingungen für die Geschäfte an der Börse im Aktienhandel bzw. im Handel mit Wirtschaftsgütern und Rechten zu erlassen. Die Rechtsnatur dieser sog. Börsenusancen ist in der Literatur nicht geklärt. Teilweise werden sie als Handelsbräuche i.S.d. § 346 HGB angesehen (1.)⁸⁷, andere sehen sie als von der Börse autonom gesetztes objektives Recht an, wobei teilweise eine Qualifikation als Satzungsrecht gemeint ist⁸⁸ oder aber eine Einordnung als Rechtsakt *sui generis* (2.)⁸⁹. Wieder andere sprechen ihnen den Charakter von Allgemeinen Geschäftsbedingungen zu⁹⁰, auf die gesetzlichen Vorschriften allerdings nur eingeschränkte Anwendung finden sollen (3.)⁹¹.

⁸² zur Bedeutung des Erscheinungsbildes für die rechtliche Qualifikation vgl. bereits 2. Kap. C I 1 b.

⁸³ Ledermann, in: Schäfer, BörsG, § 7 Rn 27.

⁸⁴ Groß, Kapitalmarktrecht, §§ 7, 7a Rn 10; Ledermann, in: Schäfer, BörsG, § 7 Rn 6; vgl. auch die Gesetzesbegründung BT-Drucks. 7/101, S. 10 f.

⁸⁵ BVerfGE 33, 125, 160.

⁸⁶ BVerfGE 33, 125, 161.

⁸⁷ Kumpel, Bank- u. Kapitalmarktrecht, Rn 8.220.

⁸⁸ Düringer/Hachenburg/Werner, HGB, § 346 Anm. 10.

⁸⁹ Breitzkreuz, Ordnung der Börse, S. 135; unklar v. Olenhusen, Börsen und Kartellrecht, S. 67.

⁹⁰ Samm, Börsenrecht, S. 43; Schmidt, in: MüKo, HGB, § 346 Rn 19.

⁹¹ So Schwark, BörsG, Einl. §§ 50 – 70, Rn 42 ff.

1. Börsenusancen als Handelsbräuche

Handelsbräuche sind die „im Handelsverkehre geltenden Gewohnheiten und Gebräuche“ (§ 346 HBG). Sie sind die Verkehrssitte des Handels⁹². Notwendig für das Entstehen eines Handelsbrauchs ist eine verpflichtende Regel, die auf einer gleichmäßigen, einheitlichen und freiwilligen Übung der beteiligten Kreise über einen angemessenen Zeitraum hinweg beruht und der eine einheitliche Auffassung der Beteiligten zu Grunde liegt⁹³. Die herrschende Meinung erkennt Handelsbräuche nicht als Rechtsnormen an⁹⁴. Sie entfalten zwar Geltung, aber keine Rechtsgeltung⁹⁵. Die Abgrenzung zum Gewohnheitsrechts erfolgt damit durch den (schwer nachweisbaren) Rechtsgeltungswillen⁹⁶.

Ungeachtet der Frage, wie die Börsenusancen früher zu behandeln waren, ist eine generelle Einordnung als Verkehrssitte oder Handelsbrauch heute wohl nicht mehr vertretbar. Zur Bildung eines Handelsbrauchs bedarf es eines gewissen Zeitraums und einer auf der Zustimmung der Beteiligten beruhenden tatsächlichen Übung⁹⁷. Es kann zwar sein, dass von der Börse gesetzte Bedingungen zur Verkehrssitte werden, wenn es zu einer unwidersprochenen Übung kommt. Es ist also durchaus möglich, dass sich Usancen und Handelsbrauch decken⁹⁸. Die von der Börse erlassenen Handelsbedingungen selbst stellen aber keinen Handelsbrauch dar. Für diese Einschätzung spricht auch, dass in der Praxis auf die Usancen nicht nur Rücksicht zu nehmen ist, sondern dass sie wie vertragliche Vereinbarungen gelten⁹⁹.

2. Börsenusancen als objektives Recht

Innerhalb der Ansichten, die die Börsenusancen als objektives Recht beurteilen, lassen sich wiederum zwei Positionen ausmachen. Die einen sehen in den Handelsbedingungen autonomes Satzungsrecht, die anderen Rechtsnormen *sui generis*.

Der Normcharakter der Handelsbedingungen als abstrakt-generelle Regeln, die Geltung beanspruchen, steht außer Frage. Schwieriger zu beantworten ist nur die dann für die Einordnung als Rechtsnormen ausschlaggebende Frage nach dem Rechtsgeltungsgrund.

a) Usancen als Satzungsrecht

Wenn man in den Handelsbedingungen autonomes Satzungsrecht erkennen will, so muss man sich weiter Gedanken über die gesetzliche Grundlage machen, die die Börse zu einer solchen Rechtsetzung ermächtigt.

Möglich wäre zunächst der Verweis auf §§ 9 Abs. 2 Nr. 5, 21 S. 2 BörsG, in denen der Erlass der Handelsbedingungen für den Aktienhandel bzw. den Handel von Wirtschaftsgütern und Rechten geregelt ist. Allerdings handelt es sich bei § 9 Abs. 2 Nr. 5 BörsG offensichtlich um eine Zuständigkeitsnorm, die die Zuständigkeit des

⁹² BGH LM ZPO § 1027 Nr. 18 m. Anm. Kappus; Baumbach/Hopt, HGB, § 346 Rn 1; Schmidt, in: MüKO, HGB, § 346 Rn 1.

⁹³ BGH, NJW 1994, S. 659; WM 1984, S. 1002; NWJ 1952, S. 257; WM 1973, S. 677. Hefermehl, in: Schlegelberger, HGB, § 346 Rn 1; Baumbach/Hopt, HGB, § 346 Rn 1.

⁹⁴ Hefermehl, in: Schlegelberger, HGB, § 346 Rn 1; Schmidt, in: MüKo, HGB, § 346, Rn 1. m.w.N.

⁹⁵ Schmidt, in: MüKO, HGB, § 346 Rn 1.

⁹⁶ Schmidt, in: MüKO, HGB, § 346 Rn 16.

⁹⁷ BGH, NJW 1852, S. 257; Bachmann, WM 2001, S. 1793, 1796; Hopt, in: Baumbach/Hopt, HGB, § 346 Rn 12; Schmidt, in: MüKo, HGB, § 346 Rn 11; Kort, in: Boujong/Ebenroth/Joost, HGB, § 346 Rn 6 ff.

⁹⁸ Schmidt, in: MüKO, HGB, § 346 Rn 16.

⁹⁹ Sarm, Börsenrecht, S. 43.

Börsenrates als Organ der Börse regelt. Und § 21 S. 2 BörsG stellt nur eine Zulässigkeitsbedingung für den Handel in Wirtschaftsgütern und Rechten dar, der erst stattfinden darf, wenn Handelsbedingungen erlassen worden sind und will damit die Möglichkeiten der Börse eher verkürzen als erweitern.

Man wird also zur Herleitung der Satzungs macht auf die Generalklausel des § 13 Abs. 2 S. 1 BörsG als Ermächtigungsgrundlage zurückgreifen müssen. Nun wurde in diesem Zusammenhang vorgebracht, Selbstverwaltung und Autonomie der Börsen seien von ihrem Zweck her auf den ordnungsgemäßen Betrieb der Börse und das Funktionieren ihrer z.T. gesetzlich vorgeschriebenen Einrichtungen beschränkt. Darüber hinaus soll es rechtsstaatlichen Prinzipien widersprechen, wenn Börsenorganen oder allgemein Vertretern von Wirtschaftskreisen die Macht zugesprochen werde, objektiv geltendes Recht für Geschäfte zu setzen, die z.T. auch außerhalb der Börse durchgeführt werden¹⁰⁰. Warum allerdings der Erlass von Börsenusancen nicht Teil der Sicherung der Börsenfunktionsfähigkeit sein soll, bleibt unklar. Gerade durch die von den Geschäftsbedingungen ausgehende Standardisierungswirkung wird der Börsenbetrieb als eine zentralisierte Abwicklung von Angebot und Nachfrage erst in effizienter Weise möglich¹⁰¹. Geschäftsbedingungen sind also ein wichtiger Aspekt der Teilnahme am Börsenhandel und fallen in den Kernbereich der Selbstverwaltungstätigkeit¹⁰². Und was die Geltung der Geschäfte außerhalb der Börse angeht, so ergibt sich diese allein durch entsprechende Parteivereinbarung oder aus einem möglichen Handelsbrauch¹⁰³. Als Argument gegen die Satzungsautonomie für Geschäfte an der Börse lässt sich dies nicht anführen.

Auch die Tatsache, dass die Handelsbedingungen regelmäßig Klauseln enthalten, die abweichende Vereinbarungen gestatten, spricht nicht gegen den Charakter als Rechtsnorm¹⁰⁴. Die Dispositivität einer Verhaltensvorschrift schließt für sich genommen ihre Einordnung als Rechtsnorm nicht aus¹⁰⁵. Es lässt sich sogar ein Gegenargument entwickeln: würden die Handelsbedingungen keine Rechtsgeltung beanspruchen, so stünde die Dispositivität außer Zweifel und eines entsprechenden Hinweises hätte es gar nicht bedurft.

Bedenklicher ist dagegen, dass eine selbständige Satzung über die Handelsbedingungen dem einheitlichen Bild der sonstigen im Börsengesetz vorgesehenen Satzungen widerspräche, bei denen einerseits gewisse inhaltliche Vorgaben gemacht werden und andererseits eine Genehmigung durch die Aufsichtsbehörde erforderlich ist¹⁰⁶. Als Teil der Börsenordnung können die Handelsbedingungen nicht gedacht sein, wie sich im Umkehrschluss aus § 13 Abs. 2 BörsG ergibt.

Auch die historische Auslegung spricht gegen den Satzungscharakter der Handelsbedingungen. In der Vergangenheit wurden die Usancen teilweise von den Börsenvorständen erlassen, teilweise aber auch von den Börsenvereinen und anderen Interessenvereinigungen¹⁰⁷. Jedenfalls letzteren beiden fehlt unstreitig die Befugnis zum Erlass autonomen Satzungsrechts, so dass eine solche Einordnung der Börsenusancen in

¹⁰⁰ Schwark, BörsG, Einl. §§ 50-70, Rn 42.

¹⁰¹ Siehe bereits Erster Teil, 3. Kap. E II.

¹⁰² Vgl. auch v.Olenhusen, S. 63 ff.

¹⁰³ dies erkennt auch Schwark, BörsG, Einl. §§ 50-79, Rn 43.

¹⁰⁴ So aber Schwark, BörsG, Einl. §§ 50-70, Rn 42.

¹⁰⁵ Vgl. F. Kirchhof, Private Rechtsetzung, S. 87.

¹⁰⁶ Breitzkreuz, Recht der Börse, S. 135.

¹⁰⁷ Vgl. Schwark, BörsG, 1. Aufl., Ein. §§ 50 – 70, Rn 13.

der Vergangenheit nicht generell möglich war. Dem Gesetzgeber war diese heterogene Normierungspraxis also bekannt, als er die Kompetenz zur Feststellung der Usancen allein bei der Börse ansiedelte. Hätte der Gesetzgeber auch die Rechtsnatur der Usancen modifizieren oder festschreiben wollen, so wäre dies wohl ausdrücklich erfolgt. So aber kann nur der Schluss gezogen werden, dass er an der überkommenen Einordnung nichts ändern wollte.

b) Usancen als Rechtsnormen *sui generis*

Entsprechende Argumente lassen sich auch gegen die Charakterisierung der Usancen als Rechtsnormen *sui generis* vorbringen. Ohnehin können sie nicht als öffentlich-rechtliche Zwangsnormen angesehen werden¹⁰⁸. Dagegen spricht der *numerus clausus* dieser Art der Rechtsetzung auf vom Verfassungsgeber – offen oder stillschweigend – akzeptierte Rechtsformen¹⁰⁹. Aber auch die Klassifikation als heteronome Privatrechtsnormen, vergleichbar mit der Vereinssatzung, scheint verfehlt. Denn der Gesetzgeber hätte wohl auch in diesem Fall angesichts der heterogenen Praxis in der Vergangenheit, in der ein staatlicher Geltungsbefehl nicht existierte, eine ausdrückliche Feststellung vorgenommen. Dies gilt umso mehr, als die typische Rechtsetzungsform der öffentlich-rechtlichen Anstalten die Satzung ist. Eine Abweichung von dieser Typik erfordert sicherlich eine klarere Regelung als die der §§ 9 Abs. 2 S. 1 Nr. 5, 21 S. 2 BörsG. Und schließlich ist äußerst fragwürdig, ob die Satzung von Privatrechtsnormen durch Subjekte des öffentlichen Rechts überhaupt möglich ist, wenn dies in einem Subordinationsverhältnis geschieht, wo von freiwilliger Geltungsbegründung kaum gesprochen werden kann, oder ob hier nicht auch der *numerus clausus* der anerkannten Rechtsetzungsformen greift. Insgesamt scheint die Annahme, Börsenusancen stellten Rechtsnormen *sui generis* dar, kaum vertretbar.

3. Börsenusancen als AGB

Das Gesetz definiert Allgemeine Geschäftsbedingungen als für eine Vielzahl von Verträgen vorformulierte Vertragsbedingungen, die eine Vertragspartei der anderen Vertragspartei bei Abschluss eines Vertrages stellt, § 305 Abs. 1 BGB. Zwar ergibt sich aus § 2 UKlaG, dass nicht das tatsächliche Stellen Voraussetzung für das Vorliegen von AGB ist, die Vertragsbedingungen müssen jedoch jedenfalls dazu *bestimmt sein*, von einer Vertragsseite gestellt zu werden¹¹⁰. Über die Funktion dieses Tatbestandsmerkmals herrscht in der Literatur Uneinigkeit. Nach einer Ansicht liegt sie darin, die Tatsache zu bezeichnen, dass die Vertragsbedingungen dem anderen Teil einseitig ohne reale Verhandlungsbereitschaft auferlegt werden und / oder auf Grund einer Machtposition einseitig durchgesetzt werden¹¹¹. Die herrschende Gegenansicht sieht die Aufgabe des Merkmals nur darin, die Rolle des Verwenders festzulegen¹¹².

Gegen die Klassifikation der Handelsbedingungen als AGB wurde in der Literatur nun eingewendet, dass sie eben nicht einseitig gestellt würden. Sie sollen sich keinem der

¹⁰⁸ Unklar insoweit Breitzkreuz, *Ordnung der Börse*, S. 135.

¹⁰⁹ Vgl. dazu Zweiter Teil, 2. Kap. C I.

¹¹⁰ Wolf, in: Wolf/Horn/Lindacher, *AGBG*, § 1 Rn 16.

¹¹¹ So etwa Wolf, in: Wolf/Horn/Lindacher, *AGBG*, § 1 Rn 27; Kötz, in: MüKo-BGB, *AGBG*, § 1 Rn 10 m.w.N.

¹¹² Vgl. etwa Ulmer, in: Ulmer/Brandner/Hensen, *AGBG*, § 1 Rn 27; Schlosser, in: Staudinger, *AGBG*, § 1 Rn 19; Stein, in: Soergel, *AGBG*, § 1 Rn 13, jeweils m.w.N.; vgl. auch BGHZ, 131, 50, 57 f.; 126, 327, 332; BGH, NJW 1985, S. 2477; WM 1984, S. 240, 241.

beiden Kontrahenten als Verwender i.S.d. § 305 Abs. 1 S. 1 BGB zuordnen lassen¹¹³. Die AGB-Regelungen wollten aber die Vertragspartei des Verwenders vor einer einseitigen Inanspruchnahme der rechtsgeschäftlichen Gestaltungsfreiheit schützen¹¹⁴. Hier fehle es an einem Anknüpfungspunkt für eine solche besondere Behandlung¹¹⁵.

Bei dieser Argumentation wird übersehen, dass auch die Börse, die durch den Börsenrat die Handelsbedingungen erlässt, als Verwender angesehen werden kann. Begrifflich macht dies keine Schwierigkeiten. Das Börsengesetz spricht in § 9 Abs. 2 S. 1 Nr. 5 BörsG vom „Erlass“ der Handelsrichtlinien und in § 21 S. 2 BörsG davon, dass der Börsenrat die Geschäftsbedingungen „festzusetzen“ hat. Auch regeln die Handelsbedingen zwar vornehmlich die Beziehungen der Handelsteilnehmer untereinander, aber nicht ausschließlich. So gibt etwa § 7b Abs.1 HB FWB der Börse das Recht, den Handel bei Systemstörungen zu unterbrechen und § 38 Abs. 1 HB der Frankfurter Wertpapierbörse verbietet abgesprochene Geschäftsabschlüsse (sog. *pre-arranged trades*). Dies spricht dafür, die Börse als Verwender der Handelsbedingungen als AGB anzusehen.

An einer einseitigen Ausübung der Gestaltungsfreiheit dürfte kein Zweifel bestehen. Auch ist es wenig problematisch, in der Teilnahme am Börsenhandel ein gegenüber der Börse konkludent erklärtes Einverständnis mit der Einbeziehung zu sehen. Die in den Handelsbedingungen begründeten Regelungen wären dann als Bestimmungen i.S.d. §§ 328 ff. zugunsten der anderen Handelsteilnehmer anzusehen.

Sind die Börsenusancen also nach zutreffender Ansicht als Allgemeine Geschäftsbedingungen anzusehen, scheint gleichwohl die Anwendung der §§ 305 ff. BGB in diesen Fällen trotz der Möglichkeit, einen Verwender auszumachen, nicht passend. Denn die Börsenusancen sind auf Geschäfte angelegt, bei denen Käufer- und Verkäuferrollen häufig bei ein- und derselben Person wechseln. Die Vernachlässigung der Interessen einer der beiden Seiten scheint dort weniger nahe liegend¹¹⁶. Dies liegt auf der Hand, wenn man den Verwender unter den Kontrahenten ausmachen will, gilt aber letztlich auch, wenn man die Börse als Verwender ansieht. Hier lässt sich ein Gedanke übertragen, den der BGH im Bereich der Spielregeln im Sport entwickelt hat. Auch wenn sich dort der Sportverband begrifflich als Verwender der Regelwerke hat ermitteln lassen, so lehnte das Gericht die Anwendung des AGBG doch ab. Das AGBG sei ausgehend vom Verbraucherschutzgedanken auf prinzipiell gegensätzliche Interessen des Verwenders und seiner Kunden zugeschnitten. Dies passe schon im Ausgangspunkt nicht bei den Spielregeln, wo der Verband und der Sport treibende durch das grundsätzlich in die gleiche Richtung weisende Anliegen der Aufrechterhaltung eines geregelten und geordneten Sportbetriebes miteinander verbunden seien¹¹⁷.

Dieser Gedanke ist auch auf den Börsenbetrieb und insbesondere die Handelsregeln zu übertragen¹¹⁸. Die Funktion der Handelsregeln besteht gerade darin, einen geregelten und geordneten Handelsbetrieb zu gewährleisten. Dieser steht sowohl im Interesse der Börse

¹¹³ Kümpel, WM 1991, Sonderbeilage 1, S. 11; vgl. auch Kindermann, WM 1989, Sonderbeilage 2, S. 10.

¹¹⁴ Kümpel, WM 1991, Sonderbeilage 1, S. 11.

¹¹⁵ Breitzkreuz, Ordnung der Börse, S. 133 f.

¹¹⁶ Schwark, BörsG, Einl. §§ 50 – 70, Rn 44.

¹¹⁷ BGH, NJW 1995, S. 583, 585; vgl. dazu und den weiteren Implikationen im Sportverbandsrecht etwa Haas/Prokop, SpuRt 1998, S. 15 ff.; Fenn, SpuRt 1997, S. 77 ff.

¹¹⁸ Vgl. Segna, ZBB 1999, S. 144, 150. Zur Analogie hinsichtlich der Sportregeln auch Bachmann, WM 2001, S. 1793, 1795 f, der die Analogie beim Regelwerk des Neuen Marktes ablehnt.

als auch der Handelsteilnehmer selbst. Ein direkter Interessengegensatz, wie er in klassischen Austauschverträgen besteht, fehlt hier gerade.

An der Rechtsprechung des BGH ist allerdings auch Kritik geübt worden, die sich auch auf die Bewertung der Handelsrichtlinien anwenden lässt. Wenig überzeugend ist dabei das Argument, dass den Sportverbänden regelmäßig ein Verhandlungsübergewicht zukomme, wie es ansonsten bei den nicht ausgehandelten AGB im Wirtschaftsverkehr der Fall sei¹¹⁹. Nun ist auch das Bestehen eines gewissen Verhandlungsübergewichts auf Seiten der Börse unbestritten. Die Frage ist nur, ob aus diesem strukturellen Ungleichgewicht die typische Gefahr der Übervorteilung des schwächeren Vertragspartners folgt, da erst dann eine Einschränkung der privatautonomen Gestaltungsfreiheit geboten ist. Dies wiederum soll deswegen der Fall sein, weil angesichts der Kommerzialisierung der betrachteten Vertragsbeziehungen von Interessenkonkordanz nicht mehr gesprochen werden könne. Vielmehr unterscheidet sich die Situation im Kern nicht von anderen Austauschbeziehungen: so wie Käufer und Verkäufer beide am Geschäft interessiert seien, wollten Veranstalter und Spielteilnehmer beide das Spiel¹²⁰.

Nun wurde bereits ausführlich dargelegt, dass die Börse selbst dann, wenn sie sich als Gewinnmaximierer verhält, sogar ohne Bestehen eines wirksamen Wettbewerbs durchaus Anreize zur Setzung „richtiger“, den Interessen der Handelsteilnehmer gerecht werdender Normen hat. Dies gilt insbesondere im Bereich der Marktorganisation, worunter auch die Standardisierung der Geschäftsabschlüsse fällt, wie sie in den Handelsbedingungen erfolgt. Soweit also die Börse die Beziehungen der Handelsteilnehmer untereinander regelt bzw. prinzipielle Regelung zur Erhaltung eines ordnungsgemäßen Handels trifft, besteht sogar bei einer unterstellten Eigennützigkeit der Börse kein Grund zur Besorgnis über eine drohende Übervorteilung der Handelsteilnehmer durch das einseitige Ausgestaltungsrecht. Die „Spielregel-Ausnahme“ vom AGBG bzw. den §§ 305 ff. BGB macht also auch für die Handelsregeln Sinn. Trotz der befürwortenswerten rechtstechnischen Einordnung als allgemeine Geschäftsbedingungen wird man die gesetzlichen Regelungen der §§ 305 ff. BGB also nicht anwenden können.

C. Der Spielraum der Börse bei der Emittentenregulierung in den öffentlich-rechtlichen Marktsegmenten

Bis in jüngste Zeit war die Ansicht verbreitet, dass die Börsen in der Praxis nur hinsichtlich der Handels- und Abwicklungsregeln in einem Normsetzungswettbewerb stehen. Dem Wettbewerb um Emittenten wurde dagegen bisher keine Bedeutung zugesprochen¹²¹. Angesichts der Bemühungen der deutschen Börsen, neue Marktsegmente zu etablieren, die vom gesetzlichen Regeltyp abweichen und dadurch den Interessen bestimmter Emittentengruppen entsprechen sollen, dürfte diese Einschätzung überholt sein.

¹¹⁹ Heermann, NZG 1999, S. 325, 328.

¹²⁰ Heermann, NZG 1999, S. 325, 329 für Sportveranstaltungen; vgl. auch Windbichler, AcP 198 (1998), S. 263, 277; für das Regelwerk Neuer Markt vgl. Bachmann, WM 2001, S. 1793, 1796.

¹²¹ Vgl. Peterhoff, in: Schäfer, BörsG, § 2a Rn 8. Konkurrenz im außerrechtlichen Bereich soll hinsichtlich der Qualität und den Kosten der Handels- u. Abwicklungssysteme und bei vor- u. nachgelagerten Dienstleistungen herrschen.

Richtig ist aber, dass den Versuchen der Börsen, durch innovative und interessengerechte Regulierungen ihre Marktposition zu stärken, durch die gesetzlichen Vorgaben Grenzen gesetzt sind. Es stellt sich damit die Frage, welche Möglichkeiten der Börse verbleiben, in einem Normsetzungswettbewerb zu konkurrieren. Im Bereich der Börsen- und Handelsorganisation ergeben sich diese Freiräume unmittelbar aus dem Gedanken der Selbstverwaltung. Wo das Börsengesetz keine Vorgaben trifft, ist den Börsen eine eigene Gestaltung möglich.

Weniger deutlich sind die Spielräume im Bereich der Emittentenregulierung, die auf Grund der Betroffenenpartizipation der Emittenten im Börsenrat ebenfalls zur Selbstverwaltung der Börse gezählt werden kann, für die sich anders als bei der organisationellen Selbstverwaltung aber keine Konturierung aus der Natur der Sache ergibt.

I. Spielraum für die Emittentenregulierung im amtlichen Markt

Der amtliche Handel findet im Börsengesetz eine detaillierte Ausgestaltung. Dementsprechend herrschten in diesem Segment in der Vergangenheit an den verschiedenen Börsen einheitliche Bedingungen. Nun hat im Jahre 2000 die Bayerische Börse mit dem *TOP Quality Market* ein im amtlichen Markt angesiedeltes Marktsegment geschaffen, welches an die Emittenten Anforderungen stellt, die über die gesetzlichen Bestimmungen weit hinausgehen. Die Problematik solcher zusätzlicher Anforderungen an die Emittenten im amtlichen Markt bzw. einem Teilssegment des amtlichen Marktes lässt sich an diesem Beispiel anschaulich darstellen.

1. Insbesondere: der *TOP Quality Market* der Bayerischen Börse¹²²

a) Allgemeines

Der *TOP Quality Market* an der Bayerische Börse in München richtet sich an mittelständische Familienunternehmen, die verschärfte Anforderungen erfüllen und so als Investment für „wertkonservative“ Anleger geeignet sein sollen¹²³. Die Börsengeschäftsführung verleiht auf Antrag eines Börsenmitglieds im Einvernehmen mit dem Emittenten nach Anhörung der Zulassungsstelle an im amtlichen Markt notierte Emittenten das Prädikat „TOP QUALITY“ bzw. „TQM“. Dieses Prädikat wird im amtlichen Kursblatt oder in sonst geeigneter Form veröffentlicht, vgl. § 25a BörsO BayB a.F. Es sind verschiedenste Voraussetzungen zu erfüllen, um das Prädikat erhalten zu können (vgl. § 25b BörsO BayB a.F.). Der Emittent muss sich verpflichten, erhöhte Publizitätsanforderungen zu erfüllen, insbesondere einen vierteljährlichen Aktionärsbrief zu publizieren (Quartalspublizität). Das Emissionsvolumen muss mindestens 30 Euro Millionen betragen, das ausschließlich in Stammaktien verbrieftes Grundkapital muss ausreichend breit gestreut sein (mind. 30%), Aktionäre mit Organstellung müssen sich zu einer 12-monatigen Haltepflicht bereit erklären (*Lock-Up* Vereinbarung), das Unternehmen muss mindestens zwei Vorstände haben und die Rechnungslegung muss

¹²² Die neue Börsenordnung der Bayerischen Börse vom 16.12.2002 sieht für sowohl für amtlichen und geregelten Markt als auch für den Freiverkehr einheitliche Bedingungen für die Verleihung eines „Prädikats für Publizität“ vor (Vgl. §§ 62 ff. BörsO BayB v. 16.12.2002). Die Differenzierung in TOP Quality Market, Prädikatsmarkt Select und Prädikatsmarkt ist in dieser Form entfallen. Die hier getroffene rechtliche Bewertung der Normkomplexe ist jedoch übertragbar.

¹²³ Vgl. Bayerische Börse, Die Qualitätssegmente der Bayerischen Börse.

internationalen Grundsätzen, d.h. US GAAP oder IAS, entsprechen. Für die nächsten drei Jahre ist anhand eines fundierten Unternehmensplans ein erwartetes Wachstum des Ergebnisses der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit von mindestens 10% nachzuweisen. Schließlich sieht § 25d Abs. 1 Nr. 6 BörsO BayB a.F. vor, dass mindestens drei Marktteilnehmer als Marktmacher fungieren und handelbare An- und Verkaufsspannen stellen, um die Liquidität des Handels zu sichern. Auch muss das Antrag stellende Börsenmitglied nachweisen, dass mindestens zwei Research-Berichte pro Jahr für das einzubeziehende Unternehmen veröffentlicht werden, § 25d Abs. 1 Nr. 2 BörsO BayB a.F..

Als Sanktionsmöglichkeiten sind der Entzug des Prädikats vorgesehen, wenn seine Voraussetzungen nicht mehr vorliegen (§ 25e BörsO BayB a.F.) und die Möglichkeit der Verhängung eines Ordnungsgelds bis zu 50.000 Euro gegen das antragstellende Börsenmitglied, falls der Emittent die Anforderungen des *TOP Quality Markets* am Ende des ersten Jahres nach der Verleihung des Prädikats nicht erfüllt.

b) Rechtliche Qualifikation des *TOP Quality Markets*¹²⁴

Hinsichtlich der rechtlichen Qualifikation sind zwei Aspekte des *TOP Quality Markets* problematisch. Die Qualifizierung der Prädikatsverleihung zum einen, die Verpflichtungen der Emittenten und der Emissionsbegleiter zum anderen. Letztendlich ist die rechtliche Beurteilung Frage des Einzelfalls. An dieser Stelle können daher nur die grundsätzlichen Erwägungen angeführt werden, die für die Beantwortung der Frage relevant sind und hier eine Qualifikation der Maßnahmen als Verwaltungsakte nahe legen.

Bei der Verleihung des Qualitätsprädikats könnte es sich um einen Verwaltungsakt oder einen bloßen Realakt handeln. Ein Verwaltungsakt ist eine hoheitliche Regelung eines Einzelfalls durch eine Verwaltungsbehörde mit unmittelbarer Außenwirkung, § 35 S. 1 VwVfG. Eine Regelung ist eine rechtsverbindliche Anordnung, die auf die Setzung einer Rechtsfolge gerichtet ist¹²⁵. Dadurch unterscheidet sich der Verwaltungsakt vom Realakt, dem der Regelungscharakter fehlt. Typische Realakte sind neben tatsächlichen Verrichtungen wie etwa der Beseitigung eines Verkehrshindernisses durch einen Polizisten auch die Erklärungen von Behörden, die nur eine Mitteilung oder eine Bewertung enthalten, aber nicht auf eine Rechtsfolge gerichtet sind¹²⁶. Erforderlich ist hier insbesondere eine Abgrenzung zum feststellenden Verwaltungsakt. Dort ist die Erklärung darauf gerichtet, eine im Verhältnis Staat – Bürger bestehende Unsicherheit zu beseitigen, indem eine generelle und abstrakte Gesetzesregelung verbindlich konkretisiert wird¹²⁷. Gegenüber dem Emissionsbegleiter ist nun die Herbeiführung einer Rechtsfolge schon deswegen gegeben, weil durch die Prädikatsverleihung die Möglichkeit der Verhängung eines Ordnungsgeldes geschaffen wird. Gegenüber dem Emittenten besteht der Regelungscharakter darin, dass die Börse durch die Prädikatsverleihung laut Börsenordnung verpflichtet wird, das Prädikat als Kurszusatz im Kursblatt zu veröffentlichen.

Ein Verwaltungsakt kann jedoch dann nicht vorliegen, wenn die Vereinbarungen zwischen der Börse und den Emittenten und den Emissionsbegleitern als Verträge

¹²⁴ Bzw. des Prädikats für Publizität gem. §§ 62 ff. BörsO BayB v. 16.12.2002

¹²⁵ Maurer, Allgemeines Verwaltungsrecht, § 9 Rn 6.

¹²⁶ Maurer, Allgemeines Verwaltungsrecht, § 9 Rn 8.

¹²⁷ Erichsen, in: ders. (Hrsg.), Allgemeines Verwaltungsrecht, § 12 Rn 24.

aufzufassen sind. Begibt sich die Behörde auf eine Ebene mit dem Bürger, ist ihr der Erlass von Verwaltungsakten nicht mehr möglich¹²⁸.

Bei der Abgrenzung zwischen einem Verwaltungsakt und einer vertraglichen Regelung ist Ausschlag gebend, inwieweit der Bürger Einfluss auf die Ausgestaltung nehmen konnte¹²⁹.

Bejaht man das Vorliegen einer vertraglichen Verpflichtung, so ist weiter zu fragen, ob es sich um einen öffentlich-rechtlichen oder einen privatrechtlichen Vertrag handelt. Grundsätzlich ist auch einer öffentlich-rechtlichen Körperschaft das Handeln in der Form des Privatrechts möglich¹³⁰. Die Abgrenzung erfolgt dann nach dem Gegenstand der vertraglichen Regelung. Ein öffentlich-rechtlicher Vertrag liegt vor, wenn es sich um die Ordnung eines öffentlich-rechtlichen Sachverhalts handelt¹³¹. Entscheidend ist der Gesamtcharakter des Vertrages¹³² bzw. sein Schwerpunkt¹³³. Es kommt darauf an, ob die im Vertrag getroffene Regelung, wäre sie normativ erfolgt, eine Norm des öffentlichen Rechts wäre¹³⁴. Es besteht aber eine Vermutungsregel, dass es sich bei Beteiligung der öffentlichen Hand auf einer oder beiden Seiten des Vertrages i.d.R. um einen öffentlich-rechtlichen Vertrag handelt¹³⁵, solange der Wille, in privatrechtlicher Rechtsform tätig zu werden, nicht in Erscheinung tritt¹³⁶.

Bei Anstaltsbenutzungsverhältnissen gilt, dass die Benutzung einer Anstalt durch ein einseitig begründetes Nutzungsverhältnis, durch einen privatrechtlichen Vertrag oder einen öffentlich-rechtlichen Vertrag erfolgen kann¹³⁷. Die Ausgestaltung steht im Ermessen des Anstaltsträgers. Einer einseitigen Zulassung kann eine privatrechtliche Ausgestaltung des Benutzungsverhältnisses nachfolgen (Möglichkeit der zweistufigen Ausgestaltung).¹³⁸ Im Zweifel ist aber auch hier von einer öffentlich-rechtlichen Nutzungsbeziehung auszugehen¹³⁹.

Beim *TOP Quality Market*, der in der Börsenordnung geregelt ist, liegt die öffentlich-rechtliche Qualifikation der Rechtsbeziehungen zu Emittenten und Emissionsbegleiter nahe, da keine Anhaltspunkte dafür ersichtlich sind, dass die Bayerische Börse privatrechtlich handeln wollte. Zumindest die Vermutungsregel wird also durchgreifen. Eine einseitige Regelung wird schon dadurch impliziert, dass das Regelwerk nicht aushandelbar ist sowie durch die Möglichkeit der Börse, gegen den Emissionsbegleiter ein Ordnungsgeld zu verhängen.

2. Zulässigkeit von zusätzlichen Emittentenpflichten im amtlichen Markt

Das Börsengesetz enthielt bis zur Änderung durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz keine eindeutige Regelung über die Zulässigkeit von

¹²⁸ Maurer, Allgemeines Verwaltungsrecht, § 10 Rn 6.

¹²⁹ Maurer, Allgemeines Verwaltungsrecht, § 14 Rn 19.

¹³⁰ Maurer, Allgemeines Verwaltungsrecht, § 14 Rn 8.

¹³¹ BVerwGE 96, 236 ff., 92, 56, 58; 74, 368, 370; 42, 331, 332; BVerwG, NJW 1976, S. 2360; DVBl. 80, S. 687; NJW 93, S. 2696; siehe auch Erichsen, in: ders. (Hrsg.), Allgemeines Verwaltungsrecht, § 24 Rn 2; Hennecke, in: Knack, VwVfG, § 54 Rn 2 m.w.N.

¹³² BGHZ 56, 372; BGH, NJW 1983, S. 2311.

¹³³ BVerwG 22, 138, 140; BGHZ 56, 365, 373.

¹³⁴ BVerwGE 22, 138, 140.

¹³⁵ Hennecke, in: Knack, VwVfG, § 54 Rn 3.

¹³⁶ Erichsen, in: ders. (Hrsg.), Allgemeines Verwaltungsrecht, § 24 Rn. 7, 8 m.w.N.; Vgl. auch BGHZ 57, 135.

¹³⁷ Bonk, in: Stelkens/Bonk/Sachs, VwVfG, § 54 Rn 45.

¹³⁸ BVerwG, NVwZ 1987, S. 46.

¹³⁹ BVerwG, NJW 1989, S. 1863, 1864; VGH Mannheim, NJW 1979, S. 1900.

erhöhten Anforderungen in Teilssegmenten des amtlichen Marktes, wie sie der *TOP Quality Market* aufstellt. Bedenken an der Zulässigkeit bestanden hinsichtlich des Gesetzesvorrangs und -vorbehalts. Da die Gründung des Qualitätssegments lange Zeit vor der jüngsten Börsenreform stattgefunden hat und auch durch die Reformen nicht alle Bedenken an seiner rechtlichen Zulässigkeit ausgeräumt worden sind, soll in der Folge zunächst eine Bewertung nach der alten Rechtslage vorgenommen werden und dann erst die Folgen der Änderungen durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz diskutiert werden.

a) Bewertung nach alter Rechtslage

aa) Vorrang des Gesetzes

Der Vorrang des (Parlaments)gesetzes, der unstreitig auch für die autonome Rechtsetzung gilt, zwingt die Börsen zur Einhaltung der gesetzlichen Rechtsnormen. Während diese Grenze der Gestaltungsfreiheit nach unten leicht abzustecken ist – den Börsen ist eine Unterschreitung gesetzlich vorgeschriebener Standards für die Marktsegmente nicht erlaubt – bereitet der umgekehrte Fall, in dem die Börsen strengere Regeln vorsehen als das Börsengesetz, größere Schwierigkeiten. Hier ist die Frage zu beantworten, ob die gesetzgeberischen Anforderungen nur als Mindeststandards zu verstehen sind oder ob sie eine abschließende Wertung in jeder Hinsicht enthalten.

Es sprechen vor allem zwei Gründe dafür, dass den Börsen eine Einrichtung eines Teilssegmentes im amtlichen Markt in der Vergangenheit nicht gestattet war. Erstens hat der amtliche Handel durch den Gesetzgeber eine umfassende Ausgestaltung gefunden. So bezieht sich auch keiner der speziellen Bestandteile, die in den Börsenordnungen vorgesehen sind, auf Anforderungen an die Emittenten im amtlichen Markt. Zwar gehört die Verwaltung des amtlichen Marktes zu den Kernaufgaben der Börse, die Normierung der Emittentenpflichten durch die Börse sah das Börsengesetz aber nirgendwo vor. Zweitens ließ sich § 72 Abs. 3 BörsG a.F. als *argumentum e contrario* anführen. Wenn der Gesetzgeber dort den Börsen für einen Teilbereich des geregelten Marktes die Möglichkeit einräumte, höhere (Publizitäts)plichten an die Emittenten zu stellen, so lässt sich im Umkehrschluss folgern, dass eine entsprechende Möglichkeit für die Börse im Bereich des amtlichen Marktes nicht bestehen sollte.

Der Börse fehlte daher offensichtlich die Kompetenz zur Normierung der Emittentenpflichten im amtlichen Markt, wie dies im *TOP Quality Market* geschehen ist.

bb) Vorbehalt des Gesetzes

Einigkeit besteht darüber, dass trotz der an sich zulässigen Autonomiegewährung der Grundsatz bestehen bleibt, dass der Gesetzgeber sich bei der Börsenregulierung seiner Rechtsetzungsbefugnis nicht völlig entäußern darf, insbesondere dann, wenn der Akt der Autonomieverleihung zugleich zu den Eingriffen in den Grundrechtsbereich ermächtigt. Über den bloßen Gesetzesvorbehalt, der verlangt, dass ein Grundrechtseingriff auf ein rechtfertigendes Gesetz gestützt werden kann, besteht ein Parlamentsvorbehalt, der verlangt, dass die wesentlichen Fragen des Zusammenlebens vom Parlament selbst beantwortet werden. Selbst dann, wenn man die Börse entgegen der hier vertretenen Auffassung grundsätzlich für befugt hielte, eine Emittentenregulierung im amtlichen Markt vorzunehmen, so wäre nach der Wesentlichkeitstheorie gleichwohl zu klären, in welchem Umfang ihr dies auf Grundlage der durch die Generalklausel verliehenen

Satzungsautonomie möglich war oder ob es einer speziellen Ermächtigung bedurfte bzw. ob eine Emittentenregulierung durch die Börsen schon im Prinzip mit der Wesentlichkeitsrechtsprechung unvereinbar ist.

aaa) Wesentlichkeit der Einrichtung eines „Qualitätssegments“ im amtlichen Markt

Die Wesentlichkeit der Frage der Einrichtung eines Teilsegmentes des amtlichen Marktes ergibt sich zum einen aus der Bedeutung für die Allgemeinheit, zum anderen aus der Grundrechtsrelevanz bzw. dem Eingriffscharakter der begründeten Pflichten.

Die Tragweite für die Allgemeinheit resultiert aus der Bedeutung der Börsen für die Allokation von Risikokapital. Der Gesetzgeber hatte sich in der Vergangenheit für eine einheitliche Ausgestaltung des amtlichen Marktes entschieden. Die Einrichtung eines neuen Teilsegmentes in diesem Marktsegment, die eine neue Struktur der öffentlich-rechtlichen Marktsegmente bedingt, weicht von dieser Entscheidung wesentlich ab. Darüber kann auch nicht hinwegtäuschen, dass eine formale Trennung des Handels im regulären amtlichen Markt von dem im *Top Quality Market* nicht bezweckt ist. Denn die Verleihung des Prädikats und der dies signalisierende Kurszusatz haben materiell dieselbe Wirkung.

Eine Grundrechtsrelevanz ist dann gegeben, wenn der Schutzbereich eines Grundrechts betroffen ist und eine gewisse Mindestintensität der Auswirkung einer staatlichen Maßnahme vorhanden ist. Die Einrichtung eines Teilsegmentes im amtlichen Markt mit erheblich erhöhten Pflichten für die Emittenten berührt den Schutzbereich der Rechte des Emittenten aus Art. 12 GG und eventuell aus Art. 14 GG. Das mögliche Ordnungsgeld für den Emissionsbegleiter betrifft diesen fundamental in seiner Berufsausübungsfreiheit. Das Börsengesetz enthält für die Verhängung eines solchen Ordnungsgeldes keine Ermächtigung.

bbb) Wesentlichkeit und Freiwilligkeit

Der zentrale Gegeneinwand gegen diese Einschätzung könnte nun in der Anwendung des Grundsatzes „*volenti non fit iniuria*“ liegen, da sich Emittent und Emissionsbegleiter scheinbar freiwillig den mit der Prädikatsverleihung verbundenen Verpflichtungen unterwerfen.

In der Literatur wird eine solche Unterwerfung vor allem im Subventionsrecht diskutiert. Dort soll nach verbreiteter Ansicht ein „Verwaltungsakt auf Unterwerfung“ möglich sein, der jedenfalls hinsichtlich der Subventionsrückgewährung und eventueller Nebenbestimmungen eine gesetzliche Grundlage entbehren soll¹⁴⁰. Dahinter steckt der Gedanke, dass dem Betroffenen per Saldo nicht mehr genommen wird, als er durch staatliche Leistungen erlangt hat.

Nicht ausreichend ist diese Konstruktion deswegen jedenfalls hinsichtlich des Ordnungsgeldes zu Lasten des Emissionsbegleiters. Hier wird eine selbständige Verpflichtung begründet, die sich nicht nur in der Rückerstattung eines erhaltenen Vorteils erschöpft. Eine ausdrückliche Grundrechtsverzichtserklärung geben die Emissionsbegleiter bei der Antragstellung nicht ab. Erforderlich wäre also eine

¹⁴⁰ BVerwG, NJW 1969, S. 809; BSG 54, 286, 289; P.Stelkens/U.Stelkens, in: Stelkens/Bonk/Sachs, VwVfG, § 35 Rn 156; aA hinsichtlich Rückgewähranspruch etwa Kirchhof, DVBl. 1985, S. 651, 654; Hennecke, in: Knack, VwVfG, § 35 Rn 109; Erichsen, in: ders. (Hrsg.), Allgemeines Verwaltungsrecht, § 12 Rn 19.

Ermächtigung des parlamentarischen Gesetzgebers zur Regelung eines solchen Ordnungsgeldes in der Börsenordnung.

Anders ist dies zunächst beim Emittenten selbst. Als Sanktion ist hier nur der Entzug des Prädikats vorgesehen, also der *actus contrarius* der Verleihung, der dem Emittenten nur das nimmt, was er durch die Zustimmung zum Antrag auf Einbeziehung in das Qualitätssegment erhalten hat – vorbehaltlich einer möglicherweise überschießenden negativen Reaktion des Kapitalmarkts, die gegebenenfalls der Börsenentscheidung zugerechnet werden könnte und als faktische Grundrechtsbeeinträchtigung gelten könnte. Aber sogar wenn man die Spiegelbildlichkeit der Börsenentscheidung bejaht, ist hier äußerst fraglich, ob der Emittent sich wirklich freiwillig für die Einbeziehung in das Qualitätssegment entscheidet.

Welche Voraussetzungen erfüllt sein müssen, damit von einer freiwilligen Unterwerfung unter eine Verhaltenspflicht gesprochen werden kann, wurde in der verwaltungsrechtlichen Literatur bisher kaum behandelt. Teilweise wird von einer unfreiwilligen Verpflichtung dann ausgegangen, wenn der Bürger nur die Wahl zwischen dem Angebot der öffentlichen Hand und dem Verzicht auf seine Nachfrage hat¹⁴¹. Wobei dann darauf abgestellt wird, ob der Angebotsdruck so hoch ist, dass dem Betroffenen faktisch keine reale Verhaltensalternative bleibt¹⁴². Andere wollen die Frage unter Rückgriff auf kartellrechtliche Kriterien danach beantworten, ob die öffentliche Hand eine rechtliche oder tatsächliche Überlegenheit besitzt und der Bürger auf die angebotene Leistung angewiesen ist, so dass ihn der Verzicht auf die Nachfrage besonders träfe¹⁴³.

Von einer solchen Angebotsmacht der Bayerischen Börse im kartellrechtlichen Sinne ist im Hinblick auf den *TOP Quality Market* nicht auszugehen. Zum einen bestehen für die Emittenten verschiedene Ausweichmöglichkeiten an andere Börsen, zum anderen stellt der *TOP Quality Market* nur ein Teilsegment des amtlichen Marktes an der Bayerischen Börse dar, so dass die Emittenten dort auch im regulären amtlichen Markt verweilen können. Wenn die Freiwilligkeit der Entscheidung des Emittenten über die Beantragung der Aufnahme in den *TOP Quality Market* dennoch zweifelhaft ist, so liegt das daran, dass eine Verweigerung dieses Schrittes für den Emittenten nicht nur ein Verzicht auf die Vorzüge der Notierung im Qualitätssegment bedeutet, sondern auch weitere Nachteile mit sich bringen kann. Dies gilt vor allem hinsichtlich der Publizitätspflichten, aber etwa auch im Hinblick auf die *Lock-Up*-Vereinbarung der Altaktionäre mit Organstellung. Um dies zu verdeutlichen, ist es hilfreich, sich das Beispiel des Gebrauchtwagenmarktes ins Gedächtnis zu rufen, auf dem die Käufer keine Möglichkeit haben, die Qualität der angebotenen Fahrzeuge zu erkennen. Deswegen werden sie nur bereit sein, höchstens einen Preis zu zahlen, der für ein Fahrzeug durchschnittlicher Qualität angemessen ist. Sind die Käufer risikoavers, werden sie sogar noch weniger zahlen wollen. Haben nun einige Verkäufer, die überdurchschnittliche Qualität anbieten, die Möglichkeit, dies zu signalisieren, scheiden sie aus der Gruppe der Verkäufer aus, deren Qualitätsaussagen aus Käufersicht nicht beobachtet werden können. Dann wird sich aber die durchschnittliche Qualität der verbleibenden Verkäufer verringern und folglich auch die Zahlungsbereitschaft der Kunden.

Übertragen auf die Publizität an der Börse bedeutet dies, dass die Tatsache, dass einige Unternehmen bereit sind, durch die Annahme erhöhter Publizitätspflichten ihre

¹⁴¹ Kirchhof, in: Isensee/Kirchhof (Hrsg.), HStR IV, § 88 Rn 319.

¹⁴² Krebs, in: Ehlers (Hrsg.), Kommunale Wirtschaftsförderung, S. 219.

¹⁴³ Schilling, VerwArch 85 (1993), S. 226, 236; ders. VerwArch 87 (1996), S. 191, 200

vermeintlich überdurchschnittliche „Qualität“ zu signalisieren, dazu führen wird, dass die Unternehmen, die diesen Schritt nicht gehen, von den Anlegern mit einem Kursabschlag belegt werden.

Ähnliches gilt auch hinsichtlich der *Lock-Up*-Vereinbarungen. Durch eine solche Vereinbarung können die Organe eines Emittenten signalisieren, dass sie auch über längere Frist von einem Anstieg des Börsenkurses ausgehen. Wer eine solche Vereinbarung nicht abschließt, lässt dagegen indirekt verlautbaren, dass er den momentanen Kurs bzw. den Emissionskurs möglicherweise für überhöht hält und sich schnell von seinen Papieren trennen will, bevor der Kurs auf seinen „wahren“ Wert gesunken ist.

Nun kann man aus rein ökonomischer Sicht vorbringen, dass diese Mechanismen der Selbst-Selektion so schlecht nicht sind. Im Gegenteil, dadurch, dass den Unternehmen eine Möglichkeit gegeben wird, ihre Qualität zu signalisieren, wird die Gefahr einer informationsbedingten Marktbeeinträchtigung reduziert. Allenfalls könnte man zu bedenken geben, dass die Motive eines Unternehmens, nicht das Höchstmaß an Publizität zu wählen, verschiedenster Natur sein können. Ebenso könnten Altaktionäre aus reinen Liquiditätsgründen an einer baldigen Veräußerung ihrer Anteile interessiert sein. Das mag zu einem „Verrauschen“ der unternehmerischen Signale führen, vermag aber die grundsätzliche Wirkungsweise des Signalisierungsmechanismus nicht zu beeinträchtigen. Eine ganz andere Frage ist allerdings die juristische Bewertung. Zu einfach würde man es sich machen, wenn man denjenigen, die sich gegen eine Unterwerfung unter strengere Pflichten entscheiden, die Schutzwürdigkeit abspräche. Selbst wenn der alleinige Grund für einen Verbleib in Segmenten mit geringeren Pflichten sein sollte, dass das betreffende Unternehmen glaubt, dem Anleger etwas verbergen zu müssen, das den Aktienkurs negativ beeinflussen würde, bleibt der Schutz der Grundrechte bestehen. Deutlicher gesagt: der Vorbehalt des Gesetzes schützt auch den Unehrliehen davor, ohne gesetzliche Grundlage in die Pflicht genommen zu werden.

Nun könnte man einwenden, dass das Vermögen als solches nicht von Art. 14 GG geschützt wird, insbesondere keine Tauschwertgarantie besteht¹⁴⁴. Ein Sinken der Kurse in einem Marktsegment auf Grund der Einführung eines neuen Marktsegments mit strengeren Emittentenpflichten stellt somit sicher keinen Eingriff in das Eigentumsgrundrecht dar. Hier geht es jedoch um die Frage, ob eine freiwillige Unterwerfung derjenigen Emittenten gegeben ist, die sich in das Marktsegment mit den strengeren Pflichten begeben. Die Problematik ähnelt in bestechender Weise der Frage der Zulässigkeit der Verwendung von Lügendetektoren im Strafprozess. Auch dort kehrt sich die Freiwilligkeit des einen leicht in den Zwang für den anderen, wenn durch die Tatsache, dass er sich nicht für den Test bereit erklärt, schon wahrscheinlich wird, dass er etwas zu verbergen hat¹⁴⁵. Entsprechend hat das Bundesverfassungsgericht in diesem Zusammenhang festgestellt, dass nur derjenige eines Schutzes gegen staatliche Eingriffe nicht bedarf, der wirklich die freie Wahl hat¹⁴⁶.

Wie beschrieben erleidet derjenige, der sich nicht dem „Publizitätstest“ unterzieht, einen Nachteil in der Bewertung der Anleger. Dadurch kann es zu einem nicht unerheblichen

¹⁴⁴ Statt aller Papier, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 14 Rn 160 ff.

¹⁴⁵ Sachs, VerwArch 1985, S. 398, 421.

¹⁴⁶ BVerfG – Vorprüfungsausschuss des Zweiten Senats, NJW 1982, S. 375. vgl. nun aber auch die Entscheidung des BGH, NJW 1999, S. 657, wo frühere verfassungsrechtlichen Bedenken aufgegeben werden, dazu etwa Kargl, JuS 2000, S. 537 ff.

faktischen Druck kommen, so dass eventuell nicht mehr feststellbar ist, wer sich aus eigenem Antrieb für die höheren Standards entscheidet und wer dies nur auf Grund dieses Drucks macht. Diese Ungewissheit schließt die Annahme der Freiwilligkeit der Beantragung der Zulassung zu einem Marktsegment mit höheren Emittentenpflichten aus.

cc) „Flucht ins öffentlich-rechtliche Vertragsrecht“?

Angesichts dieser Bewertung der Versuche, im Bereich des amtlichen Handels ein einseitig-hoheitlich ausgestaltetes neues Teilsegment zu schaffen, stellt sich die Anschlussfrage, inwieweit die Börsen die Möglichkeit hätten, durch vertragliche Vereinbarungen mit den Emittenten entsprechende Pflichten zu begründen. Vorbild könnten dann die im Freiverkehr angesiedelten, rein vertragsrechtlich organisierten Marktsegmente sein.

Denkbar wäre, mit Emittenten und Emissionsbegleitern öffentlich-rechtliche Verträge über die Aufnahme in ein Qualitätssegment zu schließen. Grundsätzlich gilt der Grundsatz der Gesetzesbindung der Verwaltung, insbesondere auch die Grundrechtsbindung, jedoch auch bei öffentlich-rechtlichen Verträgen¹⁴⁷. Daraus folgt unmittelbar, dass die öffentliche Hand Verträge nur im Rahmen ihrer Kompetenz abschließen darf¹⁴⁸. Eine solche Kompetenz zur Emittentenregulierung im amtlichen Markt kam der Börse aber wie gesehen nicht zu.

Schwieriger ist wieder die Frage der Bedeutung des Vorbehalts des Gesetzes zu beantworten. Das Ordnungsgeld, das im *TOP Quality Market* als Sanktion für den Emissionsbegleiter vorgesehen ist, könnte prinzipiell als Vertragsstrafe gem. § 62 S. 2 VwVfG i.V.m. §§ 339 ff. BGB vereinbart werden. Hier entfällt dann auf Grund der privatautonomen Entscheidung des Betroffenen die Notwendigkeit einer weiteren gesetzlichen Grundlage, wenn der Vertragsschluss freiwillig erfolgte. Allerdings ist auch hier in der verwaltungsrechtlichen Literatur im Detail Vieles umstritten¹⁴⁹. Aus der Gesetzesbindung der Verwaltung folgt jedenfalls auch, dass gewisse dispositive gesetzliche Regelungen in Verträgen der öffentlichen Hand als zwingend angesehen werden müssen. Insbesondere eine verschuldensunabhängige Strafandrohung wie das im *TOP Quality Market* vorgesehene Ordnungsgeld wird man als unverhältnismäßig und deswegen selbst in Individualabreden¹⁵⁰ als unzulässig ansehen müssen¹⁵¹.

Für die Emittentenregulierung scheidet allerdings auch die Vertragslösung als Grundlage der Konstruktion eines Qualitätssegmentes gänzlich aus. Hier fehlt es an der Freiwilligkeit des Vertragsschlusses.

dd) „Flucht ins Privatrecht“?

Nun hat die öffentliche Hand nach allgemeiner Ansicht die freie Entscheidung darüber, in welcher Form sie die ihr zukommenden Aufgaben bewältigt. Diese Entscheidungsfreiheit beinhaltet auch die Wahl zwischen einer öffentlich-rechtlichen und einer

¹⁴⁷ Vgl. statt aller nur Maurer, Allgemeines Verwaltungsrecht, § 14 Rn 25.

¹⁴⁸ Schilling, VerwArch 85 (1993), S. 226, 234.

¹⁴⁹ Vgl. Schilling, VerwArch 85 (1993), S. 226, 234.

¹⁵⁰ Bei Verwendung von AGB ließe sich dieses Ergebnis schon über § 307 BGB erzielen, der über § 62 S. 2 VwVfG anwenbar ist.

¹⁵¹ Schilling, VerwArch 85 (1993), S. 226, 238.

privatrechtlichen Handlungsweise¹⁵². Nun ist aber heute ebenso unstrittig, dass die Verwaltung dann, wenn sie Aufgaben der Daseinsfürsorge i.w.S. wahrnimmt, also nicht nur rein fiskalisch oder nur im Bereich der Leistungsverwaltung tätig wird, in gleichem Umfang an Gesetz und Ordnung gebunden wird¹⁵³. Die Bindung bei diesem sog. verwaltungsprivatrechtlichen Handeln gilt umfassend, also nicht nur hinsichtlich der Grundrechte, sondern auch hinsichtlich aller sonstigen Rechtsnormen¹⁵⁴. Im Ergebnis wird sich an der Unzulässigkeit der Einrichtung eines Teilssegments im amtlichen Markt durch die Börse als Anstalt des öffentlichen Rechts nichts ändern, die „Flucht ins Privatrecht“ verspricht also wenig Erfolg.

b) Änderungen durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz und verfassungsrechtliche Bedenken

Eine wichtige Änderung für die Emittentenregulierung bringt das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz. Nach § 42 BörsG kann die Börsenordnung für Teilbereiche des amtlichen Marktes nun ergänzende Transparenzvorschriften als Zulassungsfolgepflichten für die Emittenten vorsehen, also insbesondere eine Pflicht zur Quartalspublizität begründen. Nicht erlaubt wird aber weiterhin sein, erhöhte Anforderungen an die Zulassung selbst zu stellen oder andere Pflichten als Publizitätspflichten zu begründen. Die entsprechenden Regelungen der Bayerischen Börse bleiben daher auch nach der Reform äußerst bedenklich.

Nun wäre § 42 BörsG selbst verfassungswidrig, wenn man mit Teilen der Literatur eine Übertragung der Emittentenregulierung auf die Börsen angesichts der Grundrechtsrelevanz für schlichtweg unvereinbar mit der Wesentlichkeitstheorie hielte¹⁵⁵. Auf die Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts kann man sich jedoch mit dieser weitreichenden Ansicht nicht stützen. Das Gericht hat keineswegs jede Regelung mit Grundrechtsrelevanz von der Satzungsautonomie ausgenommen. Im Bereich der subjektiven Berufswahlfreiheit hat es vom Gesetzgeber gefordert, dass er die wesentlichen Fragen selbst regelt und den Autonomieträgern allenfalls die Regelung der technischen Details überlässt. Hier geht es aber nur um die Berufsausübungsfreiheit. Würde man bei jeder Grundrechtsrelevanz eine autonome Regelung auch hinsichtlich der näheren Ausgestaltung einer gesetzgeberischen Entscheidung für ausgeschlossen halten, bliebe für die Satzungsautonomie angesichts der umfassenden Grundrechtsgewährleistung über Art. 2 Abs. 1 GG überhaupt kein Raum mehr.

Die verbleibenden Zweifel lassen sich schließlich dadurch ausräumen, dass den Emittenten der gesetzlich ausgestaltete amtliche Handel weiterhin offen steht. Auch wenn dies – wie gesehen – nicht dazu führt, dass man die Entscheidung eines Emittenten, in qualifizierten Segmenten notiert zu werden, in jedem Fall als freiwillig ansehen muss, so besteht doch eine Obergrenze des möglichen Drucks auf die Emittenten. Denn auch der durch den Markt ausgelöste Anreiz, durch die Notierung im qualifizierten Segment höhere Qualität zu signalisieren, geht nur soweit, wie die Kosten der dortigen Notierung den Nutzen nicht überschreiten. Werden von den Eingesessenen an neue Emittenten ineffizient hohe Standards angelegt, so „verwässert“ dies auch die Signalwirkung der

¹⁵² Statt aller Maurer, Allgemeines Verwaltungsrecht, § 3 Rn 9.

¹⁵³ Vgl. aus der Rspr. etwa BGHZ 29, 76, 80; 37, 1, 27; 52, 325, 327; 91, 84, 96 f.; BVerwGE 92, 56, 75; BVerfGE 12, 205, 246 f.; vgl. auch Pieroth/Schlink, Grundrechte, RN 171.

¹⁵⁴ Maurer, Allgemeines Verwaltungsrecht, § 3 Rn 9.

¹⁵⁵ So in der Tat Hommelhoff, ZHR 153 (1989), S. 181, 210 f. mit Berufung auf das Facharzt-Urteil.

Entscheidung, nur eine Notierung im regulären amtlichen Markt zu beantragen. Damit reduziert sich aber auch der Druck auf den Emittenten, in das qualifizierte Segment zu gehen. Man wird der Tatsache, dass der Emittent eine gewisse Wahlfreiheit zwischen verschiedenen Segmenten hat, hier nicht jede Bedeutung absprechen können.

II. Spielraum für die Emittentenregulierung im geregelten Markt

Der Spielraum für die Börsen im geregelten Markt ist größer als im amtlichen Markt. Aber auch hier stellt sich die Frage, in welchem Umfang die Börse von den Emittenten die Erfüllung von Pflichten verlangen kann, die über das gesetzlich normierte Maß hinausgehen. Auch hier existiert mit dem *Prädikatsmarkt Select* ein Versuch der Bayerischen Börse zur Einrichtung eines qualifizierten Teilsegmentes.

1. Insbesondere: *Prädikatsmarkt Select*¹⁵⁶

Der *Prädikatsmarkt Select* richtet sich an Unternehmen, die im geregelten Markt notiert sind und bereit sind, höhere Transparenz- und Publizitätsvorschriften zu erfüllen. Das Einbeziehungsverfahren entspricht dem des *TOP Quality Markets*, indem von der Börsengeschäftsführung das Prädikat „PS“ (*Prädikatsmarkt Select*) auf Antrag eines Börsenmitglieds im Einvernehmen mit dem Emittenten und nach dessen Anhörung verliehen wird (§ 59a BörsO BayB a.F.). Die Anforderungen an den Emittenten gehen über die im geregelten Markt gestellten Anforderungen hinaus. Verlangt werden vierteljährliche Aktionärsbriefe, mindestens zwei Vorstände müssen das Unternehmen führen, die *Lock-Up* Periode für Aktionäre mit Organstellung beträgt 6 Monate (12 Monate bei Neuemissionen), das ausschließlich in Stammaktien verbriefte Grundkapital von mindestens 3 Mio. Euro muss ausreichend gestreut sein (mind. 30 %). Mindestens ein Marktteilnehmer muss als Marktmacher handelbare Spannen stellen, § 59d Abs. 1 Nr. 6 BörsO BayB a.F. Eine Verpflichtung zur Rechnungslegung nach internationalen Grundsätzen besteht anders als im *TOP Quality Market* nicht. Auch im *Prädikatsmarkt Select* müssen zwei Research-Berichte pro Jahr nachgewiesen werden (§ 59d Abs. 1 Nr. 2 BörsO BayB a.F.). Als Sanktionen sind der Entzug des Prädikats vorgesehen (§ 59e BörsO BayB a.F.), die Möglichkeit der Verhängung eines Ordnungsgeldes besteht hier nicht.

2. Zulässigkeit von zusätzlichen Emittentenpflichten im geregelten Markt

Nach § 72 Abs. 1 BörsG a.F. waren die näheren Bestimmungen über den geregelten Markt in der Börsenordnung zu treffen. Als Pflichtbestandteile regelte die Börsenordnung gem. § 72 Abs. 2 BörsG a.F. die Anforderungen an den Unternehmensbericht, die Einzelheiten der Zulassung und die Feststellung und Veröffentlichung des Börsenpreises. Inwieweit darüber hinaus zusätzliche Pflichten für die Emittenten begründet werden konnten, ist unklar. In der Literatur wurde auf den Gesetzeszweck bei der Schaffung des geregelten Marktes hingewiesen, der einen erleichterten Börsenzugang für kleine und mittlere Aktiengesellschaften beinhaltete. Deswegen müssten die Regeln für den

¹⁵⁶ Die neue Börsenordnung der Bayerischen Börse vom 16.12.2002 sieht für sowohl für amtlichen und geregelten Markt als auch für den Freiverkehr einheitliche Bedingungen für die Verleihung eines „Prädikats für Publizität“ vor (vgl. §§ 62 ff. BörsO BayB v. 16.12.2002). Die Differenzierung in *TOP Quality Market*, *Prädikatsmarkt Select* und *Prädikatsmarkt* ist in dieser Form entfallen. Die hier getroffene rechtliche Bewertung der Normkomplexe ist jedoch übertragbar.

geregelten Markt hinter denen des amtlichen Marktes zurückbleiben. Letztere bildeten eine Art Höchstgrenze der Ausgestaltung der Pflichten der Handelsteilnehmer und Emittenten. Mit dieser Interpretation sei § 72 Abs. 1 BörsG a.F. auch als Grundlage für Grundrechtseingriffe hinreichend bestimmt gewesen¹⁵⁷.

Diese Interpretation der Vorschrift steht aber im Widerspruch mit dem 1998 eingefügten § 72 Abs. 3 BörsG a.F., wonach die Börsenordnung für einen Teilbereich des geregelten Marktes bestimmen konnte, dass der Emittent einen Zwischenbericht veröffentlichen muss. Möglich wäre zwar theoretisch, hierin eine einschränkende Vorschrift zu sehen. Während die Börse die Zwischenberichtspflicht am geregelten Markt nur für ein Teilsegment einführen durfte, hätten andere Emittentenpflichten auch für den gesamten geregelten Markt begründet werden können. Der Wortlaut stand einer solchen Auslegung nicht entgegen. Viel näher liegend ist jedoch ein Umkehrschluss: wenn nur für einen Teilbereich des geregelten Marktes und nur hinsichtlich der Zwischenberichtspflicht eine Regelung der Emittenten durch die Börsenordnung vorgesehen war, dann muss dies bedeuten, dass sonst keine weiteren Emittentenpflichten begründet werden durften¹⁵⁸. Diese Auslegung deckt sich mit der Einschätzung des Gesetzgebers, nach dessen ausdrücklichem Willen mit der Einfügung von § 73 Abs. 3 BörsG a.F. der Gestaltungsspielraum der Börsen erweitert werden sollte¹⁵⁹. Auch historisch ist dies die einzig vernünftige Interpretation, bestand doch für den Gesetzgeber für eine Einschränkung der Möglichkeiten der Börse im geregelten Markt keine Veranlassung. Keine der Börsen hatte derzeit versucht, den Zugang zum geregelten Markt durch zusätzliche Emittentenpflichten zu erschweren.

Für die Zulässigkeit des *Prädikatsmarkt Select* ist diese Frage nicht von Bedeutung. Die zusätzlichen Pflichten für die Emittenten, die über die Pflicht zur Zwischenberichtserstattung hinausgehen, waren mit der alten Rechtslage in keinem Fall zu vereinbaren. Die rechtliche Bewertung entspricht der des *TOP Quality Markets* im amtlichen Markt, so dass hier nur auf die obigen Ausführungen verwiesen werden soll.

Eine Änderung bringt jedoch auch hier das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz. Nach §§ 50 Abs. 3, 54 S. 2 BörsG ist es der jetzt Börse möglich, in der Börsenordnung für Teilbereiche des geregelten Marktes sowohl weitere Publizitätspflichten als auch sonstige Zulassungsanforderungen bzw. Zulassungsfolgepflichten zu begründen. Nach der neuen Rechtslage wird dann der *Prädikatsmarkt Select* rechtmäßig veranstaltet werden können, während er nach der alten Rechtslage rechtlich zumindest bedenklich war¹⁶⁰.

Verfassungsrechtlich sind §§ 50 Abs. 3, 54 S. 2 BörsG ähnlich wie § 42 BörsG zu beurteilen. Bedenken an den Zulassungsvoraussetzungen des § 50 Abs. 3 BörsG ergeben sich aber daraus, dass hier der Fall einer Regelungserstreckung auf Externe vorliegt. Eine Betroffenenpartizipation fehlt bei den Emittenten, die noch nicht in einem der regulären öffentlich-rechtlichen Segmente notiert sind und daher nicht im Börsenrat vertreten

¹⁵⁷ Breitkreuz, *Ordnung der Börse*, S. 127 f. in Anlehnung an Kümpel, FS-Pleyer, S. 59, 73.

¹⁵⁸ Vgl. auch Wolf, WM 2001, S. 1785, 1787, der beispielhaft eine Beschränkung der Zulassung auf innovative Wachstumsunternehmen für unzulässig hält.

¹⁵⁹ „Durch die Änderung wird den Börsen nunmehr die Möglichkeit eröffnet...“: BT-Drucks. 13/8933, S. 81. vgl. auch Ledermann, in: Schäfer, BörsG, § 72 Rn 3.

¹⁶⁰ Auch nach dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz blieb eine Bestimmung der Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse über die Emittentenpflichten im geregelten Markt rechtswidrig. Gem. § 61 BörsO FWB a.F. wurden alle Emittenten am geregelten Markt zur Erstellung eines Zwischenberichts verpflichtet. Sowohl gem. § 72 Abs. 3 BörsG a.F. als auch nach § 54 BörsG n.F. sind zusätzliche Informationspflichten aber nur für einen Teilbereich des geregelten Marktes zulässig; vgl. vorsichtiger Siebel/Gebauer, WM 2001, S. 173, 180 FN 364: fragwürdige Regelung. In der neuen Börsenordnung besteht die Pflicht im „Domestic Standard“ nicht mehr.

werden. Nun hält das Bundesverfassungsgericht Regelungen mit Außenwirkung in Satzungen nicht gänzlich für ausgeschlossen¹⁶¹. Hier geht es allerdings um eine Regelung mit unmittelbarer Außenwirkung, so dass die Anforderungen an die gesetzliche Ausgestaltung hoch sind und von § 50 Abs. 3 BörsG auf den ersten Blick kaum erfüllt werden. Die verfassungsrechtlichen Bedenken lassen sich hier jedoch in verschiedener Hinsicht zumindest abmildern.

Zunächst muss auf die Tatsache verwiesen werden, dass die zusätzlichen Publizitätspflichten in der Börsenordnung festgelegt werden müssen und diese wiederum der Genehmigung durch die Börsenaufsichtsbehörde bedarf. Formal führt dies zu einer personellen demokratischen Legitimation i.S.d. Art. 20 Abs. 2 GG. Unter systematischen Gesichtspunkten ist dieser Weg der demokratischen Legitimierung allerdings unbefriedigend. Denn das Genehmigungserfordernis kann nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Entscheidung außerhalb des von der Verfassung vorgesehenen Gesetzgebungsprozesses mit seinen institutionellen Sicherungen der Allgemeinwohlbeachtung getroffen wird¹⁶². Das Verhältnis zwischen Exekutive und Legislative regelt Art. 80 Abs. 1 GG. Wenn dieser auf die Satzungsautonomie keine Anwendung findet, hat dies seinen Grund in der Beschränkung des Aufgabenbereichs der Selbstverwaltungseinheiten auf die Regelung eigener Angelegenheiten. Eine unbeschränkte Erstreckung der zustimmungsbedürftigen Regelung auf Externe und die dadurch implizierte Schaffung eines neuen Typs der Rechtsetzungsform, der sich nicht mehr auf den Gedanken der *Selbstverwaltung* stützen kann, würde die Beschränkungsfunktion des Art. 80 Abs. 1 GG umgehen.

Man wird also nach weiteren Erwägungen suchen müssen, die hier eine Regelungserstreckung für verfassungsrechtlich vertretbar erscheinen lassen. Wie gesehen¹⁶³ stützt das Bundesverfassungsgericht die Einräumung der Satzungsautonomie nicht nur auf den Gedanken der Betroffenenpartizipation, sondern auch auf die funktionalen Aspekte eines besonderen Sachverstands und eines besonderen Regelungsinteresses. Im Falle der Emittentenregulierung besteht nun die Besonderheit, dass auch bei der Regulierung von Externen die „Insider“ kein Interesse an einer zu restriktiven Regelung haben. Die Anreize der Börse im Rahmen der Publizitätsregulierung wurden im ökonomischen Teil der Arbeit ausführlich beschrieben¹⁶⁴. Insbesondere werden auch die übrigen Emittenten nicht daran interessiert sein, neue „Konkurrenten“ vom Markteintritt abzuhalten, da auch sie regelmäßig von der Liquiditätsförderung durch die Vergrößerung des Marktes profitieren. Und hinsichtlich der Zulassungsfolgepflichten haben sie schon deswegen kein Interesse an künstlich hohen Schranken, weil sie selbst weiterhin von ihnen betroffen sind. Allenfalls könnte man hier Anreize für eine Unterregulierung ausmachen, die jedoch durch den gesetzlichen Mindeststandard verhindert wird.

¹⁶¹ Siehe zur Diskussion Zweiter Teil, 2. Kap. C III 2 d bb.

¹⁶² Vgl. auch Denninger, S. 128: Gesetzgeber kann durch Zustimmungserfordernisse nicht davon entbunden werden, durch generelle Normen „Hüter des Gemeinwohls gegenüber Gruppeninteressen zu sein (BVerfGE 33, 125, 159)“.

¹⁶³ Unter Zweiter Teil, 2. Kap. C II. 2.

¹⁶⁴ Siehe Erster Teil, 3. Kap. F. II b.

D. Börsenschiedsgerichtsbarkeit

Die Börsenschiedsgerichtsbarkeit ist die dritte Säule der börslichen Selbstverwaltung. Börsenschiedsgerichte sind Schiedsgerichte i.S.d. §§ 1025 ff. ZPO, die den besonderen Bedürfnissen des Börsenverkehrs dienen und mit diesem in einem organischen Zusammenhang stehen¹⁶⁵. Zudem ist für die Qualifikation als Börsenschiedsgericht erforderlich, dass das Gericht aus Personen besteht, die mit Rücksicht auf ihre Tätigkeit an der Börse zu Schiedsrichtern berufen sind¹⁶⁶. § 28 BörsG a.F. schränkte die Möglichkeiten der Schiedsabrede gegenüber den allgemeinen Vorschriften ein. Für die Wirksamkeit eines Schiedsvertrags vor Entstehen des Streitfalls war vor den Änderungen durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz die Termingeschäftsfähigkeit der Beteiligten gem. § 53 Abs. 1 BörsG a.F. erforderlich. Sinn dieser Vorschrift war es zu verhindern, dass durch Allgemeine Geschäftsbedingungen Personen das Börsenschiedsgericht aufgenötigt wird, die nicht in der Lage sind, die Tragweite ihres im Voraus erklärten Verzichts auf eine Entscheidung durch staatliche Gerichte zu übersehen¹⁶⁷. Nicht ausreichend war die Termingeschäftsfähigkeit kraft Information¹⁶⁸. Umstritten war, ob § 28 BörsG a.F. (analog) auch auf sonstige Schiedsgerichte angewendet werden konnte¹⁶⁹.

Durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz entfiel § 28 BörsG im Zuge der Streichung des § 53 BörsG. An seine Stelle ist § 37h WpHG getreten, nach dem allgemein Schiedsvereinbarungen über künftige Rechtsstreitigkeiten aus Wertpapierdienstleistungen, Wertpapiernebenleistungen und Finanztermingeschäften nur von Vollkaufleuten und von Personen des öffentlichen Rechts verbindlich geschlossen werden können.

¹⁶⁵ Schwark, BörsG, § 28 Rn 1.

¹⁶⁶ Hopt, BörsG, § 28 Rn 1; BGH, NJW 1991, 2215.

¹⁶⁷ Vgl. Schwark, BörsG, § 28 Rn 3.

¹⁶⁸ Schwark, BörsG, § 28 Rn 6.

¹⁶⁹ dafür Schwark, BörsG, § 28 Rn 6; Samtleben, ZeuP 1999, S. 974, 978; dagegen BGH, NJW 1991, S. 1215, 1216.

3. Kapitel

Private Normsetzung im regulären Freiverkehr

Der Freiverkehr an der Wertpapierbörse ist nicht in die öffentlich-rechtliche Organisation der Börse integriert¹. Lange Zeit war seine Zulässigkeit umstritten. Durch Einfügung des § 78 BörsG a.F. (heute § 57 BörsG) hat der Freiverkehr 1986 auch durch den Gesetzgeber Anerkennung gefunden. Da Missstände im Freiverkehr das Anlegervertrauen hinsichtlich des gesamten Marktes gefährden könnten, verlangt § 57 Abs. 1 BörsG für die Zulassung des Freiverkehrs durch die Börsengeschäftsführung, dass eine ordnungsgemäße Durchführung des Handels und der Geschäftsabwicklung gewährleistet erscheint und dies durch Handelsrichtlinien gesichert wird. Hier kommt also im Bemühen um Verhinderung von *Spillover*-Effekten die Idee des Schutzes des subjektiven Anlegervertrauens zum Ausdruck. Daneben finden sich in den Börsenordnungen Regelungen über die Zuständigkeit zum Erlass der Freiverkehrsrichtlinien und gewisse Einwirkungsrechte der Börsengeschäftsführung zur Sicherstellung eines ordnungsgemäßen Handels im Freiverkehr². Trotz dieser Einwirkungsmöglichkeiten hat der Gesetzgeber betont, dass dieses rein privatrechtlich organisierte Segment auch weiterhin der Obhut der „Selbstverwaltung der Wirtschaft“ überlassen bleiben soll³.

A. Entwicklung des Freiverkehrs

Bis 1986 war der Freiverkehr in der Form des sog. geregelten Freiverkehrs und des unregulierten Freiverkehrs an den Börsen nach verbreiteter Auffassung nur geduldet⁴.

Als geregelter Freiverkehr wurde der Handel in nicht amtlich notierten Werten bezeichnet, der während der Börsenzeiten im Börsensaal stattfand. Der unregulierte Freiverkehr oder auch Telefonverkehr stand für den Handel in nicht amtlich notierten Werten zwischen Maklern und Banken über das Telefon. Allgemeiner wird unter Telefonhandel aber auch jeder Handel außerhalb der Börse – in der Regel über das Telefon oder das Internet – außerhalb der Börsenzeiten angesehen⁵.

Der Freiverkehr wurde als Veranstaltung des privaten Rechts betrachtet, der nur sehr eingeschränkt unter Kontrolle durch die Staatsaufsicht und des Börsenvorstandes stand⁶.

Nach dem damaligen § 43 BörsG waren eine amtliche Preisfeststellung, die Benutzung der Börseneinrichtungen und die Vermittlung der Geschäfte durch Kursmakler im Freiverkehr verboten. Auch die Veröffentlichung von Preislisten über im Freiverkehr festgestellte Geschäfte war im Regelfall untersagt, wobei aber Ausnahmen in der Börsenordnung für besondere Fälle vorgesehen werden konnten. Damit sollte die Trennung des Freiverkehrs vom amtlichen Markt auch äußerlich deutlich gemacht werden⁷. In der älteren Literatur wurde in der Vorschrift – entgegen der auch schon

¹ Vgl. bereits 1. Kap. A III.

² Vgl. etwa § 66 Abs. 2 a.F. bzw. § 89 n.F. BörsO FWB; siehe auch Breitkreuz, Ordnung der Börse, S. 300.

³ Begr. des Gesetzesentwurfes der Bundesregierung, BT-Drucks. 10/4296, S. 11.

⁴ Schwark, BörsG, § 78 Rn 1.

⁵ Vgl. Hopt, in: Baumbach/Hopt, HGB, BörsG 78 Rn 7.

⁶ Schwark, BörsG, § 78 Rn 1.

⁷ Kümpel, WM 1985, Sonderbeilage 5, S. 1, 9.

damals stattfindenden Tolerierung des Freiverkehrs in der Praxis – gar ein Verbot des Freiverkehrs gesehen. Der Börsenvorstand sollte daher die Bildung eines ständigen Freiverkehrs an der Börse nicht dulden dürfen⁸. Durchgesetzt hat sich schließlich die Auffassung, die in § 43 BörsG zwar kein Verbot des Handels außerhalb des amtlichen Marktsegmentes sah, jedoch eine bewusste Erschwernis mit dem Ziel, solche Aktivitäten von den Börsen fernzuhalten⁹.

Seit der Novellierung des Börsengesetzes von 1986 steht die prinzipielle Zulässigkeit des Freiverkehrs nicht mehr in Frage. Nach dem damals neu eingefügten § 78 BörsG war es ausdrücklich zulässig, für Wertpapiere, die weder zur amtlichen Notierung noch zum ebenfalls neu eingeführten geregelten Markt zugelassen waren, Preise einschließlich Angebot und Nachfrage zu ermitteln oder veröffentlichen, wenn ein ordnungsgemäßer Handel an der Börse gewährleistet schien. Die näheren Bestimmungen sollten durch die Börsenordnung getroffen werden. Dementsprechend wurden in den Börsenordnungen Regelungen über Ausruf und die Preisfeststellung getroffen¹⁰.

Daneben war es aber unbestritten, dass, soweit die Börsenordnung keine Regelung getroffen hat, der Freiverkehr privatrechtlich ausgestaltet war¹¹. Während früher vertreten wurde, dass es sich um eine gewohnheitsrechtliche Ausformung handele, ging man nun in Anbetracht der unterschiedlichen Ausgestaltung an den einzelnen deutschen Börsen von durch den Träger des Freiverkehrs gesetzten Normen aus. Dabei sollte in den Richtlinien zur Regelung des Freiverkehrs Satzungsrecht zu sehen sein, soweit sie von Vereinigungen der Wertpapierhändler verabschiedet wurden und die Fixierung von Börsenusancen bzw. „privatrechtlichen Usancen“, wenn sie vom Börsenvorstand erlassen wurden¹².

Durch die Neufassung des § 78 BörsG im Rahmen des 2. Finanzmarktförderungsgesetzes wurde an der privatrechtlichen Ausgestaltung des Freiverkehrs nicht gerüttelt¹³. Nun wurden jedoch in § 78 BörsG a.F. (dem heutigen § 57 BörsG) die Börsenordnungen nicht mehr erwähnt. Gleichwohl besteht auf Grundlage der Generalklausel des § 13 Abs. 2 S. 1 BörsG die Möglichkeit, solche Regelungen in der Börsenordnung zu treffen, die ihrer Natur nach nicht in den Handelsrichtlinien selbst getroffen werden können, d.h. die Zuständigkeit und die Form des Erlasses der Handelsrichtlinien und Vorgaben an den Träger des Freiverkehrs¹⁴.

⁸ Nußbaum, BörsG, § 43 II, S. 187 f.

⁹ Schwark, BörsG, 1. Auflage, § 43 Rn 1; Sann, Börsenrecht, S. 98; vgl. (kritisch) zu den Versuchen der dogmatischen Rechtfertigung der Duldung Kümpel, WM 1985, Sonderbeilage 5, S. 1, 9 f. Kümpel selbst sieht in der Tatsache, dass die Börsenordnungen in § 43 S. 3 BörsG a.F. Ausnahmen vom Verbot der Kurspublizität vorsehen konnten, den entscheidenden Anhaltspunkt für die gesetzgeberische Duldung, vgl. aaO, S. 7 f.

¹⁰ Vgl. Schwark, BörsG, § 78 Rn 3.

¹¹ Schwark, BörsG, § 78 Rn 4; ders. NJW 1987, S. 2041, 2046; dies hat auch der Gesetzgeber betont, vgl. BT-Drucks. 10/4296, S. 11.

¹² Schwark, BörsG, § 78 Rn 4; vgl. zu letzterer Einordnung auch v.Rosen, in: Assmann/Schütze, Handbuch, § 2 Rn 179.

¹³ allgemeine Ansicht, vgl. BT-Drucks. 12/6679, S. 75 f.; Ledermann, in: Schäfer, § 78 Rn 1; Groß, Kapitalmarktrecht, § 78 Rn 2; Kümpel, Bank- u. Kapitalmarktrecht, Rn 8.98; Hopt, in: Baumbach/Hopt, HGB, BörsG 78 Rn 2.

¹⁴ Breitzkreuz, Ordnung der Börse, S. 300.

B. Einbeziehung in den Freiverkehr

Die Einbeziehung eines Wertpapiers in den Handel im Freiverkehr verlangt anders als an den beiden Marktsegmenten des amtlichen Marktes und des geregelten Marktes kein öffentlich-rechtliches Zulassungsverfahren, sondern erfolgt auf Grund einer rein privatrechtlichen Entscheidung¹⁵.

Die Einbeziehung erfolgt nach den Freiverkehrsrichtlinien der verschiedenen Börsen auf Antrag eines zum Börsenhandel zugelassenen Unternehmens, dass nicht der Emittent der Wertpapiere sein muss. Ob der Emittent selbst der Einbeziehung zustimmt, ist nach den Richtlinien unbeachtlich¹⁶, jedenfalls unter gewissen Umständen¹⁷.

Die Voraussetzungen für eine Einbeziehung sind gering. Zum einen müssen die Wertpapiere, die einbezogen werden sollen, genau bezeichnet werden und im Antrag Angaben gemacht werden, an welchen organisierten Märkten die Papiere bereits zugelassen sind¹⁸, zum anderen muss der Antragssteller die Voraussetzungen für einen ordnungsgemäßen Börsenhandel gewährleisten¹⁹.

Zuständig für die Entscheidung über die Einbeziehung ist in den meisten Fällen der Freiverkehrsausschuss²⁰. In Frankfurt entscheidet unmittelbar der Träger des Freiverkehrs²¹, in Düsseldorf kommt die Entscheidungskompetenz der Börsengeschäftsführung im Einvernehmen mit dem Freiverkehrsausschuss zu²².

Die Entscheidung steht nach den Freiverkehrsrichtlinien im freien Belieben des betreffenden Entscheidungsgremiums²³. Einen Anspruch auf Einbeziehung enthalten die Richtlinien nicht. Wird der Antrag auf Einbeziehung in den Freiverkehr abgelehnt, so ist gleichwohl umstritten, ob eine Einbeziehung im Klagewege erstritten werden kann. Die Ablehnung ist nach allgemeiner Ansicht kein Verwaltungsakt, sondern eine privatrechtlich zu beurteilende Erklärung, so dass gegebenenfalls der Zivilrechtsweg zu beschreiten wäre. Während teilweise eine solche Möglichkeit mangels Anspruchsgrundlage in BörsG, den Börsenordnungen oder den Freiverkehrsrichtlinien ganz ausgeschlossen wird²⁴, hält die herrschende Meinung immerhin einen Anspruch aus dem aus § 826 BGB zu folgernden privatrechtlichen Kontrahierungszwang für möglich²⁵. Daneben dürfte aber heute auch für das reguläre Segment des Freiverkehrs gelten, dass

¹⁵ Groß, Kapitalmarktrecht, § 78 BörsG Rn 3; Ledermann, in: Schäfer, BörsG, § 78 Rn 6; Schwark, BörsG, § 78 Rn 6.

¹⁶ § 5 Abs. 4 FVRL München; § 6 Abs. 4 FVRL Stuttgart; § 6 FVRL Hamburg; § 5 Abs. 6 FVRL Düsseldorf.

¹⁷ Vgl. etwa § 2 Abs.3 S. 2 FVRL Berlin (Widerspruch unbeachtlich, wenn Emittent bereits an organisiertem Markt gehandelt wird); § 6 FVRL Frankfurt (Widerspruch unbeachtlich, wenn Emittent Sitz in EU-Mitgliedsstaat hat).

¹⁸ Vgl. etwa § 5 FVRL Frankfurt; § 4 Abs. 1 FVRL Berlin; § 5 Abs. 2 FVRL München; § 7 FVRL Hamburg.

¹⁹ Etwa § 7 FVRL Frankfurt; § 4 Abs. 4 FVRL Berlin; § 5 Abs. 2 FVRL München; § 6 Abs. 2 FVRL Stuttgart; § 8 FVRL Hamburg.

²⁰ Vgl. § 4 FVRL Hamburg; § 2 Abs. 2 FVRL München; § 5 Abs. 1 FVRL Stuttgart; § 2 Abs. 2 S. 2 FVRL Berlin, § 4 FVRL Bremen.

²¹ § 3 FVRL Frankfurt.

²² § 5 Abs. 1 FVRL Düsseldorf.

²³ Vgl. ausdrücklich § 4 Abs. 1 S. 2 FVRL Hamburg. Ansonsten ergibt sich dies daraus, dass die Einbeziehung „insbesondere“ aus den genannten Gründen abgelehnt werden kann, die genannten Gründe also nicht abschließend sind, vgl. § 6 Abs. 1 FVRL München; § 3 FVRL Berlin; § 7 FVRL Düsseldorf; § 7 Abs. 1 FVRL Stuttgart; § 8 Abs. 1 FVRL Frankfurt; § 9 FVRL Bremen.

²⁴ Ledermann, in: Schäfer, BörsG, § 78 Rn 6.

²⁵ Schwark, BörsG, § 78 Rn 6; Claussen, FS-Stimpel, S. 1049, 1053; v. Rosen, in: Assmann/Schütze, § 2 Rn 184; Breitkreuz, Ordnung der Börse, S. 314 f.; Groß, Kapitalmarktrecht, § 78 BörsG Rn 8; Hopt, in: Baumbach/Hopt, HGB, § 78 BörsG Rn 3.

deren Träger ein „Unternehmen“ i.S.d. GWB ist und deswegen auch ein Kontrahierungszwang gem. §§ 19, 20 GWB in Frage kommt. Denn nach der ständigen Rechtsprechung des BGH gilt, dass „jedwede Tätigkeit im geschäftlichen Verkehr“ den Unternehmensbegriff erfüllt, ohne dass es auf eine Gewinnerzielungsabsicht ankäme²⁶. Der Unternehmensbegriff ist weit auszulegen, um den Schutzzweck des Gesetzes möglichst umfassend zu verwirklichen²⁷.

Umstritten ist dann weiter der richtige Klagegegner. Während teilweise das über die Einbeziehung entscheidende Gremium als richtiger Beklagter angesehen wird²⁸, wollen andere den Börsenträger²⁹ bzw. den Träger des Freiverkehrs³⁰ in die Pflicht nehmen.

Man wird wohl differenzieren müssen. Dort, wo die Entscheidungsstrukturen für den Freiverkehr in ihren Grundzügen bereits in der Börsenordnung vorgezeichnet sind und die Entscheidung über die Einbeziehung explizit einem unabhängigen Freiverkehrsausschuss und nicht dem Freiverkehrsträger überlassen wird³¹, kommt eine Klage gegen die Mitglieder des Freiverkehrsausschusses in Betracht. In den übrigen Fällen, in denen die Freiverkehrsausschüsse ihre Kompetenz zur Entscheidung über die Einbeziehung alleine von der Übertragung durch den Freiverkehrsträger und die von ihm kraft seiner Organisationsgewalt aufgestellten Freiverkehrsrichtlinien ableiten, ist die Klage gegen den Träger des Freiverkehrs zu richten. Gleiches gilt, wenn dieser, wie in Frankfurt³², selbst über die Einbeziehung entscheidet.

Einen Sonderfall stellt der Freiverkehr der Rheinisch-Westfälischen Börse Düsseldorf dar. Hier entscheidet gem. § 5 Abs. 1 FVRL Düsseldorf die Börsengeschäftsführung über die Einbeziehung in den Freiverkehr. Dementsprechend wird eine Klage auf Einbeziehung gegen die Börse Düsseldorf, dessen Organ die Börsengeschäftsführung ist, zu richten sein. Auch wenn man von einem verwaltungsprivatrechtlichen Handeln der Börse ausgeht, bleibt die Grundrechtsbindung bestehen, so dass in diesem Falle ein Anspruch auf Einbeziehung auch auf Art. 12 Abs. 1 GG gestützt werden kann.

C. Rechtsnatur der Freiverkehrsrichtlinien

§ 57 BörsG sieht vor, dass ein Handel im Freiverkehr von der Börse dann zuzulassen ist, wenn durch Handelsrichtlinien eine ordnungsgemäße Durchführung des Handels und der Geschäftsabwicklung gewährleistet erscheint. Die Rechtsnatur der Handelsrichtlinien wird dabei nicht spezifiziert. Auch wird nicht gesagt, wem die Kompetenz zur Aufstellung der Handelsrichtlinien zukommt. Dementsprechend unterschiedlich sind die Ausgestaltungen in der Praxis. In der überwiegenden Zahl weisen die Börsenordnungen dem Träger des Freiverkehrs das Recht zu, die Handelsrichtlinien festzusetzen, teils mit³³, teils ohne Zustimmung³⁴ von Börsenorganen. In jedem Fall behält die

²⁶ Siehe bereits zweiter Teil, 1. Kap. B.

²⁷ Zimmer, in: Immenga/Mestmäcker, GWB, § 1 Rn 30 m.w.N.

²⁸ Schwark, BörsG, § 78 Rn 6.

²⁹ Hopt, in: Baumbach/Hopt, HGB, § 78 BörsG Rn 3.

³⁰ Groß, Kapitalmarktrecht, § 78 Rn 8.

³¹ Vgl. § 66 Abs. 3 a.F. bzw. 64 Abs. 3 n.F. BörsO Hamburg; § 66 Abs. 3 BörsO Bremen; § 66 Abs. 3 BörsO Hannover; § 66 Abs. 2 S. 1 a.F. bzw. § 72 Abs. 2 S. 1 n.F. BörsO Stuttgart.

³² Vgl. § 1 FVRL Frankfurt.

³³ § 66 Abs. 2 S. 1 BörsO Hannover (Einvernehmen mit Freiverkehrsausschuss, dem § 66 Abs. 3 BörsO Hannover vom Börsenrat berufen wird); § 66 Abs. 2 S. 1 BörsO Berlin (Einvernehmen mit Börsengeschäftsführung); § 66 Abs. 2 S. 1 a.F. bzw. § 64 Abs. 2 S. 1 n.F. BörsO Hamburg (Einvernehmen mit dem Börsenrat und dem

Geschäftsführung aber das Recht zu verlangen, dass in den Freiverkehrsrichtlinien Bestimmungen über die ordnungsgemäße Durchführung des Handels enthalten sind, einschließlich der Voraussetzungen für die Einbeziehung in den Freiverkehr sowie über die ordnungsgemäße Feststellung von Börsenpreisen, deren Veröffentlichung und die Geschäftsabwicklung³⁵.

An der Börse Düsseldorf werden die Handelsrichtlinien dagegen vom Börsenrat aufgestellt³⁶. Mittelbar gilt dies auch an der Börse Bremen, wo zwar der Freiverkehrsausschuss über die Richtlinien entscheidet³⁷, dieser jedoch wiederum vom Börsenrat im Einvernehmen mit der Börsengeschäftsführung berufen wird³⁸.

Hinsichtlich der Rechtsnatur der Handelsrichtlinien werden in der Literatur, soweit sie zu der Frage überhaupt Stellung nimmt, zwei Meinungen vertreten³⁹. Die wohl herrschende Auffassung sieht sie als Allgemeine Geschäftsbedingungen an, die Gegenansicht will in ihnen einen aus § 57 BörsG zu folgernden Rechtsnormcharakter erkennen⁴⁰. Weiter wäre aber auch möglich, die Richtlinien als autonomes Satzungsrecht zu qualifizieren.

I. Handelsrichtlinien als Satzungsrecht

Die Einordnung der Handelsrichtlinien für den Freiverkehr als autonomes Satzungsrecht scheidet dort aus, wo die privaten Träger des Freiverkehrs für ihre Aufstellung verantwortlich sind. Denn eine Delegation der Befugnis zum Erlass von öffentlich-rechtlichen Satzungen auf Privatrechtssubjekte ist verfassungsrechtlich nicht möglich⁴¹. Anders ist dies in dem Fall, dass der Börsenrat selbst über die Richtlinien entscheidet, wie dies an der Börse Düsseldorf der Fall ist. Dann ist die Frage nach der Satzungsbefugnis schwerer zu beantworten.

1. Kompetenz der Börse aus § 13 Abs. 2 S. 1 BörsG?

Die Kompetenz der Börse zum Erlass der Freiverkehrsrichtlinien könnte sich zum einen aus der Generalklausel des § 13 Abs. 2 S. 1 BörsG ergeben. Danach soll die Börsenordnung sicherstellen, dass die Börse die ihr obliegenden Aufgaben erfüllen kann und dabei den Interessen des Publikums und des Handels gerecht wird. Wie bereits ausgeführt ist bei der Interpretation der Generalklausel aber auf die im Börsengesetz angelegten Aufgaben der Börse abzustellen⁴². Entscheidend wird also letztendlich sein, ob die Regelung des Freiverkehrs noch in den Aufgabenbereich der Börsen fällt. Nur dann kann der Börse auch die betreffende Satzungs Gewalt aus § 13 Abs. 2 S. 1 BörsG zukommen.

Freiverkehrsausschuss, der gem. § 66 Abs. 3 a.F. bzw. 64 Abs. 3 n.F. BörsO Hamburg ebenfalls vom Börsenrat berufen wird).

³⁴ § 66 Abs. 2 a.F. bzw. § 89 Abs. 2 n.F. BörsO FWB; vgl. auch § 66 Abs. 2 a.F. bzw. § 72 Abs. 2 n.F. BörsO Stuttgart, wonach der gem. § 2 FVRL (sic!) vom Träger berufene Freiverkehrsausschuss die FVRL erlässt.

³⁵ So oder ähnlich § 66 Abs. 2 S. 2 aller Börsenordnungen der deutschen Wertpapierbörsen.

³⁶ § 66 Abs. 2 S. 1 a.F. bzw. § 72 Abs. 2 S. 1 n.F. BörsO Stuttgart.

³⁷ § 66 Abs. 2 S. 1 BörsO Bremen; § 2 Abs. 1 FVRL.

³⁸ § 66 Abs. 3 BörsO Bremen

³⁹ Vgl. aber auch Bachmann, WM 2001, S. 1793, 1796, der die Einordnung der Freiverkehrsrichtlinien bzw. des Regelwerks des Neuen Marktes als Verkehrssitte diskutiert, dann aber zutreffend als abwegig ablehnt.

⁴⁰ Vgl. den Überblick bei Heyder, BKR 2002, S. 806 ff.

⁴¹ Siehe 1. Kap., B I und Zweiter Teil, 2. Kap. C II 1.; vgl. speziell zur Freiverkehrsregulierung auch Römermann/Schröder, BKR 2001, S. 83, 84.

⁴² Siehe 2. Kap. B I 2 a.

Denkbar wäre allerdings auch, in § 57 Abs. 1 BörsG die spezielle Ermächtigung zum Erlass der Handelsrichtlinien in Satzungsform zu sehen, so dass es eines Rückgriffs auf die Generalklausel nicht bedürfte. Auch hier müsste aber die Börse selbst die sachliche Kompetenz für die Freiverkehrsregulierung haben. Fehlt diese, kann auch aus § 57 Abs. 1 BörsG keine Satzungsermächtigung für die Börse gefolgert werden. Die zentrale Frage ist also, wer nach der Konzeption des Börsengesetzes für die Regelung des Freiverkehrs zuständig sein soll.

Gegen die Zuständigkeit der Börse soll die Änderung des § 78 BörsG (heute § 57 BörsG) durch das 2. Finanzmarktförderungsgesetz sprechen. Das Gesetz bestimmt nun, dass die Börse den Freiverkehr zulassen kann, wenn ein ordnungsgemäßer Handel durch Handelsrichtlinien gesichert erscheint. In dieser Formulierung wurde eine Klarstellung derart gesehen, dass die Regelung des Freiverkehrs nicht den Börsen obliegt⁴³. Auch aus der Gesetzesbegründung geht hervor, dass der Gesetzgeber die Regelung der Geschäftsabwicklung im Freiverkehr der privatrechtlichen Ausgestaltung durch einen Freiverkehrsträger überlassen wollte und gerade nicht der Börse als öffentlich-rechtliche Anstalt zuweisen wollte⁴⁴.

Nach der grammatischen Interpretation ist dies aber nicht zwingend⁴⁵. Es ist genauso gut mit dem Wortlaut vereinbar, dass die Börse die Richtlinien selbst erlässt und dann eine Zulassung gegenüber einem Träger des Freiverkehrs erteilt, der sich auf die Regelung der organisatorischen Detailfragen beschränkt. Ebenso ist eine „Zulassung“ nicht nur gegenüber einem Freiverkehrsträger denkbar, sondern kann sich auch auf die Handelstätigkeit der Marktteilnehmer selbst beziehen.

Die Wechselwirkung zwischen Freiverkehr und den anderen Marktsegmenten ist jedenfalls unbestritten. Missstände im Freiverkehr können auch die Funktionsfähigkeit des übrigen Börsenhandels beeinflussen⁴⁶. Dies spricht dafür, dass die Börse einen gewissen Einfluss auf den Freiverkehr ausüben dürfen muss. Deswegen sind die Vorschriften in den Börsenordnungen, die gewisse Mindestanforderungen an die Freiverkehrsrichtlinien stellen, rechtlich unbedenklich. Sie konkretisieren letztlich nur die in § 57 Abs. 1 BörsG aufgestellte Zulassungsbedingung. Angesichts der Tatsache, dass gem. § 57 Abs. 2 S. 1 BörsG die im Freiverkehr festgestellten Preise Börsenpreise sind, wird man den Börsen auch das Recht zugestehen müssen, gewisse Anforderungen an die Preisfeststellung im Freiverkehr in den Börsenordnungen zu regeln⁴⁷.

Eine andere Frage ist dagegen, ob den Börsen daraus die umfassende Regelungskompetenz auch hinsichtlich der Handelsrichtlinien zukommt. Eine solche ist sicherlich nicht zwingend erforderlich, um das Vertrauen der Anleger in einen ordnungsgemäßen Börsenhandel auch in den gesetzlich geregelten Marktsegmenten aufrecht zu erhalten. Auch die historische Interpretation des § 57 BörsG spricht gegen ein solches Normverständnis. Die von der Börse unabhängige Organisation und Regelung des Freiverkehrs, früher meist durch die Freiverkehrsvereine, hat Tradition. Zwar ist der Freiverkehr nach der Regierungsbegründung zum 2. Finanzmarktförderungsgesetz „in die

⁴³ Ledermann, in: Schäfer, BörsG, 78 Rn 1.

⁴⁴ Vgl. Reg.-Begr., 2. FFG, BT-Drcks. 12/6679, S. 76; siehe ausführlich auch Bauer/Pleyer/Hirche, BKR 2002, S. 102, 110.

⁴⁵ ebenso Bauer/Pleyer/Hirche, BKR 2002, S. 102, 107 FN 80.

⁴⁶ Ledermann, in: Schäfer, BörsG, 78 Rn 10; Kümpel, Bank- u. Börsenrecht, Rn 14.388; Bauer/Pleyer/Hirche, BKR 2002, S. 102, 110; vgl. auch Reg.-Begr., 2. FFG, BT-Drcks. 12/6679, S. 76.

⁴⁷ Ganz üblich ist hierbei der Verweis auf die Regelungen in der Börsenordnung für die anderen Marktsegmente, vgl. etwa § 66 Abs. 3 S. 2 a.F. bzw. § 89 Abs. 3 S. 2 n.F. BörsO FWB.

öffentlich-rechtliche Selbstverwaltung integriert gewesen“. Dass damit aber nur die begrenzten Kontroll- und Einwirkungsbefugnisse gemeint waren, wird klar, wenn der Gesetzgeber ausdrücklich betont, dass der Freiverkehr weiterhin eine privatrechtliche Organisation aufweisen soll und eine vollständige Integration in die Selbstverwaltung der Börse als öffentlich-rechtliche Anstalt damit nicht stattfinden soll⁴⁸.

Als Fazit lässt sich feststellen, dass der Börse die sachliche Kompetenz zur Aufstellung der Handelsrichtlinien für den Freiverkehr fehlt. Damit ist es ihr auch nicht möglich, den Freiverkehr durch autonomes Satzungsrecht auszugestalten⁴⁹.

2. Insbesondere: Börsenordnung Düsseldorf

Dieses Ergebnis wirft unmittelbar die Frage nach der Zulässigkeit der Regelung des Freiverkehrs an der Börse Düsseldorf durch die Börse selbst auf. Dort werden die Handelsrichtlinien nicht nur von Börsenrat verabschiedet, sondern auch die Verwaltung des Freiverkehrs wird der Börsengeschäftsführung und damit der Anstalt Börse statt einem privaten Freiverkehrsträger zugewiesen⁵⁰.

Dabei steht zunächst die Qualifizierung der Düsseldorfer Handelsrichtlinien als öffentlich-rechtliche Satzung oder privates Regelwerk in Frage. Die zur Abgrenzung von öffentlichem und privaten Recht in Literatur und Rechtsprechung herangezogenen Kriterien⁵¹ sind dabei nur bedingt brauchbar. Ein gewisses Subordinationsverhältnis⁵² zwischen der öffentlichen Anstalt Börse und den Marktteilnehmern dürfte trotz deren Repräsentation im Börsenrat unzweifelhaft sein. Ebenso dient § 57 BörsG schwerpunktmäßig auch dem öffentlichen Interesse⁵³, indem er die Ordnung und Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte schützen will. Andererseits ist nicht eindeutig, ob die Börse bei Erlass der Handelsrichtlinien ein Sonderrecht der öffentlichen Gewalt geltend macht⁵⁴. Denn da § 57 BörsG jedenfalls auch die Aufstellung der Handelsrichtlinien durch private Träger des Freiverkehrs zulässt, fehlt ihm der Sonderrechtscharakter. Andererseits kann die Börse sich aber beim Erlass der Richtlinien auch auf die Generalklausel des § 13 Abs. 2 S. 1 BörsG berufen.

Dementsprechend helfen auch Vermutungsregeln nicht weiter. Zwar besteht eine Vermutung für die Anwendbarkeit öffentlichen Rechts, wenn ein Subjekt öffentlicher Verwaltung in Erfüllung seiner öffentlichen Aufgaben handelt⁵⁵. Aufgrund des Sonderrechtscharakters des öffentlichen Rechts soll aber auch gelten, dass im Allgemeinen eine Vermutung für den privatrechtlichen Charakter eines Rechtsverhältnisses besteht, wenn der Träger der öffentlichen Verwaltung außerhalb seines hoheitlichen Kompetenzbereichs handelt⁵⁶. Hier hat die Börse keine sachliche Kompetenz zum Erlass einer autonomen Satzung zur Regelung des Freiverkehrs. Sie handelt also außerhalb des ihr zugewiesenen öffentlich-rechtlichen Kompetenzbereichs.

⁴⁸ BT-Drucks. 12/6679, S. 75 f.; vgl. auch schon BT-Drucks. 10/4296, S. 11.

⁴⁹ Vgl. Bauer/Pleyer/Hirche, BKR 2002, S. 102, 114.

⁵⁰ Siehe § 4 FVRL Düsseldorf; auch im Freiverkehr an der Börse Berlin ist die Verwaltung der Börsengeschäftsführung zugewiesen, § 1 Abs. 3 FVRL Berlin.

⁵¹ Vgl. den Überblick bei Renck, JuS 1986, S. 268 ff.

⁵² Siehe zum Kriterium der Über- und Unterordnung etwa BVerwGE 29, 159, 161 f.

⁵³ Vgl. zu diesem Kriterium etwa BVerwGE 74, 368; P.Stelkens/Schmitz, Stelkens/Bonk/Sachs, VwVfG, § 1 Rn 76.

⁵⁴ Siehe zur herrschenden Sonderrechtstheorie Wolff/Bachof/Stober, Verwaltungsrecht I, § 22 Rn 25 ff.; GmSOGB BGHZ 108, 284 ff.; BVerwG, NJW 1990, S.1435, 1436; NJW 1975, S. 891; BGHZ 41, 264, 266 f.

⁵⁵ BVerwG, NJW 1990, S. 1435, 1436; BGH, NJW 1975, S. 106, 107; OVG Münster, NJW 1976, S. 820; VGH Mannheim, DÖV 1978, S. 569; NJW 1979, S. 1900.

⁵⁶ Wolf/Bachof/Stober, Verwaltungsrecht I, § 22 Rn 42 f.; vgl. auch Renck, JuS 1986, S. 268, 270.

Die Vermutungsregel spricht also eher für ein privatrechtliches Regime des Freiverkehrs auch an der Börse Düsseldorf.

Andererseits greift diese Vermutungsregel nicht ein, wenn sich Börse auf ihre öffentlich-rechtliche Zuständigkeit beruft. Ein gewichtiges Indiz ist die Form des Verwaltungshandelns⁵⁷. Hier spricht einiges dafür, dass die Börse Düsseldorf die Handelsrichtlinien als Satzung erlassen hat. Erstens werden Richtlinien nach § 66 Abs. 2 S. 1 a.F. bzw. 88 Abs. 2 S. 1 n.F. BörsO Düsseldorf vom Börsenrat erlassen, der im System des Börsengesetzes auch sonst das Rechtsetzungsorgan ist. Weiter werden sie ausdrücklich als „Ordnung für den Freiverkehr“ bezeichnet. Das Börsengesetz verwendet den Begriff der Ordnung bei der Börsenordnung, der Gebührenordnung und der Prüfungsordnung als Bezeichnung für autonomes Satzungsrecht. Hinzu kommt, dass der Freiverkehrsausschuss und die Geschäftsführung der Börse eine „Normkonkretisierende Richtlinie“ erlassen hat, welche den Anlegerschutz im Freiverkehr, wie ihn § 7 FVRL Düsseldorf vorsieht, konkretisieren soll. Zwar ist der Begriff der Norm ebenso wie der der Richtlinie gesetzlich nicht definiert und erfasst sprachlich auch privatrechtliche Regelwerke. In der verwaltungsrechtlichen Literatur und auch der Praxis werden jedoch die in Konkretisierung öffentlich-rechtlicher Normen erlassenen Richtlinien der Verwaltung als normkonkretisierende Richtlinien bezeichnet. Auch enthalten sowohl die „Ordnung für den Freiverkehr“ wie auch die „Normkonkretisierende Richtlinie“ Präambeln, die denen von gesetzten Rechtsnormen entsprechen und beide wurden im amtlichen Kursblatt der Börse veröffentlicht.

Angesichts dieses Befundes lässt sich eine privatrechtliche Einordnung der Handelsrichtlinien kaum noch begründen. Man mag damit argumentieren, dass die Börse dem Freiverkehr den Anschein einer öffentlich-rechtlichen Organisation als eine Art „Gütesiegel“ geben wollte, obwohl der privatrechtliche Charakter außer Frage steht. Ein solcher Mentalvorbehalt der Börse als öffentlich-rechtliche Anstalt muss aber nach allgemeinen Rechtsgrundsätzen unbeachtlich sein. Dem Bürger muss erkennbar sein, in welcher Form ihm die Verwaltung entgegentritt. Die Behörde muss das Risiko für die richtige Formwahl ihres Handelns tragen⁵⁸. Da der Börse die Kompetenz für den Erlass der Handelsrichtlinien des Freiverkehrs als Satzung fehlt, ist die „Ordnung des Freiverkehrs“ der Düsseldorfer Börse rechtswidrig. Neben diesem Zuständigkeitsfehler verstößt aber auch die inhaltliche Ausgestaltung der Freiverkehrsordnung gegen die Kompetenzzuweisungen des Börsengesetzes. Nach § 4 FVRL Düsseldorf übernimmt die Börsengeschäftsführung die Verwaltung des Freiverkehrs. Dies widerspricht der Konzeption des Börsengesetzes, das nicht nur die Kompetenz zum Erlass der Handelsrichtlinien, sondern auch die Verwaltungsverantwortung für den Freiverkehr nicht bei der Börse sieht⁵⁹.

An dem Urteil der Rechtswidrigkeit ändert sich im Übrigen auch dann nichts, wenn man trotz der gewählten Form von einer privatrechtlichen Gestaltung des Freiverkehrs ausgeht. Der Börse fehlt nicht nur die Satzungscompetenz in diesem Bereich, sondern auch grundsätzlich die sachliche Zuständigkeit⁶⁰. Auch wenn die Börse in der Form des

⁵⁷ Vgl. P.Stelkens/U.Stelkens, in: Stelkens/Bonk/Sachs, VwVfG, § 35 Rn 16 m.w.N.

⁵⁸ Hennecke, in: Knack, VwVfG, § 35 Rn 4.3.1.1; VGH München, DVBl. 1978, S. 181.

⁵⁹ Dementsprechend sind auch die Freiverkehrsrichtlinien der Berliner Börse, die in § 1 Abs. 3 der Börsengeschäftsführung die Verwaltung des Freiverkehrs zuweisen, äußerst bedenklich.

⁶⁰ Vgl. Breikreuz, Ordnung der Börse, S. 302 FN 20, der die Ansicht vertritt, dass „insgesamt ... hiermit aber die Grenze des noch Zulässigen erreicht“, aber noch nicht überschritten ist. Er weist darauf hin, dass der Börsenrat die FVRL im Einvernehmen mit dem Freiverkehrsausschuss erlässt, der zwar auch von ihm berufen wird, aber gem. § 2

Verwaltungsprivatrechts handelt, bleibt ihre Bindung an Recht und Ordnung bestehen. Insbesondere kann eine Behörde nicht der Bindung durch den Gesetzesvorbehalt entgehen, indem sie privatrechtlich handelt⁶¹.

Ganz gleich, wie man die Rechtsnatur der Freiverkehrsrichtlinien der Börse Düsseldorf beurteilt, verstößt sowohl ihre Aufstellung durch den Börsenrat wie auch die Zuweisung der Verwaltungsverantwortung an die Börsengeschäftsführung gegen die Kompetenzregelungen des Börsenrechts.

II. Freiverkehrsrichtlinien als Rechtsnormen eigener Art

Die Handelsrichtlinien im Freiverkehr werden in der neueren Literatur teilweise als Rechtsnormen eigener Art eingeordnet, deren Rechtsgeltung aus § 57 BörsG zu folgern sei⁶². Nach dem hier vertretenen Begriffsverständnis sind Rechtsnormen abstrakt-generelle Verhaltensvorschriften, die Rechtsgeltung beanspruchen⁶³. Unzweifelhaft erfüllen die Handelsrichtlinien die Merkmale der Abstraktheit und Generalität. Sie regeln nicht konkretisierte Sachverhalte, richten sich an einen bei Erlass unbestimmten Adressatenkreis und betreffen mit den Handelsteilnehmern, den Emittenten und den Skontroführern sogar unterschiedliche Gruppen von Adressaten⁶⁴.

Die Begründung der Rechtsgeltung der Handelsrichtlinien durch einen speziellen staatlichen Geltungsbefehl ist schwieriger. In der Literatur wurden verschiedene Argumentationslinien zur Begründung eines in § 57 Abs. 1 BörsG verankerten Geltungsbefehls angeführt.

In *rechtslogischer Argumentation* wurde darauf verwiesen, dass die Handelsrichtlinien nur dann ein tauglicher Anknüpfungspunkt für die Zulassung des Freiverkehrs an einer Börse sein könnten, wenn sie tatsächlich allgemeine Gültigkeit beanspruchen können. Daher gehe § 57 Abs. 1 BörsG begriffsnotwendig von der Geltung der Handelsrichtlinien aus⁶⁵.

Ähnlich soll sich aus der *teleologischen Betrachtung* ergeben, dass der am Kapitalmarkt herrschende Anpassungsdruck eine besondere Flexibilität der Regulierung des Freiverkehrs erforderlich mache. Diese sei aber nur gegeben, wenn dem Freiverkehrsträger ein einseitiges Änderungsrecht zugestanden wird, welches wiederum zur Einordnung der Freiverkehrsrichtlinien als Rechtsnormen führt⁶⁶.

In *rechtsdogmatischer Argumentation* wurden die Handelsrichtlinien als ein atypischer Fall der vereinsrechtlichen Benutzungsordnung eingeordnet. Das Vereinsrecht kenne insbesondere bei Vereinen mit Leistungsfunktion für vereinsexterne Gruppen Verbandsregeln mit Außenwirkung gegenüber Nichtmitgliedern in Form der Benutzungsordnung⁶⁷. Eine solche Außenwirkung sei etwa in der Regelung der Freiverkehrsrichtlinien in Frankfurt zu sehen, die den Handel mit Wertpapieren, die

FVRL Düsseldorf von den Maklerfirmen und Kreditinstituten vorgeschlagen wird. An der grundsätzlichen Unzuständigkeit der Börse für den Erlass der Handelsrichtlinien ändert sich aber dadurch nichts; Bedenken auch bei Bauer/Pleyer/Hirche, BKR 2002, S. 102, 107 Fn 80.

⁶¹ Aufschlussreich BVerwG, NJW 1991, S. 2851 über die Unzulässigkeit privatrechtlich vereinbarter „Gebühren“ für Kfz-Kennzeichen auf Wunsch, wenn die Gebührengesetze eine entsprechende Gebühr nicht vorsehen.

⁶² Breitkreuz, Ordnung, S. 304 ff.; Bauer/Pleyer/Hirche, BKR 2002, S. 102, 116; unklar Krämer, BKR 2001, S. 131, 133; § 78 BörsG a.F. enthält bedeutenden Hinweis auf einseitige Änderungsbefugnis „aus der Natur der Sache“.

⁶³ Vgl. Erster Teil, I. Kap. A III.

⁶⁴ Ausführlich Breitkreuz, Ordnung der Börse, S. 305 f.; Bauer/Pleyer/Hirche, BKR 2002, S. 102, 116.

⁶⁵ Breitkreuz, Ordnung der Börse, S. 310 f.

⁶⁶ Vgl. Bauer/Pleyer/Lerche, BRK 2002, S. 102, 111 f.

⁶⁷ Breitkreuz, Ordnung der Börse, S. 311 f. mit Verweis auf F. Kirchhof, Private Rechtsetzung, S. 286.

weder im Freiverkehr einbezogen noch sonst an der Börse zugelassen sind, während der Börsenzeiten im Börsensaal verbietet. Ebenso Außenwirkung habe der Haftungsausschluss gegenüber Dritten für Schäden, die durch Einbeziehung von Wertpapieren in den Freiverkehr entstehen. Solche Regelungen zu Lasten Dritter, ohne die ein ordnungsgemäßer Börsenhandel zweifelhaft sei, könnten nicht durch privatautonome Vereinbarungen getroffen werden, weshalb man auf den staatlichen Geltungsbefehl in § 57 BörsG angewiesen sei⁶⁸.

Für ein Normverständnis mit staatlicher Geltungsanordnung eher als für eine privatautonome Ausgestaltung spricht schließlich auch die Tatsache, dass die Handelsrichtlinien nicht nur Rechte und Pflichten zwischen dem Träger und den Marktteilnehmern begründen, sondern auch die Beziehungen der Marktteilnehmer untereinander regeln.

Zentrale Bedeutung soll schließlich auch dem *Wortlaut* des Börsengesetzes zukommen. Der Sprachgebrauch des Börsengesetzes stehe einem Verständnis des § 57 BörsG als Geltungsbefehl nicht entgegen⁶⁹. Dort wird von „Richtlinien“ gesprochen und damit ein Terminus verwendet, der sich mit einem Rechtsnormverständnis in Einklang bringen lässt⁷⁰. Gleiches gilt für die Wortwahl in den Börsenordnungen, die in ihren § 66 Abs. 2 S. 1 von einem „Aufstellen“ der Handelsrichtlinien sprechen. Auch der Gesetzgeber ging davon aus, dass die Handelsrichtlinien von einem privatrechtlichen Träger des Freiverkehrs „festgelegt“ werden⁷¹.

Keines der genannten Argumente ist jedoch frei von Gegeneinwänden. Wie auch schon bei den Börsenusancen muss man sich, wenn man in § 57 BörsG einen staatlichen Geltungsbefehl sehen will, mit den verfassungsrechtlichen Anschlussproblemen auseinandersetzen. Dabei gehen die Regelungen, die in den Handelsrichtlinien getroffen werden, in ihrer Grundrechtsrelevanz weit über das hinaus, was in den Börsenusancen festgelegt wird. Die Frage der Zulassung von einzelnen Emittenten zum Handel im Freiverkehr betrifft sowohl den Antrag stellenden Handelsteilnehmer als auch mittelbar den Emittenten in seiner Berufsausübungsfreiheit. Ebenso gravierend ist der Widerruf der Zulassung zum Freiverkehr. Auch für die Aktionäre sind die Möglichkeiten, ihre Anteile wenigstens im Freiverkehr einer Börse zu handeln, von großer Bedeutung. Eine in § 57 BörsG implizit angeordnete Rechtsgeltung dürfte den daraus folgenden Anforderungen an die Bestimmtheit nicht entsprechen⁷². Die verfassungskonforme Auslegung steht also der Annahme eines staatlichen Geltungsbefehls in § 57 BörsG entgegen. Und selbst wenn man die Norm für bestimmt genügt hielte und ihr eine entsprechende Delegation der Rechtssetzungsmacht entnehmen wollte, wäre eine solche verfassungsrechtlich unzulässig. Einer Delegation der Rechtsnormsetzungskompetenz auf den Freiverkehrsträger steht der *numerus clausus* der anerkannten Rechtsetzungsformen entgegen, wie er nach der Interpretation der Rechtsprechung dem Grundgesetz zu entnehmen ist. Nun wird diese Begrenzung von denjenigen, die eine Einordnung der Handelsrichtlinien als Rechtsnormen *sui generis* befürworten, nicht berücksichtigt. Offensichtlich liegt dem die Vorstellung zu Grunde, dass der *numerus clausus* nur für

⁶⁸ Breitkreuz, *Ordnung der Börse*, S. 308 f.

⁶⁹ Vgl. Krämer, *BKR* 2001, S. 131, 133.

⁷⁰ Bachmann, *WM* 2001, S. 1793, 1795; übertrieben aber die Versuche der etymologischen Betrachtung bei Bauer/Pleyer/Hirche, *BKR* 2002, S. 102, 110.

⁷¹ Reg.-Begr., 2. FFG, BT-Drcks. 12/6679, S. 76.

⁷² Vgl. im Ergebnis ebenso auch Wolf, *WM* 2001, S. 1785, 1787 für die Regeln des Neuen Markts.

öffentlich-rechtliche Rechtsnormen Geltung beanspruchen kann⁷³. Bei einem solchen Verständnis wären dem Gesetzgeber für die Umgehung der institutionellen verfassungsrechtlichen Vorgaben die Türen weit geöffnet. Nichts zur Sache trägt dabei der Verweis auf vereinsrechtliche Benutzungsordnungen bei, die Rechte Dritter ohne deren Willen begründen und deswegen „Außenwirkung“ haben sollen. Zwar sind solche einseitigen, begünstigenden Rechtsgeschäfte der Rechtsordnung auch sonst nicht fremd, wie etwa die Auslobung gem. § 657 BGB zeigt⁷⁴. Hier liegt aber gerade keine der Konstellationen vor, in denen einer Vereinssatzung eine notwendige heteronome Außenwirkung zugeschrieben wird. Weder sind die Handelsteilnehmer regelmäßig geschäftsunfähig, noch besteht zwischen ihnen und dem Freiverkehrsträger irgendein tatsächliches Kommunikationshindernis, dass eine Vertragbegründung durch Austausch von Willenserklärungen unmöglich machen würde.

Hier geht es darum, ob dem privaten Träger des Freiverkehrs eine Rechtsetzungsmacht über die Teilnehmer des Freiverkehrs zugestanden wird, ohne dass diese als Betroffene an der Regelsetzung beteiligt wären. Eine solche Fremdbestimmung zu verhindern, der nicht die der vertraglichen Gestaltung inhärente Richtigkeitsgewähr zukommt, und den in der Verfassung vorgesehenen institutionellen Sicherungen zur Geltung zu verleihen, soll gerade durch die Annahme eines *numerus clausus* der anerkannten Rechtssetzungsformen erreicht werden. Von der Qualifikation der betreffenden Normen als solche des Privatrechts oder des öffentlichen Rechts kann dies nicht abhängen. Aus verfassungsrechtlichen Gründen wird man § 57 BörsG also keinen Rechtsgeltungsbefehl für einseitig gesetzte Handelsrichtlinien entnehmen können. Aus normhierarchischen Gründen als noch abwegiger zu beurteilen ist dann der Versuch, aus den Regelungen der untergesetzlichen Börsensatzungen auf den Rechtsnormcharakter der Freiverkehrsrichtlinien zu schließen⁷⁵.

Hinzu kommt, dass § 57 BörsG primär das Verhältnis zwischen dem Träger des Freiverkehrs und der Börse betrifft, nicht aber das Verhältnis zwischen dem Träger und den Handelsteilnehmern⁷⁶. Aus dem Innenverhältnis könnte man allenfalls dann etwas für das Außenverhältnis ableiten, wenn sich den Pflichten im Innenverhältnis nur durch einen staatlichen Geltungsbefehl nachkommen ließe⁷⁷. Dies zielt auf das Argument, dass eine staatlich angeordnete Geltung der Handelsrichtlinien begriffsnotwendig von § 57 Abs. 1 BörsG vorausgesetzt werde. Nun erfordert aber die Ordnungsstiftungsfunktion eines Regelwerks nicht unbedingt seine abstrakte Rechtsgeltung⁷⁸. Eine Norm als sanktionierbare, kollektive Verhaltenserwartung erfordert zwar eine gewisse Vorhersehbarkeit, die die Erwartungen der potentiell Betroffenen eint. Ausreichend als Sanktionsdrohung kann jedoch schon eine privatautonome Geltungsvereinbarung sein, wenn eine Möglichkeit dazu besteht.

⁷³ So implizit Bauer/Pleyer/Hirche, BKR 2002, S. 102, die auf S. 114 in FN 178 die Möglichkeit einer öffentlich-rechtlichen Rechtsnormqualifikation der Handelsrichtlinien aus verfassungsrechtlichen Gründen ausschließen, aber eine Einordnung als Privatrechtsnormen befürworten, ohne verfassungsrechtliche Bedenken anzusprechen.

⁷⁴ Vgl. zum Rechtsnormcharakter der Auslobung F.Kirchhof, Private Rechtsetzung, S. 466 ff.

⁷⁵ Nicht vertretbar daher Bauer/Pleyer/Hirche, BKR 2002, S. 102, 112, die (auch) aus § 66a Abs. 2 S. 2 BörsO FWB a.F. die Einordnung des Regelwerks des Neuen Marktes als Rechtsnorm folgern.

⁷⁶ Dies meint wohl auch das Landgericht Frankfurt, wenn es feststellt, dass sich aus § 78 BörsG zum Rechtscharakter der Handelsrichtlinien nichts ergebe, vgl. LG Frankfurt, WM 2001, S. 1607, 1610.

⁷⁷ Vgl. Wolf, WM 2001, S. 1785, 1787 zu § 66 Abs. 2 S. 1 BörsO a.F., der aber aus normhierarchischen Gründen nicht für einen Geltungsbefehl in Betracht kommt.

⁷⁸ Vgl. auch Bachmann, WM 2001, S. 1793, 1795.

Verfehlt ist der Hinweis auf das Verbot des Handels mit nicht zugelassenen Wertpapieren, das heute insbesondere in den Freiverkehrsrichtlinien der Frankfurter Wertpapierbörse gerade nicht mehr existiert. Zum einen ist es angesichts der heutigen Praxiserfahrungen offensichtlich nicht für die Aufrechterhaltung der Ordnung des Handels erforderlich, zum anderen ist schon gar nicht ersichtlich, inwieweit dieser Vorschrift eine Außenwirkung gegenüber Nichthandelspartnern zukam. Und auch die Haftungsbeschränkungen zugunsten des Trägers des Freiverkehrs sind kaum ein überzeugendes Argument gegen eine privatautonome Geltungsanordnung. Dass die Haftungsbeschränkungen auch zu Lasten Dritter gehen, die nicht vertraglich an das Regelwerk gebunden sind, ist eine bloße *petitio principii*. Eine solche Wirkung der Haftungsbeschränkung wäre zur Aufrechterhaltung der Ordnung des Freiverkehrs nicht zwingend. Und gerade der angeführte § 16 FVRL der Frankfurter Wertpapierbörse weist nun eindeutig auf die vertragliche Ausgestaltung der Handelsrichtlinien hin, wenn er in S. 3 die Haftung „auf den bei Vertragsschluss vorhersehbaren vertragstypischen Schaden“ beschränkt.

Auch die reine Wortlautanalyse hilft nicht wirklich weiter. Der Begriff der „Richtlinien“ spricht zwar für den Normcharakter, ist aber nicht auf Normen mit staatlichem Geltungsbefehl beschränkt. Wenn auf die Parallele zu verwaltungsrechtlichen Richtlinien hingewiesen wird⁷⁹, so wird dabei übersehen, dass diesen eine Außenrechtsgeltung gerade nicht zukommt. Noch zweideutiger ist die Tatsache, dass die Richtlinien „aufgestellt“ werden, da auch die privatautonome geltenden AGB „gestellt“ werden. Letztlich kommt dadurch nur zum Ausdruck, dass § 57 BörsG nicht erwartet, dass die Handelsrichtlinien von den Beteiligten im einzelnen ausgehandelt werden, sondern einseitig vom Freiverkehrsträger vorgeschlagen werden. Für die Geltungsvereinbarung und insbesondere ein späteres einseitiges Änderungsrecht lässt sich daraus nichts entnehmen.

Es bleibt die Tatsache, dass die Handelsrichtlinien auch das Verhältnis der Handelsteilnehmer untereinander regeln. Rechtsdogmatisch ist dies aber kein Beweis gegen eine aus der Privatautonomie folgende Geltungsanordnung. Der Kern des Konzepts privatautonomer Gestaltungsfreiheit ist gerade die diesbezügliche Flexibilität.

III. Freiverkehrsrichtlinien als AGB

Lehnt man es ab, in § 57 BörsG eine Geltungsanordnung zu sehen, so bleibt nur noch der Rückgriff auf die Privatautonomie, um die Geltung begründen zu können.

Begrifflich bereitet die Einordnung der Freiverkehrsrichtlinien als AGB keine Probleme. Sie sind für eine Vielzahl von Verträgen vorformulierte Bedingungen, die vom Träger des Freiverkehrs als Verwender gestellt werden. Auf die konkrete Ausgestaltung haben die betroffenen Handelsteilnehmer keinen Einfluss. Dies dürfte jedenfalls heute angesichts der Tatsache, dass die Freiverkehrsträger als Aktiengesellschaft organisiert sind, ohne Zweifel sein. Selbst wenn die Handelsteilnehmer gleichzeitig auch die Aktionäre dieser Trägergesellschaften sein sollten, wie dies regelmäßig der Fall ist, so bleibt ihr Einfluss auf die in Vorstandskompetenz fallende Aufstellung der Freiverkehrsrichtlinien beschränkt⁸⁰. Allenfalls könnte man bei der Einordnung der

⁷⁹ So Bauer/Pleyer/Hirche, BKR 2002, S. 102, 108.

⁸⁰ Vgl. zur Unbeachtlichkeit mittelbarer Repräsentation beim Entwurf für die Qualifizierung als AGBG BGHZ 86, 141; BGH, NJW 1982, S. 1821; Ulmer, in: Ulmer/Hensen/Brandner, AGBG, § 1 Rn 59.

Handelsrichtlinien des Freiverkehrs als AGB wie auch schon bei den Handelsbedingungen gem. §§ 9 Abs. 2 S. 1 Nr. 5, 21 S. 2 BörsG an die „Spielregel“-Ausnahme des BGH denken⁸¹. Der BGH hat die Anwendung des AGBG auf Spielregeln mit der Begründung abgelehnt, dass das AGBG auf prinzipiell gegensätzliche Interessen ausgerichtet sei, während es bei Spielregeln um die Aufstellung von Normenwerken sozial-organisatorischer Natur gehe⁸². Nun regeln die Freiverkehrsrichtlinien auch das Verhältnis der Parteien untereinander⁸³. Andererseits spielen diese Regelungen nur eine untergeordnete Rolle. Im Vordergrund stehen die Zulassung zum Freiverkehr und die Regeln der Preisfeststellung. So richtig will die Spielregel-Analogie hier daher nicht passen.

Ohnehin hat aber die Frage nach der Anwendbarkeit des AGBG bzw. heute der §§ 305 ff. BGB und insbesondere der Inhaltskontrolle nach § 307 BGB im einfachen Freiverkehr kaum praktische Bedeutung. Dies ist anders bei den qualifizierten Teilsegmenten des Freiverkehrs, wie etwa dem Neuen Markt in Frankfurt, und wird daher bei der Behandlung dieses Segments erneut aufzugreifen sein. Gleiches gilt für die Frage nach den Möglichkeiten der nachträglichen Änderung des Regelwerks, die im regulären Freiverkehr bisher nicht praktisch relevant geworden ist⁸⁴.

⁸¹ Vgl. Segna, ZBB 1999, S. 144, 150 u. Bachmann, WM 2001, S. 1793, 1794 f. für das Regelwerk Neuer Markt; vgl. allgemein zu den Freiverkehrsrichtlinien bereits oben 3. Kap. C III.

⁸² BGHZ 128, 93, 101 f.

⁸³ Dies geschieht etwa im Freiverkehr in Frankfurt durch einen Verweis auf die Vorschriften für den amtlichen Markt, vgl. 1.1 Anhang zu den Richtlinien für den Freiverkehr.

⁸⁴ Zwar wurden auch die Freiverkehrsrichtlinien im regulären Freiverkehr in der Vergangenheit mehrmals geändert, dabei kam es aber nie zu Streitigkeiten über die rechtliche Zulässigkeit, vgl. Bauer/Pleyer/Hirche, BKR 2002, S. 102, 111 m.w.N.

4. Kapitel

Die qualifizierten privatrechtlichen Handelssegmente

Neben dem regulären Freiverkehr an den Börsen haben einige Börsenträger durch besondere Regelwerke qualifizierte Freiverkehrsteilsegmente geschaffen, deren Anforderungen an die Emittenten über die im regulären Freiverkehr und z.T. auch über die in den gesetzlich geregelten Segmenten hinausgehen. Die mit Abstand größte Bedeutung hat dabei der Neue Markt der Deutschen Börse AG (DBAG) in Frankfurt erlangt. Die DBAG zeichnet sich daneben auch verantwortlich für das SMAX-Segment und die Normsetzung im Bereich der Aktienkursindices.

Daneben existieren an der Bayerischen Börse mit dem Prädikatsmarkt, an der Hanseatischen Wertpapierbörse in Hamburg mit dem Start-up Market und an der Berliner Börse mit dem IPO-Market weitere qualifizierte Segmente mit privatrechtlicher Struktur.

A. Der Neue Markt der Deutsche Börse AG

Obwohl der Neue Markt das mit Abstand größte an den deutschen Börsen bestehende qualifizierte Handelssegment im Freiverkehr darstellt, sind seine Tage in der jetzigen Form gezählt. Ursächlich für die in naher Zukunft zu erwartende Umstrukturierung sind vor allem zwei Entwicklungen. Zum einen haben neben den zahlreichen Insolvenzen insbesondere die jüngsten Betrugsskandale um Emittenten am Neuen Markt zu einem weitreichenden Verlust des Anlegervertrauens in die Integrität des Handelssegments und die Qualität der Emittenten geführt. Zum anderen sind die Versuche der DBAG, durch Modifikationen des privatrechtlichen Regelwerks des Neuen Marktes für eine Beruhigung zu sorgen, an rechtlichen Hindernissen gescheitert. Es ist daher zu erwarten, dass die Frankfurter Wertpapierbörse das Angebot des Gesetzgebers im Vierten Finanzmarktförderungsgesetz annimmt und den Neuen Markt auf eine gänzlich öffentlich-rechtliche Basis stellt¹. Möglich wird dies durch die neuen §§ 50 Abs. 3, 54 S. 2 BörsG, die für Teilbereiche des geregelten Marktes die Begründung von weitergehenden Zulassungsvoraussetzungen und Folgepflichten für die Emittenten gestatten und damit eine Integration des Regelwerks des Neuen Marktes in den öffentlich-rechtlichen geregelten Markt ermöglichen.

Trotz dieser sich abzeichnenden Entwicklungen bleibt die Beschäftigung mit dem Neuen Markt in seiner gegenwärtigen Form aus rechtswissenschaftlicher Sicht interessant. Dies gilt zum einen deswegen, weil sich an ihm die Möglichkeiten und Grenzen einer privatrechtlichen Börsenorganisation, wie sie in der Literatur verschiedentlich *de lege*

¹ Dies ist mit der neuen Börsenordnung vom 1.1.2003 geschehen. Danach wird in den beiden öffentlich-rechtlichen Segmenten zwischen dem regulären „Domestic Standard“ und dem mit zusätzlichen Anforderungen verbundenen „Prime Standard“ zu unterscheiden, vgl. §§ 60 ff. BörsO FWB n.F. für den amtlichen Markt und §§ 75 ff. BörsO FWB n.F. für den geregelten Markt. Im wesentlichen müssen folgende Zulassungsfolgepflichten erfüllt werden (vgl. auch Marktrundschreiben der Deutschen Börse vom 25.9.2002):

- Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards (§ 62 bzw. § 77 BörsO FWB n.F.)
 - Quartalsberichterstattung (§ 63 bzw. § 78 BörsO FWB n.F.)
 - Veröffentlichung eines Unternehmenskalenders mit den wichtigsten Terminen (§ 64 bzw. § 79 BörsO FWB n.F.)
 - Durchführung mindestens einer Analystenkonferenz pro Jahr (§ 65 bzw. § 80 BörsO FWB n.F.)
 - Ad.hoc Mitteilungen und laufende Berichterstattung in englischer Sprache (§ 66 bzw. § 81 BörsO FWB n.F.).
- Die Zulassung erfolgt auf Antrag des Emittenten (§ 60 bzw. § 75 BörsO FWB n.F.).

ferenda angemahnt wird², anschaulich demonstrieren und mit den Gestaltungsmöglichkeiten in den öffentlich-rechtlichen Marktsegmenten kontrastieren lassen. Insbesondere wird zu fragen sein, ob es zutrifft, dass bei einer Verlagerung in den geregelten Markt sämtliche sich derzeit um den Neuen Markt rankenden Rechtsfragen erledigt wären, wie von Seiten der DBAG verlautbart wurde³. Zum anderen können die Bemühungen der DBAG als ein Fallbeispiel für die im ökonomischen Teil dieser Arbeit ausgemachten Anreize der Börsen zur Regulierung von Emittenten und deren Organen angesehen werden.

I. Konzeption des Neuen Marktes

Der Neue Markt startete am 10. März 1997 mit den beiden Unternehmen Mobilcom AG und Bertrandt AG. Es folgte ein rasanter Aufstieg des Marktsegments bis zu seinem Höhepunkt im Jahre 2000, als dort die Anteile von 338 Emittenten notiert wurden.

Die Motivation hinter der Errichtung des Neuen Marktes durch die DBAG lässt sich durch die Bestrebungen erklären, jungen und wachstumsstarken Unternehmen den Gang an die Börse zu erleichtern und dadurch zu einer Verjüngung und Belebung des deutschen Aktienmarktes beizutragen⁴. Dies war nicht zuletzt deshalb erforderlich, weil der geregelte Markt die an ihn gestellten Anforderungen nicht erfüllt hat. Dabei sollte aber ein Konzept verfolgt werden, das dem des geregelten Marktes gegensätzlich war. Nicht durch niedrige Standards sollten die Hürden des Börsengangs gesenkt werden, sondern durch hohe Standards auch für junge Unternehmen Investitionskapital verfügbar gemacht werden. Dem Anleger soll die Chance gegeben werden, in Unternehmen mit erhöhtem Risiko und damit mit erhöhten Gewinnchancen zu investieren⁵. Gleichzeitig soll durch hohe Anforderungen an die Transparenz der notierten Unternehmen die Qualität des Marktes gesichert werden⁶.

Gemäß dieser Motivation definiert die DBAG den Neuen Markt als ein Handelssegment für Aktien primär kleinerer und mittlerer in- und ausländischer Gesellschaften, die Transparenz- und Publizitätskriterien nach internationalen Standards erfüllen, wobei die Emittenten insbesondere innovative Unternehmen sind, die neue Absatzmärkte erschließen, neue Verfahren etwa der Beschaffung, Produktion oder beim Absatz verwenden bzw. neue Produkte und/oder Dienstleistungen anbieten und ein überdurchschnittliches Umsatz- und Gewinnwachstum erwarten lassen, vgl. Abschn. 1.1 RWNM.

II. Rechtliche Konstruktion des Neuen Marktes

Gem. § 66a BörsO FWB a.F. und Abschn. 2.2.3 (1) RWNM ist eine Zulassung zum geregelten Markt eine Voraussetzung für die Zulassung zum Neuen Markt. Aus Praktikabilitätsgründen können aber beide Zulassungsanträge gleichzeitig gestellt

² Vgl. etwa Köndgen, Lutter-FS, S. 1401, 1413; Mues, Börsenorganisation, passim; Merkt, NJW 2002, Beilage 23, S. 44; Claussen, ZBB 2000, S. 1 ff.; siehe auch schon Hopt/Baum, in: Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, S. 287, 407 f.

³ So der Chefsyndikus der DBAG, Heiko Beck, zitiert in vision+money, April 2002, S. 34. Beck verweist insbesondere auf die Möglichkeit einseitiger Regelwerksänderungen und der Verhängung von Sanktionen im Verwaltungswege.

⁴ Plückelmann, Der Neue Markt, S. 83 f.

⁵ Kersting, AG 1997, S. 222, 223.

⁶ Potthoff/Stuhlfauth, WM 1997, S. 3.

werden. Mit dem Antrag auf Zulassung zum Neuen Markt verzichtet der Emittent auf eine Notierung am geregelten Markt⁷. Dabei ist allerdings in der Literatur umstritten, ob der Neue Markt letztendlich nur ein gewöhnliches Teilsegment des Freiverkehrs ist⁸, ein Teilsegment des geregelten Marktes ist⁹ oder ob eine Doppelnatur des Neuen Marktes zwischen geregeltem Markt und Freiverkehr besteht¹⁰. Die Einordnung in den gewöhnlichen Freiverkehr wird damit begründet, dass eine dauerhafte Zulassung im geregelten Markt ohne Einbeziehung in den Handel nicht stattfinden könne¹¹. Gem. § 42 Abs. 4 S. 1 BörsG a.F. (§ 37 Abs. 4 S. 1 BörsG n.F.), der über § 57 Abs. 3 BörsO FWB a.F. auch für den geregelten Markt anwendbar sei, erlösche eine Zulassung von Wertpapieren dann, wenn sie nicht innerhalb von drei Monaten nach Veröffentlichung der Zulassungsentscheidung in den Handel eingeführt werden.

Praktische Auswirkungen hat diese Frage für den Status des Neuen Marktes. Als gewöhnliches Teilsegment des Freiverkehrs wäre er kein von staatlich anerkannten Stellen regulierter Markt im Sinne von § 2 Abs. 5 WpHG bzw. Art. 16 der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie und Art. 1 der Insiderrichtlinie. Nun war es aber gerade die Intention der Gründer des Neuen Marktes, ihn durch die umständliche Doppelzulassung diesen Status zu verschaffen, ohne auf eine gesetzliche Aktivität angewiesen zu sein¹². Diese Intention dürfte auch in den Willen der FWB als Satzungsgeber Eingang gefunden haben, als er in § 66a BörsO FWB a.F. den Neuen Markt anerkannt hat. Eine Interpretation von § 57 Abs. 3 BörsO FWB a.F., die § 42 Abs. 3 S. 1 BörsG a.F. (§ 37 Abs. 4 S. 1 BörsG n.F.) auch für den Neuen Markt für anwendbar erklärt, widerspricht also der Entstehungsgeschichte des Neuen Marktes. Es ist daher mit der ganz herrschenden Meinung davon auszugehen, dass die Zulassung zum geregelten Markt auch für die nur am Neuen Markt in den Handel einbezogenen Wertpapiere dauerhaft bestehen bleibt.

1. Zulassung zum Neuen Markt¹³

a) Antrag auf Zulassung zum geregelten Markt

Wenn ein Unternehmen zum geregelten Markt zugelassen sein muss, um in den Neuen Markt einbezogen zu werden, bedeutet dies auch, dass sämtliche Zulassungsvoraussetzungen für den geregelten Markt erfüllt sein müssen.

Gleichzeitig verzichtet der Emittent aber auf Einbeziehung in den Handel in diesem Marktsegment, um ein Doppellisting zu vermeiden. Eine solche Doppelnotierung wird hinsichtlich des Freiverkehrs und einem der öffentlich-rechtlich organisierten Marktsegmente durch § 57 Abs. 1 BörsG ausgeschlossen. Genau genommen spricht diese Vorschrift allerdings vom Verbot einer mehrfachen „Zulassung“. Wie gesehen bleibt eine Zulassung im geregelten Markt für die Wertpapiere, die am Neuen Markt gehandelt werden, aber gerade bestehen. In der Literatur wurde deswegen die Frage aufgeworfen,

⁷ Abschn. 2 2.3. (4) RWNM.

⁸ So Ledermann, in: Schäfer, BörsG, Vor § 71 BörsG Rn 4a.

⁹ So Förtschle/Helmschrott, WPK-Mitt. 1997, S. 188, 189.

¹⁰ So die hM, vgl. etwa Benz/Kiwitz, DStR 1999, S. 1162, 1166; Kersting, AG 1997, S. 222, 223; Plückelmann, Der Neue Markt, S. 204 ff.; Hopt/Baum, in: Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, S. 287, 410, 433; noch weitergehend Förtschle/Helmschrott, WPK-Mitt. 1997, S. 188, 189, die von einem Teilsegment des geregelten Marktes sprechen.

¹¹ Ledermann, in: Schäfer, BörsG, Vor § 71 BörsG Rn 4a.

¹² Benz/Kiwitz, DStR 1999, S. 1162, 1166; Kersting, AG 1997, S. 222, 223.

¹³ Ab 1.1.2003 ist eine Neuzulassung zum Neuen Markt nicht mehr möglich, vgl. § 90 Abs. 1 S. 2 BörsO FWB n.F.

ob der Verzicht auf Aufnahme in den Handel am geregelten Markt wirklich ausreichend ist¹⁴. Mit dem Wortlaut ist eine solche Interpretation in der Tat zunächst schwer zu vereinbaren, auch wenn das Börsengesetz keine „gesetzestechisch fixierte“¹⁵ Bestimmung des Begriffs der Zulassung vorgenommen hat. Das Wortlautargument soll sich entkräften lassen, wenn man sich das Zusammenspiel der Regelungen des § 30 BörsG (Zulassung zum amtlichen Markt) und des § 37 BörsG (Einführung in den Handel im amtlichen Markt) vor Augen führt. Eine Zulassung zum amtlichen Markt zieht keine Verpflichtung des Emittenten zur Notierungsaufnahme nach sich. Wenn in § 37 Abs. 4 S. 1 BörsG geregelt ist, dass die Zulassung nach Ablauf von drei Monaten erlischt, sofern das zugelassene Wertpapier nicht in den Handel einbezogen ist, soll daraus die gesetzgeberisch anerkannte Möglichkeit der Trennung von Zulassung und Notierungsaufnahme hervorgehen. Zunächst spricht dies zwar gegen eine Möglichkeit der Doppelzulassung, weil das Gesetz, obwohl die Differenzierung zwischen Zulassung und Notierungsaufnahme bekannt ist, in § 57 BörsG ausdrücklich von Zulassung spricht. Nun soll man aber aus der Tatsache, dass das Börsengesetz beim geregelten Markt und beim Freiverkehr anders als im amtlichen Markt nicht mehr zwischen Zulassung und Notierungsaufnahme unterscheidet, im Umkehrschluss folgern können, dass dort der Begriff der Zulassung sowohl die Zulassung im engeren Sinne als auch die Notierungsaufnahme umfasst¹⁶.

Für einen solchen Umkehrschluss besteht jedoch keine Grundlage, ist doch die Notierungsaufnahme im geregelten Markt und im Freiverkehr gar nicht im Börsengesetz geregelt, so dass eine dem § 37 BörsG entsprechende Vorschrift ganz fehlt. Denn die Regelung der Einzelheiten der Zulassung bzw. Einbeziehung in diesen Marktsegmenten obliegt der Börse (hinsichtlich des geregelten Markts) bzw. dem Freiverkehrsträger (hinsichtlich des Freiverkehrs). Und in der Börsenordnung der FWB findet sich dann ja in § 57 Abs. 3 BörsO a.F. eine Verweisungsnorm, über die § 37 Abs. 4 S. 1 BörsG, wenn auch nicht für den Neuen Markt, doch im Prinzip für den geregelten Markt anwendbar ist. Damit wird auch im geregelten Markt zwischen Zulassung und Einführung in den Handel unterschieden. Und für den Neuen Markt ist diese Trennung gerade auch die Voraussetzung, die seine Konstruktion möglich machen soll.

Aus der Wortlautinterpretation ist also allenfalls der Schluss zulässig, dass dem Begriff der Zulassung i.S.d. Börsengesetzes eine gewisse Unbestimmtheit zuzuschreiben ist¹⁷. Zu einer weiteren Klärung verhelfen nun die systematische und teleologische Auslegung. Nahe liegend ist dabei zunächst der Verweis auf § 49 Abs. 1 BörsG, wonach Wertpapiere dann und nur dann zum geregelten Markt zugelassen werden dürfen, wenn sie nicht zum amtlichen Markt zugelassen sind. Diese Vorschrift bezweckt, die Entstehung unterschiedlicher Börsenpreise für ein Wertpapier zu verhindern¹⁸. Die direkte Wirkung einer solchen Regelung besteht in der Förderung der Preistransparenz, indirekt wird aber auch ein Aufsplittern der Marktliquidität verhindert¹⁹. Beide Aspekte spielen sicherlich

¹⁴ Siehe Potthoff/Stuhlfauth, WM 1997 Sonderbeilage Nr. 3, S. 3, 5 f.; Plückelmann, Der Neue Markt, S. 139 ff.; vgl. auch Hopt/Baum, Hopt/Baum, in: Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, S. 287, S. 433 f.

¹⁵ Potthoff/Stuhlfauth, WM 1997 Sonderbeilage Nr. 3, S. 3, 5 f.

¹⁶ So Plückelmann, Der Neue Markt, S. 141.

¹⁷ So wohl der Hintergedanke von Potthoff/Stuhlfauth, WM 1997 Sonderbeilage Nr. 3, S. 3, 6.

¹⁸ Vgl. Begr. des Regierungsentwurfs zum Börsenzulassungsgesetz 1986, BT-Drucks. 10/4296, S. 16; Potthoff/Stuhlfauth, WM 1997 Sonderbeilage Nr. 3, S. 3, 5; Plückelmann, Der Neue Markt, S. 139.

¹⁹ Vgl. auch die Reg.-Begr. zum 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 83: Verbot der Doppelnotierung gilt im Interesse der Vermeidung der Zersplitterung der Liquidität.

auch bei § 57 BörsG ein Rolle. Dies spricht dafür, in § 57 BörsG nur ein Verbot der Doppelnotierung anzunehmen, nicht aber ein Verbot des Freiverkehrshandels mit nur zugelassenen, aber nicht in den öffentlich-rechtlichen Handel einbezogenen Papieren²⁰.

Die Frage ist allerdings, ob damit der Regelungsgehalt des § 57 BörsG erschöpfend beschrieben ist. Bedenken könnten sich aus der historischen Interpretation ergeben, wenn man die Vorgängerregelung des Börsengesetzes von 1896 betrachtet. § 43 BörsG von 1896 verbot für nicht zugelassene Wertpapiere eine amtliche Preisfeststellung und die Benutzung der Börseneinrichtung für Geschäfte in diesen Wertpapieren sowie die Vermittlung durch Kursmakler. Dadurch sollte der Börsenhandel für nicht zugelassene Wertpapiere erschwert werden²¹. Der Freiverkehr wurde allerdings nicht prinzipiell verboten, sondern nur streng vom gesetzlich geregelten börslichen Handel abgegrenzt. Überträgt man dieses Abgrenzungsmotiv auf den heutigen § 57 BörsG, so ließe sich die Vorschrift auch dahingehend verstehen, dass sie den Freiverkehr streng von den beiden öffentlich-rechtlichen Segmenten getrennt wissen will, was auch einer Zulassung im engeren Sinne von im Freiverkehr gehandelten Papieren an einem anderen Marktsegment ausschließen würde.

Nun geht aus der Gesetzesbegründung zu § 78 BörsG 1986 allerdings hervor, dass der Freiverkehr nunmehr als legitimes Handelssegment an den Börsen anerkannt werden sollte. Damit hat man sich der Praxis gebeugt, wo sich ein enges Verständnis des Begriffs der Börseneinrichtungen durchgesetzt hatte, das dazu nur die Börsenorgane zählte. Dementsprechend wurden die Abrechnungssysteme des amtlichen Marktes und des geregelten Marktes auch für den Freiverkehr genutzt²². Auch die Tatsache, dass der Freiverkehr nun durch die Börse zugelassen werden muss, spricht, wenn auch nicht für die *Einbindung*, dann doch zumindest für eine *Anbindung* an die öffentlich-rechtlich organisierten Bereiche der Börse²³. Auch nach dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz ist der Freihandel weiterhin an die öffentlich-rechtliche Struktur der Börse angebunden, wenn der Börsenaufsichtsbehörde das Recht gegeben wird, den Handel im Freiverkehr zu untersagen, wenn ein ordnungsgemäßer Börsenhandel nicht mehr gewährleistet erscheint²⁴. Darin soll die Gesamtverantwortung des Staates für die Börse als Anstalt des öffentlichen Rechts im Sinne einer Letztkontrollbefugnis zum Ausdruck kommen²⁵.

Man wird also im Verbot der Doppelzulassung in § 57 Abs. 1 BörsG allein den Zweck sehen können, eine Marktfragmentierung und die Bildung verschiedener Preise für ein und dasselbe Wertpapier an einer Börse zu verhindern. Der Begriff der Zulassung im Sinne dieser Vorschrift ist demnach auf die Fälle zu beschränken, in denen es auch zu einer Notierungsaufnahme in einem der öffentlich-rechtlich organisierten Marktsegmente kommt.

²⁰ Potthoff/Stuhlfauth, WM 1997 Sonderbeilage Nr. 3, S. 3, 5; Plückelmann, Der Neue Markt, S. 140; vgl. auch Hopt/Baum, in: Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, S. 287, 434.

²¹ Begründung des Regierungsentwurfs zum Börsenzulassungsgesetz 1986, BT-Drucks. 10/4296, S. 11.

²² Vgl. BT-Drucks. 10/4296, S. 18.

²³ Vgl. auch die Regierungsbegründung zum 2. FFG, wo sogar davon gesprochen wurde, der Freiverkehr sei auf Grund von § 78 BörsG 1986, in die öffentlich-rechtliche Selbstverwaltung integriert gewesen“. So neuerdings wieder Reg.-Begr. 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 83 Ablehnend dazu aber die h.M., vgl. 3. Kap. A.

²⁴ Vgl. § 57 Abs. 3 BörsG.

²⁵ Reg.-Begr., 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 83.

b) Antrag auf Zulassung zum Neuen Markt

aa) Zulassungsvoraussetzungen

Voraussetzung für die Zulassung eines Emittenten ist seit der Änderung des Regelwerks zum 1. Juli 1998 der Nachweis eines Eigenkapitals in Höhe von mindestens 1,5 Mio. Euro²⁶. Der Emittent soll mindestens drei Jahre als Unternehmen bestanden haben und seine Jahresabschlüsse für die dem Antrag vorangegangenen Geschäftsjahre entsprechend den hierfür geltenden Vorschriften offen gelegt haben, vgl. Abschn. 2 3.2 RWNM. Ursprünglich war noch eine zwingende Mindestbestehensdauer von einem Jahr vorgesehen. Der Verzicht auf die Mindestdauer ist durch die Änderung von § 73 Abs. 1 Nr. 2 BörsG a.F. durch das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz möglich geworden, wonach die Aufnahme des letzten Jahresberichts in den Unternehmensbericht für die Zulassung zum geregelten Markt nicht mehr zwingend ist.

Zum Neuen Markt dürfen nur Stammaktien zugelassen werden. Als Ausnahme ist nur der Fall vorgesehen, in dem der Emittent auf Grund gesetzlicher Bestimmung nur vinkulierte Namensaktien emittieren darf²⁷.

Und schließlich muss der Gesamtnennbetrag der Erstemission mindestens 250.000 Euro betragen, wobei mindestens 100.000 Aktien ausgegeben werden müssen²⁸. Für die erstmalige Zulassung von Aktien zum Neuen Markt ist eine Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen erforderlich, aus der mindestens 50% des zu platzierenden Emissionsvolumens stammen soll²⁹. Die zufließenden Mittel sind in voller Höhe für die Geschäftstätigkeit des Emittenten zu verwenden, Abschn. 2 3.8 (2) RWNM. Durch diese im Juli 1998 eingeführte Bestimmung soll verhindert werden, dass die Altaktionäre den Börsengang nur nutzen, um „Kasse zu machen“ und sich dann aus dem Unternehmen zurückziehen³⁰. Zusammen mit der Haltepflicht (dazu unter 4. Kap. A V. 1.) soll so ein opportunistisches Verhalten der Altaktionäre weitgehend verhindert werden.

Ganz dem Zwecke der Liquiditätssicherungen dienen die Mindestanforderungen an die Streuung (sog. *free float*) der Aktien. Als Regelfall, ab dem eine ausreichende Liquidität erreicht werden kann, werden im Regelwerk 25% des Gesamtnennbetrags bzw. der Stückzahl bei nennwertlosen Aktien in den Händen des Publikums angesehen³¹.

Eine Besonderheit des Neuen Marktes, die ebenfalls der Liquiditätssicherung diene, war der Betreuer, der vom Emittenten gem. Abschn. 3 4.1 (1) RWNM a.F. zu bestimmen war. Die Aufgabe des Betreuers war es, durch ist Stellen einer An- und Verkaufsspanne für ausreichende Liquidität im Handel zu sorgen³², ohne allerdings selbst Kurspflege zu betreiben³³. Mit der Einführung des elektronischen Handelssystems XETRA zum 12. Oktober 1998 ist der Betreuer durch die Einrichtung der sog. *Designated Sponsors*

²⁶ Abschn. 2 3.1 (2) RWNM.

²⁷ Abschn. 2 3.4 RWNM.

²⁸ Abschn. 2 3.7 (1), (2) RWNM. Eine Ausnahme kann durch den Zulassungsausschuss der FWB zugelassen werden, wenn dieser überzeugt ist, dass sich für die zugelassenen Aktien auch sonst ein ausreichender Markt bilden wird, (3).

²⁹ Von dieser Bestimmung sind Ausnahmen möglich, vgl. Abschn. 2 3.8 (1) S. 3. In Betracht für solche Ausnahmen kommen insbesondere die Fälle, in denen Beteiligungsgesellschaften aus der Gesellschaft über den Gang an die Börse austreten wollen, vgl. Potthoff/Stuhlfauth, WM 1997, Sonderbeilage 3, S. 9.

³⁰ Knips, Risikokapital, S. 342.

³¹ Abschn. 2 3.10 (1) RWNM. Ausnahmen in (2) ders. Vorschrift.

³² Ausführlich zu der Tätigkeit des Betreuers und die Kontrolle durch die Deutsche Börse AG Francioni, Die Bank 1997, S. 68 ff.

³³ dadurch unterscheidet er sich vom Institut des Market Makers, wie ihn etwa die NASDAQ kennt, vgl. Rasch, Der Aktienmarkt, S. 237.

abgelöst worden. Diese nehmen im Wesentlichen die gleichen Aufgaben wie die Betreuer wahr, ihre Tätigkeit ist aber nicht mehr auf die am Neuen Markt gehandelten Titel beschränkt, sondern kann grundsätzlich bei allen in XETRA gehandelten Titeln erfolgen. Die Emittenten am Neuen Markt sind gem. Abschn. 3 4 (1) RWNM verpflichtet, mindestens zwei *Designated Sponsors* für ihre Anteile zu bestimmen.

bb) Anspruch auf Zulassung

Während § 30 Abs. 1 BörsG und § 49 Abs. 1 BörsG dem Emittenten einen Anspruch auf Zulassung zum amtlichen bzw. zum geregelten Markt einräumen, sofern er die gesetzten Anforderungen erfüllt, findet sich eine entsprechende Anspruchsnorm nicht für den Neuen Markt. Eine Aufnahme in den Neuen Markt erfolgt auf Grund rein privatrechtlicher Bestimmungen, so dass ein Anspruch auch nicht aus den Grundrechten des Emittenten gefolgert werden kann.

Es bleiben zwei Möglichkeiten, trotz des Fehlens einer gesetzlichen Bestimmung einen Anspruch auf Zulassung zu begründen. Entweder man sieht im Regelwerk des Neuen Marktes bereits ein Angebot der DBAG zum Vertragsschluss oder man zieht einen wettbewerbsrechtlich bedingten Kontrahierungszwang in Betracht.

aaa) Angebot zum Vertragsschluss

Der Vertrag über die Aufnahme in den Neuen Markt kommt gemäß den allgemeinen vertragsrechtlichen Regeln durch Angebot und Annahme zustande. Entscheidend für das Bestehen eines Zulassungsanspruchs eines Emittenten ist danach die Frage, ob bereits im Regelwerk des Neuen Marktes verbunden mit der Handelaufnahme in diesem Handelssegment ein Angebot seitens der DBAG zu sehen ist. Möglich wäre ein Angebot unter der Bedingung, dass der Emittent die Voraussetzungen der Aufnahme erfüllt.

In der Literatur wurde dies aus zwei Gründen abgelehnt³⁴. Zum einen handele es sich beim Regelwerk des Neuen Marktes nach allgemeiner Ansicht um AGB, die aber gem. § 305 Abs. 2 BGB erst wirksam werden, wenn sie in einen Vertrag einbezogen werden, so dass in ihnen selbst kein Angebot gesehen werden könne. Zum anderen sei auch in der Handelaufnahme im Neuen Markt mit Verweis auf das Regelwerk allenfalls eine *invitatio ad offerendum* zu sehen und kein Angebot *ad incertas personas*, da sich die DBAG die Ablehnung des Antrags in Abschn. 2 2.1.1 (2) RWNM ausdrücklich vorbehalte.

Wenn sich die DBAG allerdings vorbehält, aus den im Regelwerk genannten Gründen den Antrag abzulehnen, spricht dies eher für das Bestehen eines gewissen Bindungswillens, da sie sich eine generelle Entscheidungsfreiheit, losgelöst von den Anforderungen des Neuen Marktes, doch offensichtlich gerade nicht vorbehalten wollte³⁵. Dies zeigt der Umkehrschluss aus den Richtlinien für den Freiverkehr an der FWB. Dort steht die Ablehnung eines Antrags auf Einbeziehung ausdrücklich im Belieben des Freiverkehrsträgers³⁶. Eine gewisse Selbstbindung widerspricht auch nicht den Interessen der DBAG. Die Festlegung, auch künftig Emittenten aufzunehmen, die die Anforderungen des Regelwerks erfüllen, ermöglicht ihr, die Attraktivität des

³⁴ Plückelmann, Neuer Markt, S. 149.

³⁵ Insoweit missverständlich Knips, Risikokapital, S. 338, die davon ausgeht, dass Abschn. 2 2.1.1 (2) RWNM der DBAG auch ermöglicht, den Antrag auf Zulassung zum Neuen Markt bei Erfüllung der Zulassungskriterien abzulehnen. Die Profilbeschreibung des 1. Abschnitts des Regelwerks gehört vielmehr zu den Zulassungskriterien.

³⁶ § 8 Abs. 1 FVRL FWB : „Der Antrag kann insbesondere abgelehnt werden...“.

Marktsegments auf Dauer zu signalisieren. Dies wiederum ermöglicht jungen Unternehmen, ihre Geschäftsstrategie längerfristig auf die Notierung am Neuen Markt auszurichten und steht damit auch im Interesse der DBAG.

Entscheidend für das Vorliegen eines bindenden, wenn auch bedingten Angebotes, ist neben dieser Überlegung aber vor allem die Tatsache, dass gem. Abschn. 2 2.1.5 (2) Nr. 2 RWNM der *Primary Market Arbitration Panel* (PMAP) auf Antrag des Emittenten über die Ablehnung eines Zulassungsantrags entscheidet. Der PMAP fungiert als Schiedsgericht im Sinne der §§ 1025 ff. ZPO und entscheidet verbindlich über die Zulassung des Antragsstellers zum Neuen Markt³⁷. Diese Schiedsabrede kann durch den Antrag des Emittenten auf Zulassung nur dann wirksam werden, wenn in der Aufstellung des Regelwerks bereits das Vertragsangebot zu sehen ist. Aus der Formulierung dieser Schiedsabrede geht zudem kein Vorbehalt seitens der DBAG hervor. Vielmehr will sie sich offensichtlich bedingungslos der Entscheidung des PMAP über den Zulassungsantrag unterwerfen.

bbb) Wettbewerbsrechtlicher Anspruch auf Einräumung

Verneint man dennoch das Vorliegen eines bindenden Angebotes der DBAG auf Aufnahme in den Neuen Markt, so kommt ein Anspruch auf Grund des wettbewerbsrechtlichen Kontrahierungszwangs nach § 20 Abs. 1 GWB in Betracht³⁸. Diese Vorschrift setzt zunächst voraus, dass die DBAG als ein Unternehmen mit marktbeherrschender Stellung zu qualifizieren ist, wie sie in § 19 Abs. 2 GWB formuliert ist. Dabei kommt es entgegen der Auffassung von *Plückelmann* nicht auf die Unternehmenseigenschaft der Börse an³⁹. Diese wird zwar in der Literatur heute einhellig bejaht⁴⁰, sie spielt, insofern es um die Zulassung zum Neuen Markt geht, aber keine Rolle. Die Zulassung zum Neuen Markt obliegt allein seinem Träger, der DBAG. Die Börse als öffentlich-rechtliche Anstalt hat nur über die hier nicht in Frage stehende Zulassung zum geregelten Markt zu entscheiden. Der wettbewerbsrechtliche Anknüpfungspunkt ist hier richtigerweise die DBAG als für den Neuen Markt verantwortliche Einrichtung⁴¹.

Auch die Unternehmenseigenschaft der DBAG steht außer Frage. Etwas schwieriger ist die Frage zu beantworten, ob sie eine marktbeherrschende Stellung innehat. Die Beantwortung setzt zunächst die Bestimmung des relevanten Marktes der angebotenen Leistung voraus. Die Abgrenzung des sachlich und örtlich relevanten Marktes wird dabei heute von der ganz herrschenden Meinung von der Nachfragerseite vorgenommen. Die Feststellung erfolgt nach dem sog. Bedarfsmarktkonzept bzw. dem Konzept der funktionellen Austauschbarkeit⁴². Danach sind Waren oder Leistungen marktgleichwertig zu nennen, wenn sie sich nach ihren Eigenschaften, ihrem wirtschaftlichen

³⁷ Vgl. Abschn. 2 2.1.5 (3) RWNM, wonach dem PMAP im Rahmen seiner Entscheidungsbefugnis sämtliche Rechte zustehen, die der Deutsche Börse AG gem. des Regelwerks Neuer Markt zustehen.

³⁸ Vgl. *Plückelmann*, *Der Neue Markt*, S. 150 ff.

³⁹ Siehe *Plückelmann*, *Der Neue Markt*, S. 150, die später allerdings dann wieder von der Marktstellung der Deutsche Börse AG spricht, ohne den Unterschied zwischen dieser und der Anstalt Börse an dieser Stelle zu beachten.

⁴⁰ Vgl. bereits Zweiter Teil, I. Kap. B.

⁴¹ Vgl. zur Differenzierung zwischen Börse und Börsenträger aus wettbewerbsrechtlicher Sicht auch Beck, *WM* 2000, S. 597, 598, dort allerdings im Zusammenhang mit der DBAG als Träger der öffentlich-rechtlichen Anstalt Börse, während es hier um ihre Veranstalterfunktion im Hinblick auf den rein privatrechtlichen Teil des Neuen Marktes geht.

⁴² Vgl. Möschel, in: *Mestmäcker*, *GWB*, § 19 Rn 28 ff.

Verwendungszweck und ihrer Preislage so nahe stehen, dass der verständige Nachfrager sie als für die Deckung eines bestimmten Bedarfs als gegeneinander austauschbar ansieht⁴³.

Im Hinblick darauf, dass die Bestimmung des relevanten Marktes nicht selten die Anschlussfrage der Marktbeherrschung präjudiziert, dürfen die Anforderungen an die Übereinstimmung der Eigenschaften nicht zu hoch gesetzt werden⁴⁴. Zu berücksichtigen ist deswegen auch der Schutzzweck der Norm, d. h. es ist danach zu fragen, wie weit die institutionelle Sicherung des Wettbewerbs betroffen ist⁴⁵.

Die hier relevante Leistung der DBAG aus Sicht der Emittenten besteht in der Bereitstellung des Marktsegments Neuer Markt. Beschränkt man sich auf die Tatsache der Organisation eines Börsenhandels, so stünde die DBAG im Wettbewerb mit den anderen qualifizierten Handelssegmenten der anderen Regionalbörsen, aber auch mit den rein öffentlich-rechtlich organisierten Marktsegmenten und schließlich auch dem „regulären“ Freiverkehr an den Börsen. Eine solche Einschätzung berücksichtigt aber nicht, dass sich die einzelnen Marktsegmente in ihren Voraussetzungen wesentlich unterscheiden. Eine Notierung etwa im amtlichen Markt kommt für junge, wenig bekannte Unternehmen nicht in Frage.

Andererseits scheint es aber zu eng, allein daraus, dass die DBAG als einziges Unternehmen den Neuen Markt organisiert, ihre marktbeherrschende Stellung abzuleiten⁴⁶. Das würde voraussetzen, dass der Neue Markt selbst als Produkt konkurrenzlos ist und damit selbst den für §§ 19, 20 GWB relevanten Markt definiert. Aus Sicht der Nachfrager wird man so weit nicht gehen können.

Die DBAG wendet sich mit dem Neuen Markt an junge, innovative Wachstumsunternehmen, für die die börsengesetzlich ausgestalteten Marktsegmente wenig attraktiv sind⁴⁷. Konkurrenz besteht also zwar nicht im Hinblick auf die gesetzlich ausgestalteten Marktsegmente, doch aber hinsichtlich der an anderen Börsen eingerichteten Wachstumssegmente, d.h. dem Prädikatsmarkt der Bayerischen Börse, dem START UP MARKET der Hanseatischen Wertpapierbörse Hamburg und dem Berliner IPO-Market, auch wenn diese sich gegenwärtig eher an regionales Publikum ausrichten.

Nun wird man auch bei einer solchen Festlegung des relevanten Marktes zu der Feststellung einer dominanten Position der DBAG gelangen müssen⁴⁸. Dies zeigt allein schon die Zahl der an den betreffenden Marktsegmenten gelisteten Unternehmen. Im November 2001 waren am Neuen Markt mehr als zehnmals so viele Emittenten notiert wie im Prädikatsmarkt, im IPO-Market und im START UP MARKET zusammen.

An der marktbeherrschenden Stellung der DBAG dürfte also im Ergebnis kein Zweifel bestehen. Daraus folgt, dass die DBAG an § 20 Abs. 1 GWB gebunden ist. Ein Abschluss- bzw. Aufnahmezwang ergibt sich daraus in dem Umfang, in dem ein sachlich

⁴³ std. Rechtsprechung, vgl. etwa KG WuW/E OLG 005, 006 (Handpreisauszeichner); KG WuW/E OLG 1745, 1748 ff (KFZ-Kupplungen); KG WuW/E OLG 2182, 2183 (hydraulischer Schreitausbau); BGHZ 67, S. 104, 113 (Vitamin-B-12); BGH, NJW 1977, S. 675 676 (Valium); WuW/E BGH 2433 (Grunar + Jahr – Zeit II); vgl. auch EuGH, Rs. 85 (Hoffman-La Roche/Vitamine), Slg. 1979, S. 461, 516 f.; Rs. 31/80 (L'Oréal), Slg. 1980, S. 3775, 3793.

⁴⁴ Siehe dazu KG WuW/E OLG S. 2121, 2121 f.

⁴⁵ Vgl. Möschel, in: Mestmäcker, GWB, § 19 Rn 28.

⁴⁶ So aber Wolf, WM 2001, S. 1785, 1789, allerdings ohne Begründung.

⁴⁷ Plückelmann, Neuer Markt, S. 152.

⁴⁸ Vgl. schon Plückelmann, Neuer Markt, S. 152 f. noch zur Konkurrenz zu Prädikatsmarkt und Bremer Mittelstandsmarkt, der heute nicht mehr existiert.

gerechtfertigter Grund für eine Behinderung oder Diskriminierung fehlt⁴⁹. Dies ist wiederum dann der Fall, wenn bei der Abwägung der Interessen des aufnahmewilligen Unternehmens mit denen des marktbeherrschenden letztere nicht überwiegen⁵⁰. Dabei besteht der Grundsatz der Freiheit des marktbeherrschenden Unternehmens für die Gestaltung seines Geschäftssystems und seiner geschäftlichen Beziehungen⁵¹. Bei der im Einzelfall vorzunehmenden Abwägung ist insbesondere die auf die Freiheit des Wettbewerbs gerichtete Zielsetzung des GWB zu berücksichtigen⁵².

Die Interessen der Emittenten an einer Notierung am Neuen Markt dürften außer Frage stehen. Der Neue Markt hat auf Grund seines Bekanntheitsgrades jungen, innovativen Unternehmen den Zugang zum Kapitalmarkt ermöglicht. Auf der anderen Seite ist auch das Interesse der DBAG nicht zu bestreiten, die Qualität und den Charakter des Marktsegments zu bewahren. In der Praxis wird es auf Grund der in Abschn. 1 S. 2 RWNM sehr allgemein gehaltenen Anforderungen an die Emittenten ohnehin schwierig sein, einen Anspruch aus § 20 GWB durchzusetzen⁵³. Wann ein Unternehmen „innovativ“ ist und „neue Produkte“ anbietet, lässt sich kaum objektiv beurteilen, wird aber jedenfalls nur im Einzelfall zu entscheiden sein.

ccc) Zulassungsanspruch und Qualitätssicherung

Als eine der möglichen Ursachen für die gegenwärtige Krise des Neuen Marktes kann eine zu laxen Zulassungspraxis gelten, die Unternehmen den Zugang zum Markt ermöglicht hat, die unter normalen Umständen nicht überlebensfähig waren⁵⁴. Trotz der Tatsache, dass den Emittenten ein Anspruch auf Zulassung zum Neuen Markt zusteht, sofern sie dessen Voraussetzungen erfüllen, verbleibt der DBAG genügend Spielraum zur Qualitätssicherung. Geht man von einem bedingten Angebot der DBAG zum Vertragsschluss aus, so kann sie die Zulassung gem. Abschn. 2 2.1.1 (2) RWNM ablehnen, wenn die Voraussetzungen für einen börsenmäßigen Markt nicht gegeben sind, der Zulassung Anlegerschutzinteressen entgegenstehen oder die Zulassung zur Schädigung bedeutender allgemeiner Interessen führen kann. Anlegerschutzinteressen können einer Zulassung etwa schon dann entgegenstehen, wenn eine nicht unbeachtliche Gefahr besteht, dass die Aktien des Emittenten überbewertet sind oder das Unternehmen künftig nicht rentabel ist. Ähnlich groß ist der Beurteilungsspielraum der DBAG im Rahmen des wettbewerbsrechtlichen Diskriminierungsverbots. Der Spielraum für die Zulassung ist damit deutlich größer als in den öffentlich-rechtlichen Marktsegmenten, wo eine Zulassung nur dann nicht erfolgt, wenn sie zu einer Übervorteilung des Publikums oder einer Schädigung allgemeiner Interessen führen würde. Dort ist zwar anerkannt, dass die Zulassung bei Unternehmen abgelehnt werden darf, deren Rentabilität für die Zukunft unwahrscheinlich ist, allerdings ist für die Ablehnung nicht ausreichend, dass eine bloße Befürchtung oder Gefahr der Unrentabilität besteht⁵⁵.

⁴⁹ BGH, NJW 1989, S. 3010.

⁵⁰ BGH, WM 1995, S. 1641; Markert, in: Immenga/Westmäcker, GWB § 20 Rn 129 ff.

⁵¹ Vgl. BGH WM 1995, S. 1636; Markert, in: Immenga/Westmäcker, GWB § 20 Rn 141.

⁵² BGHZ 38, 90, 102; BGH, WM 1982, S. 69; WM 1995, S. 1641; Markert, in: Immenga/Westmäcker, GWB § 20 Rn 129.

⁵³ Kritisch auch Plückelmann, Der Neue Markt, S. 153.

⁵⁴ Vgl. Claussen, BB 2002, S. 105, 107 m.w.N.

⁵⁵ Schwark, BörsG, § 36 Rn 12 mit Hinweis auf die alte Rechtslage, wonach eine bloße Gefährdung ausreichend gewesen sein soll.

Ist und war es der DBAG also nicht verwehrt, Emittenten, deren Geschäftsentwicklung ungewiss ist, vom Neuen Markt fernzuhalten, scheint das Problem eher darin zu liegen, dass die DBAG jedenfalls in der Vergangenheit an einer strengen Auswahl nicht interessiert war. Man kann darin ein Versagen der Anreizordnung ausmachen, da die Vergrößerung des Handelssegments der DBAG anscheinend wichtiger als die Qualitätssicherung war⁵⁶. Andererseits könnten die Verantwortlichen die Entwicklung des Segments und die Anforderungen des Marktumfelds schlicht falsch eingeschätzt haben. Dann kann man in den in jüngerer Zeit verstärkten Anstrengungen zur Qualitätssicherung das Wirksamwerden eines reputationsbedingten Anreizmechanismus sehen.

2. Rechtsnatur des Regelwerks Neuer Markt

Die Rechtsbeziehungen der Emittenten am Neuen Markt zur Frankfurter Wertpapierbörse ergeben sich allein aus der Zulassung zum geregelten Markt. Diese Zulassung durch Verwaltungsakt begründet eine öffentlich-rechtliche Rechtsbeziehung zwischen Emittent und der Börse als Anstalt des öffentlichen Rechts.

Unstrittig ist die aus der Zulassung zum Neuen Markt folgende Rechtsbeziehung zwischen Emittent und der DBAG rein privatrechtlicher Natur. Umstritten ist allerdings die Rechtsnatur des Regelwerks Neuer Markt. Da das RWNM als ein Sonderfall der Handelsrichtlinien i.S.d. § 57 Abs. 1 BörsG aufgefasst werden kann, werden in der Literatur auch vergleichbare Einordnungen hinsichtlich der Rechtsnatur vertreten. So werden die Regeln teilweise als Rechtsnormen eigener Art qualifiziert⁵⁷, während die herrschende Ansicht von einer Einordnung als AGB ausgeht⁵⁸. Aus den bereits oben⁵⁹ genannten Gründen ist der Beurteilung der herrschenden Ansicht zuzustimmen und das RWNM als AGB im Sinne der §§ 305 ff. BGB einzustufen. Auch die „Spielregel-Ausnahme“ des Bundesgerichtshofs kommt hier aus den genannten Gründen nicht in Betracht⁶⁰.

3. Flexibilität der Normsetzung durch AGB

Als ein besonderer Vorteil der privaten Normsetzung gilt allgemein ihre vergleichsweise hohe Flexibilität⁶¹. Dies steht zunächst mit der von zahlreichen Anpassungen geprägten Entwicklung des Neuen Marktes im Einklang (dazu a). Der Anpassungsfähigkeit privatautonom vereinbarter Regelwerke werden jedoch durch die Rechtsordnung nicht unerhebliche Grenzen gesetzt. Diese Grenzen werden insbesondere relevant, wenn es um nachträgliche einseitig bestimmte Vertragsänderungen geht (dazu b) und um die Frage, inwieweit dynamische Verweisungen auf externe Normen in privaten Regelwerken zulässig sind (dazu c).

⁵⁶ So implizit Claussen, BB 2002, S. 105, 107: Zulassung erfolgte marketingorientiert.

⁵⁷ Breitkreuz, Ordnung der Börse, S. 320.

⁵⁸ Vgl. etwa v. Rosen, in: Assmann/Schütze, Handbuch, § 2 Rn 179. Wolf, WM 2001, 1785, 1786; Potthoff/Stuhlfauth, WM 1997, Sonderbeilage 3, S. 8; Plückelmann, Neue Markt, S. 145; Mues, Börsenorganisation, S. 206; Römermann/Schröder, BKR 2001, S. 83, 84; Krämer, BKR 2001, S. 131, 133; LG Frankfurt, WM 2001, S. 1607, 1610.

⁵⁹ 3. Kap. C.

⁶⁰ Ebenso Bachmann, WM 2001, S. 1793, 1796.

⁶¹ Siehe Erster Teil, 2. Kap. C I. 1.

a) Entwicklung des Neuen Marktes und Regeländerungen

Das Regelwerk des Neuen Marktes wurde in den vier Jahren seines Bestehens vielfach geändert. Im Folgenden sollen die wichtigsten Änderungen skizziert werden, um einen Eindruck von der rechtlichen Dynamik des Marktes zu vermitteln.

Die frühen Änderungen waren größtenteils geringfügiger Natur. So betraf die Änderung des Regelwerks zum 1. Juli 1998 die Zulassungsanforderungen an die Emittenten hinsichtlich der Mindesthöhe des Eigenkapitals. Eine weitere Modifikation zum 12.10.1998 war erforderlich nach der Einführung der elektronischen Handelsplattform XETRA und zur Anpassung an die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion.

Die zum 1. Juli 2000 in Kraft getretene Anpassung sah die Einhaltung der Grundsätze von Aktienemissionen der Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen durch die Emittenten vor⁶².

Eine umfangreiche Änderung trat zum 1. Januar 2001 in Kraft⁶³. Sie hat die Auskunftserteilungspflichten seitens der Emittenten verschärft, verbunden mit der Möglichkeit der Veröffentlichung der Auskunft durch die DBAG⁶⁴, hat die Möglichkeit des Delistings vom Neuen Markt geschaffen, falls ein ordnungsgemäßer Börsenhandel auf Dauer nicht mehr gewährleistet erscheint oder wenn dies zum Schutz des Publikums geboten erscheint⁶⁵ und hat eine Verschärfung der Sanktionsmöglichkeiten im Falle der Nichterfüllung der Emittentenpflichten enthalten⁶⁶. Verschärft und konkretisiert worden sind auch die Publizitätspflichten der Emittenten. Bei den Angaben über die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage ist für den Fall, dass der Emittent als Aktiengesellschaft weniger als drei Jahre bestanden hat, die Vornahme der Angaben als „pro-forma“-Darstellung möglich⁶⁷. Weiterhin ist die Möglichkeit gestrichen worden, der Forderung nach einer internationalen Rechnungslegung durch Erstellung einer Überleitungsrechnung nachzukommen. Die Überleitungsrechnung wurde bei der Entstehung des Neuen Marktes akzeptiert, um eine Umstellung der Emittenten auf die internationale Rechnungslegung zu ermöglichen⁶⁸. Weiterhin bleibt aber möglich, dass die DBAG den Emittenten von der Verpflichtung der internationalen Rechnungslegung befreien kann, wenn er glaubhaft macht, diese Pflicht vorübergehend nicht erfüllen zu können⁶⁹. Zudem wurden die Vorschriften über die Offenlegung des Aktienbesitzes seitens der Organe der Emittenten verschärft. Ausreichend ist nicht mehr die Angabe der auf das jeweilige Organ entfallenden Gesamtzahl der Aktien, sondern erforderlich ist vielmehr nun eine getrennte Aufnahme für jedes Organmitglied⁷⁰. Hinsichtlich der Quartalspublizität wurden Bemühungen unternommen, durch Standardisierung den Grad der Vergleichbarkeit zu erhöhen. Und schließlich ist eine Pflicht des Emittenten eingeführt worden, der DBAG jedes Geschäft, das der Emittent oder seine Organmitglieder in Wertpapieren tätigt, die

⁶² Vgl. Abschn. 2 3.14 RWNM.

⁶³ Vgl. den Überblick bei Zwirner/Ranker/Wohlgemuth, Rechnungslegung am Neuen Markt, S. 473, 476.

⁶⁴ Siehe Abschn. 2 2.1.2 RWNM und 2.1.3 RWNM (Veröffentlichungsmöglichkeit für die Tatsache, dass Emittent seiner Pflichten nicht nachkommt).

⁶⁵ Abschn. 2 2.1.4 (2) 2. S. 1 RWNM.

⁶⁶ So wurde zuvor nur die Pflicht zur Quartalspublizität sanktioniert (Ziffer Abschn. 2 7 RWNM), während nun nicht rechtzeitige oder unvollständige Pflichterfüllung geahndet werden kann. Die mögliche Geldstrafe wurde von 10.000 Euro auf 100.000 Euro erhöht, vgl. Abschn. 2 2.1.4 (5) RNM.

⁶⁷ Abschn. 2 4.1.8 (3) S. 2 RWNM; dies entspricht der vorherigen Auslegungspraxis des Regelwerks, vgl. nur v. Keitz/Grote, FB 2001, Beil. 1, S. 25 ff.

⁶⁸ Schreiben der DBAG vom 19.12.2000 zu den Änderungen des Regelwerks zum 1.1.2001, S. 13.

⁶⁹ Vgl. Abschn. 2 4.1.9 (3) S. 2 RWNM.

⁷⁰ Abschn. 2 4.1.14 (4) RWNM.

im Zusammenhang mit den Aktien des eigenen Unternehmens stehen, spätestens drei Tage nach Geschäftsabschluss zu melden⁷¹.

In der Änderung des Regelwerks zum 9. April 2001 sind vor allem die Kompetenzen des *Primary Markets Arbitration Panels* (PMAP, zuvor: Neuer Markt Ausschuss) konkretisiert worden. Ansonsten ist für Emittenten mit Sitz im Ausland die Möglichkeit geschaffen worden, den Jahresabschluss und Lagebericht ausschließlich in englischer Sprache abzufassen⁷².

In einer weiteren Änderung, die zum 21. Mai 2001 wirksam wurde, wurden erneut die Regelung über das PMAP verfeinert und ihm die Funktion des Schiedsgerichts über alle Streitigkeiten zugewiesen, die über oder aus der Zulassung zum Neuen Markt entstehen⁷³.

Eine bedeutsame Änderung mit Wirkung zum 1. Oktober 2001 betraf die sog. Penny-Stocks. Damit sind solche Aktien gemeint, die zu einem Betrag im Pfennig- bzw. Cent-Bereich notieren. Diesbezüglich sieht Abschn. 2 2.5 (2) 2. RWNM vor, dass die DBAG die Zulassung solcher Aktien zum Neuen Markt beenden wird, wenn der börsentägliche Durchschnittspreis der zugelassenen Aktien für die Dauer von 30 aufeinanderfolgenden Börsentagen weniger als einen Euro pro Aktien beträgt und die Marktkapitalisierung weniger als 20 Millionen Euro unterschreitet, es sei denn, dass der börsentägliche Durchschnittspreis der zugelassenen Aktien innerhalb weiterer 90 Börsentage an mindestens 15 aufeinander folgenden Börsentagen über diese Schwellen gestiegen war. Diese Regelung hat die DBAG nach dem Urteil des OLG Frankfurts, in dem einige Emittenten im vorläufigen Rechtsschutz die Nichtanwendbarkeit der Regel für sich erreicht haben⁷⁴, für alle Emittenten wieder ausgesetzt⁷⁵.

Die letzte Änderung am 18.10.2001 betraf vor allem die Form und den Inhalt der Quartalsberichte. Durch die Einführung einer Mindeststruktur für das Berichtsformat soll die Identifizierbarkeit und Vergleichbarkeit der Unternehmensdaten durch die Marktteilnehmer erleichtert werden⁷⁶.

b) Vertragsänderungen

In der jüngsten Zeit wurde die Frage der Möglichkeiten einer nachträglichen Änderung des RWNM durch die DBAG virulent. Während die Emittenten in der Vergangenheit zahlreiche Änderungen ohne Widerspruch akzeptiert hatten, kam es zu Kontroversen über die Penny-Stocks-Regelung⁷⁷. Zahlreiche Unternehmen, die von dieser Regelung betroffen wären, haben im Wege des vorläufigen Rechtsschutzes zunächst beim Landgericht Frankfurt teilweise einen Aufschub des Wirksamwerdens der Regeländerung erreicht, teilweise auch eine generelle Nichtanwendbarkeit der Regeländerung auf ihr

⁷¹ Abschn. 2 7.2. RWNM.

⁷² Abschn. 2 7.3.2. (1) RWNM.

⁷³ Abschn. 5 2 RWNM.

⁷⁴ OLG Frankfurt a.M., DB 2002, S. 936.

⁷⁵ Vgl. Deutsche Börse AG, Rundschreiben Listing 03/2002.

⁷⁶ Vgl. Deutsche Börse AG, Strukturierte Quartalsberichte – Marktrundschreiben, 2001, S. 3.

⁷⁷ Vgl. zur Diskussion etwa Heyder, BKR 2002, S. 486 ff.; Wolf, WM 2001, S. 1785; Bachmann, WM 2001, S. 1793; Hammen, WuB I G 7.-5.01, S. 1047; Römermann/Schröder, BKR 2001, S. 83; Krämer, BKR 2001, S. 131; Bauer/Pleyer/Hirche, BKR 2002, 102; LG Frankfurt a.M., WM 2001, S. 1607; OLG Frankfurt, DB 2002, S. 936; vgl. auch die Entscheidung des Primary Markets Arbitration Panel v. 10.9.2001, BKR 2001, S. 153;

Unternehmen⁷⁸. Das OLG Frankfurt hat im Verfahren des vorläufigen Rechtsschutzes schließlich eine Befugnis der DBAG zur Einführung der Penny-Stocks-Regelung abgelehnt.

Akzeptiert man die hier vertretene Einordnung des RWNM als privatautonom begründete Allgemeine Geschäftsbedingungen, so bestehen drei Möglichkeiten, eine einseitige Änderungsbefugnis seitens der DBAG zu begründen. Eine Änderungsbefugnis kann aus einer entsprechenden Vereinbarung der DBAG mit den Emittenten herrühren (aa), auf einem Handelsbrauch basieren (bb) oder aus einem Kündigungsrecht der DBAG zu folgen sein (cc).

aa) Änderungsrecht auf Grund vertraglichen Vorbehalts

Teilweise wird ein stillschweigend vereinbarter Änderungsvorbehalt zugunsten der DBAG in Abschn. 1 Nr. 2 RWNM gesehen⁷⁹. Danach werden Änderungen und Ergänzungen der allgemeinen Anforderungen an die Emittenten am Neuen Markt durch Veröffentlichungen in einem übergeordneten Börsenpflichtblatt oder auf elektronischem Wege bekannt gegeben. Eine solche Interpretation dieser Regelwerksbestimmung verstößt jedoch nicht nur gegen das von § 307 Abs. 1 S. 2 BGB (§ 9 AGBG) begründete Erfordernis einer transparenten und eindeutigen Regelung⁸⁰, sondern ist auch mit der Unklarheitenregel des § 305c Abs. 2 BGB (§ 5 AGBG) unvereinbar⁸¹. Letztlich bezieht sich die genannte Regelung auch nur auf die im 1. Abschnitt des RWNM enthaltenen allgemeinen Anforderungen an die Emittenten am Neuen Markt, nicht die spezielleren Listing-Voraussetzungen des 2. Abschnitts.

Die DBAG hat aber von den Emittenten zusammen mit dem Antrag auf Zulassung zum Neuen Markt regelmäßig eine Unterwerfung unter einseitige Änderungen des RWNM verlangt. In diesen Fällen kommt es dann auf die Wirksamkeit der entsprechenden Abrede an. Dabei ist die Frage einer im Hinblick auf § 307 BGB (§ 9 AGBG) wirksamen Vereinbarung eines Bestimmungsrechts (dazu aaa) zu unterscheiden von der Frage, ob die konkrete Ausübung des Bestimmungsrechts rechtmäßig ist, was sich vorbehaltlich vertraglicher Konkretisierungen nach § 315 BGB richtet (dazu bbb)⁸².

aaa) Vereinbarkeit des Änderungsvorbehalts mit § 9 AGBG a.F. bzw. § 307 BGB n.F.

Das Landgericht Frankfurt sieht in den Unterwerfungsvereinbarungen der Emittenten Individualabreden mit der DBAG⁸³. Dies wurde in der Literatur kritisiert⁸⁴. Die Änderungsklauseln würden bei allen Emittenten benutzt und seien deswegen ihrerseits als AGB zu qualifizieren. Unbeachtlich sei die Tatsache, dass die Formulierungen teilweise unterschiedlich sind, da der Kerngehalt – die Annahme der jeweils gültigen

⁷⁸ Vgl. Übersicht der Pressestelle für Zivilprozess des Landgerichts Frankfurt, Rechtsprechung zur sog. Penny-Stock- oder Delisting Regel der Deutschen Börse, 22.11.2001.

⁷⁹ So Bachmann, WM 2001, S. 1793, 1796; unklar Krämer, BKR 2001, S. 131, 133.

⁸⁰ Wolf, WM 2001, S. 1785, 1786. Vgl. zum Transparenzgebot etwa BGHZ 104, 92; 106, 47; 106, 264; 108, 57; 115, 185.

⁸¹ Vgl. Urt. d. Landgerichts Frankfurt vom 24.10.2001, WM 2001, 1607.

⁸² Vgl. zu den unterschiedlichen Anwendungsbereichen von § 9 AGBG und § 315 BGB Gottwald, in: MüKo-BGB, § 315 Rn 9.

⁸³ LG Frankfurt a.M., WM 2001, S. 1607 u. 1610.

⁸⁴ Wolf, WM 2001, S. 1785, 1787; Krämer, BKR 2001, S. 131, 133.

Fassung des Regelwerks – der selbe sei. Dass dies für die Annahme als AGB ausreiche, ergebe sich aus § 9 Abs. 3 UKlaG (§ 17 Abs. 3 AGBG)⁸⁵.

Dieser Verweis vermag jedoch nicht zu überzeugen. In der betreffenden Vorschrift geht es nicht darum, ob eine bestimmte Vereinbarung als AGB zu qualifizieren ist, sondern um die Zulässigkeit einer als AGB qualifizierten Klausel. Sicherlich kann allein aus der Tatsache, dass die DBAG regelmäßig eine inhaltlich entsprechende Erklärung von den Emittenten verlangt, noch nicht auf den Charakter als AGB geschlossen werden. Ausschlaggebend ist allein, ob die DBAG gegenüber ihren Kunden eine reale Verhandlungsbereitschaft über die Unterwerfungserklärung erkennbar zum Ausdruck gebracht hat⁸⁶. Für eine solche Verhandlungsbereitschaft der DBAG spricht die Tatsache, dass ein Teil der zugelassenen Emittenten nur das bestehende Regelwerk anerkannt hat, sich aber nicht künftigen Änderungen unterworfen hat. Andererseits schließt aber die Tatsache, dass die Unterwerfungserklärung nicht in einem Formular der DBAG enthalten ist, die Qualifikation als AGB nicht aus. Letztlich ist die Qualifikation der Änderungsabrede aber eine Frage des Einzelfalls und kann hier nicht allgemein beantwortet werden.

Geht man davon aus, dass es sich bei der Unterwerfungserklärung um AGB handelt, so ist die Zulässigkeit dieser Klausel an § 307 BGB (§ 9 ABGB) zu messen.

Im Allgemeinen sind Änderungsklauseln in AGB auch bei Verträgen unter Unternehmen unzulässig⁸⁷. Ausnahmsweise können sie mit § 307 BGB (§ 9 ABGB) vereinbar sein. Dies aber jedenfalls nur, wenn zwei Bedingungen erfüllt sind. Erstens dürfe Änderungen nur für den Fall nachträglich auftretender Vertragsstörungen vorgesehen sein und zweitens muss die Änderungsklausel inhaltlich so bestimmt sein, dass sie dem Transparenzgebot genügt⁸⁸. Die Klausel muss also deutlich machen, durch welche Ereignisse die Anpassungsbefugnis des Verwenders ausgelöst wird und wie weit die Anpassungsbefugnis geht. Kriterien für den Grad der erforderlichen Präzisierung sind etwa⁸⁹: Bedeutsamkeit der Veränderung der Umstände, die Länge der seit Vertragsschluss verstrichenen Zeit, die Erkennbarkeit der späteren Entwicklung zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses, die Bedeutung des Änderungsrechts für die Interessen der anderen Vertragspartei.

Keine dieser beiden Bedingungen ist im Fall der Unterwerfungserklärung der Emittenten am Neuen Markt erfüllt. Weder sind Änderungen nur für nachträgliche Äquivalenzstörungen vorgesehen, noch ist die Unterwerfungserklärung in sonstiger Hinsicht bestimmt. Dies spricht gegen die Zulässigkeit der Klausel⁹⁰. Dagegen wurde nun im Ansatz zutreffend eingewendet, dass die Besonderheiten des „Spielregel“-Charakters des Regelwerks zu einem anderen Ergebnis führen können. Änderungen des Regelwerks würden nicht selten von den Emittenten angestoßen. Dahinter steht der Gedanke, dass ein klassisches Austauschverhältnis nicht vorliegt, sondern die Interessen der DBAG und der

⁸⁵ Wolf, WM 2001, S. 1785, 1787; für AGB, aber ohne nähere Begründung auch Bachmann, WM 2001, S. 1793, 1795.

⁸⁶ Vgl. zum Erfordernis der Verhandlungsbereitschaft etwa BGHZ, 85, 308; 104, 326; BGH, NJW 1977, S. 624; NJW 92, S. 1107; NJW 92, S. 2760; NJW-RR 93, S. 504.

⁸⁷ Basedow, in: MüKo-BGB, § 2 AGBG Rn 32; Brandner, in: Ulmer/Brandner/Jensen, AGBG, § 2 Rn 65; Schlosser, in: Staudinger, AGBG, § 2 Rn 48; Heinrichs, in: Palandt/Heinrichs, AGBG, § 2 Rn 20.; Römermann/Schröder, BKR 2001, S. 83, 85 m.w.N.

⁸⁸ BGHZ 136, 394, 404; BGH, NJW 99, S. 1865.

⁸⁹ Vgl. Basedow, in: MüKo-BGB, § 2 AGBG Rn 33.

⁹⁰ So denn auch Wolf, WM 2001, S. 1785, 1786 f.;

Emittenten an einem ordnungsgemäßen Betrieb des Neuen Marktes grundsätzlich gleichgerichtet sind⁹¹.

Speziell gegen das Bestimmtheitserfordernis als zweite Bedingung der Zulässigkeit von Änderungsklauseln wurde auf das Bedürfnis nach erhöhter Flexibilität in globalen Kapitalmärkten hingewiesen. Insofern sollen Parallelen zur aktienrechtlichen Problematik des Bezugsrechtsausschlusses bestehen, wo die Rechtsprechung⁹² das Bedürfnis nach Flexibilität ebenfalls anerkennt⁹³.

Der „Spielregel“-Charakter des RWNM lässt es tatsächlich als gerechtfertigt erscheinen, Änderungen nicht nur bei Störungen des Äquivalenzverhältnisses, sondern insbesondere auch dann zuzulassen, wenn sonst das „Spiel“ gestört würde⁹⁴. Nach Ansicht des Bundesgerichtshofs können einseitige Bestimmungsvorbehalte dann, aber nur dann hingenommen werden, soweit sie bei unsicherer Entwicklung der Verhältnisse als Instrument der Anpassung notwendig sind⁹⁵. Ein solcher Änderungsvorbehalt ist jedenfalls *ex ante* gesehen auch im Interesse der Emittenten, da sie ebenfalls davon profitieren, dass die Anleger darauf vertrauen, im Neuen Markt auf Dauer ein funktionsfähiges Marktsegment vorzufinden. Allerdings enthält das RWNM auch Leistungspflichten der Emittenten, die nur dem Interesse der DBAG dienen⁹⁶. Für diese wird eine nachträgliche Änderung nicht ohne Einschränkungen zulässig sein, da sonst eine typische „hold-up“-Situation droht, in der die DBAG sich gegenüber den Emittenten opportunistisch verhalten kann.

Dies spricht auch gegen den gänzlichen Verzicht auf ein Bestimmtheitserfordernis. Denn die Rechtsprechung verlangt, soweit sie die Zulässigkeit eines einseitigen Bestimmungsrechts bejaht, dass sowohl der Anlass, aus dem das Bestimmungsrecht entsteht, als auch die Richtlinien und Grenzen seiner Ausübung möglichst konkret angegeben werden⁹⁷. Sicherlich wäre eine Änderungsklausel, die jede mögliche zukünftige Anpassung bereits antizipiert, in der Börsenpraxis nicht realisierbar und kann daher kaum verlangt werden. Das bedeutet aber nicht, dass jegliche Eingrenzung der Bereiche möglicher Anpassungen des RWNM von vornherein unmöglich ist. Und auch der aktienrechtliche Vergleich trägt einen völligen Verzicht auf eine Begrenzung nicht. Bei der Frage der Zulässigkeit des Bezugsrechtsausschlusses geht es um die Kompetenzverteilung innerhalb der Gesellschaft. Dabei tritt der Vorstand rechtlich als Sachwalter der Interessen der Gesellschaft auf, wenn auch in der Praxis gewisse Interessengegensätze bestehen mögen. Eine vergleichbare Beziehung besteht zwischen DBAG und den Emittenten nicht. Sie werden nur durch ihr gemeinsames Interesse an der Funktionsfähigkeit des Neuen Marktes geeint. Diese Interessengleichheit markiert dann aber zugleich die adäquaten Grenzen möglicher Vertragsanpassungen und damit das Mindestmaß an Bestimmtheit eines Änderungsvorbehalts. Als Mindestkonkretisierung eines Änderungsvorbehalts ist unter Berücksichtigung der Interessenlage im Rahmen von § 307 BGB (§ 9 ABGB) dementsprechend die Voraussetzung zu verlangen, dass die mögliche Änderung der Erhaltung eines ordnungsgemäßen Börsenhandels bzw. dem

⁹¹ Vgl. Krämer, BKR 2001, S. 131, 133 f.

⁹² wegweisend BGHZ 136, 133 ff.

⁹³ zum vorangehenden Bachmann, WM 2001, S. 1793, 1797 u. FN 77.

⁹⁴ Vgl. auch OLG Frankfurt, DB 2002, S. 936, 938: auch Interessen der Anleger sind zu berücksichtigen.

⁹⁵ BGH, NJW 2000, S. 651, 652.

⁹⁶ Vgl. etwa 4. Abschn. 2 (Jährliches Entgelt).

⁹⁷ BGH, NJW 2000, S. 651, 652 mit Verweis auf Brandner, in: Ulmer/Brandner/Jensen, ABGB, § 9 Rn 100.

Schutz des Anlegerpublikums dient. Entsprechende Bedingung stellt das RWNM in Abschn. 2 2.1.5 (1) auch für die Beendigung der Zulassung zum Neuen Markt. Die Vereinbarungen der DBAG mit den Emittenten über spätere Regeländerungen enthalten aber keine Begrenzungen auf Änderungen, die für die Funktionsfähigkeit des Neuen Marktes erforderlich sind und verstoßen deswegen gegen das Transparenzgebot. Das OLG Frankfurt lässt die Einordnung der Unterwerfungsvereinbarung als AGB offen, kommt in Bezug auf die Penny-Stocks-Regelung in seinem Urteil gleichwohl über die Vertragsauslegung der Abrede zu einem entsprechenden Ergebnis⁹⁸. Für diejenigen Emittenten, die sich nur auf die Anerkennung der jeweils gültigen Zulassungsfolgepflichten eingelassen haben, ergebe die Auslegung unmittelbar, dass damit die Ausschussklausel bei Unterschreiten eines Kurswertes von 1 Euro oder einer Marktkapitalisierung von 20 Mio. Euro nicht erfasst werde, da hier keine Pflichten des Emittenten betroffen seien. Aber auch bei denjenigen Emittenten, die sich allgemein dem Regelwerk in der jeweils gültigen Fassung unterworfen haben, könne bei interessengerechter Auslegung nicht angenommen werden, dass sie auch die Möglichkeit eines Ausschlusses vom Neuen Markt ohne Vorliegen einer Pflichtverletzung akzeptieren wollten.

bbb) Inhaltliche Schranken der Regeländerung aus § 315 BGB

Die inhaltlichen Schranken für Regeländerungen selbst ergeben sich aus §§ 315 BGB (analog⁹⁹). Beim Begriff des „billigen Ermessens“ handelt es sich um eine Generalklausel, die der Präzisierung und Konkretisierung bedarf¹⁰⁰. Dem Bestimmungsberechtigten steht dabei ein gewisser Spielraum zu, den er bis an seine Grenzen ausüben darf¹⁰¹. Als hier relevante Kriterien für die Präzisierung wurden etwa vorgeschlagen¹⁰²: der Geschäftszweck, die Dauer des Rechtsverhältnisses, Art und Umfang der Bedürfnisse der Vertragspartner und ihre wirtschaftlichen Interessen, die Risikoverteilung und die Interessen der Allgemeinheit¹⁰³.

Für Regeländerungen am Neuen Markt wird in der Regel zu berücksichtigen sein, ob sie der Aufrechterhaltung eines ordnungsgemäßen Marktes dienen bzw. bezwecken, dass Vertrauen der Marktteilnehmer in dieses Marktsegment zu stärken. Solche Anpassungen stehen in der Regel auch im Interesse der Emittenten und sind daher regelmäßig nicht unbillig.

Aber auch wenn Änderungen einzelne Emittenten besonders hart treffen und eindeutig ihren Interessen widersprechen, muss dies nicht zur Unbilligkeit der Ausübung des Bestimmungsrechts führen. Denn auch hier ist zu berücksichtigen, dass die Emittenten u.U. *ex ante* ein Interesse an entsprechenden Änderungsvorbehalten haben können. Dies trifft uneingeschränkt für diejenigen Unternehmen zu, die von der Penny-Stock-Regelung betroffen waren und denen der Ausschluss vom Neuen Markt drohte. Jeder diese Unternehmen wäre unzweifelhaft bereit gewesen, eine solche Ausschlussregel zum

⁹⁸ Ebenso Römermann/Schröder, BKR 2001, S. 83, 85.

⁹⁹ Eine direkte kommt nur für die Vereinbarungen über eine „Leistung“ in Betracht, nicht jedoch etwa bei der Penny-Stocks-Regelung, vgl. Römermann/Schröder, BKR 2001, S. 83, 85.

¹⁰⁰ Gottwald, in: MüKo-BGB, § 315 Rn 27.

¹⁰¹ hM, vgl. Gottwald, in: MüKo-BGB, § 315 Rn 29; Larenz, SchuldR I, 6 II a S. 81.

¹⁰² Übersicht bei Gottwald, in: MüKo-BGB, § 315 Rn 30; Mader, in: Staudinger, BGB, § 315 Rn 67 ff.

¹⁰³ aA hinsichtlich öffentlichem Interesse Hammen, WuB I G 7.-5.01, S. 1047, der allein auf die privaten Interessen der DBAG, der Emittenten und deren Aktionäre abstellen will.

Zeitpunkt des Börsengangs zu akzeptieren, da sie andernfalls dem Kapitalmarkt signalisiert hätten, dass sie nicht mit einem dauerhaften Erfolg ihrer Unternehmung rechneten und zu denjenigen Unternehmen gehören werden, die von der Penny-Stock-Regelung betroffen sein könnten. Diese anfänglich gleiche Richtung der Interessen von DBAG und Emittenten besteht nun *ex post* nicht mehr für diejenigen Gesellschaften, die konkret vom Ausschluss bedroht sind. Denn für sie bedeutet der Ausschluss vom Neuen Markt das Abrutschen in den geregelten Markt mit verminderter Liquidität und damit höheren Kapitalkosten.

Hier kommt auch die kapitalmarktrechtliche Diskussion um die Konzeptionen des Anlegerschutzgedankens zum Vorschein. Ein individuell und selbständig konzipierter Anlegerschutz würde die Aktionäre der von Änderungen besonders betroffenen Gesellschaften *ex post* schützen wollen, auch wenn die Änderungsmöglichkeit *ex ante* im Interesse des Emittenten und seiner Anteilseigner stand. Ein am Funktionsschutz orientierter Anlegerschutz würde dagegen die spätere besondere Betroffenheit einzelner Emittenten im Interesse der Erhaltung der Marktfunktionsfähigkeit hinnehmen.

Ökonomisch gesehen hat die DBAG adäquate Anreize, einen Schutz der Marktfunktionsfähigkeit zu betreiben. Wenn sie etwa im Zuge der Einführung der Penny-Stocks-Regelung einzelne Emittenten vom Markt ausschließt, verliert sie zunächst die Einnahmen aus den von diesen jährlich zu entrichtenden Listing-Gebühren. Wenn sie trotzdem ein Interesse am Ausschluss hat, dann nur, weil sie sich dadurch eine Belebung des Handels bei den übrigen Titeln verspricht. Dies wiederum steht auch im Interesse der verbliebenen Anleger am Neuen Markt. Das egoistische Interesse der DBAG entspricht hier also dem Interesse des Anlegerpublikums an einem funktionsfähigen Börsenhandel.

Berücksichtigt man diese Interessenlage, so erscheint es sachgerecht, der DBAG bei entsprechend bestimmter Vereinbarung mit den Emittenten zwar die Einführung der Penny-Stock-Regelung als nachträgliche Vertragsänderung zu gestatten, andererseits aber den Gesellschaften gewisse Anpassungsfristen einzuräumen¹⁰⁴.

Eine ganz andere Frage ist, ob die Ausschlussregelung in der von der DBAG vorgeschlagenen Form angemessen ist. Das OLG Frankfurt hat dies aus zwei Gründen verneint. Zum einen sei die Grenze der Mindestmarktkapitalisierung von 20 Mio. Euro nicht einsichtig, da diese Grenze bei der Zulassung zum Neuen Markt keine Rolle spiele. Zum anderen hätte die DBAG, wenn die Grenzwerte von so großer Bedeutung für die Funktionsfähigkeit des Marktes seien, dies schon bei Schaffung des Neuen Marktes 1997 erkennen können.

Ganz zu überzeugen vermögen diese Einwände hier nicht. Wenngleich das RWNM für die Zulassung zum Neuen Markt nicht explizit eine Mindestmarktkapitalisierung von 20 Mio. Euro verlangt, so räumt Abschn. 2 2.1.1 (2) RWNM der DBAG doch das Recht ein, die Zulassung abzulehnen, wenn die Voraussetzung für die Bildung eines börsenmäßigen Marktes nicht gegeben sind, der Zulassung Anlegerschutzinteressen entgegenstehen oder die Zulassung zur Schädigung bedeutender allgemeiner Interessen führen kann. Es kann davon ausgegangen werden, dass jedenfalls momentan kein Emittent an den Neuen Markt zugelassen würde, bei dem die DBAG erwarten würde, dass er in Kürze ein Kandidat für den Ausschluss werden würde.

Und auch die Tatsache, dass die DBAG die Notwendigkeit einer Penny-Stocks-Regelung zur Schaffung des Neuen Marktes nicht früher erkannt hatte, dürfte hier kaum ihre

¹⁰⁴ So im Ergebnis auch das LG Frankfurt, WM 2001, S. 1607.

Berechtigung ausschließen. Es war ja gerade die Idee der privatrechtlichen Konstruktion des Neuen Marktes und der Unterwerfung unter künftige Regeländerungen, auf unvorhergesehene Änderungen der Marktbedingungen reagieren zu können und damit der Komplexität der Anforderungen an die heutigen Börsenmärkte gerecht werden zu können.

bb) Änderungsvorbehalt auf Grund eines Handelsbrauchs

In der Literatur ist schließlich versucht worden, das Bestehen eines Änderungsvorbehalts kraft Handelsbrauch zu begründen. Da die beteiligten Kreise in der letzten Zeit erhebliche Änderungen des Regelwerks ohne Widerspruch akzeptiert hätten, sei von einer Verkehrssitte des Inhalts auszugehen, dass einseitige Änderungen auch ohne ausdrücklichen Vorbehalt zulässig sein sollen¹⁰⁵.

Zur Herausbildung eines Handelsbrauches unter Kaufleuten braucht es einen gewissen Zeitraum, die Zustimmung der Beteiligten und eine tatsächliche Übung¹⁰⁶. Die Praktizierung durch eine Seite kann dabei ausreichen, wenn die Gegenseite eine solche Übung anerkennt, selbst wenn einzelne Betroffene widersprechen¹⁰⁷. Handelsbräuche dienen einerseits als Auslegungshilfe, entfalten über § 346 HGB aber auch eine normative Wirkung¹⁰⁸. Prinzipiell ist also das Bestehen eines kraft Handelsbrauch geltenden Änderungsvorbehalts möglich¹⁰⁹.

Auch wenn bei einer Übung, die im Interesse beider Seiten ist, eher von der Herausbildung eines Handelsbrauches auszugehen ist, hindert eine Übung, die überwiegend im Interesse einer Seite ist, die Entstehung einer Verkehrssitte nicht, solange die Anerkennung durch die andere Seite freiwillig und nicht auf Grund der wirtschaftlichen Übermacht der anderen Seite erfolgte¹¹⁰. Ob die Emittenten sich in der Vergangenheit freiwillig oder auf Grund der wirtschaftlichen Macht der DBAG den Änderungen gebeugt haben, ist Frage des Einzelfalls und kann hier deshalb nicht beantwortet werden. Prinzipiell wird aber zu berücksichtigen sein, dass einseitige Gestaltungsrechte nur ausnahmsweise über einen Handelsbrauch begründbar sind¹¹¹.

Nun kann ein Handelsbrauch allerdings ohnehin nur soweit gehen, wie die tatsächliche Übung reicht. Gegen die Annahme eines stillschweigenden Handelsbrauches spricht die Tatsache, dass die DABG regelmäßig mit den Emittenten ausdrückliche Vereinbarungen über die Unterwerfung unter künftige Änderungen trifft. Eine Übung hinsichtlich einer vertraglich nicht vereinbarten Änderung kommt also in diesen Fällen ohnehin nicht in Betracht. Am Neuen Markt ist daher die Annahme eines Änderungsvorbehalts kraft Handelsbrauches nicht gerechtfertigt.

¹⁰⁵ Bachmann, WM 2001, S. 1793, 1798. Die Möglichkeit der Herausbildung einer Verkehrssitte übersieht Hammen, WuB I G 7.-5.01, S. 1047, wenn er einen einseitigen Änderungsvorbehalt mangels Rechtsbindungswillens der Emittenten für ausgeschlossen hält.

¹⁰⁶ Allg. Ansicht, vgl. nur BGH, NJW 1852, S. 257; Hopt, in: Baumbach/Hopt, HGB, § 346 Rn 12; Schmidt, in: MüKo, HGB, § 346 Rn 11; Kort, in: Boujong/Ebenroth/Joost, HGB, § 346 Rn 6 ff.

¹⁰⁷ Kort, in: Boujong/Ebenroth/Joost, HGB, § 346 Rn 9.

¹⁰⁸ Vgl. Kort, in: Boujong/Ebenroth/Joost, HGB, § 346 Rn 17 („quasi-normative Wirkung“); Schmidt, in: MüKo, HGB, § 346 Rn 11 u. 33;

¹⁰⁹ Vgl. zu Anpassungsklauseln Schmidt, in: MüKo, HGB, § 346 Rn 67.

¹¹⁰ Kort, in: Boujong/Ebenroth/Joost, HGB, § 346 Rn 9.

¹¹¹ So zum einseitigen Rücktrittsrecht auch Schmidt, in: MüKo, HGB, § 346 Rn 31.

cc) Einseitige Vertragsänderung durch Kündigungsrecht

Die dritte Möglichkeit, ein einseitiges Änderungsrecht für die DBAG zu begründen, liegt in der Konstruktion einer Kündigung der Vertragsbeziehung mit gleichzeitigem Angebot zum neuen Vertragsschluss unter den geänderten Bedingungen. Zu denken ist dabei sowohl an ein ordentliches wie auch an ein außerordentliches Kündigungsrecht.

Der Vertrag der DBAG mit den Emittenten ist als atypischer Dienstvertrag zu qualifizieren¹¹². In der Literatur wurde daraus der Schluss gezogen, dass der Vertrag nach § 621 Nr. 4 BGB in einer Frist von 6 Wochen für den Schluss eines Kalendervierteljahres einseitig gekündigt werden kann¹¹³. Wie jetzt auch das OLG Frankfurt festgestellt hat, stehen einem solchen ordentlichen Kündigungsrecht die Interessen der Beteiligten entgegen¹¹⁴. Die Emittenten vertrauen bei Vertragsschluss in Anbetracht der hohen Kosten eines Börsengangs berechtigterweise darauf, vom Neuen Markt nicht grundlos ausgeschlossen zu werden. Dies ergibt auch die Auslegung des RWNM, wo einzelne Ausschlussgründe für das Handelssegment vorgesehen sind, nicht aber eine willkürliche Beendigungsmöglichkeit seitens der DBAG. Der erkennbare Parteiwille steht also der Annahme eines ordentlichen Kündigungsrechts entgegen.

Möglich bleibt aber eine außerordentliche Kündigung, wenn die Fortführung des Vertrages mit dem oder den betreffenden Emittenten für die DBAG unzumutbar ist¹¹⁵. Auch hier wird dann wieder das Interesse der DBAG an der Aufrechterhaltung eines funktionsfähigen Handels zu berücksichtigen sein. Auf der anderen Seite fällt auch das Interesse der Emittenten an der Fortführung ihrer Notierung am Neuen Markt ins Gewicht. Die Nennung der Gründe für eine Beendigung der Zulassung zum Neuen Markt in Abschn. 2 2.1.5 RWNM muss nach dem Parteiwillen als abschließende Ausgestaltung des außerordentlichen Kündigungsrechts angesehen werden. Eine Kündigung ist demnach möglich, wenn der Emittent gegen die Pflichten aus dem Regelwerk verstößt, ein ordnungsgemäßer Börsenhandel nicht mehr gewährleistet erscheint oder es zum Schutz des Publikums erforderlich ist. Aber auch wenn man von einem zunächst unveränderten Fortbestehen des aus §§ 554 a.F., 626, 723 BGB, 89a HGB zu folgernden außerordentlichen Kündigungsrechts (heute § 314 BGB) ausgeht, wird man den „Spielregelcharakter“ des RWNM berücksichtigen müssen und dementsprechend auch der Funktionsfähigkeit des Handels und den Interessen des Anlegerpublikums maßgebliches Gewicht eingestehen müssen¹¹⁶. Auch hier wird zu berücksichtigen sein, dass das Interesse der DBAG mit den Interessen der Emittenten an der Erhaltung der Marktfunktionsfähigkeit übereinstimmt und deswegen nicht mit einer einseitigen Übervorteilung durch die DBAG zu rechnen ist. Prinzipiell ist die Annahme eines außerordentlichen Rechts auf Kündigung durch die DBAG zur Erhaltung der Funktionsfähigkeit des Neuen Marktes also nicht ausgeschlossen.

c) Die dynamische Verweisung in AGB

Der zweite hier relevante Aspekt der vermeintlichen Flexibilität privater Regelwerke liegt in der Möglichkeit der Verwendung dynamischer Verweisungen. Ausgehend von

¹¹² Wolf, WM 2001, S. 1785, 1788 f.

¹¹³ Wolf, WM 2001, S. 1785, 1789.

¹¹⁴ OLG Frankfurt, DB 2002, S. 936, 938: Gegenansicht lebensfremd.

¹¹⁵ Vgl. statt aller Heinrichs, in: Palandt, BGB, Einl. vor § 241 Rn 19.

¹¹⁶ Vgl. OLG Frankfurt, DB 2002, S. 936, 938: „auch die Interessen Dritter – insbesondere der potenziellen oder bereits engagierten Anleger –“ sind zu berücksichtigen.

der das Zivilrecht beherrschenden Idee der Privatautonomie ist den Vertragspartnern grundsätzlich nicht verwehrt, in Verträgen auf fremde Regelwerke zu verweisen. Insbesondere im Geltungsbereich der §§ 305 ff. BGB (bzw. früher des AGBG) ergeben sich allerdings gewisse Gestaltungsgrenzen für den Verwender der AGB.

Am Neuen Markt hat in der Vergangenheit die Verweisung auf den Übernahmekodex der BSK eine Rolle gespielt. Gem. 2. Abschn. 7.3.10 RWNM ist der Emittent verpflichtet, den Übernahmekodex einzuhalten (siehe näher 4. Kap. A IV.).

a) Wirksame Einbeziehung in den Vertrag

Zwar gilt nach § 310 Abs. 1 BGB (§ 24 AGBG) der die Einbeziehung der AGB regelnde § 305 Abs. 2 BGB (§ 2 AGBG) nicht im kaufmännischen Verkehr, dennoch ist anerkannt, dass es auch dort der ausdrücklichen oder stillschweigenden rechtsgeschäftlichen Vereinbarung über die Einbeziehung der AGB bedarf¹¹⁷. Mittelbar wirkt sich diese Vorschrift also durch die Betonung der Bedeutung des rechtsgeschäftlichen Konsens im Geschäftsverkehr aus¹¹⁸. Der Wille zur Einbeziehung muss erkennbar sein. Ein ausdrücklicher Hinweis ist nicht erforderlich, ausreichend ist ein konkludenter oder stillschweigender Hinweis, wenn er nach §§ 133, 157 BGB als Einbeziehungserklärung zu verstehen ist¹¹⁹. Auch im unternehmerischen Verkehr gilt zudem, dass die andere Vertragspartei die zumutbare Möglichkeit zur Kenntnisnahme vom Inhalt der AGB haben muss¹²⁰, wobei eine Überlassung des AGB-Textes bei Vertragsschluss aber nicht notwendig ist¹²¹. Prinzipiell ist deshalb auch eine in den AGB enthaltene Verweisung auf andere Regelwerke möglich¹²². Voraussetzung für die Zulässigkeit einer solchen Verweisungen ist aber, dass der Vertragspartner regelmäßig klar und eindeutig auf die Verweisung hingewiesen werden muss, d.h. die Bezugnahme auf andere Regelwerke muss so gefasst sein, dass der Vertragspartner keinen Zweifel daran haben kann, welche Bestimmungen gelten sollen und er sich über diese Bedingungen ohne weiteres Kenntnis verschaffen kann¹²³.

b) Verbot überraschender Klauseln (§ 305c Abs. 1 BGB bzw. § 3 AGBG)

Nach § 305c Abs. 1 BGB (§ 3 AGBG) werden Bestimmungen in AGB nicht Bestandteil des Vertrages, wenn sie so ungewöhnlich sind, dass der Vertragspartner des Verwenders mit ihnen nicht rechnen braucht.

Für die Prüfung der Vereinbarkeit einer Bestimmung mit dieser Norm sind zunächst die Vorstellungen und Erwartungen zu ermitteln, die der Kunde vom Inhalt des Vertrages hatte bzw. nach den konkreten Umständen haben durfte, dann ist der Inhalt der Bestimmung zu ermitteln und schließlich die Diskrepanz zwischen den Vorstellungen und dem tatsächlichen Inhalt daraufhin zu prüfen, ob sie so groß ist, dass von einer überraschenden Klausel i.S.d. § 305c Abs. 1 BGB (§ 3 AGBG) gesprochen werden

¹¹⁷ std. Rspr. vgl. etwa BGH, NJW 1985, S. 1838; NJW 1987, S. 2431, 2432; NJW 1988, S. 1210, 1212.; siehe auch Brandner, in: Ulmer/Brandner/Jensen, AGBG, § 24 Rn 17; Ulmer, in: in: Ulmer/Brandner/Jensen, AGBG, § 2 Rn 80 ff.; Wolf, in: Wolf/Horn/Lindacher, AGBG, § 2 Rn 57.

¹¹⁸ Basedow, in: MüKo-BGB, § 2 Rn AGBG 42.

¹¹⁹ Ulmer, in: in: Ulmer/Brandner/Jensen, AGBG, § 2 Rn 80; Wolf, in: Wolf/Horn/Lindacher, AGBG, § 2 Rn 62.

¹²⁰ BGH, NJW 1988, S. 1210; Wolf, in: Wolf/Horn/Lindacher, AGBG, § 2 Rn 68;

¹²¹ Ulmer, in: in: Ulmer/Brandner/Jensen, AGBG, § 2 Rn 79.

¹²² BGH, NJW 1988, S. 1210 ff.; WM 1989, S. 1227, 1228; Ulmer, in: in: Ulmer/Brandner/Jensen, AGBG, § 2 Rn 79.

¹²³ BGH, NJW 1988, S. 1210, 1212.

kann¹²⁴. Dabei ist ein generell-konkreter Maßstab zu Grunde zu legen, so dass weder hinreichend ist, dass der betroffene Kunde von der Klausel überrascht worden ist, noch dass die Klausel lediglich ungewöhnlich ist. Andererseits ist aber eine Überraschung ausgeschlossen, wenn der Kunde vom konkreten Inhalt der Klausel Kenntnis hatte¹²⁵.

Im Rahmen der Überprüfung des Regelwerks des Neuen Marktes spielt das Verbot überraschender Klauseln regelmäßig keine Rolle, da sich die Emittenten kaum darauf berufen können, sie hätten von einzelnen Klauseln des Regelwerks keine Kenntnis gehabt, so dass die Anwendung von § 305c Abs. 1 BGB (§ 3 AGBG) schon auf Grund der positiven Kenntnis der Betroffenen vom Klauselinhalt ausgeschlossen sein wird.

c) Anforderungen des Transparenzgebots

Das Transparenzgebot verlangt, dass die in AGB enthaltenen Rechte und Pflichten des Vertragspartners durchschaubar, bestimmt und möglichst klar dargestellt werden¹²⁶. Es gilt auf Grund seiner allgemeinen Bedeutung grundsätzlich auch zwischen Unternehmen, wobei allerdings den Besonderheiten des unternehmerischen Verkehrs Rechnung zu tragen ist¹²⁷. Das Transparenzgebot ist unabhängig von den besonderen Transparenzvorschriften des AGB-Rechts zu prüfen. Eine Klausel, die gegen § 305c Abs. 1 BGB (§ 3 AGBG) oder § 305 Abs. 2 BGB (§ 2 ABGB) bzw. das Gebot der rechtsgeschäftlichen Einbeziehung verstößt, kann zugleich gegen das Transparenzverbot verstoßen¹²⁸. Die Rechtsprechung sieht einen Verstoß etwa dann, wenn der Verwender den Kunden über den Inhalt und seine Pflichten im Unklaren gelassen hat und so das aus dem Transparenzgebot abzuleitende Gebot einer möglichst klaren Konkretisierung und Bestimmtheit des Klauselinhalts verletzt wurde¹²⁹.

Unter zwei Aspekten erscheint die dynamische Verweisung in AGB problematisch. Der eine betrifft die Tatsache der Verweisung auf ein Regelwerk außerhalb des Vertragsdokuments. Hier geht um die Frage, inwieweit dem Betroffenen die Möglichkeit der Kenntnisnahme der externen Regeln zu geben ist. Anders als dies beim rechtsstaatlichen Publikationserfordernis der Fall ist, reicht eine abstrakte Kenntnisnahmemöglichkeit jedoch nicht aus. Die vertragliche Geltungsbegründung erfordert vielmehr, dass der Vertragspartner bei Vertragsschluss die konkrete Möglichkeit hat, das externe Regelwerk einzusehen, wenngleich auch eine tatsächliche Kenntnisnahme oder auch nur Überlassung des externen Regelwerks nicht erforderlich ist. Die Rechtsprechung hat einen Verstoß gegen das Transparenzgebot in einem Fall gesehen, in dem Gesetzesvorschriften für anwendbar erklärt wurden, die im AGB-Formular selbst nicht abgedruckt waren¹³⁰.

Der zweite problematische Aspekt betrifft die Inbezugnahme eines externen Regelwerks in der jeweils gültigen Fassung, also die dynamische Inbezugnahme. Hier geht es im

¹²⁴ Vgl. Basedow, in: MüKo-BGB, § 3 AGBG Rn 5.

¹²⁵ Ganz hM. vgl. BGHZ 131, 55, 59; Lindacher, in: Wolf/Horn/Lindacher, AGBG, § 3 Rn 38 ff.; Ulmer, in: Ulmer/Brandner/Jensen, AGBG, § 3 Rn 22 f. mit Auseinandersetzung mit der Gegenansicht (Stein, in: Soergel, AGBG, § 3 Rn 15), die den überraschenden Charakter einer Klausel allein objektiv bestimmen will.

¹²⁶ std. Rspr. seit BGH, NJW 1989, S. 222; vgl. etwa BGHZ 108, 52, 57; 112, 115, 117; 116, 1, 3; 130, 150, 153; BGH NJW 1992, 3158, 3161; 1993, S. 2052, 2054; 1996, S. 455; vgl. auch Ulmer, in: Ulmer/Brandner/Jensen, AGBG, § 9 Rn 87 ff.; Wolf, in: Wolf/Horn/Lindacher, AGBG, § 9 Rn 143 ff.

¹²⁷ Wolf, in: Wolf/Horn/Lindacher, AGBG, § 9 Rn 147.

¹²⁸ Ulmer/Brandner/Jensen, AGBG, § 9 Rn 94.

¹²⁹ Übersicht über Rspr. etwa bei Basedow, in: MüKo-BGB, § 9 AGBG Rn 30.

¹³⁰ OLG Düsseldorf, NJW-RR 1997, S. 1150, 1152. Das Gericht stützt sich letztlich aber auf § 3 AGBG und § 2 AGBG, gegen die jedenfalls verstoßen werden.

Grunde um die Frage der Zulässigkeit einer nachträglichen Änderungsbefugnis. Anders als beim vorbehaltenen einseitigen Änderungsrecht geht die nachträgliche Änderung in diesem Fall jedoch von einer dritten Stelle aus. Beim Parallelproblem der gesetzlichen Verweisung auf externe Regelwerke steht das Demokratieprinzip einer solchen Delegation der Änderungsbefugnis entgegen. Dagegen erscheint in den vertraglich begründeten Regelwerken die Delegation auf Dritte jedenfalls unproblematischer als ein einseitiges Änderungsrecht einer Vertragspartei. Dies gilt insbesondere dann, wenn der Dritte die Gewähr hinreichender Unabhängigkeit bietet und deswegen nicht zu befürchten ist, dass er eine der Vertragsparteien bevorzugt. An dieser Stelle können verschiedene institutionellen Sicherungen der Unabhängigkeit des externen Regelsetzers eine Rolle spielen, also etwa die Zusammensetzung des Entscheidungsgremiums, die Verfahrensbeteiligung der Betroffenen oder die Transparenz des Normsetzungsverfahrens. Die im Rahmen des § 307 BGB (§ 9 ABGB) erforderlichen Interessenabwägungen lassen dabei mehr Raum für „innovative“ Verfahrensgestaltungen als das Demokratieprinzip in seiner eher formalistischen Interpretation durch das Bundesverfassungsgericht.

4. Zwischenergebnis

Die obigen Ausführungen zu den Möglichkeiten der flexiblen Ausgestaltung der privatrechtlichen Regelwerke im Freiverkehr führen zu einem unerwarteten Ergebnis. Von der vielgepriesenen Flexibilität privater Regelwerke ist unter Berücksichtigung insbesondere der durch das AGB-Recht gezogenen Grenzen kaum etwas zu erkennen. Im Gegenteil, es ist zu erwarten, dass der Kern des Neuen Marktes nicht zuletzt auf Grund dieser Begrenzungen privatautonomer Gestaltungsfreiheit in den öffentlich-rechtlich konstruierten geregelten Markt verlagert wird, wo einseitige Regelwerksanpassungen in der Börsenordnung möglich sind.

Inwieweit in Zukunft Möglichkeiten bestehen, den Börsenhandel in privatrechtlichen Vereinbarungen zu regeln, hängt auch davon ab, ob die Gerichte bereit sind, die Besonderheiten solcher Regelwerke zu berücksichtigen. Bei der Anwendung des AGB-Rechts muss die besondere Interessenlage der DBAG und der Emittenten beachtet werden. Nur dort, wo die ökonomischen Anreize der DBAG eine Übervorteilung der Emittenten nahe legen, ist das strenge rechtliche Schutzinstrumentarium bei Allgemeinen Geschäftsbedingungen angebracht. Anders ist es dort, wo das gemeinsame Interesse am Börsenbetrieb die Interessen der Emittenten, der Anleger und der DBAG eint und damit ein unerwünschtes opportunistisches Verhalten der DBAG nicht zu erwarten ist. Um diese Interessenkongruenz zu demonstrieren, könnte es auch sinnvoll sein, auf privatrechtlicher Ebene institutionelle Vorkehrungen zu treffen, die die Teilnahme der von Regeländerungen Betroffenen schon im Vorfeld sichern und so auch formal die Berücksichtigung deren Interessen sichern¹³¹.

III. Publizitätsregulierung am Neuen Markt

Die strengen Publizitätspflichten am Neuen Markt sind wesentlicher Bestandteil des in diesem Markt verfolgten Regulierungskonzepts. Die Publizität soll es ermöglichen, dass auch junge, unbekanntere Unternehmen den Gang an die Börse antreten können, indem bestehende Informationsasymmetrien überwunden werden und glaubhafte Qualitätssignale

¹³¹ Vgl. Merkt, NJW 2002, Beilage 23, S. 41, 45.

gesetzt werden können¹³². Der RWNM kann so als ein Beispiel für die rechtspraktische Umsetzung der im ökonomischen Teil der Arbeit aufgezeigten Anreizmechanismen aufgefasst werden¹³³.

Bei den Publizitätspflichten kann unterschieden werden zwischen der Prospektpflicht (dazu 1.), der Quartalspublizitätspflicht (dazu 2.) und der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität (unter 3.).

1. Emissionsprospekt

a) Grundsätzliches

Der Emissionsprospekt, der für eine Notierung am Neuen Markt erforderlich ist, ist beim Zulassungsausschuss der Frankfurter Wertpapierbörse einzureichen. Die Zuständigkeit des Zulassungsausschusses macht angesichts der Tatsache Sinn, dass der Emissionsprospekt regelmäßig den für die Zulassung zum geregelten Markt erforderlichen Unternehmensbericht beinhaltet, vgl. Abschn. 2 4. RWNM.

Die Prospektanforderungen für den Neuen Markt richten sich eng an den Anforderungen der für die Zulassung zum amtlichen Markt einschlägigen Börsenzulassungsverordnung aus. Sie stehen diesen Anforderungen an keiner Stelle nach, gehen aber teilweise über sie hinaus. Auf eine genaue Darstellung der Einzelanforderungen soll hier verzichtet werden. Sie ergeben sich unmittelbar aus dem RWNM und wurden in der Literatur schon mehrfach dargestellt¹³⁴. Hervorgehoben werden sollen hier nur die Anforderungen, die die des amtlichen Marktes übertreffen.

Neben den im Regelwerk des Neuen Marktes vorgesehenen Regelungen können bei zukünftigen Börsengängen an der Frankfurter Börse auch die Going-Public-Grundsätze Anwendung finden, die von der DBAG am 24. April 2002 zur Förderung des Informationsniveaus der Börsenprospekte veröffentlicht wurden (dazu unten 4. Kap. B I 3.).

b) Unterschiede zum amtlichen Markt

Die Vorschriften für den Emissionsprospekt am Neuen Markt sind in mehreren Punkten strenger als die entsprechenden Vorschriften für den amtlichen Markt.

Der Emissionsprospekt ist am Neuen Markt in deutscher und englischer Sprache abzufassen¹³⁵, während für den amtlichen Markt ein deutscher Prospekt ausreicht¹³⁶. Mit dieser Anforderung soll der Internationalisierung des Wertpapierhandels Rechnung getragen werden und die Attraktivität des Marktes für ausländische Investoren erhöht werden¹³⁷.

Weiter ist im Emissionsprospekt ausdrücklich der Ausgabepreis der Aktien zu nennen, bzw. falls er noch nicht bekannt ist, der Zeitplan für seine Festsetzung¹³⁸.

¹³² Ausführlich zu den empirisch nachweisbaren Folgen dieser Möglichkeit des *signalings* für die Emittenten am Neuen Markt Johnson, Private Contracts and Corporate Governance Reform, S. 19 ff et passim.

¹³³ Vgl. zu den Anreizmechanismen bei der Publizitätsregulierung Erster Teil, 3. Kap. F III. 1.

¹³⁴ Siehe etwa Knips, Risikokapital, S. 343 ff.; Kullmann/Aerssen, ZBB 2000, S. 10, 24 ff (im Vergleich zu den Anforderungen der EASDAQ); Benz, DStR 1999, S. 1162, 1664 ff.; Römer/Müller, DB 2000, S. 1673, 1675; Potthoff/Stuhlfauth, WM 1997, Sonderbeilage 3, S. 3, 9 f.

¹³⁵ Abschn. 2 4.1.1 (1) RWNM.

¹³⁶ § 13 Abs. 1 BörsZuVO

¹³⁷ Potthoff/Stuhlfauth, WM 1997, Sonderbeilage 3, S. 3, 10; Knips, Risikokapital, S. 344.

¹³⁸ Abschn. 2 4.1.3 (1) Nr. 13 RWNM.

Auch muss der Prospekt am Neuen Markt Auskünfte über vereinbarte Veräußerungsverbote (Lock-Up-Vereinbarungen) enthalten¹³⁹.

Entsprechend der internationalen Ausrichtung müssen die Angaben über die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Emittenten am Neuen Markt auch der Rechnungslegung nach IAS oder US-GAAP entsprechen¹⁴⁰.

Weiter muss der Emissionsprospekt am Neuen Markt gem. Abschn. 2 4.1.16 RWNM in einem gesonderten Abschnitt Angaben über Risikofaktoren enthalten, d.h. über solche Faktoren, die einen erheblichen negativen Einfluss auf die wirtschaftliche Lage des Emittenten haben oder dessen Geschäftserfolg gefährden können. Wie umfassend diese Pflicht ist, zeigt sich bei Betrachtung der im Regelwerk beispielhaft genannten Faktoren. Als da wären: ungewöhnliche Wettbewerbsbedingungen, ein bevorstehendes Auslaufen von Schutzrechten oder Verträgen, die Abhängigkeit von bestimmten Märkten, von der Preisentwicklung bei Rohstoffen, von Wechselkursschwankungen, von staatlichen Eingriffen, von Branchenzyklen oder vom besonderen Fachwissen einzelner Personen der Geschäftsleitung des Emittenten. Mit dieser Vorschrift, die internationalen Standards entspricht¹⁴¹, wird der besonderen Konzeption des Neuen Marktes als Risikokapitalmarkt nachgekommen¹⁴².

Ebenfalls nicht für den amtlichen Markt vorgesehen ist die Erläuterung der wesentlichen Kennzahlen der letzten drei Geschäftsjahre des Emittenten, wie sie Abschn. 2 4.1.8 (3) RWNM für die Emittenten am Neuen Markt vorsieht. Besteht ein Unternehmen weniger als drei Jahre, so sind die Kennzahlen für die Dauer des Bestehens aufzunehmen und zu erläutern.

Der Stichtag des letzten offengelegten Jahresabschlusses eines Emittenten am Neuen Markt darf nicht länger als sechzehn Monate zurückliegen¹⁴³. Liegt der Stichtag des letzten, in den Prospekt aufgenommenen Jahresabschlusses mehr als vier Monate zurück, so muss nach Abschn. 2 4.1.9 (4) RWNM eine Zwischenübersicht aufgestellt werden, die nicht älter als drei Monate sein darf und den Anforderungen eines Quartalsberichts genügen muss.

Weiterhin müssen die Unternehmen am Neuen Markt im Prospekt auf alle außergewöhnlichen Ereignisse hinweisen, die ihre Tätigkeit beeinflusst haben (Abschn. 2 4.1.7 (3) RWNM), während die Emittenten im amtlichen Markt nur auf solche Ereignisse hinzuweisen haben, die bestimmte Angaben über Tätigkeitsbereiche, Umsatzerlöse, Standort und Bedeutung der Betriebe des Emittenten oder Rohstoffvorkommen beeinflusst haben¹⁴⁴.

Während mittlerweile am Neuen Markt die Zahl der Aktien des Emittenten, die von Mitgliedern der Geschäftsführungs- und Aufsichtsorgane gehalten werden, nicht nur für jedes Organ getrennt anzugeben ist, sondern auch unter den Organmitgliedern aufzuschlüsseln ist¹⁴⁵, fordert § 28 Abs. 2 Nr. 4 BörsZuVO nur die Nennung der Gesamtzahl der insgesamt von den Organen des Emittenten gehaltenen Aktien.

¹³⁹ Abschn. 2 4.1.6 Nr. 9 RWNM.

¹⁴⁰ Abschn. 2 4.1.9 (3) RWNM.

¹⁴¹ Potthoff/Stuhlfauth, WM 1997, Sonderbeilage 3, S. 3, 10.

¹⁴² Vgl. Knips, Risikokapital, S. 344.

¹⁴³ Abschn. 2 4.1.9 (1) RWNM.

¹⁴⁴ § 20 Abs. 2 BörsZuVO.

¹⁴⁵ Abschn. 2 4.1.14 (2) Nr. 4 RWNM.

Ein wesentlicher Unterschied besteht schließlich in den Anforderungen an die Angaben über die Geschäftsaussichten¹⁴⁶. Zusätzlich zu den auch in der BörsZuVO geforderten allgemeinen Ausführungen über die Geschäftsentwicklung, Tendenzen in der jüngsten Entwicklung und Aussichten für mindestens das laufende Geschäftsjahr, muss der Prospekt am Neuen Markt gem. Abschn. 2 4.1.15 (2) RWNM Ausführungen über die strategische Ausrichtung des Emittenten, insbesondere über die Erschließung neuer Absatzmärkte, die Verwendung neuer Verfahren, etwa in der Beschaffung, Produktion oder beim Absatz, und das Angebot neuer Produkte und/oder Dienstleistungen für die nächsten Geschäftsjahre enthalten. Diese Regelung hat damit zu tun, dass es sich bei den Unternehmen am Neuen Markt in der Regel um junge Unternehmen handelt, die über keine lange Unternehmensgeschichte verfügen, so dass die Zukunftsaussichten häufig nur über die Zukunftspläne beurteilt werden können¹⁴⁷.

c) Durchsetzung

Die Durchsetzung der Prospektpflicht erfolgt zunächst dadurch, dass die DBAG bei der Entscheidung über den Zulassungsantrag eine formelle Prüfung auf Vollständigkeit vornimmt. Eine Prüfung auf Richtigkeit der gemachten Angaben ist dagegen nicht vorgesehen¹⁴⁸. Daneben wird von der Zulassungsstelle bzw. früher dem Zulassungsausschuss der für die Zulassung zum geregelten Markt benötigte Unternehmensbericht geprüft. Auch wenn hier eine ausdrückliche materielle Prüfung nicht erfolgt, sind die Mitglieder des Zulassungsgremiums doch nach heute ganz herrschender Meinung verpflichtet, den ordnungsgemäßen Börsenhandel oder das Anlegerpublikum gefährdende Umstände, die ihnen bekannt geworden sind, bei ihrer Entscheidung zu beachten¹⁴⁹.

Eine indirekte Sanktionsdrohung, welche die Emittenten zur Abgabe zutreffender Angaben bewegen kann, ist in der Haftung für unrichtige Angaben im Prospekt zu sehen. Dabei bestehen verschiedene Möglichkeiten, eine solche Haftung für den Prospekt der Emittenten am Neuen Markt zu begründen.

aa) Prospekthaftung gem. § 55 i.V.m. §§ 44-48 BörsG (§ 77 i.V.m. §§ 45-49 BörsG a.F.)

§ 55 BörsG verweist für den für die Zulassung zum geregelten Markt erforderlichen Unternehmensbericht auf die Prospekthaftung gem. §§ 44 ff. BörsG. Da Voraussetzung für die Zulassung zum Neuen Markt die Zulassung zum geregelten Markt ist, gilt diese Prospekthaftung unproblematisch jedenfalls für den dort erforderlichen Unternehmensbericht. Nichts anderes kann aus der Tatsache gefolgert werden, dass eine Einbeziehung in den Handel im geregelten Markt nicht erfolgt. Der Wortlaut des § 44 Abs. 1 BörsG verlangt lediglich die Zulassung. Von der Zulassung, nicht der Einbeziehung, geht der die Prospekthaftung begründenden Vertrauenstatbestand aus¹⁵⁰.

¹⁴⁶ Vgl. allgemein zu Prognosen in Verkaufsprospekten Siebel/Gebauer, WM 2001, S. 173 ff.

¹⁴⁷ Knips, Risikokapital, S. 346.

¹⁴⁸ Allerdings muss die begleitende Emissionsbank bei der im Vorfeld des Börsengangs vorgesehenen Zielgruppenprüfung bestätigen, dass die präsentierten Zahlen von ihr oder einem unabhängigen Dritten auf Plausibilität geprüft wurden, vgl. Schreiben der Deutsche Börse AG, 1.7.1998, 6.5.1999 und 19.12.2000; vgl. dazu auch Claussen, BB 2002, S. 105, 108.

¹⁴⁹ Claussen, BB 2002, S. 105, 107; v. Rosen, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), Handbuch, § 2 Rn 176; Schwark, BörsG § 36, Rn 14; Groß, Kapitalmarktrecht, §§ 36-39 BörsG, Rn 21; Hamann, in: Schäfer, BörsG, § 36 Rn 28; siehe auch BGHZ 123, 126, 130.

¹⁵⁰ Vgl. Plückelmann, Der Neue Markt, S. 194.

Fraglich ist allerdings, ob von der Prospekthaftung auch solche Angaben erfasst werden, die allein für die Zulassung zum Neuen Markt erforderlich sind. Dies ist jedenfalls zu bejahen, wenn der Emittent von der in Abschn. 2 4. RWNM vorgesehenen Möglichkeit Gebrauch macht, den Emissionsprospekt, der für den Neuen Markt erforderlich ist, auch als Unternehmensbericht für die Zulassung zum geregelten Markt zu verwenden. Denn der Wortlaut des § 44 Abs. 1 BörsG verlangt nur, dass die Aktien auf Grund des Prospekts zum Börsenhandel zugelassen sind. Gehaftet wird für unrichtige oder unvollständige Angaben, wobei entscheidend ist, ob eine vorhandene oder fehlende Angabe für die Anlageentscheidung wesentlich ist. Weder kommt es auf die Anforderungen der §§ 13 ff. BörsZulV an¹⁵¹ noch auf die in der BörsO oder im RWNM geforderten Angaben. Wesentlich ist neben den Einzeltatsachen vor allem auch der dem Durchschnittsanleger vermittelte Gesamteindruck. Der Gesamteindruck ist dann unrichtig, wenn die insgesamt im Prospekt wiedergegebenen Tatsachen, Werturteile¹⁵² und Prognosen ein nicht wahrheitsgetreues, nicht vollständiges oder nicht realistisches Gesamtbild des Emittenten, seiner Vermögens-, Ertrags-, und Liquiditätssituation vermitteln¹⁵³. Erfolgt Zulassung zum geregelten Markt und Zulassung zum Neuen Markt also auf Grund desselben Prospekts, ist eine Prospekthaftung gem. § 55 i.V.m. § 44 BörsG möglich¹⁵⁴.

Nicht eingreifen vermag dieser Haftungsgrund aber dann, wenn der Emissionsprospekt für den Neuen Markt und der Unternehmensbericht für die Zulassung zum geregelten Markt getrennt veröffentlicht werden. Dies ist etwa dann der Fall, wenn Emittenten, die bereits am geregelten Markt notiert sind, für die bereits emittierten Wertpapiere eine nachträgliche Zulassung zum Neuen Markt beantragen¹⁵⁵. Die privatrechtliche Zulassung zum Neuen Markt ist selbst keine Zulassung im Sinne des § 44 BörsG, so dass eine unmittelbare Haftung aus dieser Norm ausscheidet.

bb) Prospekthaftung gem. § 66a Abs. 3 BörsO FWB a.F. i.V.m. §§ 44-49 BörsG a.F.

Eine umfassende Prospekthaftung könnte sich aber aus § 66a Abs. 3 a.F. bzw. § 90 Abs. 3 n.F. BörsO FWB ergeben, der die §§ 45 ff. BörsG a.F. (heute §§ 44 ff. BörsG) im Wege der Verweisung für anwendbar erklärt, falls Angaben im Emissionsprospekt für den Neuen Markt unrichtig oder unvollständig sind¹⁵⁶. Dem Wortlaut nach wird auch der Fall erfasst, dass Unternehmensbericht und Emissionsprospekt getrennt veröffentlicht werden. Allerdings ist eine solche Interpretation der Vorschrift sehr bedenklich. Aus der normenhierarchischen Betrachtung ergibt sich zunächst, dass die Börsenordnung den Anwendungsbereich des § 45 BörsG a.F. (§ 44 BörsG n.F.) nicht erweitern kann. Vielmehr ist allenfalls die Begründung einer selbständigen, satzungsrechtlichen Prospektspflicht in der Börsenordnung möglich. Gegen eine solche selbständige Pflicht spricht aber, dass die Börse sachlich zur Regelung des Freiverkehrs und damit auch des Neuen Marktes als ein Segment des Freiverkehrs nicht zuständig ist. Die Begründung

¹⁵¹ Hopt, in: Baumbach/Hopt, BörsG, § 45 Rn 7.

¹⁵² Werturteile sind dann unrichtig, wenn sie nicht durch Tatsachen gedeckt oder kaufmännisch nicht vertretbar sind, vgl. BGH, WM 1982, S. 862, 865; OLG Düsseldorf, WM 1984, S. 586, 595 f.; Hamann, in: Schäfer, BörsG, §§ 45, 46 Rn 27; Assmann, in: Assmann/Schütze, Handbuch, § 7 Rn 67; Schwark, BörsG, §§ 45, 46 Rn 13.

¹⁵³ Vgl. BGH, WM 1982, S. 862, 865; OLG Frankfurt, WM 1994, S. 291, 295f.; Assmann, in: Assmann/Schütze, Handbuch, § 7 Rn 68.

¹⁵⁴ Vgl. Plückelmann, Der Neue Markt, S. 195; Potthoff/Stuhlfauth, WM 1997, Sonderbeilage Nr. 3, S. 7.

¹⁵⁵ Dass dies möglich ist, ergibt sich aus Abschn. 2 2.3 (3) RWNM u. Abschn. 2 3.8 (1) S. 3 RWNM.

¹⁵⁶ Vgl. Hamann, in: Schäfer, BörsG, §§ 45, 46 a.F. Rn 20.

eines selbständigen Prospekthaftungstatbestands für den Neuen Markt wäre dementsprechend von der der Börse zugewiesenen Satzungsautonomie nicht mehr gedeckt. Hinzu kommt, dass es sich bei der Prospekthaftung keineswegs mehr um Bestimmungen rein „sachlich-technischer“ Natur handelt, sondern um einen profunden Eingriff in die Berufsausübungsfreiheit derjenigen, die verantwortlich für die Erstellung des Prospekts sind und somit der Haftung unterliegen. Für einen solchen wesentlichen Eingriff ist die allgemeine Satzungsautonomie der Börse aber keine ausreichende Grundlage. Eine entsprechende Vorschrift wäre folglich sowohl wegen der sachlichen Unzuständigkeit als auch mangels einer dem Vorbehalt des Gesetzes genügenden Ermächtigungsgrundlage nichtig.

cc) Prospekthaftung gem. Abschn. 2 4 S. 3 RWNM i.V.m. §§ 45-49 BörsG a.F.

Eine weitere Verweisung auf die §§ 45 ff. BörsG a.F. findet sich in Abschn. 2 4 S. 3 RWNM. Dort heißt es, dass der Emissionsprospekt für den Neuen Markt der Börsenprospekthaftung gem. §§ 77, 45 ff. BörsG a.F. unterliegt. Dadurch könnte eine selbständige, privatrechtlich begründete Prospekthaftungspflicht der Emittenten am Neuen Markt begründet sein. Möglich ist aber auch, diese Vorschrift als rein deklaratorische Feststellung der bestehenden Haftung der Emittenten aufzufassen. Für eine solche Interpretation spricht die Nennung von § 77 BörsG a.F., die bei Begründung einer privatrechtlichen, an § 45 BörsG a.F. orientierten Haftung nicht erforderlich gewesen wäre. Diese Zweifel an der Auslegung der Bestimmung des Regelwerks reichen angesichts seines Charakters als AGB schon aus, um die Begründung einer selbständigen Prospekthaftung abzulehnen. Denn einer solchen Interpretation stünden sowohl die Unklarheitenregel des § 305c Abs. 2 BGB (§ 5 AGBG) als auch das Transparenzgebot des § 307 Abs. 1 S. 2 (§ 9 AGBG) entgegen.

dd) Prospekthaftung auf Grund allgemeiner zivilrechtlicher Grundsätze

Kommt eine Prospekthaftung aus § 44 BörsG bzw. § 45 BörsG a.F. in den Fällen nicht in Frage, in denen Unternehmensbericht und Neuer Markt-Prospekt getrennt veröffentlicht werden, ist fraglich, ob auf die allgemeine zivilrechtliche Prospekthaftung zurückgegriffen werden kann. Denn die §§ 44 ff. BörsG sind nach ganz herrschender Ansicht insoweit abschließend, als dass in ihrem Anwendungsbereich die allgemeine zivilrechtliche Haftung ausgeschlossen ist¹⁵⁷. Andernfalls würde die Beschränkungen der Haftung, die §§ 44 ff. BörsG implizieren, gegenstandslos¹⁵⁸. Die Gegenansicht verweist zwar darauf, dass nach der herrschenden Meinung auf dem „grauen“ Kapitalmarkt umfassendere Haftungsgrundsätze gälten als auf dem organisierten Kapitalmarkt¹⁵⁹. Dies muss aber kein Widerspruch sein. Denn am organisierten Kapitalmarkt ist für den Anleger auf Grund der klaren Unterteilung der Marktsegmente leichter ersichtlich, auf welches Risiko bzw. welches Haftungsregime er sich durch seine Investitionsentscheidung einlässt.

Nun betrifft der Regelungsbereich von § 44 BörsG aber nur solche Prospekte, auf Grund derer eine Zulassung zu einem öffentlich-rechtlichen Marktsegment erfolgte. Über

¹⁵⁷ Groß, Kapitalmarktrecht, § 48 BörsG Rn 3; Kort, AG 1999, S. 9, 18; Assmann, in: FS-Kübler, S. 317, 338; Schwark, BörsG, §§ 45, 46 Rn 43; Kümpel, Bank- u. Kapitalmarktrecht, Rn 11.212; vgl. auch ausdrücklich die Reg.-Begr. 3. FFG, BT-Drucks. 13/8933, S. 54, 81.

¹⁵⁸ Vgl. OLG Frankfurt, NJW-RR 1997, S. 749, 750.

¹⁵⁹ Grundmann/Selbherr, WM 1996, S. 985, 988.

Prospekte, die einer solchen Zulassung folgen und damit auch die Emissionsprospekte am Neuen Markt, wenn die Zulassung dort von Unternehmen beantragt wird, deren Anteile schon zum geregelten Markt zugelassen sind, trifft § 44 BörsG keine Regelung. Der abschließende Charakter der Norm in seinem Anwendungsbereich steht folglich einem Rückgriff auf die allgemeine zivilrechtliche Prospekthaftung am Neuen Markt nicht im Wege. Allerdings wird man die Einschränkungen, die §§ 44 ff. BörsG enthalten, auch auf eine mögliche allgemeine zivilrechtliche Prospekthaftung analog anwenden müssen. Dies gilt nicht nur hinsichtlich der Haftungsvoraussetzungen und der Verjährung¹⁶⁰, sondern insbesondere auch hinsichtlich der Begrenzung des ersatzfähigen Schadens. Zwar wird eine solche Übertragung der Haftungsbegrenzung auf die allgemeine zivilrechtliche Prospekthaftung in der Regel abgelehnt¹⁶¹, hier liegt aber eine vergleichbare Interessenlage vor. Und zwar ganz gleich, ob man den Grund der Begrenzung der Haftung in § 44 BörsG darin sieht, dass spätere Änderungen nicht auf dem Prospekt beruhen und deswegen nicht zu Lasten der Prospektverantwortlichen gehen sollen¹⁶² oder ob man der Begrenzung den Zweck beimisst, die Haftung überschaubar zu halten und dadurch zur Risikokapitalförderung beizutragen¹⁶³.

Die allgemeine zivilrechtliche Prospekthaftung wurde von der Rechtsprechung aus den Regeln zur *culpa in contrahendo* entwickelt und knüpft an ein typisiertes Vertrauen der Anleger auf die Richtigkeit der von den Prospektverantwortlichen gemachten Angaben an¹⁶⁴. Der Prospekt hat den Interessenten ein zutreffendes Bild von der angebotenen Kapitalbeteiligen zu vermitteln, wobei sämtliche Umstände, welche für die Entschließung der Interessenten von Bedeutung sein könnten, richtig und vollständig dargestellt werden müssen¹⁶⁵. Der Prospektbegriff selbst ist in den Einzelheiten umstritten¹⁶⁶. Dabei ist vor allem fraglich, ob auch Einzelangaben als Prospekt aufgefasst werden können (weiter Prospektbegriff)¹⁶⁷ oder ob nur solche umfassenden Darstellungen, die die Beurteilung einer Vermögensanlage insgesamt ermöglichen, erfasst werden (enger Prospektbegriff)¹⁶⁸. Auf den Streit kommt es hier nicht an, weil der Emissionsprospekt am Neuen Markt ein umfassendes Bild von der Situation des Emittenten vermitteln soll, sich also nicht nur auf Einzelangaben beschränkt.

Es lässt sich also festhalten: erfolgt die Zulassung zum geregelten Markt und zum Neuen Markt auf Grund zwei getrennter Prospekte, so besteht für den Unternehmensbericht eine mögliche Prospekthaftung gem. §§ 55 i.V.m. 44 BörsG (früher §§ 77 i.V.m. 45 BörsG a.F.) und hinsichtlich des Emissionsprospekts für den Neuen Markt kommt eine Haftung aus der allgemeinen zivilrechtlichen Prospekthaftung in Betracht.

¹⁶⁰ Vgl. zur Anwendung der kurzen Verjährungsfrist auf die allgemeine Prospekthaftung BGHZ 83, 222. Eine Ausnahme macht der BGH nur für die Prospekthaftung im Bauherrenmodell, vgl. BGHZ 111, 321; 115, 217; 126, 172.

¹⁶¹ Vgl. etwa Hopt, in: Baumbach/Hopt, HGB, § 45 BörsG Rn 10.

¹⁶² Vgl. Reg.-Begr. 3. FFG, BT-Drucks. 13/8933 S. 54, 78. Zweifelnd Hamann, in: Schäfer, BörsG, §§ 45, 46 n.F. Rn 51; Hopt, in: Baumbach/Hopt, BörsG, § 45 Rn 10.

¹⁶³ Groß, in: Boujong/Ebenroth/Joost, HGB, BankR IX, IX 209 (§§ 45, 46 BörsG).

¹⁶⁴ Hamann, in: Schäfer, BörsG, §§ 45, 46 a.F. Rn 23; näher zur den Grundlagen der Prospekthaftung etwa Weimann, Prospekthaftung, S. 19 ff.

¹⁶⁵ Vgl. BGH, WM 1993, S. 1787, 1788; BGHZ 77, 172, 176; Hamann, in: Schäfer, BörsG, §§ 45, 46 a.F. Rn 23.

¹⁶⁶ Vgl. Hamann, in: Schäfer, BörsG, §§ 45, 46 a.F. Rn 25; Assmann, in: Assmann/Schütze, § 7 Rn 57.

¹⁶⁷ So etwa Assmann, in: Assmann/Schütze, § 7 Rn 57; Hamann, in: Schäfer, BörsG, §§ 45, 46 a.F. Rn 25.

¹⁶⁸ So Siol, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 45 Rn 47; Schwark, BörsG, § 44, Rn 12.

2. Quartalspublizität

Die Quartalspublizität war von Anfang an integraler Bestandteil des Publizitätskonzepts des Neuen Marktes. In den öffentlich-rechtlichen Marktsegmenten fehlt eine solche Pflicht bisher. Für den amtlichen Markt sieht § 40 BörsG (§ 44b BörsG a.F.) in Einklang mit der Zwischenberichtsrichtlinie¹⁶⁹ die Verpflichtung vor, mindestens einen Zwischenbericht zu veröffentlichen. Eine vierteljährliche Publizitätspflicht besteht dort aber nicht.

Die Aufgabe der Quartalsberichte besteht in der Vermittlung zeitnaher entscheidungserheblicher Informationen¹⁷⁰. Sie sind als regelmäßige Informationsquellen neben Jahresabschluss und Lagebericht das dritte Instrument zur Darstellung der Unternehmenslage¹⁷¹. Da die Quartalsberichte aber keine weitergehenden Funktionen erfüllen wie z.B. der Ausschüttungsbemessung oder steuerlichen Gewinnermittlung, liegt ihre Bedeutung allein in der Information des Publikums¹⁷². Die Bedeutung der Quartalspublizität für die Informationsverbreitung an der Börse ist mittlerweile auch für den Neuen Markt empirisch belegt¹⁷³.

Die Quartalspublizität ist am Neuen Markt auch deswegen von großer Bedeutung, weil dort regelmäßig innovative, wachstumsstarke Unternehmen notiert sind, bei denen kurzfristige Änderungen wirtschaftlicher Faktoren großen Einfluss auf den Aktienkurs haben können¹⁷⁴.

a) Anforderungen

Grundsätzlich muss der Quartalsbericht eine Beurteilung darüber ermöglichen, wie sich die Geschäftstätigkeit des Emittenten in dem jeweiligen Quartal des Geschäftsjahres entwickelt hat¹⁷⁵. Dabei muss der Quartalsbericht nach denselben Rechnungslegungsgrundsätzen erstellt werden wie der Jahresabschluss, d.h. entweder nach IAS oder nach US-GAAP¹⁷⁶. Neben diesen generellen Anforderungen werden im Regelwerk einzelne Pflichtangaben genannt. Dies sind zunächst die Bilanz (seit 1.1.2001), die Gewinn- und Verlustrechnung, das Ergebnis pro Aktie und eine Kapitalflussrechnung¹⁷⁷. Dabei sind seit der Regeländerung zum 1. 1. 2001 auch die Vergleichsgrößen zum Vorjahr anzugeben. Weiterhin sind die Zahl der von den Organen des Emittenten gehaltenen Aktien für jedes Organmitglied getrennt anzugeben¹⁷⁸. In den Erläuterungen sind die Umsatzerlöse aufzugliedern, Ausführungen zu machen über die Auftragslage, Entwicklung der Kosten und Preise, Forschungsaktivitäten, Zahl der Arbeitnehmer, Investitionen, personelle Veränderungen bei den Organen des Emittenten sowie über Vorgänge von besonderer Bedeutung mit Auswirkung auf die

¹⁶⁹ RL 82/121/EWG, Abl EG Nr. L 48/26.

¹⁷⁰ Alvarez/Wotschofsky, WPg 2000, S. 310.

¹⁷¹ Hanft/Kretschmer, AG 2001, S. 84 f.

¹⁷² Hanft/Kretschmer, AG 2001, S. 84, 85; Coenenberg/Henes, ZfbF 1995, S. 969, Förtschle/Helmschrott, WPg 1997, S. 553, 554.

¹⁷³ Siehe Coenenberg/Henes, ZfbF 1995, S. 969.

¹⁷⁴ Kersting, AG 1997, S. 222, 227; Plückelmann, Der Neue Markt, S. 92.

¹⁷⁵ Abschn. 2 7.1.1 (1) RWNM.

¹⁷⁶ Abschn. 2 7.1.2 (2) RWNM. In der Praxis halten sich die Unternehmen, die eine Rechnungslegung nach IAS wählen und diejenigen, die nach US-GAAP bilanzieren, in etwa die Waage, vgl. den Überblick bei D'Arcy/Leuz, DB 2000, S. 385, 387.

¹⁷⁷ Abschn. 2 7.1.2 (1) RWNM.

¹⁷⁸ Abschn. 2 7.1.2 (5) RWNM, seit 1.1.2001 aufgliedert für jedes Organmitglied.

Geschäftstätigkeit¹⁷⁹. Auch in diesem Zusammenhang soll die Vergleichbarkeit mit den Angaben der vorhergehenden Berichtsperiode(n) beachtet werden.

Diese detaillierte Aufgliederung der Pflichtangaben hat dazu geführt, dass die Unternehmen sich nur an diese Einzelpflichten gehalten haben, die generellen Anforderungen an eine mit IAS oder US-GAAP konforme Publizität aber nicht beachtet haben¹⁸⁰. Nachdem die DBAG eine wichtige Lücke – die Angabe der Bilanz – mit den Änderungen im Regelwerk zum Januar 2001 geschlossen hatte, blieben die speziellen Anforderungen des Regelwerks aber immer noch hinter internationalen Standards zurück. Insbesondere fehlte die Forderung nach Angaben über die Änderung der Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden, eine Pflicht zur (verkürzten) Segmentberichterstattung, eine Eigenkapitalveränderungsrechnung und Erläuterungen von wesentlichen Ereignissen zwischen Stichtag der Zwischenberichtsperiode und Publizierungszeitpunkt. Und schließlich ist die Möglichkeit der Befreiung im Hinblick auf einzelne Angaben vorgesehen, falls die Verbreitung dieser Angaben dem öffentlichen Interesse zuwider läuft oder die Verbreitung dieser Angaben dem Emittenten erheblichen Schaden zufügt, sofern die Nichtveröffentlichung das Publikum nicht über die für die Beurteilung der Aktien des Emittenten wesentlichen Tatsachen und Umstände täuscht. Einen solchen Entscheidungsspielraum kennen weder IAS noch US-GAAP¹⁸¹. Allerdings besteht nach der Regulierung durch die US-amerikanische SEC auch die Möglichkeit, auf Angaben zu verzichten, die sich nachteilig auf die wettbewerbliche Position des Emittenten auswirken¹⁸².

Die DBAG hat auf die Defizite mit der Änderung des Regelwerks zum 18. Oktober 2001 reagiert, indem sie nun eine Mindeststruktur an die Berichtsform vorgibt. Ziel ist es, durch diese Vorgaben eine Standardisierung der Berichte zu erreichen, die die Vergleichbarkeit für die Anleger erhöht. Außerdem ist nun auch eine Darstellung der Veränderung des Eigenkapitals vorgesehen¹⁸³, erläuternde Anhangsangaben inklusive Vergleichsinformationen¹⁸⁴ und Angaben zum Geschäftsverlauf und der voraussichtlichen Entwicklung des Geschäftsjahres¹⁸⁵.

b) Durchsetzung

Die Quartalspublizitätspflicht stellt eine Hauptleistungspflicht der Emittenten dar, auf deren Erfüllung die DBAG einen im Klagewege durchsetzbaren Anspruch hat. In der Praxis werden solche Klagen auf Grund der anderweitig bestehenden Sanktionsmöglichkeiten für pflichtwidriges Verhalten gleichwohl nicht vorkommen.

Zunächst besteht die Möglichkeit, die Nichterfüllung der Emittentenpflichten öffentlich bekannt zu machen¹⁸⁶. Wie bereits dargelegt wurde¹⁸⁷, darf die Wirkung einer solchen Veröffentlichung nicht unterschätzt werden. Die DBAG hat in der Vergangenheit Listen

¹⁷⁹ Abschn. 2 7.1.3 RWNM.

¹⁸⁰ Vgl. Hanf/Kretschmer, AG 2001, S. 84, 85; vgl. zu den Defiziten der Unternehmen am Neuen Markt bei der Einhaltung von den internationalen Rechnungslegungsstandards ausführlich die Studie des DAI, Rechnungslegung der Unternehmen am Neuen Markt, S. 36 ff.

¹⁸¹ Hanf/Kretschmer, AG 2001, S. 84, 87.

¹⁸² Siehe Regulation S-K, Item 101, 17 C.F.R. § 229.101 (c) (ii) 1999; Romano, Need for Competition, S. 50.

¹⁸³ Abschn. 2 7.1.2 (2) 3. RWNM.

¹⁸⁴ Abschn. 2 7.1.2 (2) 4. RWNM, Details geregelt in Abschn. 2 7.1.3. RWNM.

¹⁸⁵ Abschn. 2 7.1.2 (2) 5. RWNM.

¹⁸⁶ Abschn. 2 2.1.3 RWNM.

¹⁸⁷ Siehe Erster Teil, 3. Kap. B III 1 a.

mit denjenigen Unternehmen veröffentlicht, die der Quartalsberichtspflicht nicht oder nicht rechtzeitig nachgekommen sind¹⁸⁸.

Als weitere Sanktion mangelnder Pflichterfüllung sieht Abschn. 2 2.1.4 (1) RWNM die Verhängung einer Geldstrafe in Höhe bis zu 100.000 Euro vor, wobei auch hier die Tatsache der Verhängung der Strafe veröffentlicht werden darf. Im Jahre 2001 hat die Börse gegen die Emittenten insgesamt 892.000 Euro an Bußgeldern für verspätete Veröffentlichung von Quartalsberichten und Jahresabschlüssen verhängt. Ob die Höhe der Bußgelder im Einzelfall zur Abschreckung ausreichend war, ist unklar. Bei der Bußgeldbemessung sind der DBAG jedoch rechtliche Schranken gesetzt. Die Höhe der Geldstrafe, die als Vertragsstrafe i.S.d. § 339 BGB zu qualifizieren ist, liegt gem. § 315 Abs. 1 BGB im billigen Ermessen der DBAG. Gegen die Entscheidung der DBAG kann der *Primary Markets Arbitration Panel* als Schiedsgericht i.S.d. §§ 1025 ff. ZPO angerufen werden. Prinzipiell sind Vereinbarungen über schadensunabhängige Vertragsstrafen im Hinblick auf § 307 BGB (§ 9 AGBG) bedenklich¹⁸⁹. Hier dürfte allerdings wieder zu beachten sein, dass die Aufrechterhaltung des Vertrauens in den Neuen Markt bzw. eines ordnungsgemäßen Handels auch im Interesse der Emittenten steht.

Und schließlich ist gem. Abschn. 2 2.1.5 (1) Nr. 1 RWNM die Beendigung der Zulassung zum Neuen Markt durch die DBAG möglich, falls der Emittent gegen die ihm obliegenden Pflichten verstößt. Gem. § 242 BGB wird man hierfür aber verlangen müssen, dass ein erheblicher Pflichtverstoß vorliegt.

c) Prospekthaftung für unrichtige Quartalsberichte

Für unrichtige oder unvollständige Quartalsberichte greift die Haftung gem. § 44 BörsG nicht. Strittig ist, ob ein Rückgriff auf die allgemeine zivilrechtliche Prospekthaftung möglich ist. Ein Teil der Literatur¹⁹⁰ lehnt die Anwendung mit der Begründung ab, Quartalsberichte würden auf Grund rechtlicher Verpflichtungen erstellt. Auch sei deren Zweck nicht in erster Linie die Förderung des Absatzes der Wertpapiere. Die Absatzförderung bzw. die Förderung der Anlageentscheidung sei aber konstituierend für das Vorliegen eines Prospekts im Sinne der zivilrechtlichen Prospekthaftung¹⁹¹.

Dieser Auffassung kann nicht gefolgt werden. Dass die Veröffentlichung der Quartalsberichte zugleich Erfüllung einer privaten Rechtspflicht ist, kann für sich auf die Prospekthaftung als Haftung für typisiertes Vertrauen keinen Einfluss haben. Im Gegenteil dürften die Anleger auf die Richtigkeit der Veröffentlichung sogar mehr Vertrauen, wenn sich der Emittent selbst zur Veröffentlichung rechtlich verpflichtet hat. Und schließlich ist die Feststellung, die Quartalsberichtspflicht diene nicht in erster Linie der Anlageentscheidung, schlicht unzutreffend. Denn die Informationsfunktion der Quartalspublizität ist kein Selbstzweck. Sie beabsichtigt vielmehr, die Informationseffizienz der Börsenpreise zu fördern. Die Anpassung der Börsenpreise an eine veränderte Informationslage geschieht nun aber über die Reaktionen der Investoren und die kontinuierliche Anpassung ihrer Anlageentscheidung. Es ist nicht einsichtig, zwischen der Beeinflussung der Anlageentscheidung bei der erstmaligen Verkaufsförderung und der darauf folgenden kontinuierlichen Anlageentscheidung zu

¹⁸⁸ Vgl. AG-Report, 2001, R 167.

¹⁸⁹ Brandner, in: Ulmer/Brandner/Jensen, AGBG, § 9 Rn 74.

¹⁹⁰ Groß, WM 2002, S. 477, 480, der dies fälschlicherweise als die h.M. bezeichnet.

¹⁹¹ Groß, WM 2002, S. 477, 479.

differenzieren. In beiden Fällen können die Prospektverantwortlichen Anreize haben, die Investoren zu einer positiven Entscheidung zu beeinflussen¹⁹². Es ist daher mit der Gegenansicht davon auszugehen, dass auf unrichtige Quartalsberichte die Grundsätze der zivilrechtlichen Prospekthaftung Anwendung finden¹⁹³. Um allerdings Wertungswidersprüche zu vermeiden, dürfte der Haftungsmaßstab insoweit zu modifizieren sein, dass wie bei § 44 BörsG nur für grobe Fahrlässigkeit zu haften ist¹⁹⁴.

Die Haftung trifft denjenigen, der mit der Veröffentlichung besonderes Vertrauen in Anspruch genommen hat. Dies dürfte bei der Quartalspublizität auf die Emittenten zutreffen, eventuell auch für deren Leitungsmitglieder, wenn sie bei der Veröffentlichung des Berichts besonderes Vertrauen erweckt haben¹⁹⁵.

Einen Schaden könnten diejenigen geltend machen, die Aktien des betreffenden Unternehmens auf Grund eines falschen Quartalsberichts gekauft oder verkauft haben. Problematisch ist dann aber die Bestimmung der Schadenshöhe. Nach den allgemeinen schadensrechtlichen Grundsätzen ist der Geschädigte so zu stellen, wie er gestanden hätte, wenn ihm die richtige Auskunft erteilt worden wäre¹⁹⁶. Nur dann, wenn der Auskunftsgeber eine Garantie für die Richtigkeit übernommen hat, ist der Schadenbemessung die Vermögenslage zu Grunde zu legen, die bestehen würde, wenn die Auskunft richtig gewesen wäre¹⁹⁷. Betont man mit der Rechtsprechung die individualschützende Komponente der Prospekthaftung, die dem Anleger die Selbstbestimmung über die Verwendung seines Vermögens sichern soll, dann wird man in der Tat zu einer Ersatzpflicht in Höhe des vollen Kursverlustes kommen¹⁹⁸. Stellt man die funktionsschützende, kapitalmarktrechtliche Komponente der Prospekthaftung in den Vordergrund, so ist wenig einsichtig, warum der Prospektverantwortliche auch für solche Kursentwicklungen haften sollte, die mit der Falschinformation nicht in Verbindung stehen und so den Anlegern das Risiko der nachteiligen Kursentwicklung ganz abnehmen sollte. Dann liegt es nahe, dem Schutzzweck der zivilrechtlichen Prospekthaftung eine Haftungsbeschränkung auf solche Kursentwicklungen zu entnehmen, die durch den Mangel im Quartalsbericht ausgelöst wurden¹⁹⁹.

d) Haftung gem. § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. 2. Abschn. 7.1 RWNM

In der Literatur wird für unrichtige Quartalsberichte auch eine Haftung aus § 823 Abs. 2 BGB für möglich gehalten. Als Gesetz im Sinne dieser Vorschrift sollen wegen der öffentlich-rechtlichen Normen der § 57 Abs. 1 BörsG (§ 78 Abs. 1 BörsG a.F.) i.V.m. § 66a Abs. 2 BörsO FWB die entsprechenden Verpflichtungen zur Quartalsberichterstattung im Regelwerk des Neuen Marktes anzusehen sein, auch wenn

¹⁹² Dies übersieht Groß, WM 2002, S. 477, 480.

¹⁹³ Schwark, BörsG, § 44 Rn 13; Hopt, in: Baumbach/Hopt, HGB, § 48 BörsG Rn 4; Brondics/Mark, AG 1989, S. 339, 346; Hamann, in: Schäfer, BörsG, §§ 45, 46 a.F. Rn 29 m.w.N.

¹⁹⁴ Vgl. dazu Brondics/Mark, AG 1989, S. 339, 346.

¹⁹⁵ Groß, WM 2002, S. 477, 481. Nach aA ist Prospektverantwortlichkeit des Vorstands immer gegeben, vgl. Siebel/Gebauer, WM 2001, S. 173, 187, 189.

¹⁹⁶ BGHZ 116, 209, 214; 115, 214, 220; 49, 167, 174; BGH, BB 1995, S. 794; NJW 1981, S. 1035; NJW-RR 96, S. 282; LG Düss NJW RR-95, S. 1312; OLG Hamburg WM 1986, 13; OLG Hamm MDR 1987, 233; Wittmann, in: Staudinger, BGB, 12. Aufl., § 676 Rdn. 19; LG Augsburg WM 2001, S. 1914, 1946 für Ad-hoc Meldung.

¹⁹⁷ BGH, NJW 1998, S. 982 f.

¹⁹⁸ Vgl. BGHZ, 123, 106, 111ff.=NJW, 1993, 1786, 1789.

¹⁹⁹ Vgl. ausführlich Fleischer/Kalss, AG 2002, S. 329, 331 f.

man das Regelwerk selbst als zivilrechtliche AGB qualifiziere²⁰⁰. Unter rechtsdogmatischen Gesichtspunkten ist diese Auffassung kaum haltbar. Schutzgesetze im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB können nur Rechtsnormen sein²⁰¹. AGB sind keine Rechtsnormen, da es ihnen an der heteronomen Geltungsbegründung fehlt²⁰². Wie gesehen folgt auch die Geltung des RWNM nicht aus § 57 Abs. 1 BörsG, sondern aus der privatautonomen Vereinbarung der DBAG mit den Emittenten. Wenn aber Geltung und Inhalt des Regelwerkes auf die Privatautonomie der Beteiligten zurückzuführen ist, bleibt für die deliktische Haftung nach § 823 Abs. 2 BGB kein Raum. Möglich ist aber ein Anspruch aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 400 AktG als Schutzgesetz und aus § 826 BGB²⁰³.

3. Meldepflicht für Transaktionen

Nach Abschn. 2 7.2 RWNM, der zum 1. März 2001 in Kraft getreten ist, ist der Emittent verpflichtet, der DBAG jedes Geschäft mitzuteilen, das der Emittent und seine einzelnen Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder in Aktien des Emittenten oder Derivaten, deren Preis vom Aktienkurs des Emittenten abhängt, getätigt haben. Anders als bei der jetzt durch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz in § 15a WpHG eingeführten Meldepflicht, werden Transaktionen von Familienangehörigen nicht erfasst.

Die DBAG veröffentlicht diese Mitteilung (vgl. Abs. 3 S. 1 der Regelung). Nur bei Geschäften des Emittenten kann die Börse von einer Veröffentlichung absehen, wenn ansonsten dem Emittenten ein erheblicher Schaden entstehen würde und die Nichtveröffentlichung das Publikum nicht über die für die Beurteilung der Aktien des Emittenten wesentlichen Tatsachen und Umstände täuscht.

Nach Abschn. 2 7.2. (4) RWNM kann die DBAG die Geschäftsführung der Frankfurter Wertpapierbörse bei Börsengeschäften ersuchen, die Handelsüberwachungsstelle mit der Überwachung der Meldepflicht zu beauftragen. Diese Bestimmung ist unter zwei Gesichtspunkten problematisch.

Zunächst hat die DBAG keine Möglichkeit, die Geschäftsführung zu einer entsprechenden Handlung zu verpflichten. Insofern ist das „Ersuchen“ nur im Sinne eines „Anregens“ zu verstehen.

Dann ist aber weiter überhaupt fraglich, ob die Geschäftsführung die Handelsüberwachungsstelle im gewünschten Sinn beauftragen kann. Zwar ist gem. § 4 Abs. 1 S. 4 BörsG prinzipiell eine Beauftragung durch die Geschäftsführung möglich, aber nur soweit sich dies im Rahmen der Aufgaben der Handelsüberwachungsstelle hält. Diese ist gem. § 4 Abs. 1 S. 1, 2 BörsG für die Überwachung des Handels an der Börse und der Geschäftsabwicklung zuständig, wobei entsprechende Daten gesammelt und Ermittlungen getätigt werden können. Zu den Aufgaben gehört auch die Überwachung des ordnungsgemäßen Zustandekommens der Börsenpreise und damit auch der Preise am Neuen Markt als Teil des Freiverkehrs (§ 57 Abs. 2 BörsG). Nun führt der Handel des Emittenten oder der Mitglieder seiner Organe mit den eigenen Aktien nicht zwingend zu einer Beeinträchtigung der ordnungsgemäßen Kursbildung. Dies kann der Fall sein, wenn die Beteiligten versuchen, den Börsenkurs zu manipulieren. Wenn es aber nur um darum

²⁰⁰ Groß, WM 2002, S. 477, 483, der aber eine Haftungsbegründung letztlich mangels Drittschutz der Regelung ablehnt.

²⁰¹ Vgl. statt aller Thomas, in: Palandt, BGB, § 823 Rn 140.

²⁰² Vgl. Erster Teil, 1. Kap. A III 2. c.

²⁰³ Vgl. Groß, WM 2002, S. 477, 483 m.w.N.

geht, ob eine privatrechtlich mit der Börse vereinbarte Mitteilungspflicht verletzt wurde, ist die Handelsüberwachungsstelle nicht zuständig.

Verstößt der Emittent gegen seine Mitteilungspflicht und erlangt die DBAG davon Kenntnis, so stehen ihr die allgemeinen Sanktionsmöglichkeiten zur Verfügung. Dabei geht die DBAG davon aus, dass der Verstoß so schwer wiegt, dass u.U. sogar ein Anschluss vom Neuen Markt in Frage kommt²⁰⁴.

4. Verpflichtung zu Ad-hoc-Publizität

In Abschn. 2 7.3.12 RWNM verweist das Regelwerk des Neuen Marktes auf die Ad-hoc-Publizitätspflicht des § 15 WpHG, wobei der Emittent verpflichtet wird, die Veröffentlichungen in englischer Sprache vorzunehmen. Nach dem Wortlaut der Vorschrift ist nicht eindeutig, ob lediglich eine deklaratorische Feststellung getroffen wurde oder eine selbständige vertragliche Pflicht begründet werden sollte.

a) Anwendbarkeit des § 15 Abs. 1 WpHG

Nach § 15 Abs. 1 WpHG ist der Emittent von Wertpapieren, die zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind, verpflichtet, Tatsachen, welche möglicherweise Einfluss auf den Aktienkurs haben, unverzüglich zu veröffentlichen. Das Verfahren der Veröffentlichung ist in § 15 Abs. 2-4 WpHG geregelt. Die Pflicht flankiert das Verbot des Insiderhandels und trägt zur für die Funktionsfähigkeit des Marktes notwendigen Markttransparenz bei²⁰⁵.

Ob man die Emittenten von der Pflicht des § 15 Abs. 1 WpHG erfasst sieht, hängt davon ab, welche Seite der Doppelnatur des Neuen Marktes zwischen Geregelter Markt und Freiverkehr man mehr betont. Vertritt man gar die Auffassung, die Zulassung zum geregelten Markt werde gem. §§ 57 Abs. 3 a.F. bzw. § 69 Abs. 1 n.F. BörsO i.V.m. § 42 Abs. 4 S. 1 BörsG a.F. nach drei Monaten beendet, so dass allein die Zulassung zum Neuen Markt als Teil des Freiverkehrs bestehen bleibt, ist die Antwort einfach. Für den Freiverkehr gilt § 15 WpHG nach allgemeiner Auffassung nicht²⁰⁶. Aber auch wenn man der hier vertretenen Auffassung zustimmt, die von einem Fortbestehen der Zulassung am geregelten Markt ausgeht, ist die Anwendbarkeit des § 15 WpHG nicht zwingend, sondern hängt von der Interpretation der Vorschrift ab.

Von *Geibel* wurde vorgebracht, der Begriff „Zulassung“ in § 15 WpHG sei identisch mit dem des § 78 BörsG a.F. (§ 57 BörsG), da ansonsten Widersprüche zur Gesetzessystematik aufträten. Dort beinhaltet der Begriff aber auch die Einbeziehung in den Handel. Da die Wertpapiere der Emittenten am Neuen Markt aber nicht in den Handel im geregelten Markt einbezogen würden, sei auch § 15 WpHG nicht anwendbar. Nun verwendet das Börsengesetz den Begriff der Zulassung – wie bereits gesehen²⁰⁷ – nicht einheitlich. Im amtlichen Markt unterscheidet das Gesetz die Zulassung von der Aufnahme des Handels, wie sich aus § 37 Abs. 4 BörsG (§ 42 Abs. 4 BörsG a.F.) ergibt²⁰⁸.

Aber auch von Sinn und Zweck der Norm erscheint der Ausschluss der Emittenten des Neuen Marktes von der Ad-hoc-Publizitätspflicht nicht gerechtfertigt. Der Freiverkehr ist

²⁰⁴ Vgl. Marktrundschreiben der DBAG vom 19. Dez. 2000, S. 9.

²⁰⁵ Kümpel, in: Assmann/Schneider, WpHG, § 15 Rn 2; Geibel, in: Schäfer, WpHG, § 15 Rn 1.

²⁰⁶ Kümpel, in: Assmann/Schneider, WpHG, § 15 Rn 31; Geibel, in: Schäfer, WpHG, § 15 Rn 19 f.

²⁰⁷ 4. Kap. II.

²⁰⁸ darauf weist auch Plückelmann, Der Neue Markt, S. 189 hin.

deswegen ausgenommen, weil der Gesetzgeber befürchtete, dass die internationale Konkurrenzfähigkeit der deutschen Finanzplätze leiden würde und viele Emittenten versucht hätten, den Handel ihrer Anteile im Freiverkehr zu beenden²⁰⁹. Hinzu kommt, dass die Einbeziehung in den inländischen Freiverkehr ohne Zustimmung des Emittenten erfolgen kann²¹⁰. Dann erscheint es ausgeschlossen, dem Emittenten Pflichten aufzuerlegen, für deren Begründung nicht seine, sondern die Entscheidungen anderer ursächlich sind. Die Situation ist nun am Neuen Markt anders. Sowohl die Zulassung zum geregelten Markt als auch die Zulassung zum Neuen Markt erfordern einen Antrag seitens des Emittenten. Der Emittent hat also die freie Entscheidungsmöglichkeit darüber, ob er sich den Publizitätspflichten, die mit einer Zulassung am Neuen Markt verbunden sind, unterwerfen will. Tatsächlich war es ja gerade die Idee, einen liquiden Markt für junge Unternehmen durch erhöhte Publizitätsanforderungen überhaupt erst zu ermöglichen²¹¹. Die strengen Publizitätspflichten, zu denen auch die Pflicht nach § 15 Abs. 1 WpHG zählt, stehen daher auch im Interesse der Emittenten.

b) Privatrechtliche Ad-hoc-Publizitätspflicht

Auch wenn man eine unmittelbare Geltung des § 15 WpHG bejaht, fragt sich weiter, ob durch Abschn. 2 7.3.12 RWNM nicht auch eine privatrechtliche Pflicht begründet wird. Von der Antwort hängt insbesondere ab, ob die DBAG bei einem Verstoß gegen die Pflicht von ihren Sanktionsmöglichkeiten Gebrauch machen kann.

Der Wortlaut der Klausel ist nicht eindeutig: „Dem Emittenten obliegt die Einhaltung der in § 15 WpHG normierten Publizitätspflichten“. Letztlich wird man darin aber nur einen bloßen klarstellenden Hinweis auf die gesetzlich bestehenden Publizitätspflichten sehen können²¹². Denn sonst spricht das Regelwerk an Stellen, wo eine echte Emittentenpflicht begründet werden soll, ausdrücklich von einer „Verpflichtung“ des Emittenten²¹³. Da das Regelwerk als AGB einzustufen ist, gehen Zweifel gem. § 305c Abs. 2 BGB (§ 5 AGBG) zu Lasten der DBAG als Verwender. Allerdings werden die Emittenten in Abschn. 2 7.3.12 S. 2 RWNM verpflichtet, die Veröffentlichung einer Ad-hoc-Mitteilung auch in englischer Sprache vorzunehmen. Diese Verpflichtung zur Übersetzung ist eine selbständige Vertragspflicht, die von der DBAG eingefordert werden kann.

Die Überwachung und Sanktionierung der Ad-hoc-Publizitätspflicht selbst fällt in die Verantwortung der öffentlich-rechtlichen Stellen, die DBAG selbst hat keine Einflussmöglichkeiten in diesem Bereich. Dementsprechend unterscheiden sich die Möglichkeiten der Durchsetzung der Ad-hoc-Publizitätspflicht im Neuen Markt auch nicht von denen im amtlichen und geregelten Markt.

IV. Regulierung von Kontrolltransaktionen

Gem. 2. Abschn. 7.3.10 RWNM ist der Emittent verpflichtet, den Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen einzuhalten. Nicht ausreichend ist eine bloße Anerkennung des Kodexes, die für sich genommen keine Rechtsbindung erzeugt. Hier geht es explizit darum, den Emittenten an die

²⁰⁹ Kümpel, in: Assmann/Schneider, WpHG, § 15 Rn 31; vgl. auch Reg.-Begr., 2. FFG, BT-Drcks. 12/6679, S. 76.

²¹⁰ Kümpel, in: Assmann/Schneider, WpHG, § 15 Rn 31.

²¹¹ Vgl. Potthoff/Stuhlfauth, WM 1997, Sonderbeilage 3, S. 4.

²¹² So Potthoff/Stuhlfauth, WM 1997, Sonderbeilage 3, S. 7; Kümpel, in: Assmann/Schneider, WpHG, § 15 Rn 28.

²¹³ Vgl. etwa unmittelbar vorangehend im Regelwerk: 2. Abschn. 7.3.11 (Analystenveranstaltung) u. 2. Abschn. 7.3.10 (Übernahmekodex).

Übernahmeregeln zu binden. Mit den Erkenntnissen über die ökonomischen Anreize der Börsen zur Übernahmeregulierung (siehe Erster Teil 3. Kap. F II 2. b) ist die Verweisung auf den Kodex unmittelbar nur hinsichtlich der Neutralitätspflicht für den Vorstand der Zielgesellschaft zu erklären. Insbesondere die Pflichtangebotsregelung scheint aber den aufgezeigten Anreizzusammenhängen zu widersprechen. Hier dürfte die Wirkung des Kodex für das subjektiv-emotionale Vertrauen der Anleger in die Integrität des Marktes von Bedeutung gewesen sein, auch wenn sich die Emittenten am Neuen Markt durch die Anerkennung des Kodex nicht vor Übernahmen durch Unternehmen außerhalb dieses Handelssegments geschützt wurden, wenn diese sich nicht auf eine Pflichtangebotsregelung gebunden haben.

Nach dem Inkrafttreten des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes ist mit einem baldigen Wegfall der Regelung zu rechnen. Zwar könnte die DBAG von den Emittenten trotz der gesetzlichen Regelung zusätzlich die Einhaltung des Übernahmekodex fordern. Spätestens nachdem die Übernahmekommission ihre Tätigkeit eingestellt hat, macht dies in der jetzigen Form aber wenig Sinn. Nicht ausgeschlossen ist aber, dass die DBAG in Zukunft auf alternative Regelwerke verweist.

Allgemeiner ist künftig auch ein Verweis auf Teile des *Deutschen Corporate Governance Kodex* möglich, wobei auch denkbar wäre, von den Emittenten die verbindliche Einhaltung auch derjenigen Teile des Regelwerks zu verlangen, die dort selbst nur als Soll-Vorschriften formuliert sind.

Problematisch sind Unterwerfungen unter externe Kodices, die die *Corporate Governance* der Unternehmen regeln, unter zwei Gesichtspunkten. Wie schon allgemein ausgeführt wurde, werden der Verwendung der Verweisungstechnik in Allgemeinen Geschäftsbedingungen durch das AGB-Recht Grenzen gesetzt. Daneben ist die inhaltliche Vereinbarkeit der in Bezug genommenen Kodices mit den aktienrechtlichen Vorgaben zu beachten.

1. *Corporate Governance* Regeln und Aktiengesetz

Zu beachten ist zunächst, dass die Rechte und Pflichten des Vorstands im Aktiengesetz festgelegt sind und diese Pflicht- und Kompetenzverteilung wegen § 23 Abs. 5 AktG nicht zur Disposition der Beteiligten steht. Die Satzungsstrenge würde leicht zu umgehen sein, wenn man zwar eine Modifikation der aktienrechtlichen Bestimmungen in der Unternehmenssatzung für ausgeschlossen hielte, wohl aber den Abschluss von Verträgen mit Dritten über die unternehmensinterne Kompetenzverteilung zuließe. Daher kann es nach Sinn und Zweck des § 23 Abs. 5 AktG nicht möglich sein, dass sich eine Aktiengesellschaft gegenüber der DBAG wirksam zur Einhaltung von Vorschriften verpflichtet, die dem Modell der *Corporate Governance*, wie es das Aktiengesetz entwickelt, entgegenstehen. Entsprechende Selbstverpflichtung sind nur in Bereichen möglich, in denen die aktiengesetzlichen Bestimmungen einen Spielraum lassen.

Die Vereinbarkeit mit dem Aktiengesetz ist bzw. war auch für die Verweisung auf den Übernahmekodex vor allem im Hinblick auf die strikte Neutralitätspflicht des Vorstands problematisch. Während man diesen Einwänden für den Kodex selbst auf Grund seiner Unverbindlichkeit nicht nachgehen brauchte²¹⁴, entstand durch die Einbeziehung in das Regelwerk des Neuen Marktes eine rechtliche Bindung. In der Literatur war weitgehend anerkannt, dass den Vorstand auch nach dem deutschen Aktienrecht eine weitgehende

²¹⁴ Schander, NZG 1998, S. 799, 802.

Neutralitätspflicht bei Übernahmeangeboten trifft²¹⁵, so dass diesbezüglich zunächst kein Widerspruch zu der Regelung des Art. 19 ÜK bestand²¹⁶. Abweichungen konnten entstehen, wenn der Vorstand geltend machte, die Abwehrmaßnahmen seien im Interesse der Gesellschaft. Nach der aktienrechtlichen Wertung kam ihm hier schon in der Vergangenheit ein nicht unbeträchtlicher Einschätzungsspielraum zu²¹⁷. Anders schien dies im Rahmen des Übernahmekodex. Zwar konnte in solchen Fällen auf die Befreiung von der Neutralitätspflicht durch die Übernahmekommission gem. Art. 21 ÜK zurückgegriffen werden. Insofern enthielt Art. 19 ÜK auch keine indirekte Pflicht zur Einberufung der Hauptversammlung für die Legitimation von Abwehrmaßnahmen. In diesem Fall kam der Entscheidungsspielraum jedoch der Übernahmekommission zu und nicht dem Vorstand. Nun ermöglichte die Formulierung von Art. 19 ÜK aber durchaus eine Interpretation, die mit der Wertung des Aktiengesetzes in Einklang zu bringen war. Denn der Vorstand durfte nach dem Übernahmekodex nur solche Maßnahmen nicht ergreifen, die dem „Interesse der Wertpapierinhaber, von dem Angebot Gebrauch zu machen, zuwiderlaufen“, vgl. Art. 19 S. 1 ÜK. Ist die Abwehr einer Übernahme im Interesse der Gesellschaft, so wird auch kein schützenswertes Interesse der Wertpapierinhaber an der Annahme des Angebots bestehen.

2. Durchsetzung

Für die Durchsetzung des Pflichten des Emittenten aus der verbindlichen Anerkennung externer Verhaltenskodices kommen neben der Erfüllungsklage, etwa auf Abgabe eines Pflichtangebotes, die allgemeinen, im Regelwerk vorgesehenen Sanktionen in Betracht. Auch war bei der Verweisung auf den ÜK weiter zu erwägen, den Aktionären bei Zuwiderhandlung eines Emittenten gegen die Pflichten aus den Übernahmeregeln einen Schadensersatzanspruch aus Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter zu gewähren. Ein solcher bestand aber nicht. Für die Aktionäre der Bietergesellschaft, die sich an den Übernahmekodex gebunden hat, deswegen nicht, weil sich die Vorstandspflichten und die Vorstandsverantwortlichkeit hier auf Grund des § 23 Abs. 5 AktG abschließend aus dem Gesetz ergeben. Für die Aktionäre der Zielgesellschaft schied ein Anspruch mangels Erkennbarkeit der Einbeziehung bei Vertragsschluss aus. Möglich war aber ein eigener vertraglicher oder vorvertraglicher Anspruch der Zielgesellschaftsaktionäre, wenn sich der Bieter im öffentlichen Übernahmeangebot zur Einhaltung des Kodex bekennt²¹⁸.

²¹⁵ Vgl. aus der nahezu unüberschaubaren Literatur etwa Altmeyen, ZIP 2001, S. 1073, 1076 ff. Thoma, NZG 2002, S. 105, 110; Merkt, ZHR 165 (2001), S. 224, 244 ff.; Meier-Reimer, ZHR 165 (2001), S. 258, 265 ff.; Grunewald, AG 2001, S. 288, 289; Dimke/Heiser, NZG 2001, S. 241, 242; Assmann/Bozenhardt, in: Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 1, 112 ff.; Hahn, ZBB 1990, S. 10, 19; Ebenroth/Daum, DB 1991, S. 1157, 1158; Krause, AG 1995, S. 209, 214; Roos, WM 1996, S. 2177, 2185, Hopt, ZGR 1993, S. 534 ff.; ders. ZHR 161 (1997), S. 368, 391 m.w.N.; Schander/Posten, ZIP 1997, S. 1534, 1536; Schander, BB 1997, S. 1801, 1804.

²¹⁶ Nur im Ergebnis ebenso Hopt, ZHR (161), S. 1725, 1729. Allerdings mit nicht überzeugender Begründung: „Vielmehr liegt in der Anerkennung eine richtige, zumindest aber vertretbare Entscheidung des Vorstands, der seine Gesellschaft vom Pranger fernhält“. Die Grenze für die Vorstandsmacht wird hier nicht nur durch § 76 Abs. 1 AktG, sondern eben auch durch § 23 V AktG gezogen. aA zur Vereinbarkeit mit dem AG Thoma, ZIP 1996, 1725, 1730 f., allerdings nur zum unverbindlichen Kodex selbst.

²¹⁷ Siehe BGH, BB 1997, S. 1169 (ARAG/Garmbeck); vgl. im Rahmen der Übernahmeangebote insb. Heiser, Interessenkonflikte, S. 291 f.

²¹⁸ Vgl. Groß, DB 1996, S. 1909, 1911.

V. Regulierung von Unternehmensinsidern

Die Regulierung von Unternehmensinsidern ist der dritte Bereich, an dem sich die in der ökonomischen Theorie hergeleiteten Anreizzusammenhänge in ihrer rechtspraktischen Umsetzung demonstrieren lassen, wobei gleichzeitig auch die Grenzen der privatrechtlichen Selbstregulierung deutlich werden. Insiderrechtliche Bezüge im RWNM haben neben der schon angesprochenen Meldepflicht für Transaktionen der Vorstandsmitglieder die Lock-Up-Vereinbarungen mit den Altaktionären und den Emittenten (dazu 1.) und die zwingende Anerkennung der Emissionsgrundsätze der BSK (dazu 2.).

1. Lock-Up-Vereinbarung²¹⁹

a) Ausgestaltung

Nach Abschn. 2 7.3.9 (1) RWNM ist dem Emittenten untersagt, innerhalb von 6 Monaten ab dem Datum der Zulassung zum Neuen Markt Aktien direkt oder indirekt zur Veräußerung anzubieten, dies anzukündigen oder Maßnahmen zu treffen, die einer Veräußerung wirtschaftlich entsprechen. Neben dieser Zulassungsfolgepflicht besteht als Zulassungsvoraussetzung gem. Abschn. 2 2.2 (1) RWNM die Pflicht, von den Altaktionären eine entsprechende Verpflichtungserklärung mit von der DBAG vorgegebenem Inhalt einzuholen²²⁰. Nach dem vor dem 15.9.99 geltenden Regelwerk war die Verpflichtungserklärung der Altaktionäre noch gegenüber der DBAG abzugeben, seither wird eine Erklärung gegenüber dem Emittenten gefordert.

b) Ökonomische Funktion

Das Veräußerungsverbot erfüllt ökonomisch gesehen wichtige Funktionen²²¹. Zum einen verhindert es, dass der Aktienkurs der Gesellschaft auf Grund eines Überangebots an Aktien unter Druck gerät. Auf einem effizienten Kapitalmarkt wäre dies zwar ausgeschlossen, gerade bei den relativ kleinen Unternehmen am Neuen Markt ist diese Befürchtung aber nicht von der Hand zu weisen. Ein Sinken der Aktienkurse kann schlicht daraus resultieren, dass der Markt nicht liquide genug ist, um das betreffende Angebot eines Altaktionärs aufzunehmen, d.h. dass die Nachfragekurve in Bereichen größerer Menge fallend ist (vgl. bereits unter Erster Teil, 4. Kap. A I.).

Zum anderen geht von der Entscheidung des Altaktionärs, sich von seinen Anteilen zu trennen, auch eine Signalwirkung aus. Zwar ist möglich, dass allein Liquiditätsmotive Ausschlag gebend für die Verkaufsentscheidung waren, ebenso möglich ist aber auch, dass der Altaktionär deswegen „Kasse“ machen will, weil er auf Grund seiner überlegenen Informationen die Aktie für überbewertet hält und deswegen den Gewinn im Vergleich zum „wahren“ Wert realisieren will. Dieses Signal wird von den übrigen Marktteilnehmern aufgenommen, so dass es schließlich zu einem Sinken der Kurse kommt. Aus Sicht Anleger und des Unternehmens ist ein solches Sinken der Kurse

²¹⁹ Vgl. zu den geltenden Veräußerungsverbotsregelungen Harrer/Mölling, BB 1999, S. 2521 ff.

²²⁰ Vgl. Anlage 1 zum RWNM.

²²¹ Vgl. Harrer/Mölling, BB 1999, S. 2521, 2522; siehe auch Plückelmann, Der Neue Markt, S. 95, die als Funktion die Sicherung der Liquidität am Neuen Markt ausmacht. Tatsächlich ist aber der Wunsch nach erhöhter Liquidität des Marktes für die DBAG ein Grund, von der Befreiungsmöglichkeit vom Veräußerungsverbot Gebrauch zu machen, vgl. Benz/Kiwitz, DStR 1999, S. 1162, 1163.

nachteilig, wenngleich es auch aus volkswirtschaftlicher Sicht nicht schädlich ist, soweit dadurch die Informationseffizienz des Marktes verbessert wird.

Volkswirtschaftlich gesehen macht aber die Tatsache, dass die Altaktionäre sich *ex ante* auf ein Veräußerungsverbot verpflichten können, trotzdem Sinn. Denn dadurch wird sowohl ein positiver Selektionseffekt als auch ein positiver Anreizeffekt erzielt. Der Selektionseffekt besteht darin, dass nur solche Emittenten an den Neuen Markt streben werden, deren Aktionäre davon überzeugt sind, auch mehr als nur kurzfristig am Markt bestehen zu können. Der Anreizeffekt besteht darin, dass es für die Altaktionäre nicht vorteilhaft ist, ihren Einfluss auf die Geschäftsführung derart geltend zu machen, dass diese die berichtigten „kurzfristigen Unternehmensziele“ verfolgt, die zu einem künstlichen Aufblähen des Aktienkurses führen, ohne längerfristig Wert zu schaffen.

c) Durchsetzung

Überhaupt erst ermöglicht wird eine effektive Überwachung des Veräußerungsverbots durch die Tatsache, dass diejenigen Aktien, die für den Neuen Markt zum sofortigen Handel zugelassen werden und diejenigen, für die eine Haltefrist gilt, unterschiedliche Wertpapierkennnummern erhalten. Die Wertpapiere, für die die Haltefrist gilt, werden in der Girosammelverwahrung bei der Clearstream Banking AG mit einer Gesamtsperre belegt²²², die zwar gem. § 137 BGB nur schuldrechtliche Wirkung hat, aber dennoch verhindert, dass die Aktien über die Börse verkauft werden können. Faktisch möglich bleiben aber die Verfügung im außerbörslichen Handel, Leerverkäufe, die später mit den frei gewordenen Altaktionen erfüllt werden oder replizierende Transaktionen mit Hilfe von derivativen Finanzinstrumenten. Um solche Verstöße gegen das Veräußerungsverbot zu sanktionieren, stehen der Börse verschiedene Möglichkeiten zu.

aa) Gegenüber Altaktionären

Die Altaktionäre verpflichten sich nicht (mehr) gegenüber der DBAG auf Einhaltung der Haltefrist, sondern gegenüber dem Emittenten. Dementsprechend steht der DBAG kein klagbarer Anspruch gegen die Altaktionäre auf Einhaltung der Frist bzw. Wiederherstellung des vertragsgemäßen Zustandes zu.

Die Erklärung der Altaktionäre gegenüber dem Emittenten erschöpft sich aber nicht in der bloßen Vereinbarung der Haltefrist, sondern umfasst weitere Bestandteile.

Zunächst erklärt sich der Altaktionär einverstanden, dass der Emittent der DBAG Informationen über den Aktienbestand der Altaktionäre übermittelt und dass seine Wertpapiere bei der Depotbank und der Clearstream Banking AG mit der Sonderwertpapierkennnummer verbucht werden. Darüber hinaus befreit er die Depotbank vom Bankgeheimnis zum Zweck der Überwachung des Veräußerungsverbots.

Zur Sanktionierung des Veräußerungsverbots enthält die Verpflichtungserklärung zwei Maßnahmen. Zum einen verpflichtet sich der Altaktionär bei einem Verstoß zur Zahlung einer Vertragsstrafe i.S.d. § 339 BGB in Höhe des Differenzbetrags zwischen Emissionspreis und Veräußerungserlös bzw. geldwertem Vorteil²²³. Der Betrag wird von der DBAG zweckgebunden für die Weiterentwicklung des Neuen Marktes eingesetzt.

²²² Harrer/Mölling, BB 1999, S. 2521, 2523.

²²³ Liegt der Veräußerungserlös bzw. geldwerte Vorteil niedriger als der Emissionspreis, so ist die Differenz zwischen Anschaffungspreis und Veräußerungserlös bzw. geldwertem Vorteil zu erstatten.

Zum anderen verzichtet der Altaktionär auf den Anspruch gegenüber der Depotbank auf Ausführung des Geschäfts und die Belieferung.

Auch hier fragt sich nach der Vereinbarkeit der Sanktionen mit § 307 BGB (§ 9 AGBG). Zunächst ist in diesem Zusammenhang aber fraglich, wer überhaupt als „Verwender“ der ABG anzusehen ist. Gegen ein „Stellen“ i.S.d. § 305 BGB (§ 1 AGBG) durch den Emittenten spricht, dass die Bedingungen von der DBAG formuliert werden und diese dabei nicht als Sachwalter im Auftrag des Emittenten handelt. Gegen die DBAG als Verwender spricht allerdings, dass nur eine Vertragspartei als Verwender in Betracht kommt²²⁴. Ob man von diesem Grundsatz in Fällen, in denen der Dritte i.S.d. §§ 328 ff. BGB berechtigt wird, schon durch Auslegung des § 307 BGB eine Ausnahme machen muss, kann hier offen bleiben. Denn jedenfalls lässt sich die Anwendbarkeit der AGB-Regeln hier aus dem Umgehungsverbot des § 306a BGB (§ 7 AGBG) begründen.

Nun dürften beide Sanktionen nach der gebotenen Interessenabwägung nicht unangemessen i.S.d. § 307 BGB (§ 9 AGBG) sein. Auch hier gilt wieder, dass die Sanktionen als Teil der „Spielregeln“ weder den Interessen der Emittenten noch der Altaktionäre widersprechen müssen. Denn schließlich wird auf diese Weise ein informationsbedingtes Marktversagen verhindert und den Emittenten bzw. den Altaktionären die Möglichkeit gegeben, die Qualität ihrer Unternehmung zu signalisieren.

bb) Gegenüber Emittenten

Die Pflicht des Emittenten, innerhalb der Lock-Up Periode keine Aktien zu veräußern, ist vertragliche Hauptpflicht, die von der DBAG im Klageweg durchgesetzt werden kann. Verstößt der Emittent gegen diese Pflicht, kann verlangt werden, dass er den vertragsgemäßen Zustand durch Rückkauf der Aktien wieder herstellt. In der Praxis wird das Problem allerdings darin bestehen, dass die Haltepflicht häufig bereits abgelaufen sein wird, bevor der Verstoß gegen das Veräußerungsverbot bekannt wird²²⁵.

Daneben stehen der DBAG die allgemeinen, im Regelwerk vorgesehenen Sanktionsmöglichkeiten zu, die von der Veröffentlichung des Verstoßes über die Verhängung einer Geldstrafe bis hin zum Ausschluss vom Neuen Markt reichen.

Der Emittent ist nach Abschn. 2 7.3.9 (1) S. 2 RWNM verpflichtet, die DBAG unverzüglich zu unterrichten, sofern ihm Anhaltspunkte für einen Verstoß gegen das Veräußerungsverbot seitens seiner Altaktionäre bekannt werden. Hierdurch wird die Mitverantwortung des Emittenten für das Verhalten der Altaktionäre begründet²²⁶. Die Mitteilungspflicht ist als Zulassungsfolgepflicht ebenfalls mit den allgemeinen Sanktionsdrohungen belegt.

d) Schadensersatzanspruch aus Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter

Für den Anleger stellt sich die Frage, ob er bei Verletzung der Veräußerungsverbote Schadensersatzansprüche geltend machen kann. Solche Schadensersatzansprüche wären eine weitere Sanktionsdrohung, die der Durchsetzung der Lock-Up-Periode förderlich

²²⁴ Wolf, in: Wolf/Horn/Lindacher, AGBG, § 1 Rn 24.

²²⁵ Plückelmann, Der Neue Markt, S. 178.

²²⁶ Harrer/Mölling, BB 1999, S. 2521, 2523.

wären. In der Literatur wurde ein Anspruch der Aktionäre aus einer möglichen Schutzwirkung der Lock-Up-Vereinbarung ihnen gegenüber diskutiert²²⁷.

aa) Anforderungen an Verträge mit Schutzwirkung zugunsten Dritter

Die Rechtsgrundlage für den Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter ist umstritten. Die Rechtsprechung tendiert dazu, sie in der ergänzenden Vertragsauslegung (§ 157 BGB) zu sehen²²⁸, in der Literatur überwiegt die Auffassung, dass sie sich auf richterliche Rechtsfortbildung auf Grundlage von § 242 BGB stützt²²⁹.

Schutzwirkungen zugunsten Dritter können sich aus schuldrechtlichen Verpflichtungen jeder Art ergeben²³⁰. Unabhängig von der dogmatischen Begründung herrscht weitgehend Einigkeit darüber, dass zur Eingrenzung der Haftung des Schuldners vier Kriterien von Bedeutung sind²³¹. Erstens muss sich der Dritte in Leistungsnähe befinden, d.h. er muss mit den Vertragspflichten typischerweise und nicht lediglich rein zufällig in Berührung kommen. Zweitens muss der Gläubiger ein Interesse am Schutz des Dritten haben. In der früheren Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs konnte sich ein solches Interesse vor allem aus einem personenrechtlichen Fürsorgeverhältnis ergeben („Wohl-und-Wehe“-Fälle). Mittlerweile wird, insbesondere bei Vermögensschäden, eine bloße rechtliche Schutzpflicht für ausreichend gehalten²³². Drittens muss die Einbeziehung des Dritten in die Schutzwirkung des Vertrags für den Schuldner bei Vertragsschluss erkennbar gewesen sein. Und schließlich muss der Dritte schutzbedürftig sein. An der Ausdehnung des Vertragsschutzes muss nach Treu und Glauben ein Bedürfnis bestehen, weil der Dritte sonst nicht ausreichend geschützt wäre²³³.

bb) Schutzwirkung des Vertrags des Emittenten mit den Altaktionären

aaa) Anspruchgrundlage

An der Leistungsnähe der Aktionäre dürfte kein Zweifel bestehen, da der durch den Verstoß gegen die Lock-Up-Vereinbarung möglicherweise ausgelöste Kursverfall gerade sie trifft. Auch die Gläubigernähe, also das Interesse des Emittenten an der Einbeziehung seiner (Neu)aktionäre in den Vertrag, dürfte kaum zu bestreiten sein.

Ein Problem besteht aber in der Frage der Erkennbarkeit der Einbeziehung der später betroffenen Aktionäre. Die möglichen Betroffenen sind bei Vertragsschluss weder bestimmt noch bestimmbar. Zwar ist eine Kenntnis der Identität der Dritten für die Erkennbarkeit nicht erforderlich²³⁴, fraglich ist aber, ob die Eingrenzung auf die späteren Aktionäre ausreichend ist. In der Literatur ist dies im Rahmen der Frage der Drittwirkung des Übernahmekodex mit dem Vergleich zur Produzentenhaftung abgelehnt worden, wo

²²⁷ Vgl. Plückelmann, Der Neue Markt, S. 181 f.; ablehnend Fleischer, Gutachten zum 64. Dt. Juristentag, F 85 („dogmatisch kaum zu begründen“); ausführlich nun Fleischer, WM 2002, S. 2305 ff.

²²⁸ Vgl. schon RGZ 127, 222; aus jüngerer Zeit etwa BGH, NJW 2001, S. 514, 516; BGH, NJW 1009, S. 1949; BGH, NJW 1998, S. 1059; BGH, NJW 1995, S. 51, 52 u. S. 2551; BGH, NJW 1995, S. 392; BGHZ 56, 273; BGH, NJW 1984, S. 356; aus der Kommentarliteratur zustimmend Jagmann, in: Staudinger, BGB, § 328 Rn 94; Soergel/Hadding, Anh. § 328 Rn 6; Palandt/Heinrichs, § 328 Rn 14; Erman/Ermann, § 675 Rn 1550.

²²⁹ Vgl. etwa Larenz, SchuldR I, S. 226 f.; Gottwald, in: MüKo-BGB, § 328, Rn 102 beide m.w.N.

²³⁰ Heinrichs, in: Palandt, BGB, § 328 Rn 13.

²³¹ Vgl. nur Gottwald, in: MüKo-BGB, § 328 Rn 110 ff.; Jagmann, in: Staudinger, BGB, § 328 Rn 96 ff.

²³² Vgl. BGH, VersR 1989, S. 375, 376; JZ 1985, S. 951 f.; JZ 1995, S. 306, 308.

²³³ BGHZ 70, 330; 129, 169; BGH, NJW 1996, S. 2929.

²³⁴ BGH, NJW 1995, S. 51, 53; BGH, NJW 1989, S. 355; BGH, NJW 1987, S. 1759, 1760; vgl. auch Gottwald, in: MüKo-BGB, § 328 Rn 117.

die Eingrenzung auf den Endverbraucher auch nicht ausreiche²³⁵. Insbesondere drei Gründe sprechen hier gleichwohl für eine Einbeziehung der späteren Aktionäre.

Erstens ist allein die Tatsache, dass womöglich eine große Anzahl von Aktionären betroffen ist, nicht ausreichend, die Erkennbarkeit abzulehnen. Dies ergibt sich aus der Rechtsprechung des BGH, der die Möglichkeit der Einbeziehung der Besucher einer Massenveranstaltung in den Schutzbereich eines schuldrechtlichen Vertrages anerkannt hat²³⁶.

Zweitens dient das Kriterium der Erkennbarkeit nur dazu, das Haftungsrisiko überschaubar und kalkulierbar zu halten²³⁷. Hier besteht der drohende Schaden allein in dem Vermögensschaden, der durch eine mögliche Kapitalmarktreaktion auf die Anteilsverkäufe ausgelöst wird. Anders als im Fall der Produzentenhaftung, wo unkalkulierbare Mangelfolgeschäden möglich sind, ist hier der mögliche Schaden von vornherein eingegrenzt. Der Fall ähnelt also eher der Problematik bei der Erstellung von Wertgutachten im Auftrag des Verkäufers, wo ein Drittschutz auch dann möglich ist, wenn der oder die Käufer noch nicht feststehen²³⁸. Auch dort kann sich am Drittschutz nichts ändern, wenn etwa ein Grundstück nicht von einer Einzelperson, sondern von einer Personenmehrheit erworben wird.

Drittens wird durch die Einbeziehung der Aktionäre das Haftungsrisiko im engeren Sinne nicht erhöht. Denn der haftungsauslösende Tatbestand liegt hier in einem vorsätzlichen Verstoß gegen eine Unterlassenspflicht. In einem solchen Fall hat der potentielle Schädiger aber die mögliche Schädigung in der Hand. Eine Gefahr der fahrlässigen Schädigung, die überhaupt erst rechtfertigen würde, von einem Risiko der Haftung zu sprechen, besteht hier gar nicht²³⁹. Dann erscheint es aber auch nicht erforderlich, sein Haftungsrisiko einzugrenzen. Aus der ökonomischen Analyse der Haftung spricht für eine Haftungseinschränkung bei vorsätzlicher Schädigung schon, dass dem Schuldner keine Kosten der Schadensverhinderung anfallen. Zu keinem anderen Ergebnis kann die rechtliche Bewertung kommen. Weder aus Treu und Glauben ließe sich begründen, warum den Altaktionären eine Haftung aus vorsätzlicher Schädigung nicht zukommen sollte, noch aus der ergänzenden Vertragsauslegung. Es ging bei der Lock-Up-Vereinbarung ja gerade um die Hauptpflicht, eine Veräußerung der Anteile im vereinbarten Zeitraum zu unterlassen, d.h. die Altaktionäre wollten sich gerade auf dieses Pflichtmaß binden.

Festzustellen ist also, dass die Anleger der Vertragsleistung nicht nur nahe stehen und ein Interesse des Emittenten an der Einbeziehung der Anleger in die Schutzwirkung besteht, sondern auch, dass die Einbeziehung der Dritten für die Altaktionäre bei Vertragsschluss erkennbar ist. Und schließlich dürfte die Schutzbedürftigkeit der Neuaktionäre wieder unzweifelhaft sein, da ein eigener vertraglicher Anspruch ihrerseits nicht besteht.

²³⁵ Groß, DB 1996, S. 1909, 1911 zur Drittwirkungsproblematik beim Übernahmekodex; aA über die Erkennbarkeit Will, NJW 1973, S. 645, 648 bei den Insiderhandelsrichtlinien.

²³⁶ BGH, NJW 1965, S. 1757; vgl. auch RGZ 160, 153, 155; AG Wermelskirchen, MDR 1988, S. 407. aA freilich Larenz, Schuldrecht I, S. 228: Haftung gegenüber allen Besuchern geht doch wohl zu weit.

²³⁷ BGHZ 133, 168, 173; NJW 1985, S. 489 f.; BGHZ 51, 91, 96; BGH, NJW 1968, S. 1929, 1931; vgl. auch Gottwald, in: MüKo-BGB, § 328 Rn 117.

²³⁸ BGHZ 127, 378, 381; BGH, JZ 1998, S. 624, 626 f.

²³⁹ Auf diesen Aspekt hat Will, NJW 1974, S. 645, 646 schon bei den Verstößen gegen die Insiderhandelsrichtlinien aufmerksam gemacht, wobei hier immer noch die Gefahr bestand, dass der Insider eine bestimmte Information fälschlicherweise nicht als Insiderinformation qualifizierte. Eine solche Gefahr der Fehleinschätzung geht bei der Lock-Up-Vereinbarung wohl kaum aus.

bbb) Anspruchshöhe

Besteht ein Anspruch der durch ein Verstoß gegen die Lock-Up-Vereinbarung geschädigten Anleger gegen die betreffenden Altaktionäre dem Grunde nach, so besteht das eigentliche Problem in der Bestimmung des Anspruchsinhalts. Nach § 249 S. 1 BGB ist der Zustand herzustellen, der bestehen würde, wenn das schädigende Ereignis nicht eingetreten wäre. Der mögliche Schaden der Aktionäre besteht in einem durch den Verkauf des Altaktionärs ausgelösten Kursverfall und der damit verbundenen Vermögenseinbuße. Regelmäßig wird sich dieser Kursverfall, etwa durch Wiederaufkaufen der Anteile durch den Altaktionär, in der Praxis nicht vollständig rückgängig machen lassen, so dass gem. § 251 Abs. 1 1. Alt. BGB oder § 251 Abs. 2 S. 1 BGB eine Schadensersatzleistung in Geld in Betracht kommt.

Fraglich ist allerdings die Anspruchshöhe. Mit Hilfe ökonomischer Methoden ist es kaum ein Problem, den Einfluss einer großen Verkaufsoffer auf den Kurs einer Aktie einigermaßen verlässlich zu bestimmen²⁴⁰. Die Schwierigkeit besteht vielmehr in der Beurteilung der Höhe des im Rahmen der §§ 249 ff. BGB beachtlichen Kursverlusts.

Wie bereits ausgeführt beruht der Kurseffekt einer Verkaufsoffer eines Altaktionärs auf zwei Ursachen. Die eine ist der Liquiditätseffekt als eine Form der Marktunvollkommenheit, gegebenenfalls mit einer zusätzlichen, irrationalen Übertreibung des Marktes. Die andere ist die Signaleffekt, die von der Verkaufsofferentscheidung des Altaktionärs als vermeintlichem Inhaber überlegener Informationen ausgeht. Während der Liquiditätseffekt den Aktienkurs von seinem wahren Wert entfernt, führt der Signaleffekt regelmäßig zu einer Steigerung der Informationseffizienz, indem er den Kurs an den wahren Wert annähert. Der Fundamentaleffekt als der „wahre“ Wert der Aktie ändert sich durch den Verkauf der Altaktionäre also nicht²⁴¹. Die Fundamentaleffektbewertung der Aktie wird sich dahingehend ändern, dass durch die Signaleffektwirkung des Verkaufs eine Korrektur der Erwartungen über zukünftige Zahlungsströme vorgenommen werden muss. Und der Liquiditätseffekt hat schließlich weder auf Fundamentaleffektwert noch auf die Fundamentaleffektbewertung Auswirkungen.

Zwei Aspekte dürften hier bei der Schadensberechnung zu beachten sein. Zum einen ist der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts zur Bemessung von Abfindungen an ausscheidende Aktionäre zu entnehmen, dass der Börsenkurs ein bedeutendes Wertcharakteristikum des Aktieneigentums darstellt. Auf der anderen Seite ist es ein anerkanntes Prinzip im Schadensrecht, dass sich dann, wenn bei Eintritt des schädigenden Ereignisses eine der geschädigten Sache innewohnende Schadensanlage bestand, die zum gleichen Schaden geführt hätte, die Ersatzpflicht allenfalls für die durch den früheren Schadenseintritt bedingten Nachteile besteht²⁴². Wenn hier der Kapitalmarkt

²⁴⁰ aA Plückelmann, Der Neue Markt, S. 182. Einen umfassenden Überblick über die Möglichkeiten der Schadensberechnung in Fällen der Marktmanipulation geben Mitchell/Netter, Bus. Lawyer 49 (1994), S. 545 ff. u. Cornell/Morgan, UCLA L. Rev. 37 (1990), S. 883 ff. Vgl. Fleischer/Kalss, AG 2002, S. 329, 333 zum ähnlichen Problem der Schadensberechnung bei der Prospekthaftung, wenn der Verantwortliche nur für die vom Prospektmangel ausgehenden Kursverluste haftbar gemacht wird; siehe auch Fuchs, BKR 2002, S. 1063 ff. u. Mölles/Leisch, BKR 2002, S. 1071 ff. zur Schadensberechnung bei Verstößen gegen die Ad-hoc-Publizitätspflicht.

²⁴¹ Negative Auswirkungen können insoweit entstehen, dass durch einen niedrigeren Aktienkurs die Kosten der Eigenkapitalfinanzierung des Unternehmens steigen.

²⁴² Std. Rspr. Vgl. RGZ 129, 316, 321; 156, 187, 181; 169, 117, 120; BGHZ 20, 275, 280; 29, 207, 215; 78, 209, 213 f.; BGH, NJW 1985, S. 676, 677; Heinrichs, in: Palandt, BGB, Vor § 249 Rn 99; Oetker, in: MüKo-BGB, § 249, Rn 203 m.w.N.

der Veräußerung durch einen Altaktionär eine Information über den Fundamentalwert der Aktie entnimmt und deswegen die Bewertung anpasst, so realisiert sich ein Kursverlust, der früher oder später, etwa nach der nächsten Veröffentlichung der Geschäftszahlen, ohnehin bekannt geworden wäre. Es hat sich also hier nur eine innewohnende Schadensanlage realisiert. Die Tatsache, dass der Verkehrswert der Aktie diese Schadensanlage nicht wiedergespiegelt hat, muss hier unter wertenden Gesichtspunkten unberücksichtigt bleiben. Denn die Fehlbewertung des Kapitalmarkts beruhte allein auf der bestehenden Informationsasymmetrie. Der „wahre“ Wert der Aktie unter Berücksichtigung einer auf vollständiger Information beruhenden Erwartungsbildung hat sich durch den Verkauf der Aktien der Altaktionäre nicht verändert. Möglich kann hier aber die Geltendmachung eines Anspruchs aus § 37b WpHG wegen unterlassener Veröffentlichung kursrelevanter Informationen sein.

Eine Entschädigung können die übrigen Aktionäre von den Altaktionären, die gegen das vertragliche Veräußerungsverbot verstoßen haben, also nur in Höhe des durch den Liquiditätseffekt herbeigeführten Kursverfalls verlangen, ebenso für ein mögliches irrationales Überschießen der Marktreaktion. Auch wenn diesbezüglich der Fundamentalwert des Unternehmens nicht verringert wird, folgt hier die Ersatzpflicht aus der verfassungsrechtlich gebotenen Beachtlichkeit des Börsenkurses bei der Bewertung von Aktieneigentum. In der Praxis dürfte es nun bei der Schadensbemessung erhebliche Probleme bereiten, diesen Kurseinfluss vom Informationseffekt zu separieren.

cc) Schutzwirkung des Vertrags der DBAG mit Emittenten

Die Leistungsnähe der Neuaktionäre steht auch beim Vertrag der DBAG mit dem Emittenten nicht in Frage und auch die Erkennbarkeit und die Schutzbedürftigkeit der Aktionäre sind hier wie auch beim Vertrag zwischen den Altaktionären und dem Emittenten gegeben. Problematisch könnte das Interesse der DBAG an der Einbeziehung der Anleger sein, da jedenfalls keine Vertragsbeziehungen zwischen der DBAG und den Anlegern bestehen. Die Frage wurde in der Literatur mit der Begründung verneint, die Leistung sei nicht ausreichend drittbezogen. Im Hinblick auf die Haltepflicht bestehe kein berechtigtes Interesse der DBAG zugunsten der Anleger, da Zweck des Veräußerungsverbots allein sei, einer Ausweitung des *free float* vorzubeugen, was wiederum allein im wirtschaftlichen Interesse der DBAG stehe²⁴³.

Die Argumentation ist offensichtlich unzutreffend. Denn die Börse hat kein isoliertes Interesse daran, den *free float* zu begrenzen. Ein hoher *free float* bedeutet hohe Liquidität, was wiederum die indirekten Transaktionskosten der Marktteilnehmer reduziert. Je niedriger diese Transaktionskosten sind, desto höher wird der Umsatz am Markt sein und damit auch die Einnahmen der DBAG als Anbieter von transaktionsbezogenen Dienstleistungen. Wenn die DBAG dennoch den *free float* begrenzen möchte, dann geschieht das unter Berücksichtigung der oben vorgestellten ökonomischen Funktionszusammenhänge. Die diesbezüglich relevanten Wirkungen des Lock-Up-Vereinbarungen stehen aber unmittelbar im Interesse der Anleger. Die DBAG profitiert von ihnen mittelbar über das Vertrauen der Anleger in den Neuen Markt.

Jedenfalls in solchen Fällen, in denen die Leistung des Vertrags nicht nur dem Gläubiger, sondern zumindest auch den Interessen eines Dritten dient und diesem der Schaden aus der Pflichtverletzung droht, ist eine Eingrenzung des geschützten Personenkreises über

²⁴³ Plückelmann, Der Neue Markt, S. 181.

das Kriterium des besonderen rechtlichen Einbeziehungsinteresses nicht geboten²⁴⁴. Bereits aus den Umständen ergibt sich hier unmittelbar der auf einen Schutz Dritter gerichtete Parteiwille²⁴⁵. Auf das Bestehen einer rechtlichen Schutzpflicht gegenüber den Anlegern seitens der DBAG kommt es daher nicht an, das berechtigte Einbeziehungsinteresse folgt schon aus der Willkür der Vertragsparteien, die grundsätzlich in beliebiger Weise bestimmen können, wer in den Schutzbereich des Vertrages einbezogen werden soll²⁴⁶. Allenfalls ist dann fraglich, ob man auch bei der vertraglichen Haftung ähnliche Erwägungen wie im Rahmen des § 823 Abs. 2 BGB anzustellen hat. Dort ist für die Begründung eines Schutzgesetzes erforderlich, dass der Wille des Gesetzgebers erkennbar geworden ist, einen *individuellen* Ersatzanspruch begründen zu wollen. Nicht ausreichend ist es, wenn sich der Schutzwille nur auf eine Personengesamtheit – hier: das Anlegerpublikum – bezieht.

In jedem Fall wird man hier jedoch einen Anspruch der Aktionäre gegen den Emittenten deswegen ablehnen müssen, weil er mit den Wertungen des Aktiengesetzes in Konflikt treten kann. Dies ergibt sich daraus, dass die faktische Durchsetzung des Anspruchs weitere Haftungstatbestände bedingt bzw. voraussetzt. Denn da von einem Sinken des Kurses auf Grund eines Verstoßes gegen die Lock-Up-Vereinbarung durch den Emittenten alle Aktionäre betroffen wären und dementsprechend zu entschädigen wären, wäre eine Schadensersatzleistung ökonomisch im Ergebnis nichts anderes als eine Ausschüttung, die den Anteilswert entsprechend verringern würde²⁴⁷. Anspruchsberechtigt sind zwar nur diejenigen Aktionäre, die die Anteile zum Zeitpunkt des Verstoßes gegen die Lock-Up-Vereinbarung gehalten haben, dennoch wird sich dieser Kreis der Anspruchsberechtigten mit dem der Aktionäre jedenfalls bei zeitnahe Bekanntwerden des Verstoßes weitgehend decken. Die Aktionäre hätten also durch eine solche Zahlung im äußersten Fall zunächst keinen Vorteil. Nun wäre aber, wie dies auch in der Konstruktion der neuen §§ 37b, 37c WpHG vorgesehen ist, eine Geltendmachung von Regressansprüchen der Gesellschaft gegen den Vorstand denkbar. Erst dann könnte der Schadensersatzanspruch auch für die Betroffenen Sinn machen, die ihre Anteile noch nicht veräußert haben. Grundsätzlich kann der Emittent sich zwar Dritten gegenüber binden, materiell würde hier aber gerade eine Bindung des Vorstands gegenüber den Aktionären erreicht, die mit § 76 AktG im Widerspruch stünde. Verstößt der Vorstand mit der Entscheidung, entgegen der Lock-Up-Vereinbarung Aktien zu veräußern, gegen seine Leitungspflicht, so ergibt sich der Schadensersatzanspruch der Gesellschaft aus § 93 Abs. 2 AktG. Dessen Tatbestandsvoraussetzungen stehen aber nicht zur Disposition der Beteiligten. Unter diesem Gesichtspunkt scheidet ein weitergehender Schadensersatzanspruch der Aktionäre gegen die Gesellschaft aus Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter aus.

²⁴⁴ Jagmann, in: Staudinger, BGB, § 328, Rn 101.

²⁴⁵ BGH, NJW-RR, 1990, S. 1173; BGH, NJW 1987, S. 1758; BGH, NJW 1973, 2059, BGH, NJW 1976, S. 1843: Dritter, der bei einem Mietvertrag vertragsgemäß den Mietgebrauch ausübt, ist deswegen in den Schutzbereich des Mietvertrags einbezogen.

²⁴⁶ Vgl. BGH, NJW 2001, S. 514; BGH, NJW 1998, S. 1059; BGH, JZ 1985, S. 951; BGH, NJW 1984, S. 355.

²⁴⁷ Vgl. in dieser Hinsicht auch die Kritik an den §§ 37b, 37c WpHG durch das DAI, Stellungnahme zum Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland, Februar 2002, S. 15. Dort hat in aller Regel aber nur ein Teil der Aktionäre einen Schadensersatzanspruch. Der Fall, dass jeder Aktionär einen Anspruch hat, kann dort getrost als rein theoretische Möglichkeit ohne praktische Relevanz unberücksichtigt bleiben.

2. Anerkennung der Emissionsgrundsätze

Nach Abschn. 2 3.14 RWNM setzt die Zulassung zum Neuen Markt die Einhaltung der Grundsätze für Aktienemissionen der Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium für Finanzen durch den Emittenten voraus²⁴⁸. Art. 12 GA-BSK verlangt bei Überzeichnung eine Zuteilung nach objektiven und fairen Kriterien. Bei Verstoß gegen diese Regelung ist jedenfalls kein Anspruch der Benachteiligten aus dem Vertrag des Emittenten mit der DBAG gegeben. Denn zum einen betont Art. 12 S. 2 GA-BSK, dass für den Anleger kein Recht auf Zuteilung besteht. Dies könnte dahingehend zu verstehen sein, dass ein Drittschutz von den Anerkennenden gerade nicht beabsichtigt ist. Wenn man darin nur den Ausschluss eines unbedingten Anspruchs auf Zuteilung sieht, scheidet der Anspruch jedenfalls an der mangelnden Schutzbedürftigkeit der Anleger. Denn diese hätten dann einen eigenen Anspruch gegen den Emittenten bzw. die Konsortialführer aus vorvertraglicher Vertrauenshaftung, wenn die Einhaltung der Emissionsgrundsätze öffentlich angekündigt wurde. Eine solche Ankündigung dürfte schon in der zwangsläufig publik gemachten Beantragung der Notierungsaufnahme am Neuen Markt zu sehen sein, da die Einhaltung der Emissionsgrundsätze dort im Regelwerk zwingend vorgesehen ist. Es fehlt also jedenfalls an der Schutzbedürftigkeit der Anleger, so dass ein Anspruch aus Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter nicht in Frage kommt. Am häufigsten wird der Fall vorkommen, dass die Grundsätze über eine faire Zuteilung bei Überzeichnung nicht berücksichtigt wurden und einzelne Zeichner – etwa Angehörige der Leitungsorgane des Emittenten, Mitarbeiter der Konsortialbanken etc. – bevorzugt wurden. Hier besteht das Problem darin, die Schadenshöhe zu bestimmen. Da sich die Erwerbchance bei Einhaltung der GA-BSK objektiv bestimmen lässt, liegt ein mit dem Kauf eines Lotterieloses vergleichbarer Fall vor. Auch wenn sich die Rechtsprechung im Allgemeinen nicht zuletzt wegen § 252 BGB gegen einen Schadensersatzanspruch für verlorene Chancen ausspricht²⁴⁹, liegt hier eine verselbständigte Gewinnchance vor, deren Wert objektiv quantifizierbar ist²⁵⁰.

VI. Fazit

Der Neue Markt scheint die ökonomischen Anreizzusammenhänge, die im regulierungstheoretischen Teil dieser Arbeit beschrieben wurden, zu bestätigen. Anders als im Konzept des geregelten Marktes, wo der Gesetzgeber den Unternehmen den Zugang zum Kapitalmarkt dadurch erleichtern wollte, dass er ihnen reduzierte Zulassungs- und Zulassungsfolgepflichten auferlegte, gibt die DBAG im Neuen Markt den Emittenten die Möglichkeit, durch ein hohes Pflichtenniveau dem Problem asymmetrischer Informationsverteilung beizukommen. Zahlreiche Bestimmungen des Regelwerks des Neuen Marktes legen den Emittenten und deren Organmitgliedern zusätzliche Pflichten auf, die durch ein differenziertes privatrechtliches Sanktionssystem abgesichert werden.

Es hat sich allerdings auch bestätigt, dass das Gewinnmaximierungsinteresse der DBAG und das daraus folgende Interesse an der Zulassung möglichst vieler Emittenten den Anreizen zur Qualitätssicherung entgegenwirken kann. Es dürfte neben dem Ende der

²⁴⁸ Vgl. zu den Grundsätzen bereits Erster Teil, 2. Kap. B II.1 b aa bbb.

²⁴⁹ Vgl. insbesondere BGH NJW 1983, S. 758 f.

²⁵⁰ Vgl. zum Schadensersatz für verlorene Chancen umfassend Fleischer, JZ 1999, S. 766 ff., speziell zum Ausnahmecharakter des Lotterieloses S. 768 m.w.N.

Technologieeuphorie vor allem die zu laxen Zulassungspraxis gewesen sein, die heute für die Krise des Neuen Marktes verantwortlich ist. Ebenso ist die DBAG wohl zu lange zu zurückhaltend bei der Sanktionierung von Pflichtverstößen gewesen.

Hinzu kommen die rechtlichen Begrenzungen der einseitigen Bußgeldverhängung einerseits und der Änderung des Regelwerks zur Reaktion auf ein verändertes Marktumfeld andererseits. Die DBAG als Privatrechtssubjekt unterliegt keiner Bindung an Verfassungsgrundsätze, ihrem Spielraum bei der Normsetzung werden aber vor allem durch die §§ 305 ff. BGB bzw. das AGBG Grenzen gesetzt.

Die Problematik des Neuen Marktes erschöpft sich allerdings nicht in dem Hinweis auf seine private Trägerschaft und seine privatrechtliche Struktur. Denn Bedingung für die Aufnahme in den Neuen Markt ist die Zulassung zum geregelten Markt. Dort wäre es Aufgabe des Zulassungsausschusses gewesen, solche Emittenten, deren Geschäftsmodell offensichtlich langfristig keinen Erfolg verspricht, vom Markt fernzuhalten. Mit der Zulassung zum geregelten Markt geht schließlich auch die Ad-hoc-Publizitätspflicht gem. § 15 WpHG einher, deren Überwachung nicht von der DBAG, sondern vom Bundesamt für Wertpapieraufsicht bzw. der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht durchgeführt wird. Anders ist dies bei der Quartalsberichterstattung. Dort findet eine materielle Kontrolle weder durch externe Wirtschaftsprüfer noch von staatlicher Stelle statt. Die DBAG hat versucht, durch formale Vorgaben die Vergleichbarkeit der Angaben zu erhöhen. Eine inhaltliche Überprüfung, die über eine Evidenzkontrolle hinausgeht, kann von ihr jedoch kaum erwartet werden. Hier kommt es dann auf das Sanktionsinstrumentarium für ex post bekannt gewordene Verstöße an, wenn sich etwa im Jahresabschluss die Unrichtigkeit der in den Quartalsberichten gemachten Angaben herausstellt. Neben den Sanktionen durch die DBAG könnte hier ein Normbefolgedruck vor allem von der Prospekthaftung ausgehen. Allerdings wird ohne eine Möglichkeit kollektiver Klageführung der Geltendmachung solcher Haftungsansprüche auf Seiten der Anleger regelmäßig eine rationale Apathie entgegenstehen, da der Prozessaufwand für den Einzelnen häufig in keinem angemessenen Verhältnis zum möglicherweise zu erringenden Schadensersatz steht²⁵¹.

VII. Ausblick: der Neue Markt als Teil des geregelten Marktes

Der Gesetzgeber hat den Börsen im Rahmen des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes durch die neuen §§ 50 Abs. 3, 54 S. 2 BörsG die Möglichkeit geschaffen, im geregelten Markt qualifizierte Handelssegmente einzurichten, die in ihren Anforderungen über das im amtlichen Handel gestellte Maß hinausgehen. Inwieweit damit den Schwierigkeiten abgeholfen werden kann, die sich bei der Organisation des Neuen Marktes in privatrechtlicher Form ergeben haben, ist fraglich²⁵².

Einer Umsiedlung des Neuen Marktes in den geregelten Handel müsste eine Kündigung der DBAG gegenüber den Emittenten vorausgehen. Eine solche setzt wiederum einen Kündigungsgrund voraus. Geht man wie hier davon aus, dass die Vertragsauslegung nahe legt, dass die ordentliche Kündigung seitens der DBAG ausgeschlossen sein soll, kommt nur eine außerordentliche Kündigung in Betracht, wenn der DBAG das Festhalten am Vertragsverhältnis mit den Emittenten unzumutbar ist. Hier wäre zu erwägen, ob man

²⁵¹ Vgl. Fleischer/Kalss, AG 2002, S. 329, 334 m.w.N.

²⁵² Ausführlich nun auch Witte/Rafiqpoor, BB 2002, S. 2615 ff.

der ergänzenden Vertragsauslegung nicht ein Kündigungsrecht für den Fall entnehmen kann, dass eine grundlegende konzeptionelle Änderung des Neuen Marktes beabsichtigt wird²⁵³. Für ein solches Kündigungsrecht spricht das erkennbare Interesse der DBAG an der Erhaltung der Flexibilität bei der Entwicklung des Neuen Marktes. Andererseits ist auch das Interesse der Emittenten an der Kontinuität des Handelssegments, auf dessen rechtliche Ausgestaltung sie vertraut haben, nicht von der Hand zu weisen.

Nun könnte man argumentieren, es sei der DBAG nicht zumutbar, den Neuen Markt im Freiverkehr weiter zu betreiben, wenn die FWB im geregelten Markt ein entsprechendes Marktsegment einrichten wird. Einer solchen Begründung der Unzumutbarkeit dürfte jedoch der Einwand des Rechtsmissbrauchs entgegenstehen, da ein möglicher Umbau des Neuen Marktes von der DBAG selbst initiiert werden würde.

In der Praxis kann der DBAG jedoch ein Beendigungsrecht daraus erwachsen, dass sich die Emittenten, die daran interessiert sind, dem Anlegerpublikum ihre Qualität zu signalisieren, vom in Verruf geratenen Handel im alten Segment in den neu konzeptionierten Neuen Markt begeben würden. Für die möglicherweise verbleibenden Emittenten kommt dann ein Kündigungsrecht in Betracht, wenn auf Grund der Austrocknung des Handels im alten Segment zu wenig Liquidität verbleibt, um einen ordnungsgemäßen Börsenhandel zu gewährleisten²⁵⁴. Denn auch wenn diese Situation von der DBAG selbst herbeigeführt würde, so wird man hier dennoch die Interessen der Anleger berücksichtigen müssen und der DBAG die Beendigung des Handels gestatten müssen²⁵⁵. Jedenfalls würden die FWB in ihrer Auffangverantwortung nach § 57 Abs. 1 BörsG und die Börsenaufsichtsbehörde gem. § 57 Abs. 3 BörsG den Handel im privatrechtlichen Neuen Markt beenden können.

Eine ganz andere Frage ist, ob der Neue Markt in einer vergleichbaren Konzeption auch im geregelten Markt von der FWB betrieben werden könnte. Zwar geben §§ 50 Abs. 3, 54 S. 2 BörsG einen weiten Gestaltungsspielraum, jedoch wird problematisch sein, ob sich die allgemeinen Anforderungen übertragen lassen, die Abschn. 1 1.1 RWNM an die Emittenten stellt. Der Neue Markt richtet sich primär an kleine und mittlere, innovative Emittenten. § 50 Abs. 3 BörsG erlaubt aber nur, zusätzliche Anforderungen von den Emittenten zu verlangen, die dem Schutz des Publikums oder einem ordnungsgemäßen Börsenhandel dienen. Die Beschränkung auf junge Unternehmen, die innovative Produkte anbieten, wird davon sicherlich nicht erfasst. Die Berücksichtigung solcher Aspekte wäre nur möglich, wenn der Zulassungsstelle bei der Entscheidung über die Zulassung zum geregelten Markt ein Ermessen zustehen würde. Für den regulären geregelten Handel ist es allgemeine Meinung, dass der Emittent bei Erfüllung der Zulassungsvoraussetzungen einen Anspruch auf Zulassung hat²⁵⁶. Dies wird u.a. aus § 51 Abs. 1 BörsG gefolgert, dessen Wortlaut der Annahme eines Ermessens der Zulassungsstelle entgegensteht. Die Vorschrift differenziert nun aber nicht zwischen regulärem und qualifiziertem geregeltem Handel, so dass nicht eindeutig ist, ob auch für letzteren ein Zulassungsanspruch bestehen soll. Ermessen kann eingeräumt werden durch die Verwendung des Wortes „Ermessen“, durch Formulierungen wie „darf“, „kann“ oder ähnliche Begriffe. Der Ermessensspielraum kann sich aber auch aus dem

²⁵³ Ein solches Kündigungsrecht wurde auch bei der Penny-Stocks-Problematik vom OLG Frankfurt, DB 2000, 936, 939 erwogen.

²⁵⁴ Vgl. zur Möglichkeit der Aussetzung des Börsenhandels wegen zu geringer Umsätze aus Marktschutzgründen LG Hamburg, WM 1989, S. 336, 337.

²⁵⁵ Vgl. OLG Frankfurt, DB 2002, S. 936, 938.

²⁵⁶ Vgl. etwa Groß, Kapitalmarktrecht, §§ 36-39 BörsG, Rn 22; Schwark, § 36 Rn 26; Kümpel, Börsenrecht, S. 80.

Gesamtzusammenhang der Norm ergeben, wenn etwa die tatbestandlichen Voraussetzungen so häufig gegeben sind, dass nicht von einer gebundenen Entscheidung ausgegangen werden kann²⁵⁷. Keine dieser Fälle liegt hier vor. Auch die historische Auslegung führt zur Annahme einer gebundenen Entscheidung. Bei der Schaffung des geregelten Marktes im Jahre 1986 hat der Gesetzgeber bewusst darauf verzichtet, eine Beschränkung des Segments auf die Zielgruppe der kleinen und mittleren Unternehmen in das Gesetz zu schreiben. Dies geschah zu einem deshalb, weil die sonst erforderlichen Abgrenzungen schwierig geworden wären, zum anderen aber auch deswegen, weil den Emittenten die Wahl gelassen werden sollte, in welchem Handelssegment sie notiert sein wollten²⁵⁸. Auch im Vierten Finanzmarktförderungsgesetz hat der Gesetzgeber ausdrücklich davon abgesehen, den Börsen nun in den qualifizierten Segmenten des geregelten Marktes einen Auswahlspielraum zu geben²⁵⁹. Und schließlich gestattet § 50 Abs. 3 BörsG nur solche zusätzlichen Voraussetzungen, die zum Funktions- und Anlegerschutz erforderlich. Diese gesetzgeberische Entscheidung lässt für einen zusätzlichen Ermessensspielraum der Zulassungsstelle keinen Platz²⁶⁰.

Es wird der FWB also nicht möglich sein, im geregelten Markt ein Segment zu schaffen, dass allein Unternehmen vorbehalten ist, die innovative Produkte anbieten oder ähnliche Charakteristika erfüllen. Dahingegen könnte eine Beschränkung auf Unternehmen mit einem gewissen Ergebniswachstum damit gerechtfertigt werden, dass durch das Wachstum die Insolvenzwahrscheinlichkeit sinkt, was im Interesse des Anlegerschutzes stehen kann.

Es bleiben als vermeintliche Vorteile der Verlagerung die Möglichkeit der einseitig bestimmten Änderung des Regelwerks und die Möglichkeit der Verhängung von Bußgeldern im Verwaltungswege, die der Gesetzgeber dem Sanktionsausschuss in § 20 Abs. 2 S. 2 BörsG ermöglicht hat. An verschiedenen Stellen²⁶¹ wurde nun jedoch bereits betont, dass auch der Rechtsetzung in den öffentlich-rechtlichen Handelssegmenten durch das Demokratie- und das Rechtsstaatsprinzip Grenzen gesetzt sind. In dieser Hinsicht erscheint es äußerst fraglich, ob mit dem Wechsel in den geregelten Markt wirklich ein Vorteil verbunden ist. Zwar besteht in den öffentlich-rechtlichen Segmenten unstreitig die Möglichkeit, die Börsenordnung nachträglich zu ändern, wobei dann zwar die Partizipation der Emittenten im Börsenrat stattfindet, jedoch nicht die Zustimmung jedes einzelnen Emittenten erforderlich ist und ihre Vertreter im Börsenrat ohne weiteres von den anderen Mitgliedern überstimmt werden können. Andererseits zwingt das rechtsstaatliche Gebot des Vertrauensschutzes die Börse aber auch hier dazu, angemessene Übergangsfristen vorzusehen.

Inhaltlich werden zukünftigen Regeländerungen ebenfalls enge Grenzen gezogen. Wenn man etwa mit dem OLG Frankfurt den Verdacht hegt, die von der DBAG verabschiedete Penny-Stock-Regelung sei zur Aufrechterhaltung eines ordnungsgemäßen Börsenhandels nicht erforderlich²⁶², so müsste man auch bei einer entsprechenden Regeländerung im

²⁵⁷ Vgl. Ossenbühl, in: Erichsen (Hrsg.), Allgemeines Verwaltungsrecht, S. 204.

²⁵⁸ Vgl. Reg.-Begr., BT-Drucks. 10/4296, S. 11.

²⁵⁹ Vgl. Gegenäußerung der Bundesregierung zur Stellungnahme des Bundesrates, BT-Drucks. 14/8017, S. 178. Der Bundesrat hat vorgeschlagen, einen Anspruch auf Aufnahme in die qualifizierten Segmente auszuschließen (vgl. BT-Drucks. 14/8017, S. 156).

²⁶⁰ Vgl. zum Verhältnis tatbestandlicher Konkretisierung und einem zusätzlichen Ermessensspielraum z.B. BverwGE 15, 207, 211; 18, 247, 251.

²⁶¹ Siehe allgemein Zweiter Teil, 2. Kap., C.

²⁶² OLG Frankfurt, BB 2002, S. 938, 938 f.

geregelten Markt zum Urteil der Rechtswidrigkeit gelangen, da der Verhältnismäßigkeitsgrundsatz solchen nicht erforderlichen belastenden Änderungen des Regelwerks entgegensteht.

Insgesamt scheint es also mehr als fraglich, ob die Umsiedlung in den geregelten Markt die Gestaltungs- und Einflussmöglichkeiten der Börse als Regulierungsinstanz vergrößert. Wenn eine entsprechende Umstrukturierung dennoch erfolgen sollte, so mag dies auch auf der Hoffnung gründen, durch den Bruch das subjektive Anlegervertrauen zurückzugewinnen, auch wenn die Möglichkeiten der Börse, die Anleger tatsächlich vor Übervorteilung zu schützen, kaum wachsen werden.

B. Sonstige privatrechtliche regulierungskomplexe an den deutschen Börsen

Der Neue Markt der DBAG ist das mit Abstand wichtigste privatrechtlich organisierte Marktsegment in der deutschen Börsenlandschaft. Die anderen Versuche privatrechtlicher Ausgestaltung des Handelsrahmens an den Börsen sind dagegen wenig bedeutsam gewesen. Deswegen und weil die dort auftretenden Probleme im Wesentlichen nur Variationen der schon behandelten Fragestellungen darstellen, soll in der Folge nur ein kurzer Überblick über die übrigen privatrechtlichen Regelwerke gegeben werden.

I. An der Frankfurter Wertpapierbörse

1. SMAX

Im SMAX fasst die DBAG kleinere in- und ausländische Aktiengesellschaften, deren Aktien zum amtlichen Markt oder geregelten Markt der FWB zugelassen sind, zu einem Qualitätssegment zusammen, vgl. Präambel der SMAX-Teilnahmebedingungen (SMAX-TB). Anders als beim Neuen Markt werden die Anteile der Teilnehmer im SMAX weiter jeweils in einem der beiden öffentlich-rechtlichen Marktsegmente gehandelt. Der SMAX ähnelt von der Konzeption her daher dem Top Quality Market und dem Prädikatsmarkt Select der Bayerischen Börse in München. Er unterscheidet sich organisatorisch von diesen Marktsegmenten dadurch, dass er eine Veranstaltung der DBAG und nicht der Börse als öffentlich-rechtliche Anstalt ist.

Die Teilnahme am SMAX erfolgt durch Vertrag des Emittenten mit der DBAG, wobei über den Vertragsabschluss der Vorstand der DBAG entscheidet²⁶³.

a) Teilnahmevoraussetzungen

Voraussetzung für die Teilnahme am SMAX ist vor allem die Verpflichtung zu erhöhter Publizität nach internationalen Standards. Die im Emissionsprospekt erforderlichen Angaben müssen der Rechnungslegung nach den IAS oder US-GAAP entsprechen, wobei hier aber noch eine Überleitungsrechnung der nationalen Rechnungslegung anerkannt wird²⁶⁴. Als Hauptverpflichtung aus der Teilnahme am SMAX kann die

²⁶³ Vgl. Ziffer 1 Abs. 1 SMAX-TB.

²⁶⁴ Ziffer 2 Abs. 10 SMAX-TB.

Quartalspublizität angesehen werden. Hier werden in den Teilnahmebedingungen umfassende Anforderungen gestellt, die mit denen am Neuen Markt vergleichbar sind²⁶⁵. Auch die sonstigen Pflichten ähneln denen der Emittenten am Neuen Markt. So ist eine 6-monatige Lock-Up-Periode vorgesehen, während der die Altaktionäre ihre Anteile nicht verkaufen dürfen²⁶⁶, die Anerkennung des Übernahmekodexes²⁶⁷ und der Zuteilungsgrundsätze bei Aktienemissionen der Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen²⁶⁸ und die Verpflichtung zur Veröffentlichung von Ad-hoc Meldungen in englischer Sprache²⁶⁹.

b) Durchsetzung

Neben der Möglichkeit der Klage auf Erfüllung kann die DBAG auf zwei Arten Druck auf die Emittenten zur Einhaltung der Pflichten aus den Teilnahmebedingungen ausüben. Zum einen besteht die Möglichkeit der Verhängung einer Vertragsstrafe bis 10.000 Euro²⁷⁰, zum anderen die Möglichkeit der Beendigung der Vertragsbeziehungen, wenn der weiteren Teilnahme des Emittenten wesentliche Interessen und Zwecke von SMAX entgegenstehen²⁷¹.

2. DAX, MDAX, SDAX

Keine eigenständigen Marktsegmente stellen die Indizes DAX, MDAX und SDAX dar. Allerdings bedarf es für die Aufnahme in einen der Indizes die Einhaltung von Publizitätsstandards, die über das gesetzlich in BörsG und BörsO geforderte Maß hinausgehen. Insbesondere ist die Veröffentlichung von Quartalsberichten vorgesehen. Ebenso erforderlich für die Aufnahme in die Indizes sind regelmäßige Analystenveranstaltungen und in der Vergangenheit die Anerkennung des Übernahmekodexes, allerdings nur auf rechtsunverbindlicher Basis²⁷². Für die Unternehmen ist die Einbeziehung in die Indizes neben dem Reputationseffekt vor allem deswegen attraktiv, weil sie zu verstärkter Nachfrage durch Index-replizierende Anlagefonds führt. In einer neueren Umfrage des Deutschen Aktieninstitutes haben ca. 76 % der teilnehmenden Emittenten die Zugehörigkeit zu einem Index als wichtig (36 %) oder sogar sehr wichtig (39,9 %) bewertet²⁷³. Die Aktienindizes sind dementsprechend ein Beispiel für die Setzung von Normen mit faktischer Geltung. Die Sanktionsmöglichkeiten, die den Regeln diese faktische Geltung verleihen, bestehen zum einen wieder in der Bekanntgabe eines Regelverstößes, zum anderen darin, dass normbrüchige Emittenten vom Index ausgeschlossen werden können.

Die Einbeziehung in die Indizes ebenso wie die Anforderungen an die Emittenten stehen in der Willkür der DBAG, eine besondere vertragliche Beziehung zwischen ihr und den einbezogenen Emittenten besteht nicht. Über die Anforderungen an die Unternehmen, die

²⁶⁵ Vgl. Ziffer 3 SMAX-TB.

²⁶⁶ Ziffer 2 Abs. 3 SMAX-TB.

²⁶⁷ Ziffer 2 Abs. 8 SMAX-TB.

²⁶⁸ Ziffer 2 Abs. 9 SMAX-TB.

²⁶⁹ Ziffer 3. 6 SMAX-TB.

²⁷⁰ Ziffer 2 Abs. 11 SMAX-TB.

²⁷¹ Vgl. Ziffer 7 Abs. 2 b) SMAX-TB.

²⁷² Jedoch die Deutsche Börse AG keine Sanktionen gegen die Unternehmen verhängt, die den Übernahmekodex nicht anerkannt haben (bei den DAX-Unternehmen waren das VW und BMW):

²⁷³ Deutsches Aktieninstitut, Die Bedeutung von Aktienindizes für deutsche börsennotierte Unternehmen, Mai 2001, S. 30.

in die Indizes aufgenommen werden können, entscheidet ein „Arbeitskreis Aktienindizes“, dessen Tätigkeit und Kompetenzen allerdings selbst unter den Emittenten an der FWB auf Grund mangelhafter Informationspolitik der DBAG kaum bekannt sind²⁷⁴.

3. Going Public-Grundsätze

Die Going Public-Grundsätze (GP-G), die die DBAG am 24. April 2002 vorgestellt hat, sollen für eine Erhöhung der Transparenz der für die Anlageentscheidung relevanten Informationen bei einem Börsengang sorgen²⁷⁵. Dies soll vor allem durch Stärkung der Funktion des Börsenprospekts bewerkstelligt werden. Mittlerweile hat die DBAG angesichts zahlreicher Änderungsvorschläge seitens der Handelsteilnehmer die Veröffentlichung revidierter Grundsätze angekündigt, die Mitte Juli 2002 bekannt gegeben werden sollen und ab 1. September 2002 Anwendung finden sollen²⁷⁶.

a) Anforderungen der Going Public-Grundsätze

Wesentliche Regelungen des jetzigen Vorschlags sind Vorgaben für die formale Gestaltung des Prospekts, Anforderungen an den Inhalt des Prospekts und Vorschriften für Angaben und Research-Studien außerhalb des Prospekts.

In formeller Hinsicht werden bis hin zu Schriftgröße der Überschriften (3.2.2 GP-G) detaillierte Vorgaben gemacht. Bedeutsam werden dabei vor allem die Gliederungsschemata sein, die eine Vergleichbarkeit der Börsenprospekte herstellen sollen.

Inhaltlich regelt 4.1 GP-G die Darstellung von unternehmensbezogenen Risikofaktoren. Insbesondere sollen im Prospekt nur solche Faktoren aufgeführt werden, die einen spezifischen Bezug zum Geschäftsbetrieb des Emittenten haben (4.1.1 GP-G), wobei eine Gliederung in der Reihenfolge ihrer Bedeutung vorgenommen werden soll (4.1.2 GP-G). Damit soll dem Problem begegnet werden, dass die Börsenprospekte in der Vergangenheit immer länger und unübersichtlicher wurden und von den Unternehmen als reine Werbe-Instrumente missbraucht wurden²⁷⁷.

Weiter werden Anforderungen an zukunftsgerichtete Aussagen gestellt (4.2 GP-G). So soll dargestellt werden, auf Grund welcher Annahmen eine solche Aussage getroffen wird und falls darauf hingewiesen wird, dass sich die Aussagen möglicherweise nicht erfüllen, so sollen die Faktoren genannt werden, von denen die Erfüllung der Aussagen abhängt.

4.3 GP-G verlangt von den Emittenten, im Prospekt alle wesentlichen Geschäfte und Rechtsbeziehungen des Emittenten mit diesem nahe stehenden Personen offenzulegen. Damit wird insbesondere auf die Missstände am Neuen Markt reagiert, wo der Markt die Transaktionen von Familienangehörigen von Vorstandsmitgliedern als eine Umgehung des RWNM angesehen hat.

²⁷⁴ Vgl. die Umfrage DAI, Die Bedeutung von Aktienindizes für deutsche börsennotierte Unternehmen, Mai 2001, S. 27 ff., wonach nur 13 % der Emittenten mit dem Arbeitskreis und seiner Tätigkeit gut vertraut sind.

²⁷⁵ Vgl. Präambel, GP-G v. 24.4.2002.

²⁷⁶ Vgl. Pressemitteilung der Deutschen Börse AG vom 10.6.2002. Die Grundsätze sind zum 11.9.2002 in leicht modifizierter Form in Kraft getreten. Vgl. ausführlich Schlitt/Smith/Werlen, AG 2002, S. 478 ff.

²⁷⁷ Vgl. zur Kritik Claussen, BB 2002, S. 105, 109.

Weiter wird die Verwendung von Pro-forma-Abschlüssen eingeschränkt (4.4 GP-G). Und schließlich wird verlangt, dass im Prospekt die beruflichen Werdegänge und Vorstrafen der Mitglieder der Geschäftsführung aufgeführt werden (4.5 GP-G).

Besondere Bedeutung kommen auch den Vorschriften über Angaben außerhalb des Prospekts zu. Der Emittent soll ab dem Zeitpunkt des Zulassungsantrags, spätestens jedoch vier Wochen vor dem öffentlichen Angebot bis zum Ablauf einer längstens 30 Tage dauernden Stabilisierungsfrist danach keine beurteilungsrelevanten Angaben machen (5 GP-G). Ähnliche Pflichten werden für die am Börsengang beteiligten Emissionsbegleiter begründet, die spätestens zwei Wochen vor dem öffentlichen Angebot die Verbreitung von emissionsbegleitenden Studien einstellen sollen (6.1 GP-G). Weiter soll der Emissionsbegleiter in seinen Studien nur Informationen verarbeiten, die auch im Prospekt genannt sind (6.2 GP-G).

b) Regelungstechnik der Going Public-Grundsätze

Wie den Going Public-Grundsätzen in den einzelnen Handelssegmenten zur Geltung verholfen werden soll, ist noch unklar. Gem. 2.1 GP-G soll sich ihre „Geltung“ auf alle Aktien und aktienvertretende Zertifikate beziehen, die in Deutschland erstmals öffentlich angeboten und zum Handel an der FWB zugelassen werden. Dabei soll die Einhaltung der Grundsätze selbst im Prospekt vermerkt werden (2.2 GP-G). Andererseits sollen sie nur Verhaltens- und Handlungsempfehlungen sein, ohne verpflichtenden Charakter zu haben, vgl. Präambel GP-G. Es wird hier also auf den durch die Marktkräfte ausgelösten Druck vertraut. In der Tat wird es wohl weder für die DBAG noch für die FWB eine Möglichkeit geben, den GP-G an allen Handelssegmenten zur Rechtsgeltung zu verhelfen. Unproblematisch wäre nur die verpflichtende Anwendung im privatrechtlichen Neuen Markt, wo die Einhaltung der Grundsätze ohne weiteres für die Neuemittenten vorgesehen werden könnte. Im amtlichen Markt werden die Anforderungen an das Prospekt abschließend von der Börsenzulassungsverordnung präzisiert. Im geregelten Markt ist eine Erweiterung der Anforderungen an das Börsenprospekt über das Anforderungsniveau des amtlichen Marktes hinaus nur über § 50 Abs. 3 BörsG möglich, der nur für Teilbereiche des geregelten Marktes die Begründung von zusätzlichen Zulassungsvoraussetzungen gestattet. Es verbietet sich der Rückgriff auf die Satzungsautonomie in § 50 Abs. 1 BörsG, wonach die näheren Bestimmungen für den geregelten Markt in der Börsenordnung zu treffen sind. Denn aus der gesetzgeberischen Konzeption geht hervor, dass das Basissegment des geregelten Marktes hinter den Anforderungen des amtlichen Marktes zurückbleiben muss. Die Satzungsautonomie kann dementsprechend nicht die Begründung strengerer Regeln als im amtlichen Markt rechtfertigen (vgl. 2. Kap. B I 2 a).

II. Der Prädikatsmarkt im Freiverkehr der Bayerischen Börse²⁷⁸

Der Prädikatsmarkt der Bayerischen Börse in München ist als Teilsegment des Freiverkehrs ausschließlich privatrechtlich organisiert. Er richtet sich an junge bzw. kleine

²⁷⁸ Die neue Börsenordnung der Bayerischen Börse vom 16.12.2002 sieht für sowohl für amtlichen und geregelten Markt als auch für den Freiverkehr einheitliche Bedingungen für die Verleihung eines „Prädikats für Publizität“ vor (vgl. §§ 62 ff. BörsO BayB v. 16.12.2002). Die Differenzierung in TOP Quality Market, Prädikatsmarkt Select und Prädikatsmarkt ist in dieser Form entfallen. Die hier getroffene rechtliche Bewertung der Normkomplexe ist jedoch übertragbar.

Unternehmen, die den Schritt an die Börse wagen möchten, aber die erhöhten Anforderungen der öffentlich-rechtlich organisierten Marktsegmente scheuen.

Die Börsengeschäftsführung verleiht auf Antrag eines Börsenmitglieds im Einvernehmen mit dem Emittenten nach Anhörung des Freiverkehrsausschusses im Freiverkehr ein Prädikat für Publizität. Dieses Prädikat wird im amtlichen Kursblatt oder in sonst geeigneter Form veröffentlicht, vgl. § 8 BörsO BayB a.F. Der Emittent muss sich verpflichten, erhöhte Publizitätsanforderungen zu erfüllen, insbesondere einen vierteljährlichen Aktionärsbrief zu publizieren (Quartalspublizität), § 9 Abs. 1 BörsO BayB a.F. Zudem hat der Emittent gem. § 9 Abs. 3 BörsO BayB a.F. einen Verkaufsprospekt gem. §§ 2 ff. Verkaufsprospekt-Verordnung zu erstellen. Eine Einhaltung internationaler Rechnungslegungsgrundsätze ist nicht erforderlich.

Geschäftsführende Mehrheitsaktionäre müssen sich zu einer 12-monatigen Haltepflicht bereit erklären, wobei sie mindestens 50% des Grundkapitals zu halten haben, vgl. § 10 Abs. 2 BörsO BayB a.F.

Als Sanktion eines Verstoßes gegen die Anforderungen des Prädikatsmarkts ist der Entzug des Prädikats vorgesehen, wenn seine Voraussetzungen nicht mehr vorliegen (§ 12 BörsO BayB a.F.).

Rechtliche Bedenken gegen den Prädikatsmarkt resultieren daraus, dass die Entscheidung über die Aufnahme von der Geschäftsführung der Bayerischen Börse getroffen wird. Wie bereits festgestellt wurde²⁷⁹, ist die Börse als öffentlich-rechtliche Anstalt für die Organisation des Freiverkehrs oder Teilsegmenten des Freiverkehrs sachlich nicht zuständig. Unter diesem Gesichtspunkt scheint die rechtliche Zulässigkeit des Prädikatsmarkts äußerst fragwürdig. Auf jeden Fall gilt aber, dass sich die Börse durch die privatrechtliche Organisation nicht ihren öffentlich-rechtlichen Bindungen entziehen kann. Insbesondere die Grundrechtsgeltung wird von ihr bei der Entscheidung über Verleihung oder Entzug des Prädikats zu beachten sein.

III. Start Up Market im Freiverkehr der Hanseatischen Wertpapierbörse Hamburg

Der Start Up Market an der Hanseatischen Wertpapierbörse Hamburg richtet sich wie der Neue Markt und der Prädikatsmarkt an junge Unternehmen. Die Organisation des Marktsegments und die Voraussetzungen der Zulassung der Emittenten sind im Regelwerk Start Up Market (RWSUP) normiert.

In seiner rechtlichen Struktur orientiert er sich am Modell des Neuen Marktes, d.h. die Zulassung zum privatrechtlich organisierten, im Freiverkehr angesiedelten Start Up Market erfordert die vorige Zulassung zum geregelten Markt und gleichzeitigem Verzicht auf Einbeziehung in den Handel im geregelten Markt, § 4 Abs. 1 - 3 RWSUP.

Die Altaktionäre, die bedeutende Anteile im Zeitpunkt der Antragsstellung halten, müssen sich gem. § 5 RWSUP zu einer 6-monatigen Haltefrist verpflichten.

Die Jahresabschlüsse des Emittenten können nach HGB, US-GAAP oder IAS erstellt werden, § 6 Abs. 2 RWSUP. In § 6 Abs. 3 RWSUP ist die Pflicht zur Erstellung und Einreichung eines vierteljährlichen Zwischenberichts geregelt (Quartalspublizität).

Erfüllt der Emittent seine Pflichten nicht, so ermöglicht § 9 RWSUP, der § 44d BörsG entsprechend für anwendbar erklärt, einen Ausschluss vom Start Up Market.

²⁷⁹ Unter 3. Kapt. C I 1.

IV. IPO-Market im Freiverkehr der Börse Berlin

Der IPO-Market an der Börse Berlin ist ein Teilsegment des Freiverkehrs speziell für Unternehmen, die bisher nicht an einer Börse notiert waren.

Die Regeln für dieses Marktsegment sind in den IPO-Richtlinien niedergelegt. Gegenüber dem regulären Freiverkehr unterscheiden sich die Voraussetzungen und Pflichten des Emittenten wie folgt: Stellung des Einbeziehungsantrags durch Emittenten, Mindestnennbetrag der Emission DM 0,5 Mio., Bestehen des Emittenten seit mindestens einem Jahr, Erstellung eines Verkaufsprospekts mit Angaben, die im Wesentlichen den Anforderungen der Verkaufsprospektverordnung entsprechen, Verpflichtung zur halbjährlichen Zwischenberichtserstattung und Verpflichtung zur Ad-hoc-Publizität analog § 15 WpHG. Sanktionen für den Fall eines Pflichtverstoßes enthalten die IPO-Richtlinien nicht.

Zusammenfassung

1. Die ökonomische Regulierungstheorie beschäftigt sich sowohl mit der Frage der optimalen Marktregulierung (normative Regulierungstheorie) wie auch mit der Erklärung von tatsächlichen Regulierungsentscheidungen aus politikökonomischer Sichtweise (positive Regulierungstheorie). Beide Aspekte haben auch Bedeutung bei einer rechtlichen Theorie der Selbstregulierung, die sich mit den Möglichkeiten und Grenzen der privaten Normsetzung auseinandersetzen will. Selbst wenn man die ökonomische Perspektive mit dem Modell eines am Eigeninteresse orientierten Normsetzers für die Betrachtung staatlicher Rechtssetzungsmechanismen ablehnen mag, scheint sie für die Analyse des Verhaltens privater Regelsetzer dennoch angemessen.

2. Die Berücksichtigung ökonomischer Erkenntnisse wird insbesondere dadurch ermöglicht, dass das geltende Kapitalmarktrecht primär auf den Schutz der Funktionsfähigkeit des Marktes ausgerichtet ist. Auch wenn nicht zu bestreiten ist, dass Gesetzgeber und Rechtsprechung daneben auch den Schutz des einzelnen Anlegers im Auge haben, so lässt sich jedenfalls kein systematisches Abgehen vom Ziel des Funktionsschutzes erkennen. Funktionsschutz und Anlegerschutz entsprechen sich in der Konzeption des deutschen Kapitalmarktrechts also weitgehend.

3. Eine umfassende rechtliche Theorie der Selbstregulierung wurde bisher in der Literatur nicht entworfen. Angesichts der Vielfältigkeit der Erscheinungsformen werden in jüngerer Zeit zumeist funktionalen Ansätze vertreten. Diese geben Raum für die Integration der ökonomischen Normtheorie, die in der Internalisierung von externen Effekten den entscheidenden Anstoß zur Entstehung von Normen sieht und das Rechtssystem dementsprechend als ein System ökonomischer Anreize auffasst. Ausgehend von diesen Erkenntnissen lässt sich als notwendige und hinreichende Bedingung für die gewillkürte private Normsetzung die Möglichkeit für den Normsetzer ausmachen, die Vorteile der Normsetzung soweit zu internalisieren, dass sie seine Normsetzungskosten überschreiten. Bei der Frage der Durchsetzung der Normen kommen den Normbefolgungsanreizen der Regulierungsadressaten wesentliches Gewicht zu. Das regulierungstheoretische Problem wird also erst durch die Dreiecksbeziehung zwischen Staat, privatem Normsetzer und Regulierungsadressaten angemessen beschrieben.

4. Von dem Konzept der Selbstregulierung ist die Idee des Normgebungswettbewerbs zu unterscheiden. Beide stehen aber insoweit in einer engen Beziehung, als eine private Regulierung typischerweise mit dem Bestehen einer Wettbewerbssituation einhergeht. Der „Markt für Normgebung“ lässt unter Idealbedingungen ein effizientes Ergebnis erwarten. Die Interessen des Einzelnen kommen auf einem perfekt gedachten Markt mit dem staatlichen Interesse an der Funktionsfähigkeit der Börsen zur Deckung. Die Problematik besteht nun darin, die in der Realität nicht von der Hand zu weisenden Gefahren eines Marktversagens auf dem Markt für Regulierung auf ihre Folgen für seine Funktionsfähigkeit abzuschätzen. Eine Vermutung dafür, dass die Selbstregulierung in jedem Fall zu einem besseren Ergebnis als der staatliche, auf Interessenausgleich ausgerichtete Normgebungsprozess kommt, existiert nicht. Gewisse staatliche

Rahmenvorgaben können als eine Art Wettbewerbsordnung das Ergebnis des privaten Regulierungswettbewerbs verbessern.

5. Angewendet auf die Börse als Regulierungsinstanz lässt sich ein gemischtes Bild von den Möglichkeiten der Selbstregulierung zeichnen. Dies gilt zunächst im Bereich der Organisationsregulierung, wo insbesondere bei der Überwachungsorganisation, der Preis- und Transaktionstransparenz und der Regulierung des Marktzugangs nicht mit einem angemessenen Ergebnis der Selbstregulierung zu rechnen ist. Der Umfang der Funktionsfähigkeit der Eigensteuerung hängt zum einen davon ab, wie hoch der auf die Börsen wirkende Wettbewerbsdruck ist, zum anderen davon, wie rational sich das Marktumfeld verhält. Der Preismechanismus schützt den uninformierten, irrationalen Handel nicht in jedem Fall.

6. Bedeutung für die Eignung der Börse als Selbstregulierer hat auch ihre interne Organisationsstruktur. Während die Börsen früher fast ausschließlich in mitgliedschaftlicher bzw. genossenschaftsähnlicher Organisation geführt wurden, findet weltweit ein Umwandlungsprozess hin zu kapitalistischen Organisationsstrukturen statt. Diese Umwandlung muss den Möglichkeiten zur Selbstregulierung nicht im Wege stehen. Eine gewinnorientierte Organisation scheint als Normsetzer gar in verschiedener Hinsicht besser geeignet, wenn es darum geht, überkommene Strukturen den aktuellen Markterfordernissen anzupassen.

7. In jüngerer Zeit hat insbesondere die börsenverantwortete Regulierung der Emittenten und deren Organmitgliedern erhöhte Bedeutung erlangt. Die Regelungen erstrecken sich vornehmlich auf die Publizität der Emittenten und deren *Corporate Governance*, soweit es das geltende Recht zulässt. Die Organmitglieder werden in ihrer Eigenschaft als Unternehmensinsider Ziel börslicher Regelungen. Drei Bedingungen wurden ausgemacht, von denen der Erfolg der Börsennormsetzung in diesem Bereich abhängt. Erstens die Fähigkeit des Kapitalmarkts, die börslichen Normen adäquat zu bewerten, zweitens das Bestehen eines hinreichenden Wettbewerbs unter den Börsen und drittens die Entscheidungsgewalt der Aktionäre über den Handelsplatz, an dem die Unternehmensanteile notiert werden sollen.

8. Im nächsten Schritt waren die ausgemachten Bedingungen der Prüfung durch die (Rechts)wirklichkeit auszusetzen. Eine umfassende Informationseffizienz der Kapitalmärkte, die auch eine perfekte Normbewertungsfähigkeit des Marktes impliziert hätte, existiert nicht. Die gefundenen Kapitalmarktanomalien hätten aber für die Funktionsfähigkeit des Anreizmechanismus nur dann Relevanz, wenn der Markt die Normen systematisch falsch bewertete. Für solche Fehlbewertungen bestehen jedoch in den empirischen Untersuchungen keine Hinweise, so dass der vom Markt ausgehende Anreiz zur Optimierung der Börsennormen intakt sein dürfte.

Auch der Umfang des Wettbewerbs der Börsen um Anleger und Emittenten dürfte jedenfalls in Zukunft hinreichend wirksam werden. Sowohl auf europäischer Ebene wie auch im innerstaatlichen Recht wurden Mobilitätshindernisse konsequent abgebaut und so die Möglichkeiten auch für länderübergreifende Börsennotierungen weiter verbessert. Weniger positiv ist die Tatsache zu werten, dass im deutschen Recht dem Vorstand die Entscheidung über das Listing und Delisting zukommt. Selbst wenn man über die

Holzmüller-Grundsätze eine Hauptversammlungskompetenz für das „Ob“ des (De-)listings begründen kann, gilt dies nicht für das „Wo“ und „Wie“. Positiv im Hinblick auf den Börsenwettbewerb ist jedoch zu werten, dass das deutsche Börsenrecht die Möglichkeit des Delistings auf Antrag des Emittenten vorsieht und dass bei dieser Entscheidung das Interesse der Börse am Fortbestehen der Notierung keinen Eingang findet.

9. Rechtliche Grenzen der Börsenselbstregulierung werden durch das Europäische Gemeinschaftsrecht gezogen. Eine unmittelbare Bindung an die Grundfreiheiten ergibt sich für die Börse als öffentlich-rechtliche Anstalt, soweit sie Hoheitsbefugnisse ausübt. Für den Börsenträger besteht eine solche Bindung nicht. Beide sind allerdings wettbewerbsrechtlich als „Unternehmen“ zu qualifizieren. Insbesondere lässt sich europarechtlich keine Ausnahme für die Rechtsnormsetzung der Börsen begründen, wie dies im deutschen Recht vertreten wird.

An die Richtlinien ist wiederum nur die Anstalt Börse gebunden. Dafür kommt auch nur sie in Frage, wenn es um die Möglichkeiten einer Richtlinienumsetzung im Wege der Selbstregulierung geht, nicht jedoch der Börsenträger.

10. Das innerstaatliche Verfassungsrecht zieht der privaten Normsetzung durch die Börsenträger kaum Grenzen. Die Wesentlichkeitsrechtsprechung findet auf private Maßnahmen keine Anwendung und auch eine unmittelbare Grundrechtsgeltung lässt sich nicht begründen. Die verfassungsrechtlichen Strukturprinzipien finden nur Eingang über die Drittwirkung der Verfassung, wenn es um die Interpretation bewertungsfähiger Rechtsbegriffe geht. Umfassend ist dagegen die Bindung für die Börse als öffentlich-rechtliche Anstalt, wo die Wesentlichkeitsrechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts im Bereich der Normsetzung nur wenig Spielraum lässt.

11. Aspekte der Selbstverwaltung der als öffentlich-rechtliche Anstalt zu qualifizierenden Börse lassen sich in der Selbstverwaltung i.e.S., der autonomen Rechtsetzung und in der Börsenschiedsgerichtsbarkeit ausmachen. Rechtsetzend wird die Börse beim Erlass der Börsenordnung, der Gebührenordnung und der Prüfungsordnung tätig. Die Börsenusancen sind dagegen als Allgemeine Geschäftsbedingungen einzuordnen.

12. In der Vergangenheit hat der Gesetzgeber der Börse wenig Spielraum zur eigenverantwortlichen Ausgestaltung der öffentlich-rechtlichen Marktsegmente gelassen. Entsprechende Versuche der Bayerischen Börse, Qualitätssegmente im amtlichen und geregelten Handel einzurichten, waren daher rechtlich bedenklich. Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz hat die Möglichkeiten der Börsen in dieser Hinsicht erheblich erweitert.

13. Der Freiverkehr an den Börsen ist nicht in die öffentlich-rechtliche Organisation der Börse eingegliedert, sondern auf rein privatrechtlicher Ebene organisiert. Die Handelsrichtlinien im Freiverkehr sind dementsprechend als Allgemeine Geschäftsbedingungen zu werten. Die Börse ist für die Regulierung des Freiverkehrs nicht zuständig, sondern trägt nur eine Überwachungsverantwortung. Daher ist die Regelung des Freiverkehrs in Satzungsform, wie dies an der Börse Düsseldorf geschieht, nicht zulässig.

14. Die Möglichkeiten der privaten Selbstregulierung der Börsen bzw. ihrer Träger lassen sich anhand der qualifizierten Marktsegmente des Freiverkehrs anschaulich machen. In diesen Segmenten werden durch umfassende Regelwerke Anforderungen an die Emittenten gestellt, die über das Maß in den öffentlich-rechtlichen Marktsegmenten teilweise weit hinausgehen. Allen voran kommt hier dem Neuen Markt der Deutsche Börse AG eine besondere Bedeutung zu. Dieses Marktsegment zeichnet sich durch eine Doppelzulassung der Emittenten sowohl zum geregelten Markt wie auch zum Neuen Markt selbst aus. Dadurch bleibt das staatliche Sanktionsinstrumentarium in gewissen Bereichen auch im Neuen Markt anwendbar. Zahlreiche Bestimmungen des Regelwerks des Neuen Marktes legen den Emittenten und deren Organmitgliedern zusätzliche Pflichten auf, die durch ein differenziertes privatrechtliches Sanktionssystem abgesichert werden.

Die Deutsche Börse AG als Privatrechtssubjekt unterliegt keiner Bindung an Verfassungsgrundsätze, ihrem Spielraum bei der Normsetzung werden aber vor allem durch die §§ 305 ff. BGB bzw. das AGBG Grenzen gesetzt. Dort sind wertende Überlegungen möglich, die bei den formalistischeren Anforderungen an die öffentlich-rechtliche Normsetzung nicht in Betracht kommen. Transparenz und Rechtsschutz werden im Neuen Markt gewährleistet. Allerdings findet kein institutionalisiertes, öffentliches Normgebungsverfahren statt, von dem schon im Vorfeld die Gewähr einer angemessenen Berücksichtigung der Interessen der Betroffenen ausgehen würde. Die nachträgliche Kontrolle über § 315 BGB kann dafür nicht immer Ersatz bieten, weil sie nur eingreift, wenn die äußersten Grenzen der Bestimmungsmacht überschritten wurden.

Die Möglichkeiten, den Börsenhandel in privatrechtlichen Vereinbarungen zu regeln, hängen auch davon ab, inwieweit die Gerichte bereit sind, die Besonderheiten solcher Regelwerke zu berücksichtigen. Nur dort, wo die ökonomischen Anreize eine Übervorteilung der Emittenten nahe legen, ist das strenge rechtliche Schutzinstrumentarium bei Allgemeinen Geschäftsbedingungen angebracht. Anders ist es dort, wo das gemeinsame Interesse am Börsenbetrieb die Interessen der Emittenten, der Anleger und des Börsenträgers eint und damit ein unerwünschtes opportunistisches Verhalten nicht zu erwarten ist.

Literaturverzeichnis

- Adams, Michael:* Ist die Ökonomie eine imperialistische Wissenschaft? – Über Nutz und Frommen der Ökonomischen Analyse des Rechts -, Jura 1984, 337-349.
- ders.:* Normen, Standards, Rechte, Juristenzeitung 1991, 941-955.
- Admati, Anat / Pfleiderer, Paul:* Forcing Firms to Talk: Financial Disclosure Regulation and Externalities, Review of Financial Studies 13 (2000), 479-419.
- Aerni, Peter:* Transparenz und Markteintritt im Börsengesetzentwurf des Bundes, Finanzmarkt und Portfoliomanagement 1993, 477-494.
- Agrawal, Anup / Jaffe, Jeffrey F. / Mandelker, Gershon N.:* The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly, Journal of Finance 47 (1992), 1605-1621.
- Agrawal, Anup / Mandelker, Gershon N.:* Large Shareholders and the Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments, Journal of Finance & Quantitative Analysis 25 (1990), 143-161.
- Akerlof, George:* The Market for Lemons, Quarterly Journal of Economics 1970, 488-500.
- Alchian, Armen A. / Demsetz, Harold:* Production, Information Costs, and Economic Organization, American Economic Review 62 (1972), 777-795.
- Allen, Franklin / Karjalainen, Risto:* Using Genetic Algorithms to Find Technical Trading Rules, Journal of Financial Economics 51 (1999), 245-271.
- Altmeppen, Holger:* Zur Vermögensbindung in der faktisch abhängigen AG, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1996, 693-698.
- ders.:* Neutralitätspflicht und Pflichtangebot nach dem neuen Übernahmerecht, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2001, 1073-1084.
- Alvarez, Manuel / Wotschovsky, Stefan:* Zwischenberichtserstattung in der Praxis-eine empirische Anaylse der DAX100-Unternehmen, Die Wirtschaftsprüfung 2000, 310-319.
- Ambrose, Brent W. / Megginson, William L.:* The Role of Asset Structure, Ownership Structure, and Takeover Defenses in Determining Acquisition Likelihood, Journal of Financial and Quantitative Analysis 27 (1992), 575-589.
- Amihud, Yakov / Mendelson, Haim:* Multimarket Trading: A Self-Regulatory Proposal, in: Schwartz, Robert A. (Hrsg.), Global Equity Markets, New York 1995, 340-349.
- dies.:* A New Approach to the Regulation of Trading Across Securities Markets, New York University Law Review 71 (1996), 1412-1466.
- Andrade, Gregor / Kaplan, Steven:* How Costly is Financial (Non Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions That Became Distressed, Journal of Finance 53 (1998), 1443-1494.
- Anschütz, Gerhard:* Staatsaufsicht und Börsenverwaltung, Verwaltungsarchiv 11 (1903), 519-552.

- Antle, Rick*: The Auditor as an Economic Agent, *Journal of Accounting Research* 20 (1982), 503-527.
- ders.*: Auditor Independence, *Journal of Accounting Research* 22 (1984), 1-20.
- Ariel, Robert A.*: A Monthly Effect in Stock Returns, *Journal of Financial Economics* 18 (1987), 161-174.
- ders.*: High Stock Returns before Holidays : Existence and Evidence on Possible Causes, *Journal of Finance* 45 (1990), 1611-1626.
- Arrows, Kenneth J.*: *Essays in the Theory of Risk-Bearing*, Chicago, 1971.
- Arrunada, Benito*: Gestaltung und Regulierung von freiberuflichen Dienstleistungen: Ein allgemeiner Handlungsleitfaden. in: Herrmann, H. / Backhaus, J. (Hrsg.), *Staatliche gebundene Freiberufe im Wandel*, Baden-Baden, 1998, 115-135.
- Asquith, Paul*: Merger Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns, *Journal of Financial Economics* 11 (1983), 51-83.
- Asquith, Paul / Kim, Han E.*: The Impact of Merger Bids on the Participating Firm's Security Holders, *Journal of Finance* 5 (1982), 121-139.
- Assmann, Heinz-Dieter*: Zur Steuerung gesellschaftlich-ökonomischer Entwicklungen durch Recht, in: Assmann, H.-D. / Brüggemeier, G. / Hart, D. / Joerges, Ch. (Hrsg.), *Wirtschaftsrecht als Kritik des Privatrechts*, Königstein, 1980, 239-341.
- ders.*: Prospekthaftung als Haftung für die Verletzung kapitalmarktbezogener Informationspflichten nach deutschem und US-amerikanischem Recht, Köln / Berlin / Bonn / München, 1985
- ders.*: Konzeptionelle Grundlagen des Anlegerschutzes, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 1989, 49-63.
- ders.*: Kapitalmarktrecht – Zur Formation eines Rechtsgebietes in der vierzigjährigen Rechtsentwicklung der Bundesrepublik Deutschland, in: Knörr, K. (Hrsg.), *Bundesrepublik Deutschland – 40 Jahre Rechtsentwicklung*, Tübingen, 1990, 251-291.
- ders.*: Harmonisierung des Kapitalmarkt- und Börsenrechts in der EG, in: *Deutsches und europäisches Bank- und Börsenrecht*, Schriftenreihe der Bankrechtlichen Vereinigung, 1994, 61-134.
- ders.*: Verhaltensregeln für freiwillige öffentliche Übernahmeangebote, *Die Aktiengesellschaft* 1995, 563-572.
- Assmann, Heinz-Dieter / Bozenhardt, Friedrich*: Übernahmeangebote als Regelungsproblem zwischen gesellschaftsrechtlichen Normen und zivilrechtlich begründeten Verhaltensgeboten, in: Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer (Hrsg.), *Übernahmeangebote (Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht Sonderheft 9)*, Berlin, New York, 1990.
- Assmann, Heinz-Dieter / Buck, Petra*: Europäisches Kapitalmarktrecht, *EWS* 4,5 (1990), 110-123; 190-193; 220-225.
- Assmann / Schneider*: *Wertpapierhandelsgesetz, Kommentar*, 2. Aufl., Köln, 1999.
- Assmann, Heinz-Dieter / Schütze, Rolf A. (Hrsg.)*: *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, 2. Aufl., München, 1997. Ergänzungsband: Stand Januar 2001.

- Atzbach, Ernst:* Grundfragen der ärztlichen Kammergesetzgebung und Berufsgerichtsbarkeit und ihr Verhältnis zum Grundgesetz unter besonderer Berücksichtigung der historischen Entwicklung des ärztlichen Berufsrechts, Dissertation, Marburg, 1960.
- August, Roland / Schiereck, Dirk / Weber, Martin:* Momentumstrategien am deutschen Aktienmarkt: Neue empirische Evidenz zur Erklärung des Erfolges, Kredit und Kapital (2000), 198-234.
- Ayres, Ian / Braithwaite, John:* Responsive Regulation – Transcending the Deregulation Debate, New York, Oxford, 1992.
- Bachmann, Gregor* Regelwerk und Rechtsgeschäft – Zur einseitigen Änderung privater Regelwerke, Wertpapier-Mitteilungen 2001, 1793-1798.
- Backhaus, Jürgen G.:* Rechtsökonomische Aspekte der Selbstregulierung Freier Berufe, in: H. Herrmann / J. Backhaus (Hrsg.), Staatlich gebundene Freiberufe im Wandel, Baden-Baden, 1998, 137-142.
- Baetge, Jörg / Krumnow, Jürgen / Noelle, Jennifer:* Das "Deutsche Rechnungslegungs Standards Committee" (DRSC), Der Betrieb 2001, 769-774.
- Bagott, Rob:* Regulatory Reform in Britain: The Changing Face of Self-Regulation, Public Administration 67 (1989), 434-454.
- Baiman, Stanley / Evans, Joahn H. / Nagarajan, Nandu J.:* Collusion in Auditing, Journal of Accounting Research 29 (1991), 1-18.
- Baiman, Stanley / Verrecchia, Robert E.:* The Relation among Capital Markets, Financial Disclosure, Production Efficiency, and Insider Trading, Journal of Accounting Research 34 (1996), 1-22.
- Bainbridge, Stephen M.:* Mandatory Disclosure: A Behavioral Analysis, University of Cincinnati Law Review 68 (2000), 1023-1060.
- Ball, Ray / Brown, Philip:* An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers, Journal of Accounting Research 6 (1968), 159-178.
- Ballerstedt, Kurt:* Rechtsstaat und Wirtschaftslenkung, Archiv des öffentlichen Rechts 74 (1948), 129-157.
- ders.:* Kartellverbot und Einzelvertrag, Juristenzeitung 1956, 267-271.
- Ballwieser, Wolfgang:* Insider-Regeln, in: Bank-Lexikon, 10. Aufl., Wiesbaden, 1988, Sp. 1099 -1110.
- ders.:* Kapitalmarkt, Managerinteressen und Rolle des Wirtschaftsprüfers, in: Schneider (Hrsg.), Kapitalmarkt und Finanzierung, Berlin, 1987, 351-362.
- ders.:* Ein Überblick über Ansätze zur ökonomischen Analyse des Bilanzrechts, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 48 (1996), 503-527.
- Balzer, Peter:* Anlegerschutz bei Verstößen gegen die Verhaltenspflichten nach §§ 31 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1997, 261-269.
- Banz, Rolf W.:* The Relationship Between Return and Market Value of Common Stock, Journal of Financial Economics 9 (1981), 3-18.

- Barbaris, N. / Huang, M. / Santos, T.:* Prospect Theory and Asset Prices, Chicago/Stanford University working paper, 2000.
- Bardach, Eugene / Kagan, Robert, E.:* Going by the book : the problem of regulatory unreasonableness, Philadelphia, 1982.
- Barth, Daniel / Thaeter, Ralf:* RefE eines Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2001, 545-550.
- Basu, Sanjoy:* The Investment Performance of Common Stocks in Relation to their Price-Earnings Ratios, Journal of Finance 32 (1977), 663-682.
- ders.:* The Relationship between Earnings Yield, Market Value and Return: Further Evidence, Journal of Financial Economics 12 (1983), 129-156-
- Battis, Ulrich / Kersten, Jens:* Demokratieprinzip und Mitbestimmung im öffentlichen Dienst, Die öffentliche Verwaltung 1996, 584-593.
- Bauer, Hartmut / Pleyer, Marcus / Hirche, Kirsten:* Die Befugnis der Deutsche Börse AG zur einseitigen Änderung des Regelwerks Neuer Markt, Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht 2002, 102-119.
- Baumbach / Hopt:* Handelsgesetzbuch mit GmbH & Co, Handelsklauseln, Bank- und Börsenrecht, Transportrecht, 30. Aufl., München, 2000.
- Baumol, William J.:* On the Proper Cost Tests for Natural Monopoly in a Multiproduct Industry, American Economic Review 67 (1977), 809-822.
- Baumol, William J. / Panzar, John C. / Willig, Robert D.:* Contestable markets and the theory of industry structure, New York, 1982.
- Baums, Theodor (Hrsg.):* Bericht der Regierungskommission Corporate Governance – Unternehmensführung – Unternehmenskontrolle – Modernisierung des Aktienrechts, Köln, 2001.
- Baums, Theodor / Frick, Bernd:* Co-determination in Germany: The Impact on the Market Value of the Firm, Arbeitspapier 1/97 des Institutes für Handels- und Wirtschaftsrecht, Universität Osnabrück.
- Baums, Theodor / Segna, Ulrich:* Börsenreform, Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht, Arbeitspapier 65, Osnabrück, 1998.
- Baurmann, Michael:* Vorüberlegungen zu einer empirischen Theorie der positiven Generalprävention, Goltdammer's Archiv für Strafrecht 1994, 368-384.
- Barnet, Thomas:* Deliktischer Schadensersatz bei Kursmanipulation de lege lata und de lege ferenda – Zugleich eine Besprechung zu den Urteilen LG Augsburg vom 24.9.2001 = WM 2001, 1944 und LG Augsburg vom 9.1.2002 = WM 2002, 592, Wertpapiermitteilungen 2002, 1473-1488.
- Bayerische Börse:* Die Qualitätssegmente der Bayerischen Börse, München, 2001.
- Beales, Howard C. / Craswell, Richard / Salop, Steven C.:* Information Remedies for Consumer Protection, American Economic Review 71 (1981), Papers and Proceedings, 410-414.
- Beales, Howard C. / Craswell, Richard / Salop, Steven C.:* The Efficient Regulation of Consumer Information, Journal of Law and Economics 24 (1982), 491-539.

- Bebchuk, Lucian A.*: Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments, *Harvard Law Review* 102 (1989), 1820-1860.
- ders.*: The Debate on Contractual Freedom in Corporate Law, *Columbia Law Review* 89 (1989), 1395-1415.
- ders.*: Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law, *Harvard Law Review* 104 (1992), 1435-1510.
- Bebchuk, Lucian A. / Ferrel, Allen*: Federalism and Corporate Law: The Race to Protect Managers from Takeovers, *Columbia Law Review* 99 (1999), 1168-1199.
- ders.*: A New Approach to Takeover Law and Regulatory Competition, *Virginia Law Review* 87 (2001), 101-155.
- Bebchuk, Lucian / Stole, L.*: Do Short-Term Objectives Lead to Underinvestment or Overinvestment in Long-Term Projects, *Journal of Finance* 48 (1993), 719-729.
- Beck, Heiko*: Die erwerbswirtschaftliche Betätigung Beliehener am Beispiel des Trägers einer Wertpapierbörse, *Wertpapier-Mitteilungen* 1996, 2313-2319.
- ders.*: Die Börsen im Lichte des deutschen und europäischen Kartellrechts, *Wertpapier-Mitteilungen* 2000, 597-640.
- ders.*: Die Reform des Börsenrechts im Vierten Finanzmarktförderungsgesetz – Teil1: Änderungen des Börsenorganisationsrechts, *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht* 2002, 663-710.
- Becker, Florian / Fett, Thorsten*: Börsengang im Konzern – Über ein "Zuteilungsprivileg" zum Schutz der Aktionärsinteressen, *Wertpapier-Mitteilungen* 2001, 549-556.
- Becker, Gary*: Der ökonomische Ansatz zur Erklärung menschlichen Verhaltens, deutsche Übersetzung, Tübingen, 1982.
- ders.*: A Theory of Competition Among Pressure Groups for Political Influence, *Quarterly Journal of Economics* 98 (1983), 371-400.
- Beise, Heinrich*: Normqualität und Normstruktur von Bilanzvorschriften und Standards, *Betriebs-Berater* 1999, 2180-2189.
- Benabou, Roland / Laroque, Guy*: Using Privileged Information to Manipulate Markets, Insiders, Gurus, and Credibility, *Quarterly Journal of Economics* 107 (1992), 921-958.
- Benartzi, Shlomo / Thaler, Richard A.*: Myopic Loss Aversion an the Equity Premium Puzzle, *Quarterly Journal of Economics* 110 (1995), 73-92.
- Benston, George J.*: Competition versus Competitive Equality in International Financial Markets, in: Edwards, Franklin R. / Patrick, Hugh T. (eds.), *Regulating International Financial Markets*, Norwell, 1992, 277-289.
- ders.*: Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934, *American Economic Review* 63 (1973), 132-155.
- ders.*: Regulation of Stock Trading: Private Exchanges vs. Government Agencies, *Virginia Law Review* 83 (1997), 1501-1507.
- Benz, Nadja / Kiwitz, Thorsten*: Der Neue Markt der Frankfurter Wertpapierbörse-Zulassung und Folgepflichten, *Deutsches Steuerrecht* 99, 1162-1168.
- Berg, Wilfried*: Die öffentlichrechtliche Anstalt, *Neue Juristische Wochenschrift* 1985, 2294-2301.

- Berger, Klaus-Peter:* The Proposed EC Takeover Directive: Balancing Investor Protection with the Need of Regulatory Flexibility, *Journal of International Business Law* 12 (1991), 11-27.
- Bergström, Clas / Högfeldt, Peter / Molin, Johan:* The Optimality of the Mandatory Bid Rule, *Journal of Law, Economics And Organization* 13 (1997), 433-451.
- Bernhardt, Wolfgang:* Der Deutsche Corporate Governance Kodex: Zuwahl (comply) oder Abwahl (explain)?- Unternehmensführung zwischen "muss", "soll", "sollte" und "kann"; *Der Betrieb* 2002, 1841-1846.
- Bethge, Herbert:* Zur Problematik von Grundrechtskollisionen, München, 1977.
- Beudt, Jürgen:* Die Altautoverordnung: Branchenwandel durch neue Marktstrukturen, Berlin u.a., 1998.
- Bezenberger, Tilman:* Ethnische Diskriminierung, Gleichheit und Sittenordnung im bürgerlichen Recht, *Archiv für civilistische Praxis* 196 (1996), 395-434.
- Bhagat, Sanja / Richard, Jefferis:* Voting power in the proxy process: The case of antitakeover charter amendments, *Journal of Financial Economics* 30 (1991), 193-225.
- Bhide, Amar:* The hidden costs of stock market liquidity, *Journal of Financial Economics* 34 (1993), 31-51.
- Biedenkopf, Kurt H.:* Wettbewerbspolitik zwischen Freiheitsidee und Pragmatismus, *Wirtschaft und Wettbewerb* 1968, 1-15.
- Bieräugel, Klaus:* Die Grenzen berufsständischer Rechte, Dissertation, Würzburg, 1976.
- Bieser, Wendelin von:* Das neue Signaturgesetz, *Deutsches Steuerrecht* 2001, 27-35.
- Billet, Matthew T.:* Targeting Capital Structure: The Relationship Between Risky Debt and the Firm's Likelihood of Being Acquired, *Journal of Business* 69 (1996), 173-192.
- Bindseil, Ulrich:* Verfügungsrechte an organisierten Kapitalmärkten, Dissertation, Saarbrücken, 1994.
- Bittner, Claudia:* Die EG-Übernehmerichtlinie aus englischer Sicht, *Recht der internationalen Wirtschaft* 1992, 182-189.
- Black, Julia:* Constitutionalising Self-Regulation, *Modern Law Review* 59 (1996), 24-55.
- dies.:* An Economic Analysis of Regulation: One View of the Cathedral, *Oxford Journal of Legal Studies* 16 (1996), 699-711.
- Black/Kraakman:* A Self-Enforcing Model of Corporate Law, *Harvard Law Review* 109 (1996), 1911-1982.
- Blanke, Thomas:* Funktionale Selbstverwaltung und Demokratieprinzip-Anmerkung zu den Vorlagebeschlüssen des Bundesverwaltungsgerichts v. 17.12.1997, *Der Personalrat* 1999, 50-64.
- Bleckmann, Albert:* Neue Aspekte der Drittwirkung der Grundrechte, *Deutsches Verwaltungsblatt* 1988, 938-946.
- Blommestein, Hans J. / Funke, Norbert:* The Rise of the Institutional Investor, *OECD Observer* No. 212 June/July 1998.
- Blume, Marshall E. / Siegel, Jeremy J. / Rottenberg, Dan:* Revolution on Wall Street – The Rise and Decline of the New York Stock Exchange, New York, London, 1993.

- Blumfield, Robert / O'Hara, Maureen:* Can Transparent Markets Survive?, *Journal of Financial Economics* 55 (2000), 425-459.
- Böckem, Hanne:* Die Durchsetzung von Rechnungslegungsstandards in Deutschland, *Der Betrieb* 2000, 1185-1191.
- ders.:* Die Durchsetzung von Rechnungslegungsstandards, Frankfurt a.M. u.a., 2000.
- Böckenförde, Ernst-Wolfgang:* Demokratische Willensbildung und Repräsentation, in: Isensee, J. / Kirchhof, P. (Hrsg.), *Handbuch des Staatsrechts, Band II, Demokratische Willensbildung – Die Staatsorgane des Bundes*, Heidelberg, 1987, § 30, 29-45.
- Böckenhoff / Ross:* American Depositary Receipts (ADR), *Wertpapier-Mitteilungen* 1993, 1781-1786; 1825-1829.
- Bohne, Eberhard:* Informales Verwaltungs- und Regierungshandeln als Instrument des Umweltschutzes, *Verwaltungs-Archiv* 75 (1984), 343-373.
- Bonner Kommentar zum Grundgesetz:* Band 7, Art. 75 - 91b, Art.80, 86. Lfg., 1998.
- Booth, James R. / Smith, Richard L. II:* Capital Raising, Underwriting, and the Certification Hypothesis, *Journal of Financial Economics* 15 (1986), 261-281.
- Börsensachverständigenkommission:* Standpunkte der Börsensachverständigenkommission zur künftigen Regelung von Unternehmensübernahmen, Berlin, 1999.
- Botosan, Christine A. / Plumlee, Marlene A.:* Disclosure Level and Expected Cost of Equity Capital: An Examination of Analysts' Rankings of Corporate Disclosure, University of Utah, working paper, 2000.
- Boudreaux, Kenneth:* Discounts and Premiums on Closed-End Mutual Funds: A Study in Valuation, *Journal of Finance* 28 (1973), 515-522.
- Boujong / Ebenroth / Joost:* *Handelsgesetzbuch, Kommentar*, hrsg. von Carsten Th. Ebenroth, Karlheinz Boujong, Detlev Joost, München, 2001.
- Bowman, Robert G.:* Understanding and Conducting Event Studies, *Journal of Business Finance and Accounting* 10 (1983), 561-584.
- Boyle, Stanley E.:* Pre-Merger Growth and Profit Characteristics of Large Conglomerate Mergers in the United States: 1948-1968, *St. Johns Law Review* 44 (1970), 152-170.
- Bradley, Caroline:* The Market for Markets: Competition between Investment Exchanges, in: Fingleton, J. / Shoemaker, D. (Hrsg.), *Capital Markets and the Regulatory Response*, London, 1992, 183-196.
- Bradley, Michael:* Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control, *Journal of Business* 53 (1980), 345-376.
- Bradley, Michael / Desai, Anand / Kim, Han E.:* The Rationale Behind Interfirm Tender Offers, *Journal of Financial Economics* 11 (1988), 183-206.
- Braun, Johann:* Recht und Moral im pluralistischen Staat, *Juristische Schulung* 1994, 727-732.
- Breeden, Richard C.:* Foreign Companies and US Securities Markets in a Time of Economic Transformation, *Fordham Int'l L. J.* 17 (1994), 77.
- Breitkreuz, Tilman:* *Die Ordnung der Börse*, Berlin, 2000.
- Brennecke, Volker M.:* *Normsetzung durch private Verbände*, Düsseldorf, 1996.

- Breuer, Rolf E.:* Tomorrow's Equity Markets: Problems and Opportunities, in: Schwartz, Robert A. (Hrsg.), Global Equity Markets, New York 1995, 380-388.
- Breuer, Rüdiger:* Direkte und indirekte Rezeption technischer Regeln durch die Rechtsordnung, Archiv des öffentlichen Rechts 101 (1976), 46-88.
- Brickley, James A. / Coles, Jeffrey L. / Terry, Rory L.:* Outside Directors and the Adoption of Poison Pills, Journal of Financial Economics 35 (1994), 371-390.
- Brickley, James A. / Lease, Ronald C. / Smith, Clifford W. Jr.:* Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments, Journal of Financial Economics 20 (1988), 267-292.
- Britz, Gabriele:* Die Mitwirkung Privater an der Wahrnehmung öffentlicher Aufgaben durch Einrichtungen des öffentlichen Rechts, Verwaltungsarchiv 2000, 418-437.
- Brock, William J. / Lakonish, Josef / LeBaron, Blake:* Simple Technical Trading Rules and the Stochastic Properties of Stock Returns, Journal of Finance 47 (1992), 1731-1764.
- Brockhausen, Jürgen:* Kapitalmarktaufsicht in Selbstverwaltung, Wertpapier-Mitteilungen 41 (1997), 1924-1930.
- Brohm, Winfried:* Strukturen der Wirtschaftsverwaltung. Organisationsformen und Gestaltungsmöglichkeiten im Wirtschaftsverwaltungsrecht, Stuttgart u.a., 1969.
- Bröhmer, Jürgen / Ukrow, Jörg:* Die Selbstkontrolle im Medienbereich in Europa – eine rechtsvergleichende Untersuchung, in: Ukrow, J. (Hrsg.), Selbstkontrolle im Medienbereich in Europa, Schriftenreihe des Instituts für Europäisches Medienrecht, Saarbrücken, Band 21, München, Berlin, 2000, 205-345.
- Brondics, Klaus / Mark, Jürgen:* Die Verletzung von Informationspflichten im amtlichen Markt nach der Reform des Börsengesetzes, Die Aktiengesellschaft 1989, 339-347.
- Brown, Clifford D. / Raghunandan, K.:* Audit Quality in Audits of Federal Programs by Non-Federal Auditors, Accounting Horizons September 1995, 1-10.
- Brown, Stephen J. / Goetzmann, William N.:* Performance Persistence, Journal of Finance 50 (1995), 679-698.
- Brown, Stephen J. / Warner, Gerold B.:* Measuring Security Price Performance, Journal of Financial Economics 8 (1980), 205-258.
- Brugger, Winfried:* Rechtsprobleme der Verweisung im Hinblick auf Publikation, Demokratie und Rechtsstaat, Verwaltungs-Archiv 1987, 1-44.
- Brunner, Ursula:* Rechtsetzung durch Private, Diss., Zürich, 1982.
- Bruns, Christoph:* „Bubbles“ and „Excess Volatility“ auf dem deutschen Aktienmarkt, Wiesbaden, 1994.
- Buck, Petra:* Übernahmeangebote – Probleme des aktuellen Richtlinienvorschlages der EG, Jahrbuch junger Zivilrechtswissenschaftler 1997 (1998), 157-176.
- Budde, Wolfgang Dieter / Steuber, Elgin:* Normsetzungsbefugnis eines deutschen Standard Setting Body, Deutsches Steuerrecht 1998, 1181-1187.
- dies.:* Verfassungsrechtliche Voraussetzungen zur Transformation internationaler Rechnungslegungsgrundsätze, Deutsches Steuerrecht 1998, 504-508.
- Bullinger, Martin:* Staatsaufsicht in der Wirtschaft, VVDStrRL 22 (1965), 264-322.
- Bungert, Hartwin:* Delisting und Hauptversammlung, Betriebs-Berater 2000, 53-58.

- Burger, Anton*: Zwischenberichterstattung für Gläubiger?, Die Wirtschaftsprüfung 1997, 359-366.
- Burgi, Martin*: Funktionale Privatisierung und Verwaltungshilfe, Tübingen, 1999.
- ders.: Mitgliedstaatliche Garantienpflicht statt unmittelbare Drittwirkung der Grundfreiheiten, Zeitschrift für Europäisches Wirtschaftsrecht 1999, 327-332.
- Bushee, Brian J. / Noe, Christopher F.*: Unintended Consequences of Attracting Institutional Investors with Improved Disclosure, Harvard Business School, working paper No. 00-033, 1999.
- Cable, John / Palfrey, Jonathan / Runge, Jürgen*: Economic Determinants and Effects of Mergers in West Germany 1964-74, Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft 136 (1980), 226-247.
- Cahn, Andreas*: Grenzen des Markt- und Anlegerschutzes durch das WpHG, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 162 (1998), 1-50.
- Calegari, Michael J. / Schatzberg, Jeffrey W. / Sevcik, Galen R.*: Experimental Evidence of Differential Auditor Pricing and Reporting Strategies, Accounting Research 1998, 255-278.
- Callies, Graf-Peter*: Prozedurales Recht, Baden-Baden, 1999.
- ders.: Die Zukunft der Privatautonomie. Zur Entwicklung eines gemeineuropäischen Rechtsprinzips, Jahrbuch Junger Zivilrechtswissenschaftler 2000, 85-110.
- ders.: Globale Kommunikation – staatenloses Recht, in: Anderheiden, M. u.a. (Hrsg.), Globalisierung als Problem von Gerechtigkeit und Steuerungsfähigkeit des Rechts, Stuttgart, 2001, 61-79.
- ders.: Heimatstaatprinzip und Europa-Pass (single licence principle) im europäischen Finanzmarktrecht: Wettbewerb der Finanzdienstleister oder der Finanzplätze?, EWS 2000, 432-442.
- Campa, Jose / Kedia, Simi*: Explaining the Diversification Discount, Working Paper, Harvard Business School, 1999.
- Campbell, John Y. / Lo, Andrew W. / MacKinley, Archie C*: The Econometrics of Financial Markets, Princeton, NJ, 1997.
- Canaris, Claus-Wilhelm*: Grundrechte und Privatrecht, Archiv für civilistische Praxis 184 (1984), 202-246
- ders.: Grundrechtswirkungen und Verhältnismäßigkeitsprinzip in der richterlichen Anwendung und Fortbildung des Privatrechts, Juristische Schulung 1989, 161-172.
- ders.: Systemdenken und Systembegriff in der Jurisprudenz, 2. Auflage, Berlin, 1983.
- Cane, Peter*: Self-Regulation and Judicial Review, Civil Justice Quarterly 6 (1987), 324-347.
- Cansier, Dieter*: Erscheinungsformen und ökonomische Aspekte von Selbstverpflichtungen, in: Klöpfer, M. (Hrsg.) Selbst-Beherrschung im technischen und ökologischen Bereich, Berlin, 1998, 105-117.
- Carlton, Dennis W.*: Futures Markets: their purpose, their history, their growth, their success and failures, Journal of Futures Markets 4 (1984), 237-271.

- Carlton Dennis W./ Fischel, Daniel R.:* The Regulation of Insider Trading, *Stanford Law Review* 35 (1983), 857-895.
- Cary, Bill:* Federalism and Corporate Law, *Yale Law Journal* 83 (1974), 663-
- Caspari, Karl-Burkhard:* Die geplante Insiderregelung in der Praxis, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 1994, 530-546.
- Chan, K.C. / Chen, N.:* Structural and Return Characteristics of Small and Large Firms, *Journal of Finance* 46 (1991), 1467-1484.
- Chan, Louis K.C. / Jegadeesh, Narasimhan / Lakonishok, Josef:* Momentum Strategies, *Journal of Finance* 51 (5) (1996), 1681-1713.
- Chang, Eric C. / Lewellen, Willbur G.:* Market Timing and Mutual Fund Investment Performance, *Journal of Business* 57 (1984), 57-72.
- Charny, David:* Competition among Jurisdictions in Formulating Corporate Law Rules: An American Perspective on the "Race to the Bottom" in the European Communities, *Harvard International Law Journal* 32 (1991), 423-456.
- Cheek, James H.:* Approaches to Market Regulation, in: Oditah, F. (Hrsg.), *The Future for the Global Securities Market: Legal and Regulatory Aspects*, Oxford, 1996, 243-255.
- Chen, John / Weinberg, Randy / Yook, Ken C.:* An Application of an Artificial Neural Network Investment System to Predict Takeover Targets, *Journal of Applied Business Research* 15 (1999), 33 -45.
- Choi, Dosung / Kamma, Sreenivas / Weintrop, Joseph:* The Delaware Courts, Poison Pills, and Shareholder Wealth, *Journal of Law, Economics, and Organization* 5 (1989), 375-393.
- Choi, Stephen J. / Guzman, Andrew T.:* The Dangerous Extraterritoriality of American Securities Law, *Northwestern Journal of International Law and Business* 17 (1996), 207-241.
- dies.:* Portable Reciprocity: Rethinking the International Reach of Securities Regulation, *Southern California Law Review* 71 (1998), 903-951.
- Chowdry, Bhagwan / Nanda, Vikram:* Multimarket Trading and Market Liquidity, *Review of Financial Studies* 4 (1991), 483-511.
- Christiansen, Per:* Selbstregulierung, regulatorischer Wettbewerb und staatliche Eingriffe im Internet, *Multimedia und Recht* 3 (2000), 123-129.
- Claussen, Carsten P.:* *Bank- und Börsenrecht*, 2. Auflage, München, 2000.
- ders.:* Noch einmal: Die Rechtsform deutscher Wertpapierbörsen, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 2000, 1- 10.
- ders.:* Dem Neuen Markt eine zweite Chance, *Betriebs-Berater* 2002, 105-112.
- Claussen, Carsten P. / Hoffman, Michael:* Neues zur Rechtsform deutscher Wertpapierbörsen, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 1995, 68-72.
- Clemens, Thomas:* Die Verweisung von einer Rechtsnorm auf andere Vorschriften, *Archiv des öffentlichen Rechts* 111 (1986), 63-127.
- ders.:* Normenstrukturen im deutschen Recht, in: Grawert, Rolf (Hrsg.), *Offene Staatlichkeit: Festschrift für Ernst-Wolfgang Böckenförde zum 65. Geburtstag*, Berlin, 1995, 259-276.

- Coase, Roland H.:* The Nature of the Firm, *Economica* 4 (1937), 386 -405.
- ders.:* The Problem of Social Cost, *Journal of Law and Economics* 3 (1960), 1-44.
- Cochrane, John H.:* Volatility Tests and Efficient Markets: A Review Essay, *Journal of Monetary Economics* 27 (1991), 463-485.
- ders.:* New Facts in Finance. *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago, 3/1999, 36-58.
- Coenenberg, Adolf G. / Henes, Frank:* Der Informationsgehalt der Zwischenberichtspublizität nach § 44b Börsengesetz, *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 47 (1995), 969-995.
- Coffee, John C.:* Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System, *Virginia Law Review* 70 (1984), 717 ff.
- ders.:* Shareholders Versus Managers: The Strain in the Corporate Web, in: *Coffee/Lowenstein/Rose-Ackerman (Hrsg.), Knights, Raiders and Targets*, New York, 1988, 77-134.
- ders.:* The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Role, *Columbia Law Review* 89 (1989), 1618-1691.
- ders.:* Competition Versus Consolidation: The Significance of Organizational Structure in Financial and Securities Regulation, *Business Lawyer* 50 (1995), 447-484.
- ders.:* The Future as History: The Prospectus for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications, *Northwestern University Law Review* 93 (1999), 641-707.
- ders.:* The Coming Competition Among Securities Markets: What Strategies Will Dominate?, *Columbia Law School, Center for Law and Economics Studies, Working Paper No. 192*, September, 1999.
- Cohen, Kalman / Maier, Steven F. / Schwartz, Robert A. / Whitcomb, David K.:* The Microstructure of Securities Markets, Englewood, 1988.
- Cole, Daniel H. / Grossman, Peter Z.:* The Meaning of Property "Rights:" Law vs. Economics?, *Working Paper*, Indiana University, Indianapolis, 2001.
- Comment, Robert / Schwert, William G.:* Poison or Placebo? Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures, *Journal of Financial Economics* 39 (1995), 3-44.
- Conn, Robert J.:* Performance if Conglomerate Firms: Comment, *Journal of Finance* 28 (1973), 754-758.
- ders.:* The Failing Firm / Industry Doctrines in Conglomerate Mergers, *Journal of Industrial Economics*, 24 (1976), 181-196.
- Cooter, Robert D.:* Decentralized Law for a Complex Economy: The Structural Approach to Adjudicating the New Law Merchant, *University of Pennsylvania Law Review* 144 (1996), 1643-1696.
- Copeland, Thomas E. / Galai, Dan:* Information Effects and the Bid-Ask-Spread, *Journal of Finance* 38 (1983), 1457-1469.
- Cornell, Bradford / Morgan, Greg:* Using Finance Theory to Measure Damages in Fraud on the Market Cases, *UCLA Law Review* 37 (1990), 883-924.

- Cox, James D.:* International Regulatory Competition and The Securities Law, *Law and Contemporary Problems* 55 (1992), 157-198.
- ders.:* Choice of Law Rules for International Securities Transactions?, *University of Cincinnati Law Review* 66 (1998), 1179-1192.
- ders.:* Regulatory Duopoly in U.S. Securities Markets, *Columbia Law Review* 99 (1999), 1200-1252.
- Cromme, Gerhard:* Ausführungen anlässlich der Veröffentlichung des Entwurfs Deutscher Corporate Governance Kodex am 18. Dezember 2001 in Düsseldorf.
- Cruickshank, Christopher:* Regulatory Arbitrage, Harmonization and Financial Innovation, in: Jeunemaitre (Hrsg.), *Financial Markets Regulation*, 173-178.
- Cudd, Mike / Duggal, Rakeh:* Industrial Distributional Characteristics of Financial Ratios: an Acquisition Theory Application, *The Financial Review* 41 (2000), 105-120.
- Curti, Henning:* Abschreckung durch Strafe, Wiesbaden, 1999.
- Cutler, David M. / Porterba, James M. / Summers, Lawrence H.:* Speculative Dynamics, *Review of Economics Studies* 58 (1991), 529-546.
- DAI – Deutsches Aktieninstitut:* Die Bedeutung von Aktienindizes für deutsche börsennotierte Unternehmen, Studie 14, Mai 2001.
- dass.:* Stellungnahme zum Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland, Februar 2002.
- dass.:* Rechnungslegung der Unternehmen am Neuen Markt, *Studien des DAI*, Heft 17, Mai 2002.
- Daines, Robert / Klausner, Michael:* Do IPO Charters Maximize Firm Value? Antitakeover Protection in IPOs, *Journal of Law, Economics & Organization* (2001), 83-119.
- Daniel, Kent D. / Titman, Sheridan / Wei, John:* Explaining the Cross Section of Stock Returns in Japan: Factors or Characteristics?, *Journal of Finance* 56 (2001), 743-756.
- D'Arcy, Anne / Leuz, Christian:* Rechnungslegung am Neuen Markt . Eine Bestandsaufnahme, *Der Betrieb* 2000, 385-391.
- Datta, Sudip / Iskandar-Datta, Mai:* Takeover Defenses and Wealth Effects on Security holders: Poison Pills of Poison Pill Adoptions, *Journal of Banking and Finance* 20 (1996), 1231-1250.
- Dauner-Lieb, Barbara:* Verbraucherschutz durch Ausbildung eines Sonderprivatrechts für Verbraucher, Berlin, 1983.
- Davis, Gerald F. / Stout, Suzanne K.:* Organization Theory and The Market for Corporate Control: A Dynamic Analysis of the Characteristics of Large Takeover Targets, 1980-1990, *Administrative Science Quarterly* 17 (1992), 605-633.
- Davis, James L. / Fama, Eugene F. / French, Kenneth R.:* Characteristics, Covariances, and Average Returns: 1929-1997, *Journal of Finance* 55 (2000), 389-406.
- Deakin, Simon / Slinger, Giles:* Hostile Takeovers, Corporate Law, and the Theory of the Firm, *Journal of Law and Society* 24 (1997), 124-150.

- DeAngelo, Harry / DeAngelo, Linda E.*: Managerial Ownership of Voting Rights: A Study of Public Corporations With Dual Class of Common Stock, *Journal of Financial Economics* 14 (1985), 33-69.
- DeAngelo, Harry / Rice, Edward M.*: Antitakeover Charter Amendments and Shareholder Wealth, *Journal of Financial Economics* 11 (1983), 329-360.
- DeAngelo, Linda E.*: Auditor Independence, "Low Balling", And Disclosure Regulation, *Journal of Accounting Economics* 3 (1981), 113-127.
- DeBondt, Werner F. / Thaler, Richard A.*: Does the Stock Market Overreact?, *Journal of Finance* 40 (1985), 793-808.
- dies.*: Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality, *Journal of Finance* 42 (1987), 557-581.
- DeLong, Bradford. / Shleifer, Andrej / Summers, Larry H. / Waldman, J.*: Noise Trader Risk in Financial Markets, *Journal of Political Economy* 98 (1990), 703-738.
- DeMarzo, Peter M. / Fishman, Michael J. / Hagerty, Kathleen M.*: Contracting and Enforcement with a Self-Regulatory Organisation, Working Paper '23, Center for the Study of Industrial Organization, Northwestern University, 2000.
- Demsetz, Harold*: Toward a Theory of Property Rights, *American Economic Review, Papers & Proceedings* 57 (1967), 347-359.
- ders*: Information and Efficiency: Another Viewpoint, *Journal of Law and Economics* (1969), 1-22.
- ders.*: Corporate Control, Insider Trading, and Rates of Return, *American Economic Review* 76 (1986), 313-316.
- Dennert, Jürgen*: Insider Trading, *Kyklos* (44) 1991, 181-202.
- Denninger, Erhard*: Verfassungsrechtliche Anforderungen an die Normsetzung im Umwelt- und Technikrecht, Baden-Baden, 1990.
- Dennis, Debra K. / McConnell, John J.*: Corporate Mergers and Security Returns, *Journal of Financial Economics* 16 (1986), 143-187.
- Deutsche Börse*: Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zum Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz), Frankfurt a.M., 2002.
- dies.*: Factbook 1997, Frankfurt a.M., 1998.
- dies.*: Factbook 1998, Frankfurt a.M., 1999.
- dies.*: Factbook 1999, Frankfurt a.M., 2000.
- dies.*: Factbook 2000, Frankfurt a.M., 2001.
- dies.*: Strukturierte Quartalsberichte – Marktrundschreiben, Frankfurt a.M., 25. Oktober 2001.
- dies.*: Rundschreiben Listing 03/2002; Aussetzung der Regelungen zur Beendigung der Zulassung zum Neuen Markt aufgrund quantitativer Kriterien, Frankfurt a.M., 25. April 2002.
- Di Fabio, Udo*: Verwaltung und Verwaltungsrecht zwischen gesellschaftlicher Selbstregulierung und staatlicher Steuerung, *VVDStRL* 56 (1997), 235-282.

- Dimke, Andreas W. / Heiser, Kristian J.:* Neutralitätspflicht, Übernahmegesetz und Richtlinienvorschlag 2000, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 2001, 241-259.
- Dingeldey, Thomas:* Insider-Handel und Strafrecht, Köln, 1983.
- Dodd, Peter:* Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth, *Journal of Finance* 8 (1980), 105-138.
- Dodd, Peter / Ruback, Richard:* Tender Offers and Stockholder Returns, *Journal of Financial Economics* 5 (1977), 351-373.
- Dodd, Peter / Ruback, Richard:* Tender Offers and Stockholder Returns, *Journal of Financial Economics* 5 (1977), 351-373.
- Donnan, Frank:* Self-Regulation and the Demutualisation of the Australian Stock Exchange, *Australian Journal of Corporate Law* 10 (1999), 1-33.
- Dooley, Michael P.:* Enforcement of Insider Trading Restrictions, *Virginia Law Review* 66 (1980), 1-89.
- Dose, Nicolai:* Kooperative Recht, *Die Verwaltung* 1994, 91-110.
- Dreher, Meinrad:* Wettbewerb oder Vereinheitlichung der Rechtsordnungen in Europa?, *Juristenzeitung* 54 (1999), 105-112.
- Dreier, Horst:* Grundgesetz, Kommentar, Band II, Art. 20 - 82, Tübingen, 1998.
- Drexler, Josef:* Die wirtschaftliche Selbstbestimmung des Verbrauchers, Tübingen, 1998.
- Drygala, Tim:* Die neue deutsche Übernahmeskepsis und ihre Auswirkungen auf die Vorstandspflichten nach § 33 WpÜG, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 2001, 1861-1871.
- DVFA:* Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management, Entwurf: Standesregeln für Finanzanalysten, Dreieich, 2001 (erhältlich unter www.dvfa.de).
- Dye, Roland A.:* Insider Trading and Incentives, *Journal of Business* 57 (1984), 295-313.
- ders.:* Mandatory Versus Voluntary Disclosure: The Cases of Financial and Real Externalities, *Accounting Review* 65 (1990), 1-24.
- Easterbrook, Frank H.:* Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges, and the Production of Information, *Supreme Court Review* 11 (1981), 309-365.
- ders.:* Insider Trading as an Agency Problem, in: Pratt, J. / Zeckhauser, R (Hrsg.), *Principals and Agents. The Structure of Business*, Cambridge MA, 1985, 81-100.
- Easterbrook, Frank H./ Fischel, Daniel:* The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer, *Harvard Law Review* 94 (1981), 1161-1204.
- dies.:* Auctions and Sunk Costs in Tender Offers, *Stanford Law Review* 35 (1982), 1.
- dies.:* Mandatory Disclosure and The Protection of Investors, *Virginia Law Review* 70 (1984), 669.
- dies.:* The economic structure of corporate law, Cambridge MA, 1991.
- dies.:* The Corporate Contract, *Columbia Law Review* 89 (1989), 1416-1448.
- Ebenroth, Carsten Thomas / Daum, Thomas:* Die Kompetenzen des Vorstands einer Aktiengesellschaft bei der Durchführung und Abwehr unkoordinierter Übernahmen, *DB* 1991, 1157-1161.
- Ebenroth, Carsten Thomas / Wilken, Oliver:* Entwicklungstendenzen im deutschen Internationalen Gesellschaftsrecht-Teil 2, 1061-1070.

- Ebke, Werner F.:* Der Deutsche Standardisierungsrat und das Deutsche Rechnungslegungs Standards Committee: Aussichten für eine professionelle Entwicklung von Rechnungslegungsgrundsätzen, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 1999, 1193-1203.
- Eckbo, B. Espen:* Valuation effects of greenmail prohibition, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 25 (1990), 491-505.
- Economides, Nicholas:* How to Enhance Market Liquidity, in: Schwartz, Robert A. (Hrsg.), *Global Equity Markets*, New York 1995, 90-97.
- Ehlermann, Claus-Dieter:* Ökonomische Aspekte des Subsidiaritätsprinzips: Harmonisierung versus Wettbewerb der Systeme, *Integration* 18 (1995), 11-21.
- Ehricke, Ulrich / Roth, Markus:* Squeeze-out im geplanten deutschen Übernahmerecht, *Deutsches Steuerrecht* 2001, 1120-1127.
- Eichener, Volker / Voelzkow, Helmut:* Umweltinteressen in der verbandlichen Techniksteuerung. Eine empirische Untersuchung der technischen Normung im Bereich der Stadtentwicklung, Dortmund, 1991.
- Eichenhofer, Eberhard:* Die sozialpolitische Inpflichtnahme von Privatrecht, *Juristische Schulung* 1996, 857-865.
- Eickhof, Norbert:* Staatliche Regulierung zwischen Marktversagen und Gruppeninteressen, *Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie* 5 (1986), 122-139.
- ders.:* Theorie des Markt- und Wettbewerbsversagens, *Der Wirtschaftsdienst* 9 (1986), 468 ff
- Eickhoff, Wolfgang:* Der Gang an die Börse – und kein Weg zurück?, *Wertpapier-Mitteilungen* 1988, 1713-1717.
- Elle, Horst:* Über die Verantwortung der Zulassungsstelle einer deutschen Börse gegenüber dem Publikum, *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* 128 (1966), 273-296.
- Ekkenga, Jens:* Anlegerschutz, Rechnungslegung und Kapitalmarkt, Tübingen, 1998.
- Ellenberger, Jürgen:* Die neuere Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes zu Aufklärungs- und Beratungspflichten bei der Anlageberatung, *Wertpapier-Mitteilungen Sonderheft 1 zu Heft 15* (2001), 2-16.
- Ellert, J. C.:* Mergers, Antitrust Law Enforcement and Stockholder Returns, *Journal of Finance* 31 (1976), 715-732.
- Ellickson, Robert C.* Order without Law – How Neighbors Settle Disputes, Cambridge M.A., 1991.
- Elster, Jon:* Social Norms and Economic Theory, *Journal of Economic Perspectives* 4 (1989), 99-117.
- Ely, Kirsten / Waymire, Gregory:* Accounting Standard-Setting Organizations and Earnings Relevance: Longitudinal Evidence from NYSE Common Stocks, 1927-93, *Journal of Accounting Research* 37 (1999), 293-318.
- Emde, Ernst Thomas:* Die demokratische Legitimation der funktionalen Selbstverwaltung, Berlin, 1991.

- Engel, Christoph*: Normen und Nutzen. Normentstehung und Normbefolgung aus ökonomischer Perspektive, in: Lampe, Ernst-Joachim, Zur Entwicklung von Rechtsbewusstsein, Frankfurt a.M., 1997.
- ders.*: Selbstregulierung im Bereich der Produktverantwortung, Staatswissenschaften und Staatspraxis 9 (1998), 535-591.
- Erichsen, Hans-Uwe*: Der Verwaltungsakt, in: ders. (Hrsg.), Allgemeines Verwaltungsrecht, 11. Aufl., Köln, New York, 1998, 265-295.
- Esch, Bastiaan van der*: Dérégulation, autorégulation et le régime de concurrence non faussée dans la cee, Cahiers de droit européen 1990, 499-528.
- Esser, Hartmut*: Soziologie. Spezielle Grundlagen. Band 1: Situationslogik und Handeln, Frankfurt a.M u. New York, 1999.
- Esty, Daniel C. / Geradin, Damien*: Regulatory Co-opetition, Journal of International Economic Law 3 (2000), 235-255.
- EU-Kommission*: Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, Brüssel, 30.05.2001, KOM(2001) 280.
- dies.*: Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), Brüssel, 30.05.2001, KOM(2001) 281.
- Ewert, Ralf*: Wirtschaftsprüfung und asymmetrische Information, Berlin u.a., 1990.
- ders.*: Rechnungslegung, Wirtschaftsprüfung, rationale Akteure und Märkte, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 45 (1993), 715-747.
- ders.*: Wirtschaftsprüfung und asymmetrische Information, in: Richter (Hrsg.), Theorie und Praxis der Wirtschaftsprüfung II, Berlin, 1999, 35-99.
- Falkenhausen, Bernhard*: Das "Takeover-Game" – Unternehmensverkäufe in den USA, in: Lutter, Marcus u.a. (Hrsg.), Festschrift für Ernst C. Stiefel zum 80. Geburtstag, München, 1987, S.163-195.
- Fama, Eugene F.*: The Behavior of Stock Market Prices, Journal of Business 38 (1965), 34-105.
- ders.*: Efficient Capital Market II, Journal of Finance 46 (1991), 1575-1617.
- ders.*: Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, Journal of Finance 25 (1970), 383-417.
- Fama, Eugene F. / Fisher, Lawrence / Jensen, Michael. C. / Roll, Richard*: The Adjustment of Stock Prices to New Information, International Economic Review 10 (1978), 1-21.
- Fama, Eugene F / French, Kenneth R.*: Permanent and Temporary Components of Stock Prices, Journal of Political Economy 96 (1988), 246-273.
- Farrel, Joseph / Saloner, Garth*: Installed Base and Compatibility: Innovation, Product Announcement, and Predation, American Economic Review 76 (1986), 940-955.
- Faulhaber, Gerald / Yao, Dennis A.*: "Fly-by-Night"-Firms and the Market for Product Reviews, Journal of Industrial Economics 38 (1989), 65-77.

- Fenn, Herbert*: Erfassung der Sportler durch die Disziplinargewalt der Sportverbände, Sport und Recht 1997, 77-82.
- Ferrarini, Guido*: Exchange Governance and Regulation: An Overview, in: Ferrarini, Guido (Hrsg), European Securities Markets: The Investment Services Directive and Beyond, London/The Hague/Boston, 1998, S.245-268.
- Fezer, Karl-Heinz*: Aspekte einer Rechtskritik an der economic analysis of law und am property rights approach, Juristenzeitung 1986, 817-824.
- Fields, Thomas D. / Lys, Thomas Z. / Vincent, Linda*: Empirical Research on Accounting Choice, Journal of Accounting Economics 31 (2001), 255-307.
- Finnerty, Joseph E.*: Insiders and Market Efficiency, Journal of Finance 31 (1976), S.1141-1148.
- Finckh, Andreas*: Regulierte Selbstregulierung im Dualen System, Baden-Baden, 1998.
- Finsinger, Jörg*: Wettbewerb und Regulierung, München, 1991.
- Finsinger, Jörg / Simon, Jürgen*: Vertragstreue und Vertragsbruch, Kritische Vierteljahresschrift für Gesetzgebung und Rechtsprechung 1987, 262-274.
- Firth, Michael*: Takeovers, Shareholder Returns, and the Theory of the Firm, Quarterly Journal of Economics 94 (1980), 235-260.
- Fischel, Daniel R.*: Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock, University of Chicago Law Review 54 (1987), 119-152.
- Fischel, Daniel R. / Grossman, Sanford J.*: Customer protection and securities markets, The Journal of Futures Markets 4 (1984), 273-295.
- Fishman, James J.*: A Comparison of enforcement of securities law violations in the UK and US, Company Lawyer 14 (1993), 163-172.
- ders.*: The Transformation of Threadneedle Street – The Deregulation and Reregulation of Britain's Financial Services, Durham, 1993.
- Flanderka, Fritz*: Struktur und Ausgestaltung des dualen Systems in der Bundesrepublik Deutschland, Betriebs-Berater 1996, 649-652.
- Fleiner, Fritz*: Institutionen des Deutschen Verwaltungsrechts, Tübingen, 1928.
- Fleischer, Holger*: Schadensersatz für verlorene Chancen im Vertrags- und Deliktsrecht, Juristenzeitung 1999, 766-775.
- ders.*: Grundfragen der ökonomischen Theorie im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2001, 1-32.
- ders.*: Zum Begriff des öffentlichen Angebots im Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2001, 1653-1660.
- ders.*: Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?, Neue Juristische Wochenschrift 2002, Sonderbeilage 23, 37-41.
- ders.*: Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?, Kapitalmarktrechtliches Teilgutachten, Gutachten F für den 64. Deutschen Juristentag, München, 2002.

- ders. Markenschutzvereinbarungen beim Börsengang, Wertpapier-Mitteilungen 2002, 2305-2313.
- Fleischer, Holger / Kalss, Susanne:* Kapitalmarktrechtliche Schadensersatzhaftung und Kurseinbrüche an der Börse, Die Aktiengesellschaft 2002, 329-336.
- Fletcher, Andrew:* Theories of Self-Regulation, Dissertation, Nuffield College, Oxford University, 1993.
- Florissen, Andreas / Maurer, Boris / Schmidt, Bernhard / Vahlenkamp, Thomas:* Race to the Bottom, McKinsey Quarterly Journal 2001, 98-107.
- Fluck, Jürgen:* Zum Verzicht des Begünstigten auf Rechte aus einem Verwaltungsakt am Beispiel der Börsenzulassung, Wertpapier-Mitteilungen 1995, 553-560.
- Ford, Chris / Kay, John:* Why Regulate Financial Services?, in: Oditah, F. (Hrsg.), The Future for the Global Securities Market: Legal and Regulatory Aspects, Oxford, 1996, 145-155.
- Förschle, Gerhart / Helmschrott, Harald:* Der Neue Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse, WPK-Mitteilungen 1997, 188-194.
- dies.:* Die Zwischenberichterstattung nach US-GAAP, IAS und HGB, Die Wirtschaftsprüfung 1997, 553-560.
- dies.:* Neuer Markt: Rückblick auf die Veränderungen im Jahr 2000 und Ausblick, Finanz-Betrieb 2001, 111-117.
- Forsthoff, Ernst:* Lehrbuch des Verwaltungsrechts, Band 1, Allgemeiner Teil, 10. Auflage, München, 1973.
- Forsthoff, Ulrich:* Drittwirkung der Grundfreiheiten: Das EuGH-Urteil Angonese, EWS 2000, 389-397.
- Fox, Merrit B.:* Securities Disclosure in a Globalizing Market: Who Should Regulate Whom?, Michigan Law Review 95 (1997), 2498.
- dies.:* Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice Is Not Investor Empowerment, University of Michigan Law School, working paper #99-008.
- dies.:* -The Securities Globalization Disclosure Debate, Washington University Law Quarterly 78 (2000), 567-596.
- Frankel, Richard M. / McNichols, Maureen / Wilson, Peter:* Discretionary Disclosure and External Financing, Accounting Review 70 (1995), 135-150.
- Franks, Julian M. / Harris, Robert / Titman, Sheridan:* The Postmerger Share-Price Performance of Acquiring Firms, Journal of Financial Economics 29 (1991), 81-96.
- Frantzmann, Hans-Jörg:* Zur Messung des Marktrisikos deutscher Aktien, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 42 (1990), 67-83.
- Fraune, Christian:* Börsennotierung deutscher Aktiengesellschaften in den USA, RIW 1994, 126-140.
- French, Kenneth R.:* Stock Returns and the Weekend Effect, Journal of Financial Economics 8 (1980), 55-69.
- Friehe, Heinz-Josef:* Autonome Satzungen und Geltungsanspruch der Grundrechte, Juristische Schulung 1979, 465-470.

- Fritzweiler, Jochen / Pflister, Bernhard / Summerer, Thomas*: Praxishandbuch Sportrecht, München, 1998.
- Froot, Kenneth A. / Dabora, Emil*: How are stock prices affected by the location of trade, *Journal of Financial Economics* 53 (1999), 189-216.
- Frotscher, Werner*: Selbstverwaltung und Demokratie, in: Mutius, Albert v. (Hrsg.), *Selbstverwaltung im Staat der Industriegesellschaft*, Festgabe zum 70. Geburtstag von Georg Christoph von Unruh, Heidelberg, 1983, 127-147.
- Fuchs, Andreas / Dühn, Matthias*: Deliktische Schadensersatzhaftung für falsche Ad-hoc-Mitteilungen – Zugleich Besprechung des Urteils des OLG München, BKR 2002, 1096, *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht* 2002, 1064-1072.
- Führ, Martin*: Technische Normen in demokratischer Gesellschaft, *Zeitschrift für Umweltrecht* 1993, 99-102.
- Fürhoff, Jens / Ritz, Corinna*: Richtlinienentwurf der Kommission über den Europäischen Pass für Emittenten, *Wertpapier-Mitteilungen* 2001, 2280-2288.
- Furubotn, Eirik G. / Pejovich, Svetozar*: *The Economics of Property Rights*, Cambridge M.A., 1974.
- Gaa, Charles / Ogradnick, Robert / Thurlow, Peter / Lumpkin, Stephen A.*: Future Prospects of National Financial Markets and Trading, *Financial Markets Trends* 2001, 37-72.
- Galbraith, John K.*: *The New Industrial State*, Boston, 1967.
- Ganten, Ted Oliver*: *Die Drittwirkung der Grundfreiheiten*, Berlin, 2000.
- Garten, Jeffrey E.*: Self-Regulation in the Global Context, *Columbia Business Law Review* 2000, 23-35.
- Garz-Holzmann, Karin / Gurke, Michael*: Anlegerschutz am grauen Kapitalmarkt, *Der Betrieb* 1983, 29-35.
- Gehrig, Thomas / Jost, Peter*: Quacks, Lemons, and Self Regulation: A Welfare Analysis, *Journal of Regulatory Economics* 7 (1995), 309-325.
- Geiger, Uri*: The Case for the Harmonization of Securities Disclosure Rules in the Global Market, Working Paper, Columbia University School of Law, 2000.
- Gemmill, Gordon*: Transparency and Liquidity: A Study of Block Transactions in the London Stock Exchange under different publication rules, *Journal of Finance* 60 (1996), 1765-1789.
- Gerke, Wolfgang / Rapp, Heinz-Werner*: Strukturveränderungen im internationalen Börsenwesen, *Die Betriebswirtschaft* 52 (1994), 5-25.
- Gerke, Wolfgang / Steiger, Max*: Einfluss der Kapitalmärkte auf Corporate-Governance-Strukturen in Europa, in: Hummel, Detlev / Breuer, Rolf-E. (Hrsg.), *Handbuch Europäischer Kapitalmarkt*, Wiesbaden, 2000, 207-223.
- Gibbons, Michael R. / Hess, Patrick*: Day of the Week Effects and Asset Returns, *Journal of Business* 54 (1981), 579-596.
- Gieralka, Adam / Drajewicz, Agnieszka*: Reaktion des deutschen Kapitalmarktes auf die Ankündigung und Verabschiedung der Unternehmenssteuerreform, *Finanzbetrieb* 2001, 311-321.

- Gierke, Otto v.:* Deutsches Privatrecht, 1. Band, 1895.
- Giesberts, Ludger / Hilf, Juliane:* Neue Instrumente der Altaufoersorgung: Altaufoerordnung und Freiwillige Selbstverpflichtung, Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht 1998, 1158-1159.
- Gilson, Ronald G. / Kraakman, Reinier H.:* The Mechanisms of Market Efficiency, Virginia Law Review 70 (1984), 549-
- Givoly, Dan / Palmon, Dan:* Insider Trading and the Exploitation of Inside Information: Some Empirical Evidence, Journal of Business 58 (1980), 69-87.
- Gleske, Leonhard:* Liberalisierung des Kapitalverkehrs und Integration der Finanzmärkte, in: Mestmäcker, Ernst-Joachim / Möller, Hans / Schwarz, Hans-Peter (Hrsg.), Eine Ordnungspolitik für Europa, Festschrift für Hans von der Groeben zu seinem 80. Geburtstag, Baden-Baden, 1987, 131-152.
- Glosten, L. / Milgrom, Paul:* Bid, Ask, and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders, Journal of Financial Economics 13 (1985), 71-100.
- Goldberg, Lawrence G. / Hanweck, Gerald A. / Keenan, Michael / Young, Allister:* Economics of Scale and Scope in the Securities Industry, Journal of Monetary Economics 13 (1991), 393-405.
- Göppert, Heinrich:* Das Recht der Börsen, Ein Beitrag zum Verwaltungsrecht, Berlin, 1932.
- Gordon, Jeffrey N.:* The Mandatory Structure of Corporate Law, Columbia Law Review 89 (1989), 1549-1597.
- Gordon, Jeffrey N. / Kornhauser, Lewis A.:* Efficient Markets, Costly Information, and Securities Research, New York University Law Review 60 (1985), 761.
- Graf, Gerhard:* Regulierung und innovatorische Prozesse, Jahrbuch für Sozialwissenschaft 32 (1981), 311-345.
- Graham, John / Lemmon, Michael / Wolf, Jack:* Does Corporate Diversification Destroy Value?, Working Paper, Duke University, 2000.
- Granovetter, Mark:* Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness, American Journal of Sociology 91 (1985), 481-510.
- Grasso, Richard A.:* Statement before the Senate Banking Committee Hearing on Public Ownership of the U.S. Stock Markets, September 28, 1999.
- Grimm, Dieter:* Staatsaufgaben – Eine Bilanz, in: Grimm, D. (Hrsg.), Staatsaufgaben, Baden-Baden, 1990, 771-785.
- ders.:* Die Zukunft der Verfassung, Frankfurt a.M., 1991.
- Grinblatt, Mark / Keloharju, Matti:* How Distance, Language, and Culture Influence Stockholdings and Trades, Journal of Finance 56 (2001), 1053-1073.
- Grinblatt, Mark / Titman, Sheridan:* Mutual Fund Performance: an Analysis of Quarterly Portfolio Holdings, Journal of Business 62 (1989), 393-416.
- Groh, Manfred:* Shareholder Value und Aktienrecht, Der Betrieb 2000, 2153-2158.
- Gröner, Helmut / Köhler, Helmut:* Verbraucherschutzrecht in der Marktwirtschaft: ökonomische und rechtliche Aspekte des Konsumentenkredits, Walter-Eucken-Institut, Vorträge und Aufsätze, Band 114, Tübingen, 1987.

- Groß, Wolfgang*: Übernahmekodex für öffentliche Übernahmeangebote: Anerkennung und Rolle des begleitenden Wertpapierdienstleistungsunternehmens, *Der Betrieb* 1996, 1909-1914.
- ders.*: Kapitalmarktrecht, Kommentar zum Börsengesetz, zur Börsenzulassungsverordnung, zum Verkaufsprospektgesetz und zur Verkaufsprospekt-Verordnung, München, 2000.
- ders.*: Rechtsprobleme des Delisting, *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* 165 (2001), 141-166.
- ders.*: Haftung für fehlerhafte oder fehlende Regel- oder ad-hoc-Publizität, *Wertpapiermitteilungen* 2002, 477-486.
- Großkommentar Aktiengesetz*, begr. von W. Gadow und E. Heinichen, hrsg. von K. Hopt und H. Wiedemann, 4. Aufl., Berlin, New York, 1997.
- Grossman, Sanford / Hart, Oliver D.*: The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration, *Journal of Political Economy* 94 (1986), 691-719.
- dies.*: The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration, *Journal of Political Economy* 94 (1984), 691 -719
- dies.*: Bids, the Free-Rider Problem and the Theory of Corporation, *Bell Journal of Economics* 11 (1980), 42-62.
- dies.*: One Share-One Vote and the Market for Corporate Control, *Journal of Financial Economics* 20 (1988), 175 -202.
- dies.*: Takeover Bids, the Free-Rider Problem and the Theory of Corporation, *Bell Journal of Economics* 11 (1980), 42-62.
- dies.*: One Share-One Vote and the Market for Corporate Control, *Journal of Financial Economics* 20 (1988), 175 -202.
- Grossman, Sanford J. / Miller, M.H.*: Liquidity and Market Structure, *Journal of Finance* 43 (1988), 617-633.
- Grossman, Sanford J. / Stiglitz, Joseph*: On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, *American Economic Review* 70 (1980), 393-408.
- Grundfest, Joseph A.*: Internationalization and Regulation of the World's Securities Markets, in: Edwards, Franklin R. / Patrick, Hugh T., *Regulating international financial markets: issues and policies*, Norwell, 1992, 123-129.
- Grundmann, Stefan*: Europäisches Kapitalmarktrecht, *Zeitschrift für schweizerisches Recht* 1996, 104-168.
- Grundmann, Stefan / Selbherr, Benedikt*: Börsenprospekthaftung in der Reform, *Wertpapier-Mitteilungen* 1996, 985-993.
- Grunewald, Barbara*: Europäisierung des Übernahmerechts, *Die Aktiengesellschaft* 2001, 288-291.
- Grupp, Alexander*: Börseneintritt und Börsenaustritt : individuelle und institutionelle Interessen, Berlin, 1995.
- Gultekin, Mustafa N. / Gultekin, Bulent N.*: Stock Market Seasonality: International Evidence, *Journal of Financial Economics* 12 (1983), 469-482.

- Guy, Paul:* Regulatory Harmonization to Achieve Effective International Competition, in: Edwards, Franklin R. / Patrick, Hugh T., *Regulating international financial markets: issues and policies*, Norwell, 1992, 291-297.
- Haas, Ulrich / Prokop, Clemens:* Zu den formellen Grenzen der vereinsrechtlichen Disziplinargewalt im Rahmen von Unterwerfungsvereinbarungen, *Sport und Recht* 1998, 15-18.
- Habersack, Mathias:* Der Finanzplatz Deutschland und die Rechte der Aktionäre, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 2001, 1230-1239.
- Hachmeister, Dirk:* *Wirtschaftsprüfungsgesellschaften im Prüfungsmarkt*, Stuttgart, 2001.
- Hadfield, Gillian K. / Howse, Robert / Trebilcock, Michael J.:* Information-Based Principles for Rethinking Protection Policy, *Journal of Consumer Policy* 21 (1998), 131-169.
- Haft, Robert J.:* The Effect of Insider Trading Rules on the Internal Efficiency of the Large Corporation, *Michigan Law Review* 80 (1982), 1051-1071.
- Hager, Johannes:* Grundrechte im Privatrecht, *Juristenzeitung* 1994, 373-383.
- Hahn, Dieter:* Die Regulierung von Übernahmen in der Europäischen Gemeinschaft, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 1990, 10-21.
- Halasz, Christian / Kloster, Lars:* Börsengang – Eine Entscheidung der Hauptversammlung?, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 2001, 474-482.
- Hamann, A.:* *Autonome Satzungen und Verfassungsrecht*, Heidelberg, 1958.
- Hammen, Horst:* Börsenorganisationsrecht im Wandel, *Die Aktiengesellschaft* 2001, 549-567.
- ders.:* Anmerkung zu LG Frankfurt, Urteil vom 16. August 2001, 13 O 110/01, *WuB I G7 Börsen- und Kapitalmarktrecht* 5.01, 1046-1048.
- Hammes, Nicole:* Die Vorschläge der Europäischen Kommission zur Überarbeitung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 2001, 498-507.
- Hanft, Stephan / Kretschmer, Thomas:* Quartalspublizität am Neuen Markt, *Die Aktiengesellschaft* 2001, 84-87.
- Hansmann, Henry:* Ownership of the Firm, *Journal of Law, Economics and Organization* 4 (1988), 267-304.
- ders.:* When Does Worker Ownership Work? ESOPs, Law Firms, Codetermination and Economic Democracy, *Yale Law Journal* 99 (1990), 1749-1816.
- ders.:* *The Ownership of Enterprise*, London, 1996.
- Harder, Nils:* Welche Rechtsetzungsbefugnis hätte ein deutsches Rechnungslegungsgremium?, *Der Betrieb* 1996, 923-925.
- Harrer, Herbert / Mölling, Astrid:* Verschärfung des Veräußerungsverbots für Altaktionäre im Neuen Markt, *Betriebs-Berater* 1999, 2521-2523.
- Harris, Lawrence:* Consolidation, Fragmentation, Segmentation, and Regulation, in: Schwartz, Robert A. (Hrsg.), *Global Equity Markets*, New York 1995, 269-301.

- Hart, Dieter:* Zur konzeptionellen Entwicklung des Vertragsrechts, Die Aktiengesellschaft 1984, 66-80.
- Hart, Dieter / Köck, Wolfgang:* Zum Stand der Verbraucherrechtsentwicklung, Zeitschrift für Rechtspolitik 1991, 61-67.
- Hart, Oliver / Moore, John:* Property Rights and the Nature of the Firm, Journal of Political Economy 98 (1990), 1119-1158.
- dies:* The Governance of Exchanges: Member's Cooperatives versus Outside Ownership, Oxford Review of Economic Policy 12 (1996), 53-69.
- Hasbrouck, Joel:* The Characteristics of Takeover Targets: Q and Other Measures, Journal of Banking and Finance 9 (1985), 351-362.
- Haugen, Robert A. / Langetieg, Terence C.:* An Empirical Test for Synergism in Merger, Journal of Finance 30 (1975), 1003-1014.
- Hauser, Heinz:* Harmonisierung oder Wettbewerb nationaler Regulierungssysteme in einem integrierten Wirtschaftsraum, Aussenschwirtschaft 48 (1993), 459-476.
- Hauser, Heinz / Hösli, Madeleine:* Harmonization or Regulatory Competition in the EC (and the EEA)?, Aussenschwirtschaft 46 (1991), 497-512.
- Hawawini, Gabriel A.:* European Equity Markets: Price Behavior and Efficiency, New York University, 1985.
- Hayek, Friedrich A.:* Wettbewerb als Entdeckungsverfahren, Kiel, 1968.
- ders.:* The Use of Knowledge in Society, American Economic Review 35 (1945), 519-530.
- Hayes, Samuel L. III / Taussig, Russell A.:* Tactics of Cash Takeover Bids, Harvard Business Review 45 (März/April, 1967), 135-148.
- Healy, Paul / Palepu, Krishna G. / Ruback, Richard S.:* Does Corporate Performance Improve After Mergers?, Journal of Financial Economics 31 (1992), 135-175.
- Healy, Paul M. / Hutton, Amy P. / Palepu, Krishna G.:* A Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure. Contemp. Accounting Research 16 (1999), 485-520.
- Healy, Paul M./ Palepu, Krishna G.:* Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature, Journal of Accounting Economics 31 (2001), 404-440.
- Heermann, Peter W.:* Die Geltung von Verbandssatzungen gegenüber mittelbaren Mitgliedern und Nichtmitgliedern, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 1999, 325-333.
- Heil, Helmut:* Datenschutz durch Selbstregulierung – Der europäische Ansatz, Datenschutz und Datensicherheit 25 (2001), 129-134.
- Heindl, Ursula:* Die Börseneinführung von GmbH-Anteilen, Frankfurt, 1987.
- Heinsius, Theodor:* Anlageberatung durch Kreditinstitute, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 145 (1981), 177-203.
- ders.:* Pflichten und Haftung der Kreditinstitute bei der Anlageberatung, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1994, 47-57.
- Heiser, Kristian J.:* Interessenkonflikte in der Aktiengesellschaft und ihre Lösung am Beispiel des Zwangsangebots, Hamburg, 1999.

- Helpat, Constance E. / Teece, David J.:* Vertical Integration and Risk Reduction, *Journal of Law, Economics, and Organization* 3 (1987), 47-67.
- Hellermann, Johannes:* Private Standardsetzung im Bilanzrecht – öffentlich-rechtlich gesehen, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 2000, 1097-1103.
- Hellner, Thorwald / Steuer, Stefan:* Banken und Verbraucher, in: Wertpapier-Mitteilungen Festgabe für Theodor Heinsius zum 65. Geburtstag, Wertpapier-Mitteilungen Sonderheft 11, 11-21.
- Hellwig, Hans-Jürgen:* Möglichkeiten einer Börsenreform zur Stärkung des deutschen Kapitalmarktes, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 1999, 781-819.
- Hendler, Reinhard:* Selbstverwaltung als Ordnungsprinzip, Köln u.a., 1984.
- ders.:* Das Prinzip Selbstverwaltung, in: Isensee, J. / Kirchhof, P. (Hrsg.), *Handbuch des Staatsrechts, Band IV: Finanzverfassung – Bundesstaatliche Ordnung*, Heidelberg, 1990, § 106, 1133-1171.
- Henze, Hartwig:* Die Treupflicht im Aktienrecht, *Betriebs-Berater* 1996, 489-501.
- Herman, Edward / Lowenstein, Louis:* The Efficiency Effects of Hostile Takeovers, in: Coffee/Lowenstein/Rose-Ackerman (Hrsg.), *Knights, Raiders and Targets*, New York, 1988, 211-240.
- Herschel, Wilhelm:* Zur Rechtsnatur der Allgemeinverbindlichkeitserklärung von Tarifverträgen, in: Jantz, K. u.a. (Hrsg.), *Sozialreform und Sozialrecht, Festschrift für Walter Bogs*, Berlin, 1959, 125-137.
- Hertig, Gérard:* Regulatory Competition for EU Financial Services, *Journal of International Economic Law* 2000, 349-375.
- Herzig, Norbert / Watrin, Christoph:* Obligatorische Rotation des Wirtschaftsprüfers – ein Weg zur Verbesserung der externen Unternehmenskontrolle?, *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 1995, 775-804.
- Hetherington, J.A.C.:* Insider Trading and the Logic of the Law, *Wisconsin Law Review* 1967, 720 -737.
- Heyder, Stefan:* Die einseitige Abänderung des Regelwerks Neuer Markt – Zugleich Besprechung des Urteils des OLG Frankfurt a.M., BKR 2002, 459 und der Entscheidung des Primary Arbitration Panel, BKR 2002, 468, *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht* 2002, 807-811.
- Hicks, John R.:* The Foundations of Welfare Economics, *Economic Journal* 49 (1939), 696-712.
- Hill, Hermann:* Die Verweisung auf Richtlinien im Kassenarztrecht, *Neue Juristische Wochenschrift* 1982, 2104-2108.
- Hillmann, Karl-Heinz:* Wörterbuch der Soziologie, 4. Aufl., Stuttgart, 1994.
- Hindley, Brian:* Separation of Ownership and Control in the Modern Corporation, *Journal of Law, and Economics*, 13 (1970), 185-221.
- Hirschey, Mark / Slovin, Myron B. / Zaima, Janis K.:* Bank Debt, Insider Trading, and The Return to Corporate Sell-Offs, *Journal of Banking and Finance* 14 (1990), 85-98.
- Hirschman, Albert O.:* Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Declines in Firms, Organizations and States, Cambridge, 1970.

- Hirshleifer, David*: Investor Psychology and Asset Pricing, *Journal of Finance* 56 (2001), 1533-1597.
- Hirshleifer, David / Shumway, Tyler*: Good Day Sunshine: Stock Return and the Weather, University of Michigan, Business School, Working Paper, August 2001.
- Hirshleifer, Jack*: The Expanding Domain of Economics, *American Economic Review* 75 (1985), 53-68.
- Hirshman, Albert*: Exit, Voice and Loyalty, Boston, M.A., 1970.
- Hirte, Heribert*: Die aktienrechtliche Satzungsstrenge, in: Lutter, M. / Wiedemann, H. (Hrsg.), *Gestaltungsfreiheit im Gesellschaftsrecht*, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, Sonderheft 13 (1998), Berlin u.a., 61.
- Hoeren, Thomas*: Selbstregulierung im Banken- u. Versicherungsrecht, Karlsruhe, 1995.
- Hoffmann-Riem, Wolfgang*: Verfahrensprivatisierung als Modernisierung, in: Hoffmann-Riem, W. / Schneider, J.P. (Hrsg.), *Verfahrensprivatisierung im Umweltrecht*, Baden-Baden, 1996, 9-30.
- ders.: Verfahrensprivatisierung als Modernisierung, *Deutsches Verwaltungsblatt* 1996, 225-232.
- ders.: Regulierte Selbstregulierung als Steuerungskonzept des Gewährleistungsstaates : Ergebnisse des Symposiums aus Anlaß des 60. Geburtstages von Wolfgang Hoffmann-Riem, Berlin, 2001.
- ders.: Justizdienstleistungen im kooperativen Staat, *Juristenzeitung* 1999, 421-429.
- Holmstrom, Bengt / Milgrom, Paul*: Multitask Principal-Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design, *Journal of Law, Economics, and Organization* 7 (1991), 24-51.
- Hommelhoff, Peter*: Börsenhandel von GmbH- u. KG-Anteilen, *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* 153 (1989), 181-215.
- ders.: Die deutsche GmbH im System der Kapitalgesellschaften, in: Roth, G. (Hrsg.), *Das System der Kapitalgesellschaften im Umbruch – ein internationaler Vergleich*, Köln, 1990, 26 ff.
- ders.: Praktische Erfahrungen mit dem Abhängigkeitsbericht, *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* 156 (1992), 295-313.
- ders.: Anlegerinformationen im Aktien-, Bilanz- und Kapitalmarktrecht, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 2000, 748-775.
- Hommelhoff, Peter / Schwab, Martin*: Gesellschaftliche Selbststeuerung im Bilanzrecht-Standard Setting Bodies und staatliche Regulierungsverantwortung nach deutschem Recht, *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis* 50 (1998), 38-56.
- ders.: Staats-ersetzende Privatgremien im Unternehmensrecht, in: Drenseck, W. (Hrsg.), *Festschrift für Heinrich Wilhelm Kruse zum 70. Geburtstag*, Köln, 2001, 693-718.
- Hoppmann, Carsten*: Europäische Börsenaufsicht, *Europäisches Wirtschaftsrecht* 1999, 204-212.
- Hopt, Klaus*: Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, München, 1975.
- ders.: Gutachten für den 51. Deutschen Juristentag, München, 1976.

- ders.: Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht?, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 141 (1977), 389-441.
- ders.: Nichtvertragliche Haftung außerhalb von Schadens- und Bereicherungsrecht, Archiv für civilistische Praxis 183 (1983), 608 -720.
- ders.: Aktionärskreis und Vorstandsneutralität, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 1993, 534-566.
- ders.: Ökonomische Theorie und Insiderrecht, Die Aktiengesellschaft 1995, 353-361.
- ders.: Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 159 (1995), 135-163.
- ders.: Europäisches und deutsches Übernahmerecht, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 161 (1997), 386-420.
- ders.: Das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz, in: Festschrift Ulrich Drobnig zum 70. Geburtstag, Tübingen 1998, 525-548.
- ders.: Europäisches Kapitalmarktrecht – Ausblick und Rückblick, in: Grundmann (Hrsg.), Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrechts, Tübingen, 2000, 307-330.
- ders.: Kapitalmarktrecht (mit Prospekthaftung) in der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes, in: Canaris u.a.(Hrsg.), 50 Jahre Bundesgerichtshof, Festgabe aus der Wissenschaft, München, 2000, 497-547.
- Hopt, Klaus J. / Baum, Harald:* in: Hopt, K. / Rudolph, B. / Baum, H. (Hrsg.), Börsenreform, Stuttgart, 1997, 287-467.
- Hopt, Klaus J. / Will, M.:* Europäisches Insiderrecht, Stuttgart, 1973.
- Horn, Norbert:* Zur ökonomischen Rationalität des Privatrechts – Die privatrechtstheoretische Verwertbarkeit der "Economic Analysis of Law", Archiv für die civilistische Praxis 176 (1976), 307 -333..
- ders.: Börsentermingeschäfte nach neuem Recht, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1990, 2-18.
- ders.: Die Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1997, 139-152.
- ders.: Zur Entwicklung des Finanzbinnenmarktes in Phase 3 der Europäischen Wirtschaftsunion, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1999, 1-9.
- Horowitz, Joel L. / Loughran, Tim / Savin, N.E.:* Three analyses of the firm size premium, Journal of Empirical Finance 7 (2000), 143-153.
- Horst, Peter M.:* Kapitalanlegerschutz – Haftung bei Emission und Vertrieb von Kapitalanlagen, München, 1987.
- Houben, Erik:* Die Gestaltung des Pflichtangebots unter dem Aspekt des Minderheitenschutzes und der effizienten Allokation der Unternehmenskontrolle, Wertpapier-Mitteilungen 38 (2000), 1873-1920.
- Huber, Ernst-Rudolf:* Wirtschaftsverwaltungsrecht, Erster Band, 2. Aufl. Tübingen, 1953.
- ders.: Selbstverwaltung der Wirtschaft, Stuttgart, 1958.

- Huddart, Steven / Hughes, John / Brunnermeier, Markus*: Disclosure requirements and stock exchange listing choice in an international context, *Journal of Accounting and Economics* 26 (1999), 237-269.
- Hüttemann, Reiner*: Börsenkurs und Unternehmensbewertung, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 2001, 454-478.
- Ihrig, Christoph* Diskussionsbericht, *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht* 153 (1989), 235-236.
- Ihrig, Hans-Christoph; Wagner, Jens*: Corporate Governance: Kodex-Erklärung und ihre unterjährige Korrektur; *Betriebs-Berater* 2002, 2509-2514.
- Immenga / Mestmäcker*: Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen, Kommentar, 3. Aufl., München, 2001.
- Immenga, Ulrich / Noll, Bernd*: Feindliche Übernahmeangebote aus wettbewerbspolitischer Sicht, Studie erstellt der Kommission der Europäischen Gemeinschaften (Generaldirektion IV), Brüssel, 1990.
- Insteffjord, Norvald / Jackson, Patricia / Perraudin, William*: Securities fraud, *Economic Policy* 27 (1998), 587-603.
- IOSCO*: Model for Effective Regulation, Report of the SRO Consultative Committee, May 2000 (auf www.iosco.org zum Download bereit gestellt).
- dies.*: Issues Paper On Exchange Demutualization, Report of the Technical Committee, June 2001 (auf www.iosco.org zum Download bereit gestellt).
- dies.*: Transparency and Market Fragmentation, Report from the Technical Committee, November 2001 (auf www.iosco.org zum Download bereit gestellt).
- Jäckel, Andreas / Leker, Jens*: Abschlußprüfer und Konzernpublizität, *Wirtschaftsprüfung* 1995, 293-305.
- Jaensch, Michael*: Die unmittelbare Drittwirkung der Grundfreiheiten, Baden-Baden, 1997.
- Jaffe, Jeffrey F.*: Special Information and Insider Trading, *Journal of Business* 47 (1974), 410-428.
- Jarass / Pieroth*: Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland, Kommentar, 5. Aufl., München, 2000.
- Jarrell, Gregg / Ryngaert, Michael*: The Effects of Poison Pills on the Wealth of Target Shareholders, Office of Chief Economist of the Securities and Exchange Commission, (Oct. 23, 1986)
- Jarrell, Gregg A. / Bradley, Michael*: The Economic Effects of Federal and State Regulation of Cash Tender Offers, *Journal of Law and Economics* 23 (1980), 371-409.
- Jarrell, Gregg A. / Brickley, James / Netter, Jeffrey*: The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence since 1980, *Journal of Economic Perspectives* 2 (1977), 49-68.
- Jarrell, Gregg A. / Poulsen, Annette*: Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence from Three Decades, *Financial Management* 18 (1989), 12-19.
- dies.*: Dual-class Recapitalizations as Antitakeover Mechanisms: The Recent Evidence, *Journal of Financial Economics* 20 (1988), 129-152.

- dies.:* Shark Repellents and Poison Pills: Stockholder Protection-From the Good Guys or the Bad Guys?, *Midland Corporate Finance Journal* 4 (1986), 39.
- Jeffrey N. Gordon:* Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice, *California Law Review* 76 (1988), 1.
- Jegadeesh, Narasimhan / Titman, Sheridan:* Returns by Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Markets Efficiency, *Journal of Finance* 48 (1993), 65-91.
- Jenckel, Johann Hinrich:* Das Insiderproblem im Schnittpunkt von Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht in materiell- und kollisionsrechtlicher Sicht, Frankfurt a.M. u.a., 1980.
- Jennings, Richard W.:* Self-Regulation in the Securities Industry: The Role of the Securities and Exchange Commission, *Law & Contemp. Probs.* 29 (1964), 663.
- Jensen, Michael C.:* Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency, *Journal of Financial Economics* 6 (1978), 95-101.
- ders.:* Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review* 76 (1986), 323-339.
- ders.:* Takeovers: Their Causes and Consequences, *Journal of Economic Perspectives*, 2 (1988), 21-48.
- Jensen, Michael C. / Meckling, William H.:* Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3 (1976), 305-360.
- Jestaedt, Matthias:* Demokratieprinzip und Kondominalverwaltung, Berlin, 1993.
- Jickeli, Joachim:* Der langfristige Vertrag, Tübingen, 1996.
- John, Kose / Lang, Larry / Shih, Feng-Ying L.:* Antitakeover Measures and Insider Trading-Theory and Evidence, N.Y.U. Salomon Center Working Paper No. S-93-27 (May 1992).
- Johnson, Dana J. / Meade, Nancy L.:* Shareholder Wealth Effects of Poison Pills in the Presence of Anti-Takeover Amendments, *Journal of Applied Business Research* 12 (1996), 10.
- Johnson, Simon:* Private Contracts and Corporate Governance Reform: Germany's Neuer Markt, Working Paper, MIT, 2000.
- Johnon, Simon / La Porta, Rafael / Lopez-de-Silanes, Florencio / Shleifer, Andrei:* Tunneling, *American Economic Review, Papers and Proceedings* (90) 2000, 22-27.
- Kahan, Marcel:* Some Problems with Stock Exchange-Based Securities Regulation, *Virginia Law Review* 83 (1997), 1509-1519.
- ders.* The Limited Significance of Norms for Corporate Governance, *University of Pennsylvania Law Review* 149 (2001), 1869-1900.
- Kahn, Ronald N. / Rudd, Andrew:* Does Historical Performance Predict Future Performance?, *Financial Analysts Journal* (1995), 43-52.
- Kahneman, Daniel. / Riepe, Mark W.:* Aspects of Investor Psychology, *Journal of Portfolio Management* 24 (1998), 52-65.
- Kahneman, Daniel/ Tversky, Amos:* On the Psychology of Prediction, *Psychological Review* 80 (1973), 237-251.

- Kaldor, Nicholas*: Welfare Propositions of Economics and Interpersonal Comparisons of Utility, *economic Journal* 49 (1939), 549-552.
- Kallmeyer, Harald*: Die Mängel des Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission, *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* 161 (1997), 435-454.
- Kalss, Susanne*: Kapitalmarktrecht als Schnittmenge mehrerer Regelungsfelder, in: *Festschrift 100 Jahre Wirtschaftsuniversität Wien*, Wien, 1998, 183 ff.
- Kant, Immanuel*: *Kleinere Schriften zur Geschichtsphilosophie, Ethik und Politik*, Unv. Nachdruck der Ausgabe von 1913, Hamburg, 1964.
- Kargl, Walter*: Zur Zulässigkeit eines untauglichen Beweismittels im Strafverfahren, *Jus* 2000, 537-542.
- Karmel, Roberta S.*: Securities Industry Self-Regulation – Tested by the Crash, *Washington & Lee Law Review* 45 (1988), 1297 ff.
- Karpen, Ulrich*: *Die Verweisung als Mittel der Gesetzgebungstechnik*, Berlin, 1970.
- Karpoff, Jonathan M. / Malatesta, Paul H.*: The wealth effects of second-generation state, *Journal of Financial Economics* 25 (1989), 291-322.
- Katz, Michael L. / Shapiro, Carl*: Network externalities, competition, and compatibility, *American Economic Review* 75 (1985), 424-440.
- Keim, Donald B.*: Size-Related Anomalies and Stock Return Seasonality: further Empirical Evidence, *Journal of Financial Economics* 12 (1983), 13-32.
- Keitz, Isabel von / Grote, Reiner*: Die Erstellung von Als-ob-Abschlüssen i.S.d. RWNM, *FB* 2001, Beilage 1, 25-38.
- Kennedy, V. A / Limmack, R.J.*: Takeover Activity, CEO Turnover, and the Market for Corporate Control, *Journal of Business Finance and Accounting* 23 (1996), 267-285.
- Kerber, Wolfgang*: Zum Problem einer Wettbewerbsordnung für den Systemwettbewerb, *Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie* 17 (1997), 199-230.
- Kersting, Mark O.*: Der Neue Markt der Deutsche Börse Die Aktiengesellschaft, *Die Aktiengesellschaft* 1997, 222-228.
- Kindermann, Elmar*: Rechtliche Strukturen der Deutschen Terminbörse, *Wertpapier-Mitteilungen* 1988, Sonderbeilage 2.
- Kirchgässner, Gebhard*: Die neue Welt der Ökonomie, *Analyse & Kritik* 10 (1988), 107-137.
- ders.*: Ökonomie als imperial(istisch)e Wissenschaft, *Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie* 7 (1988), 128-145.
- ders.*: Führt der homo oeconomicus das Recht in die Irre?, *Juristenzeitung* 1991, 104-111.
- Kirchhof, Ferdinand*: Der Verwaltungsakt auf Zustimmung, *Deutsches Verwaltungsblatt* 1985, 651-661.
- ders.*: *Private Rechtsetzung*, Berlin, 1987.
- Kirchhof, Paul*: Staatliche Einnahmen, in: *Isensee, J. / Kirchhof, P. (Hrsg.), Handbuch des Staatsrechts, Band IV: Finanzverfassung, § 88.*

- Kisker, Gunther*: Neue Aspekte im Streit um den Vorbehalt des Gesetzes, *Neue Juristische Wochenschrift* 1977, 1313-1320.
- Kitch, Edmund W.*: Competition Between Securities Markets: Good or Bad?, in: Oditah, F. (Hrsg.), *The Future for the Global Securities Market: Legal and Regulatory Aspects*, Oxford, 1996, 233-242.
- ders.*: Proposals for Reform of Securities Regulation: An Overview, University of Virginia School of Law, Law & Economics Research Working Paper Series, Working Paper No. 01.1, May 2001, downloadable at: http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=269126.
- Kiwit, Daniel / Voigt, Stefan*: Grenzen des institutionellen Wettbewerbs, *Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie* 17 (1997), 313-337.
- Klein, Benjamin / Leffler, Keith B.*: The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance, *Journal of Political Economy* 89 (1981), 615-641.
- Klein, Norbert*: Grundrechte und Wesensgehaltgarantie im besonderen Gewaltverhältnis, *Deutsches Verwaltungsblatt* 1987, 1102-1110.
- Kleindiek, Detlef*: "Going Private" und Anlegerschutz, Westermann, Harm P. u.a. (Hrsg.), *Festschrift für Gerold Bezenberger*, Berlin, 2000, 653-671.
- Kleine-Cosack, Michael*: *Berufsständische Autonomie und Grundgesetz*, Baden-Baden, 1986.
- Klenke, Hilmar*: Der Rückzug mehrfach notierter Unternehmen von den deutschen Regionalbörsen, *Wertpapier-Mitteilungen* 49 (1995), 1039-1101.
- Kleppe, Martin*: Anlegerschutz beim Rückzug eines Unternehmens von der Börse, Köln, 2002.
- Klindt, Thomas*: Die Zulässigkeit dynamischer Verweisungen auf EG-Recht aus verfassungs- und europarechtlicher Sicht, *Deutsches Verwaltungsblatt* 1998, 373-380.
- Kloepfer, Michael / Elsner, Thomas*: Selbstregulierung im Umwelt- und Technikrecht, *Deutsches Verwaltungsblatt* 1996, 964-975.
- Kluth, Winfried*: Bindung privater Wirtschaftsteilnehmer an die Grundfreiheiten des EG-Vertrages, *Archiv des öffentlichen Rechts* 122 (1997), 557-582.
- ders.*: Funktionale Selbstverwaltung: verfassungsrechtlicher Status-verfassungsrechtlicher Schutz, Tübingen, 1997.
- Knack*: *Verwaltungsverfahrensgesetz, Kommentar*, 6. Aufl., Köln u.a., 1998.
- Knieps, Günter*: Standards und die Grenzen der unsichtbaren Hand, *ORDO* 45 (1994), 51-62.
- Knips, Susanne*: *Risikokapital und Neuer Markt*, Frankfurt, 2000.
- Koch, Hans-Dieter / Schmidt, Reinhard H.*: Ziele und Instrumente des Anlegerschutzes, *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis* 33 (1981), 231-250.
- Koch, Hans-Joachim*: Vereinfachung des materiellen Umweltrechts, *Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht* 1996, 215-222.
- Kohl, Helmut / Kübler, Friedrich / Walz, Raine / Wüsterich, Wolfgang*: Abschreibungsgesellschaften, Kapitalmarkteffizienz und Publizitätszwang, *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* 138 (1974), 1-49.

- Köndgen, Johannes:* Die Relevanz der ökonomischen Theorie der Unternehmung für rechtswissenschaftliche Fragestellungen – ein Problemerkatalog, in: Ott, C. / Schäfer, H.B. (Hrsg.), *Ökonomische Analyse des Unternehmensrechts*, Heidelberg, 1993, 128-155.
- ders.:* Wieviel Aufklärung braucht ein Wertpapierkunde?, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 1996, 361-365.
- ders.:* Ownership and corporate governance of stock exchanges, *Journal of Institutional and Theoretic Economics*, 154 (1998), 224-251.
- ders.:* Mutmaßungen über die Zukunft der europäischen Börsen, in: Schneider u. s. (Hrsg.), *Festschrift für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag*, Köln, 2000, 1401-1420.
- Kort, Michael:* Neuere Entwicklungen im Recht der Börsenprospekthaftung (§§ 45 ff BörsG) und der Unternehmensberichtshaftung (§ 77 BörsG), *Die Aktiengesellschaft* 1999, 9-21.
- Kothari, S.P.:* Capital markets research in accounting, *Journal Of Accounting And Economics* 31 (2001), 105-231.
- Kötz, Hein:* Freiheit und Zwang im Vertragsrecht, in: Immenga, Ulrich/Möschel, Wernhard/Reuter, Dieter (Hrsg.), *Festschrift für Ernst-Joachim Mestmäcker*, Baden-Baden, 1037-1047.
- Kraakman, Reinier:* Taking Discounts Seriously: The Implications of "Discounted" Share Prices as an Acquisition Motive, *Columbia Law Review* 88 (1988), 891-941.
- Krakowski, Michael:* *Regulierung in der Bundesrepublik Deutschland*, Hamburg, 1988.
- Krämer, Lutz:* Zur Änderungsbefugnis von Marktorganisationsregeln, *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht* 2001, 131-135.
- Krauel, Wolfgang:* *Insiderhandel*, Baden-Baden, 2000.
- Krause, Harmut:* Der revidierte Vorschlag einer Takeover-Richtlinie (1996), *Die Aktiengesellschaft* 1996, 209-217.
- ders.:* *Das obligatorische Übernahmeangebot*, Baden-Baden, 1998.
- Krause, Peter:* Möglichkeiten, Grenzen und Träger des Autonomen Sozialrechts, *Vierteljahres-schrift für Sozialrecht* 1990, 107-122.
- Krebs, Walter:* Der Vorbehalt des Gesetzes für Maßnahmen der kommunalen Wirtschaftsförderung, in: Ehlers, D. (Hrsg.), *Kommunale Wirtschaftsförderung*, Köln u.a. 1990, 205-220.
- Kreps, David M. / Wilson, Robert:* Reputation and Imperfect Information, *Journal of Economic Theory* 1982, 253-279.
- Kress, Sabine L.:* *Effizienzorientierte Kapitalmarktregulierung*, Wiesbaden, 1996 *Kronberger Kreis: Mehr Mut zum Markt*, Stuttgart, 1984.
- Kruse, Jörn:* Normative Bestimmung des Regulierungsbereichs, in: *Deregulierung als ordnungs- und prozeßpolitische Aufgabe*, Beihefte der Konjunkturpolitik, Heft 32, 1986, 25-40.
- Kübler, Friedrich:* *Transparenz am Kapitalmarkt*, *Die Aktiengesellschaft* 1977, 85-92.
- ders.:* Rechtsbildung durch Gesetzgebungswettbewerb? – Überlegungen zur Angleichung und Entwicklung des Gesellschaftsrechts in der Europäischen Gemeinschaft, *Kritische Vierteljahresschrift für Gesetzgebung und Rechtsprechung* 1994, 79-89.

- *ders.*: Effizienz als Rechtsprinzip, in: Baur, J. / Hopt, K. / Mailänder, K. (Hrsg.), Festschrift für Ernst Steindorff zum 70. Geburtstag, Berlin, New York, 1990, 687-704.
- *ders.*: Aktienrechtsreform und Unternehmensverfassung, Die Aktiengesellschaft 1994, 141-148.
- *ders.*: Gesellschaftsrecht, 5. Auflage, Heidelberg, 1998.
- Kümpel, Siegfried*: Zur öffentlichrechtlichen Organisation der deutschen Wertpapierbörsen, Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht 2003, 4-14.
- Kullmann, Wallburga / Aerssen, Rick van*: Neuer Markt und EASDAQ – Ein Vergleich der Zulassungsvoraussetzungen und Zulassungsfolgepflichten, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2000, 10-32.
- Kummer, Donald R. / Hoffmeister, Ronald J.*: Valuation Consequences of Cash Tender Offers, Journal of Finance 33 (1978), 505-516.
- Kümpel, Siegfried*: -*ders.*: Amtlicher Markt und Freiverkehr an der Börse aus rechtlicher Sicht, Wertpapier-Mitteilungen 1985, Sonderbeilage 5, 1-12.
- *ders.*: Börsenrechtliche Fragen bei Schaffung des geregelten Marktes, in: Hofmann, Paul (Hrsg.), Festschrift für Klemens Pleyer zum 65. Geburtstag, Köln u.a., 1986, 59-76.
- *ders.*: Zur Neugestaltung der staatlichen Börsenaufsicht, Wertpapier-Mitteilungen 1992, 381-391.
- *ders.*: Das Effektengeschäft im Lichte des 2. Finanzmarktförderungsgesetzes, Wertpapiermitteilungen 1993, 2025-2031.
- *ders.*: Börsenrecht: eine systematische Darstellung, Berlin, 1996.
- *ders.*: Bank- und Kapitalmarktrecht, 2. Auflage, Köln, 2000.
- Kümpel, Siegfried / Hammen, Horst*: Zur Genehmigungsfähigkeit des geplanten Börsenverbundes, Wertpapier-Mitteilungen 2000, Sonderbeilage, 3-23.
- Küpper, Georg*: Begriff und Grund der Rechtsgeltung in der aktuellen Diskussion, Rechtstheorie 22 (1991), 71-86.
- Kurz, Mordecai / Motolesse, Maurizio*: Endogenous Uncertainty and Market Volatility, Working Paper, Stanford University, 1999.
- Küting / Brakensiek*: IASC, FASB und DRSC – Ein Kurzportrait dreier Standard Setter, Betriebs-Berater 1999, 678-
- Küting, Karlheinz / Hayn, Sven*: Börseneinführungsmodalitäten in den USA, Die Wirtschaftsprüfung 1993, 401-411.

- Lachmann, Jens-Peter*: Schiedsgerichtsbarkeit aus Sicht der Wirtschaft, Anwaltsblatt 49 (1999), 241-247.
- Ladeur, Karl-Heinz*: Die rechtswissenschaftliche Methodendiskussion und die Bewältigung des gesellschaftlichen Wandels, Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht 64 (2000), 60-103.
- Lahmann, Kai*: Insiderhandel: ökonomische Analyse einer ordnungspolitischen Dilemmas, Berlin, 1994.

- Lakonishok, Josef / Lee, Immo:* Are Insider Trades Informative?, *Review of Financial Studies* 14 (2001), 79-111.
- Lakonishok, Josef / Shleifer, Andrei / Vishny, Richard:* Contrarian Investment, Extrapolation and Risk, *Journal of Finance* 49 (1994), 1541-1578.
- dies.:* The Structure and Performance of the Money Management Industry, *Brookings Papers on Economic Activity Microeconomics* (1992), 339-391.
- Lakonishok, Josef / Shleifer, Andrei / Thaler, Richard A. / Vishny, Robert:* Window dressing by pension fund managers, *American Economic Review Papers and Proceedings* 81 (1991), 227-231.
- Lambert, Richard A.:* Contracting Theory And Accounting, *Journal Of Accounting And Economics* (32)1-3 (2001), 3-87.
- Lamnek, Siegfried:* „Norm“, in: G. Reinhold (Hrsg.), *Soziologie-Lexikon*, München, 1991.
- Land, Volker:* Das neue deutsche Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, *Der Betrieb* 2001, 1707-1713.
- Lang, Larry / Stulz, Rene M.:* Tobin's q, Corporate Diversification and Firm Performance, *Journal of Political Economy* 102 (1994), 1248-1280.
- Lang, Mark H. / Lundholm, Russell:* Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosure, *Journal of Accounting Research* 31 (1993), 246-271.
- Langtieg, Terence C.:* An Application of a Three-Factor Performance Index to Measure to Measure Stockholder Gains from Merger, *Journal of Financial Economics* 6 (1978), 365-383.
- Langevoort, Donald C.:* Theories, Assumptions, And Securities Regulation: Market Efficiency Revisited, *University of Pennsylvania Law Review* 140 (1992), 850-920.
- Langhart, Albrecht:* *Rahmengesetz und Selbstregulierung*, Zürich, 1993.
- La Porta, Rafael / Lopez-de-Silanes, Florencio / Shleifer, Andrei / Vishny, Robert:* Legal Determinants of External Finance, *Journal of Finance* 52 (1997), 1131-1150.
- dies.:* Investor Protection and Corporate Governance, *Journal of Financial Economics* 58 (2000), 2-27.
- Larenz, Karl:* *Methodenlehre der Rechtswissenschaft*, 6. Auflage, Berlin u.a., 1991.
- Larenz, Karl:* *Lehrbuch des Schuldrechts, Band I, Allgemeiner Teil*, 14. Auflage, München, 1987.
- Lauterbach, Beni / Matlitz, Ileen B. / Vu, Joseph:* Takeover Threats, Antitakeover Amendments and Stock Price Reaction, *Manag. & Dec. Econ.* 12 (1991), 499-512.
- Lease, Ron / McConnell, John / Mikkelson, Wayne H.:* The Market Value of Differential Voting Rights in Closely Held Corporations, *J. Bus.* 57 (1984), 443-467.
- dies.:* The Market Value of Control in Publicly-Traded Corporations, *Journal of Financial Economics* 11 (1983), 439-471.
- Lee, Charles / Shleifer, Andrei / Thaler, Richard A.:* Anomalies: Closed End Mutual Funds, *Journal of Economic Perspectives* 4 (1990), 153-164.
- Lee, Cheng Few / Rahman, Shafiqur:* Market Timing, Selectivity and Mutual Fund Performance: an Empirical Investigation, *Journal of Business* 63 (1990), 261-278.

- Lee, Chi-Wen / Gu, Zhaoyang*: Low Balling, Legal Liability and Auditor Independence, *Accounting Review* 73 (1998), 533-555.
- Lee, Ruben*: What is an Exchange? The Automation, Management, and Regulation of Financial Markets, Oxford, 1998.
- Leftwich, Richard*: Market Failure Fallacies and Accounting Information, *Journal of Accounting & Economics* 2 (1980), 193-211.
- Leisner, Walter*: Grundrechte und Privatrecht, München, 1960.
- ders.: Verfassungsgrenzen privater Selbstregulierung, in: Kloepfer, M. (Hrsg.), Selbst-Beherrschung im technischen und ökologischen Bereich, Berlin, 1998, 151-160.
- Leland, Hayne*: Quacks, Lemons, and Licensing: A Theory of Minimum Quality Standards, *Journal of Political Economy* 87 (1979), 1328-1346.
- Lepa, Manfred*: Verfassungsrechtliche Probleme der Rechtsetzung durch Rechtsverordnung, *Archiv des öffentlichen Rechts* 105 (1980), 337-370.
- Lerbinger, Paul*: Die Leistungsfähigkeit deutscher Aktieninvestmentfonds – Eine empirische Untersuchung zur Informationseffizienz des deutschen Aktienmarktes, *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 36 (1974), 60-73.
- LeRoy, Stephen F. / Porter, Richard D.*: The Present-Value Relation: Tests Based on Implied Variance Bounds, *Econometrica* 49 (1981), 555-574.
- Leuz, Christian*: IAS versus US GAAP: A (New) Market Based Comparison, Working Paper, University of Pennsylvania, 2001.
- Leuz, Christian / Verrecchia, Robert E.*: The Economic Consequences of Increased Disclosure, *Journal of Accounting Research* 38 (2000), 91-124.
- Lev, Baruch / Mandelker, Gershon*: The Microeconomic Consequences of Corporate Mergers, *J. Bus.* 45 (1972), 85-104.
- Levmore, Saul*: Securities and Secrets: Insider Trading and the Law of Contracts, *Virginia Law Review* 68 (1982), 117-160.
- Licht, Amir N.*: Genie in a Bottle? Assessing Managerial Opportunism in International Securities Transactions, *Columbia Business Law Review* 1 (2000), 51-120.
- ders.: Games Commissions Play: 2x2 Games of International Securities Regulation, *Yale J. Int'l Law* 24 (1999), 61-128.
- ders.: International diversity in securities regulation: roadblocks on the way to convergence, *Cardozo Law Rev.* 20 (1998), 227-285.
- Liebscher, Thomas*: Das Übernahmeverfahren nach dem neuen Übernahmegesetz, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 2001, 853-869.
- Liener, Gerhard*: Erfahrungen mit Aktiennotierungen an ausländischen Börsen, Bierich, M. u.a. (Hrsg.), Festschrift für Johannes Semler zum 70. Geburtstag, 721-740.
- Linn, Scott C. / McConnell, John J.*: An Empirical Investigation of the Impact of "Antitakeover" Amendments on Common Stock Prices, *Journal of Financial Economics* 11 (1983), 361-399.
- Lipton, Martin*: Takeover Bids in the Target's Boardroom, *Business Lawyer* 35 (1979), 101.
- Loehr, Helmut*: Der Übernahmekodex-Aktuelle Situation und Ausblick. Pressekonferenz am 13.6.2000.

- Lorie, James H.:* Insider Trading: Rule 10b-5, Disclosure and Corporate Privacy: A Comment, *Journal of Legal Studies* 9 (1980), 819-822.
- Lorie, James H. / Niederhoffer, Victor.:* Predictive and Statistical Properties of Insider Trading, *Journal of Law and Economics* 11 (1968), 35 -53.
- Loritz, Karl-Georg / Wagner, Klaus-R.:* Das "Zwangübernahmeangebot" der EG-Takeover-Richtlinie aus verfassungsrechtlicher Sicht, *Wertpapier-Mitteilungen* 1991, 709-722.
- Loss, Louis:* Der Schutz der Kapitalanleger, *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* 129 (1967), 197-255.
- Lowenstein, Louis:* Pruning Deadwood in Hostile Takeovers: A Proposal for Legislation, *Col. Law Rev.* 83 (1983), 249-334.
- Luhmann, Niklas:* Das Recht der Gesellschaft, Frankfurt a.M., 2. Aufl. 1997.
- Luthe, E.W.:* Rechtsetzungskompetenzen im Bereich der mittelbaren Staatsverwaltung, *Die Sozialgerichtsbarkeit* 1992, 580-585.
- Luther, Martin:* Die genossenschaftliche Aktiengesellschaft, Tübingen, 1978.
- Lutter, Marcus:* Zur Treuepflicht des Großaktionärs, *Juristenzeitung* 1976, 225-233.
- ders.:* Vermögensveräußerungen einer abhängigen Aktiengesellschaft, in: Baur, J. / Hopt, K. / Mailänder, K. (Hrsg.), *Festschrift für Ernst Steindorff zum 70. Geburtstag*, Berlin, New York, 1990, 125-150.
- ders.:* Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht, in: Lieb, M. u.a. (Hrsg.), *Festschrift für Wolfgang Zöllner*, Köln, 1998, 363-383.
- Lutter, Marcus / Drygala, Tim:* Rechtsfragen beim Gang an die Börse, in: Schmidt, K. u.a. (Hrsg.), *Unternehmen, Recht und Wirtschaftsordnung*, Festschrift für Peter Raisch, Köln, 1995, 239-253.
- Lutter, Marcus / Leinekugel, Rolf:* Der Ermächtigungsbeschluss der Hauptversammlung zu grundlegenden Strukturmaßnahmen-zulässige Kompetenzübertragung oder unzulässige Selbstentmachtung?, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 19 (1998), 805-817.
- Macaulay, S.:* Non-Contractual Relations in Business: A Preliminary Study, *American Sociological Review* 28 (1963), 55-67.
- Macey, Jonathan R.:* Regulatory Competition in the US Federal System: Banking and Financial Services, in: Bratton, W. / McCahery, J. / Piccioto, S. / Scott, C. (Hrsg.), *International Regulatory Competition*, Oxford, 1996, 94-110.
- Macey, Jonathan R. / Kanda, Hideki:* The Stock Exchange as a Firm: The Emergence of Close Substitutes for the New York and Tokyo Stock Exchanges, *Cornell Law Review* 75 (1990), 1007-1052.
- Macey, Jonathan R. / O'Hara, Maureen:* Regulating Exchanges and Alternative Trading Systems: A Law and Economics Perspective, *Journal of Legal Studies* 28 (1999), 17-54.
- Magenheim, Ellen B. / Mueller, Dennis C.:* Are Acquiring-Firm Shareholders Better Off after an Acquisition?, in: Coffee/Lowenstein/Rose-Ackerman (Hrsg.), *Knights, Raiders and Targets*, New York, 1988, 171-193.

- Mahoney, James M. / Mahoney, Joseph T.:* An Empirical Investigation of the Effect of Corporate Charter Antitakeover Amendments on Stockholder Wealth, *Str. Mgt. J.* 14 (1993), 17-29.
- Mahoney, James M. / Sundaramurthy, Chamu / Mahoney, Joseph T.:* The Differential Impact on Stockholder Wealth of Various Antitakeover Provisions, *Manag. & Dec. Econ.* 17 (1996), 531-546.
- Mahoney, Paul G.:* The Exchange as a Regulator, *Virginia Law Review* 83 (1997), 1453-1500.
- Maier-Reimer, Georg:* Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* 165 (2001), 258- 279.
- Mailath, George J.:* Do People Play Nash Equilibrium? Lessons from Evolutionary Game Theory, *Journal of Economic Literature* 36 (1998), 1347-1374.
- Mains, Norman:* Risk, the Pricing of Capital Assets, and the Evaluation of Investment Performance: Comment, *Journal of Business* 50 (1977), 371-384.
- Malatesta, Paul H. / Walkling, Ralph A.:* Poison Pill Securities: Stockholder Wealth, Profitability, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 20 (1988), 346-376.
- Malezadeh, Ali R. / McWilliams, Victoria B.:* Managerial Efficiency and Share Ownership: The Market Reaction to Takeover Defenses, *Journal of Applied Business Research* 11 (1994), 48-57.
- Malkiel, Burton G.:* Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991, *Journal of Finance* 50 (1995), 549-572.
- Malorny, Michael:* Der Grundrechtsverzicht, *Juristische Ausbildung* 1974, 475-480.
- Mandelker, Gershon:* Risk and Return: The Case of Merging Firms, *Journal of Financial Economics* 1 (1973), 303-335.
- Mangoldt / Klein:* Das Bonner Grundgesetz, Band III, 2. Auflage, München, 1974.
- Mankiw, N.Gregory / Romer, David / Shapiro, Matthew D.:* An Unbiased Reexamination of Stock Market Volatility, *Journal of Finance* 40 (1985), 677-687.
- Manne, Henry G.:* Mergers and the Market for Corporate Control, *Journal of Political Economy* 73 (1965), 110-120.
- ders.:* In Defense of Insider Trading, *Harvard Business Review* 113 (1966), 113-122.
- ders.:* Insider Trading and the Stock Market, New York, 1966.
- Margotta, Donald G / McWilliams, Thomas P. / McWilliams, Victoria B.:* An analysis of the stock price effect of the 1986 Ohio takeover legislation, *Journal of Law, Economics, and Organization* 6 (1990), 235-251.
- Marris, Robin / Mueller, Dennis C.:* The Corporation, Competition and the Invisible Hand, *Journal of Economic Literature* 28 (1980), 32-63.
- Marten, Kai-Uwe:* Empirische Analyse des Prüferwechsels im Kontext der Agency- und Signalling-Theorie, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 1995, 703-727.

- ders.:* Der Markt für Prüfungsleistungen – Ausgewählte Forschungsbeiträge theoretische Grundlagen, nationale und internationale Einflüsse, in: Richter (Hrsg.), Theorie und Praxis der Wirtschaftsprüfung II, Berlin, 1999, 101-165.
- Marti, Arnold:* Selbstregulierung anstelle gesetzlicher Gesetzgebung?, Schweizerisches Zentralblatt für Staats- und Verwaltungsrecht 101 (2000), 561-586.
- Martin, Kenneth J. / McConnell, John J.:* Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover, Journal of Finance 46 (1991), 671-687.
- Martinius, Philip / Schiffer, Jack:* Anmerkung zu Landgericht München I, Urteil vom 4.11.1999-5 HKO 10580/99, Der Betrieb 1999, 2460-2462.
- Mas-Colell, Andreu / Whinston, Miachel D. / Green, Jerry R.:* Microeconomic Theory, New York, Oxford, 1995.
- Mason, Hal R. / Goudzwaard, Maurice B.:* Performance of Conglomerate Firms: A Portfolio Approach, Journal of Finance 31 (1976), 39-48.
- Matsusaka, John:* Did Tough Antitrust Enforcement Cause the Diversification of American Corporations?, Journal of Financial and Quantitative Analysis 31 (1996), 283-294.
- Maurer, Hartmut:* Allgemeines Verwaltungsrecht, 13. Auflage, München, 2000.
- Mayen, Thomas:* Privatisierung öffentlicher Aufgaben: Rechtliche Grenzen und rechtliche Möglichkeiten, Die öffentliche Verwaltung 2001, 110-119.
- ders.:* Selbstregulierung im Internet: Institutionen und Verfahren zur Setzung technischer Standards, K & R 3 (2000), 13-19.
- Mayer, Colin P. / Neven, Damian J.:* European Financial Regulation: A Framework for Policy Analysis, in: Giovannini, A. / Mayer, C. (Hrsg.), European Financial Integration, Cambridge, 1991, 112 – 113.
- Mayer, Otto:* Deutsches Verwaltungsrecht, 2. Band, 3. Aufl., Berlin, 1924.
- Mayer, Thomas / Zschocke, Christian:* Der deutsche Übernahmekodex, Österreichisches Bankarchiv 1996, 711-716.
- Mayntz, Renate:* Politische Steuerung und gesellschaftliche Steuerungsprobleme – Anmerkungen zu einem theoretischen Paradigma, Jahrbuch zur Staats- und Verwaltungswissenschaft 1987, 89-110.
- McConnell, John J. / Muscarella, Chris J.:* Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm, Journal of Financial Economics 14 (1984), 399-422.
- McWilliams, Victoria B.:* Managerial Share Ownership and the Stock Price Effects of Antitakeover Amendment Proposals, Journal of Finance 45 (1990), 1627-1640.
- McWilliams, Victoria B. / Sen, Nilanjan :* Board monitoring and antitakeover amendments, Journal of Financial and Quantitative Analysis 32 (1997), 491-505.
- Medicus, Dieter:* Schutzbedürfnisse (insbesondere der Verbraucherschutz) und das Privatrecht, Juristische Schulung 1996, 761-767.
- Meeks, Geoffrey:* Disappointing Marriage: A Study of the Gains from Merger, Cambridge, 1977.
- Meier-Schatz, Christian:* Wirtschaftsrecht und Unternehmenspublizität, Zürich, 1989.
- Melicher, Ronald / Rush, David F.:* The Performance of Conglomerate Firms: Recent Risk and Return Experience, Journal of Finance 28 (1973), 381-388.

- Menger, Christian Friedrich:* Zur Frage des Rechtswegs bei Wettbewerbsstreitigkeiten zwischen Privaten und der öffentlichen Hand, *Verwaltungsarchiv* 68 (1977), 293-299.
- Mennicke, Petra R.:* Sanktionen gegen Insiderhandel, Berlin, 1995.
- Mennicken, Axel:* Das Ziel der Gesetzesauslegung: eine Untersuchung zur subjektiven und objektiven Auslegungstheorie, Bad-Homburg, 1970.
- Merkt, Hanno:* Das Europäische Gesellschaftsrecht und die Idee des "Wettbewerbs der Gesetzgeber", *Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht* (1995), 545-568.
- ders.: Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* 165 (2001), 224-247.
- ders.: Unternehmenspublizität, Tübingen, 2001.
- ders.: Reformbedarf im Kapitalmarkt- und Börsenrecht, *Neue Juristische Wochenschrift* 2002, Sonderbeilage 23, 41-46.
- ders.: Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?, *Börsenrechtliches Teilgutachten, Gutachten G für den 64. Deutschen Juristentag*, München, 2002.
- Mertens, Hans Joachim:* Referat in der Abteilung Anlegerschutz, Thema: Inwieweit empfiehlt sich eine allgemeine gesetzliche Regelung des Anlegerschutzes?, 51. Dt. Juristentag, 1976, P10-P50.
- ders.: Satzungs- und Organisationsautonomie im Aktien- und Konzernrecht, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 1994, 426-441.
- Mestmäcker, Ernst-Joachim:* Wirtschaftsordnung und Staatsverfassung, in: Sauer mann, H. / Mestmäcker, E.-J., *Festschrift für Franz Böhm*, Tübingen, 1975, 383-419.
- Metz, Rainer:* Discount-Broker: Bankgeschäfte und technologische Veränderungen, *Verbraucher und Recht* 1996, 183-189.
- Meyer, Oskar / Bremer, Heinz,* *Börsengesetz*, 4. Aufl. Berlin, 1957.
- Meyer-Cording, Ulrich:* Die Rechtsnormen, Tübingen, 1971.
- Michael, Douglas C.:* Federal Agency Use of Audited Self-Regulation as a Regulatory Technique, *Admin. Law Review* 47 (1995), 173-250.
- Mikkelson, Wayne H. / Partch, Megan M.:* Corporate Performance following a change to classes of voting stock, *Journal of Corporate Finance* 1 (1994), 175-200.
- Milgrom, Paul / Roberts, John:* Predation, Reputation, and Entry Deterrence, *Journal of Economic Theory* 27 (1982), 280-312.
- Miller, Darius:* The market reaction to international cross-listings: evidence from Depositary Receipts, *Journal of Financial Economics* 51 (1999), 103-123.
- Miller, Sam Scott:* Self-Regulation of the Securities Markets: A Critical Examination, *Washington and Lee Law Review* 42 (1985), 853-887.
- Ministerium für Wirtschaft, Mittelstand und Technologie Baden-Württemberg (Hrsg.):* Bericht der Kommission „Zweiter Börsenmarkt“ – Börsenzugang für kleine und mittlere Unternehmen, Stuttgart, 1987.

- Mitchell, Mark L. / Netter, Jeffrey M.:* The Role of Financial Economics in Securities Fraud Cases: Applications at the Securities and Exchange Commission, *Business Lawyer* 49 (1994), 545-583.
- Mitnick, Barry M.:* The political economy of regulation, New York, 1980.
- Modigliani, Franco / Perotti, Enrico:* Security Markets versus Bank Finance: Legal Enforcement and Investors' Protection, *International Review of Finance* 1 (2000), 81-96.
- Mohr, Gerhard / Faber, Joachim:* Zur Ehrengerichtbarkeit von Handwerksinnungen, *Gewerbearchiv* 1989, 157-161.
- Mohr, Peter Michael:* Technische Normen und Freier Warenverkehr in der EWG, Köln u.a., 1990.
- Möller, Andreas:* Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Der Regierungsentwurf, *Wertpapier-Mitteilungen* 2001, 2405-2415.
- Möller, Andreas / Pötzsch, Thorsten.:* Das neue Übernahmerecht – Der Regierungsentwurf vom 11 Juli 2001, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 2001, 1256-1262.
- Möller, Hans Peter:* Die Informationseffizienz des deutschen Aktienmarktes – eine Zusammenfassung und Analyse empirischer Untersuchungen, *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 37 (1985), 500-518.
- Möllers, Thomas M. J.:* Anlegerschutz durch Aktien- und Kapitalmarktrecht, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 1997, 334-367.
- ders.:* Doppelte Rechtsfortbildung contra legem?, *Europarecht* 1998, 20-46,
- Möllers, Thomas M.J. / Leisch, Franz Clemens:* Neuere Gesetze und Rechtsprechung zur bank- und kapitalmarktrechtlichen Informationshaftung, *Juristenzeitung* 2000, 1085-1092.
- dies.:* Schaden und Kausalität im Rahmen der neu geschaffenen §§ 37b und 37c WpHG, *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht* 2002, 1072-1080.
- Morck, Randall / Shleifer, Andrei / Vishny, Robert W.:* Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?, *Journal of Finance* 45 (1990), 31-48.
- Morck, Randall / Shleifer, Andrei / Vishny, Robert W.:* Alternative Mechanisms for Corporate Control, *American Economic Review* 79 (1989), 842-852.
- Moxter, Adolf:* Deutsches Rechnungslegungs Standard Committee: Aufgaben und Bedeutung, *Der Betrieb* 1998, 1425-1428.
- Mueller, Dennis C.:* The Determinants and Effects of Mergers: An International Comparison, Cambridge, 1980.
- ders.:* The Effects of Conglomerate Mergers, *Journal of Banking and Finance* 1 (1977), 315-347.
- Mues, Jochen:* Die Börse als Unternehmen: Modell einer privatrechtlichen Börsenorganisation, Baden-Baden, 1999.
- Mülbart, Peter:* Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarktrecht, München, 1995.
- ders.:* Shareholder Value aus rechtlicher Sicht, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 1997, 129-172.

- ders.: Übernahmerecht zwischen Kapitalmarktrecht und Aktien(konzern)recht – die konzeptionelle Schwachstelle des RegE WpÜG, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2001, 1221-1229.
- ders.: Rechtsprobleme des Delisting, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 2001, 104- 140.
- Mulherin, J. Harold / Netter, Jeffrey M. / Overdahl, James A.:* Prices are property: the organization of financial exchanges from a transaction cost perspective, Journal of Law and Economics 34 (1991), 591-644.
- Müller, Wolfgang:* Ministerialfreie Räume, Juristische Schulung 1987, 497-508.
- Müller, Jürgen / Vogelsang, Ingo.:* Staatliche Regulierung, Baden-Baden, 1979.
- Müller-Graff, Peter-Christian:* Die Erscheinungsformen der Leistungssubventionstatbestände aus wirtschaftsrechtlicher Sicht, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 152 (1988), 403-438.
- Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch:* hrsg. Von Rebman, K. / Säcker, F.J. / Rixecker, R., Band 1 Allgemeiner Teil: §§ 1-240, AGBG, Band 2 Schuldrecht Allgemeiner Teil: §§ 241 - 432, FernAbsG, 4. Aufl., München, 2001.
- Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch:* hrsg. von K. Schmidt, Band 5: Viertes Buch. Handelsgeschäfte Erster Abschnitt. Allgemeine Vorschriften: §§ 343-372, München, 2001.
- Mussler, Werner:* Systemwettbewerb als Integrationsstrategie der Europäischen Union, in: Streit, Manfred E. / Wohlgemuth, Michael (Hrsg.), Systemwettbewerb als Herausforderung an Politik und Theorie, Baden-Baden, 1999, 71-102.
- Mutius, Albert v.:* Studentenwerke als öffentlich-rechtliche Anstalten und öffentliche Unternehmen, in: Mutius, Albert v. (Hrsg.), Autonomie öffentlicher Unternehmen in Anstaltsform, Baden-Baden, 1987, 21-51.
- Neal, Robert / Wheatley, Simon M.:* Do Measures of Investor Sentiment Predict Returns?, Journal of Financial and Quantitative Analysis 33 (1998), 523-547.
- Nelson, P.:* Information and Consumer Behaviour, Journal of Political Economy 78 (1970), 311-329.
- Neufeld:* Bespr. von Göppert: Die rechtliche Natur der Zulassung zum Börsenbesuch (1931), BankArchiv 31 (1931), 164.
- Neumann, Ulfried:* Theorien der Rechtsgeltung, in: Gessner, V. / Hassemer, W. (Hrsg.), Gegenkultur und Recht, Schriften der Vereinigung für Rechtssoziologie Bd. 10, Baden-Baden, 1985, 21-41.
- Neye, Hans-Werner:* Der Neue Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1464-1467.
- Niederleithinger, Ernst:* Normierung und Selbstregulierung aus der Sicht des Wettbewerbsrechts, Zeitschrift für das gesamte Lebensmittelrecht 1997, 329-343.
- Nipperdey, Hans C.:* Gleicher Lohn der Frau für gleiche Leistung, Recht der Arbeit 1950, 121-128.

- Nobel, Peter*: Gesetz oder private Selbstregulierung?, in: Kolloquium schweizerisches Kapitalmarktrecht, Genf, 1987, 441-478.
- Nobel, Peter*: Selbstregulierung, in: Margelisch, Claude-Alain (Hrsg.), Festschrift für Jean-Paul Chapuis, Zürich 1998, 119-134.
- Noia, Carmine Di*: Competition and integration among stock exchanges in Europe: Network effects, implicit mergers and remote access, *European Financial Management* 7 (2001), 39-72.
- Noll, Roger*: The Political Foundations of Regulatory Policy, *Journal of Institutional Economics (ZgS)* 139 (1983), 377-404.
- Nußbaum, Arthur*: Kommentar zum Börsengesetz für das deutsche Reich, München, 1910.
- Nutter, Warren G.*: On Economism, *Journal of Law and Economics* 22 (1979), 263-268.
- Oberender, Peter / Daumann, Frank*: Verbot von Insidergeschäften im Börsenhandel?, Eine ordnungstheoretische Analyse, *Ordo* 42 (1993), 255-265.
- Odean, Terrance*: Are Investors reluctant to realize their losses?, *Journal of Finance* 53 (1998), 1775-1198.
- ders.*: Volume, Volatility, Price and Profit When All Trades Are Above Average, *Journal of Finance* 53 (1998), 1887-1934.
- ders.*: Do Investors Trade Too Much?, *American Economic Review* 89 (1999), 1279-1298.
- Oebbecke, Janbernd*: Demokratische Legitimation nicht-kommunaler Selbstverwaltung, *Verwaltungsarchiv* 1990, 349-369.
- Oechsler, Jürgen*: Der ReE zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz-Regelungsbedarf auf der Zielgeraden!, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 2001, 817-826.
- Oesterle, Dale A.*: Securities Markets Regulation-Time to Move to a Market-Based Approach, *Policy Analysis No. 374*, June 21, 2000. Ogus, Anthony: *Regulation-Legal Form and Economic Theory*, Oxford, 1994.
- Ogus, Anthony J.*: Rethinking Self-Regulation, *Oxford Journal of Legal Studies* 15, 97-108.
- Oldiges, Martin*: Aspekte der Grundrechtsgeltung im Privatrecht, in: Wendt/Höfling/Karpen/Oldiges, Staat, Wirtschaft, Steuern, Festschrift für Karl Heinrich Friauf, Heidelberg, 1996, 281-308.
- Olenhusen, Peter Götz v.*: Börsen und Kartellrecht, Baden-Baden, 1983.
- Onado, Marco*: Competition among Exchanges or Financial Systems?, in: Ferrarini, Guido (Hrsg), *European Securities Markets: The Investment Services Directive and Beyond*, London/The Hague/Boston, 1998, 225-241.
- Opp, Karl-Dieter*: Die Entstehung sozialer Normen. Ein Integrationsversuch soziologischer, sozialpsychologischer und ökonomischer Erklärungen, Tübingen, 1983.
- ders.*: Sociology and Economic Man, *Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft* 141 (1985), 213-243.
- Osborne, Martin J. / Rubinstein, Ariel*: *A Course in Game Theory*, Cambridge, M.A., 1994.

- Ossenbühl, Fritz*: Die verfassungsrechtliche Zulässigkeit der Verweisung als Mittel der Gesetzgebungstechnik, Deutsches Verwaltungsblatt 82 (1967), 401-408.
- ders.*: Die Erfüllung von Verwaltungsaufgaben durch Private, VVDStRL 27 (1971), 137-202.
- ders.*: Richtlinien im Vertragsarztrecht, Neue Zeitschrift für Sozialrecht 1997, S.497-503.
- ders.*: Rechtsquellen und Rechtsbindung der Verwaltung, in: Erichsen, H.-U. (Hrsg.), Allgemeines Verwaltungsrecht, 11. Auflage, Berlin, New-York, 1998, 127-222.
- Osterloh, Lerke*: Privatisierung von Verwaltungsaufgaben, VVDStRL 54 (1995), 204-239.
- Ott, Claus / Schäfer, Hans Bernd*: Ökonomische Auswirkungen der EG-Insider-Regulierung in Deutschland, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1991, 226-241.
- dies.*: Die ökonomische Analyse des Rechts-Irrweg oder Chance wissenschaftlicher Rechtserkenntnis?, Juristenzeitung 1988, 213-223.
- Otte, Gerhard*: Kritik des juristischen Geltungsbegriffs, in: Buschmann, A. / Knemeyer, F.-L. / Otte, G. / Schubert, W. (Hrsg.), Festschrift für Rudolf Gmür zum 70. Geburtstag, Bielefeld, 1983, 359-368.
- Pagano, Marco*: Trading Volume and Asset Liquidity, Quarterly Journal of Economics 104 (1989), 255-274.
- ders.*: The Changing Microstructure of European Equity Markets, in: Ferrarini, Guido (Hrsg), European Securities Markets: The Investment Services Directive and Beyond, London/The Hague/Boston, 1998, 177-204.
- Palepu, Krishna G.*: Predicting Takeover Targets: A Methodological and Empirical Analysis, Journal of Accounting and Economics 8 (1986), 3-35.
- Palmiter, Alan R.*: Towards Disclosure Choice in Securities Offerings, Columbia Business Law Review 1999, 1 -
- Papenfuß, Matthias*: Die personellen Grenzen der Autonomie öffentlich-rechtlicher Körperschaften, Berlin, 1991.
- Partch, Megan M.*: A Creation of A Class of Limited Voting Common Stock and Shareholder's Wealth, Journal of Financial Economics 18 (1987), 313-339.
- Paus, Ulrich*: Börsentermingeschäfte: Begriff und Erscheinungsformen nach neuem Börsenrecht, Baden-Baden, 1995.
- Peine, Franz-Joseph*: Grenzen der Privatisierung-verwaltungsrechtliche Aspekte, Die öffentliche Verwaltung, 353-365.
- Pellens, Bernhard / Fülbier, Rolf U.*: Differenzierung der Rechnungslegungsregulierung nach Börsenzulassung, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2000, 572-593.
- Pellens, Bernhard. / Tomaszewski, Claude*: Kapitalmarktreaktionen auf den Rechnungslegungswechsel zu IAS bzw. US-GAAP, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Sonderheft 1999, 199-228.
- Peltzer, Martin*: Corporate Governance Codices als zusätzliche Pflichtenbestimmung für den Aufsichtsrat, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2002, 10-16.

- Peltzman, Samuel*: Toward a More General Theory of Regulation, *Journal of Law and Economics* 19 (1976), 211-240.
- Peters, Hans*: Die Satzungsgewalt innerstaatlicher Verbände, in: *Anschütz, Gerhard / Thoma, Richard* (Hrsg.), *Handbuch des deutschen Staatsrechts*, Bd. 2, Tübingen, 1932.
- ders.*: Öffentliche und staatliche Aufgaben, in: *Festschrift für Hans Carl Nipperdey*, Band II, München, Berlin, 1965, 877-895.
- Pflug, Hans-Joachim*: Kontrakt und Status im Recht der Allgemeinen Geschäftsbedingungen, München, 1986.
- ders.*: Allgemeine Geschäftsbedingungen und "Transparenzgebot", *Die Aktiengesellschaft* 1992, 1-19.
- Picot, Arnold / Bortenlänger, Christine / Röhrl, Heiner*: Börsen im Wandel, Frankfurt a.M., 1996.
- Picot, Gerhard / Land, Volker*: Going Public – Typische Rechtsfragen des Ganges an die Börse, *Der Betrieb* 1999, 570-575.
- Pieper, Ute / Schiereck, Dirk / Weber, Martin*: Die Kaufempfehlung des "Effecten-Spiegel" *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 45 (1993), 487-509.
- Pieroth, Bodo / Schlink, Bernhard*: Grundrechte, Staatsrecht II, 16. Aufl., Heidelberg, 2000.
- Pietzcker, Jost*: Kein "allgemeinpolitisches Mandat" von Berufskammern – BVerwGE 64, 298, *Juristische Schulung* 1985, 27-31.
- Pigou, Arthur C.*: *The Economics of Welfare*, 4. Auflage, London, 1950 (repr.1962).
- Piper, Thomas R. / Weiss, Steven J.*: The Profitability of Multibank Holding Company Acquisitions, *Journal of Finance* 29 (1974), 163-167.
- Pirrong, Craig*: The Efficient Scope of Private Transaction-Cost-Reducing Institutions: The Success and Failures of Commodity Exchanges, *Journal of Legal Studies* 24 (1995), 229-255.
- ders.*: The Self-Regulation of Commodity Exchanges: The Case of Market Manipulation, *Journal of Law and Economics* 28 (1995), 141-205.
- ders.*: The Organization of financial exchange markets: Theory and evidence, *Journal of Financial Markets* 2 (1999), 329-357.
- ders.*: A Theory of Financial Exchange Organization, *Journal of Law and Economics* 48 (2000), 437-471.
- Plötner, Olfaf*: *Das Vertrauen des Kunden*, Wiesbaden, 1995.
- Plückelmann, Katja*: *Der Neue Markt der Deutsche Börse Die Aktiengesellschaft*, Frankfurt a.M., 2000.
- Pluskat, Sorika*: Das geplante neue Übernahmerecht nach dem Referentenentwurf des BMF. *Deutsches Steuerrecht* 2001, 897-901.
- dies.*: Going Private durch reguläres Delisting, *Wertpapiermitteilungen* 2002, 833-839.
- Porter, Philip K. / Scully, Gerald W.*: Economic Efficiency in Cooperatives, *Journal of Law and Economics* 30 (1987), 489-512.
- Poschadel, Burkhard*: *Rentabilität und Risiko als Kriterien für die Bewertung der Managementleistung deutscher Investmentgesellschaften*, Berlin, 1981.

- Posner, Richard A.*: Economic Analysis of Law, 3. Aufl., Boston, Toronto, 1986.
- ders.*: Theories of Economic Regulation, Bell Journal of Economics 5 (1974), 335-358.
- Potthoff, Volker*: Bücherschau: Hopt/Rudolf/Baum, Börsenreform, Wertpapier-Mitteilungen 1998, 154-156.
- Potthoff, Volker / Stuhlfauth, Jutta*: Der Neue Markt: Ein Handelssegment für innovative und wachstumsorientierte Unternehmen-kapitalmarktrechtliche Überlegungen und Darstellung des Regelwerks, Wertpapier-Mitteilungen Sonderbeilage Nr. 3, 1997, 3-12.
- Pötzsch, Thorsten*: Das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz, Wertpapier-Mitteilungen 1998, 949-966.
- Powell, Ronan G.*: Modeling Takeover Likelihood, Journal of Business Finance and Accounting 24 (1997), 1009-1030.
- Prechal, Sacha*: Directives in European Community Law, Oxford, 1995.
- Procaccia, Uriel*: The Corporate Code as a Standard Form Contract, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 1990, 169-202.
- Pugh, William M. / Jahera, John Jr.*: State antitakeover legislation and shareholder wealth, Journal of Financial Research 13 (1990), 221-231.
- Radner, Roy*: Equilibrium under uncertainty. Chap. 20 in: K. Arrow und M.D. Intriligator (Hrsg.), Handbook of Mathematical Economics, vol. II, Amsterdam, 1982.
- Radtke, Michael*: Delisting, Rückzug aus dem amtlichen oder dem geregelten Markt auf Wunsch des Emittenten aus kapitalmarktrechtlicher Sicht, Frankfurt, 1998.
- Raeschke-Kessler*: Bankenhaftung bei der Anlageberatung über neue Finanzprodukte, Wertpapier-Mitteilungen 1993, 1830-1831.
- Raiser, Ludwig* Die Aufgabe des Privatrechts : Aufsätze zum Privat- und Wirtschaftsrecht aus drei Jahrzehnten, Kronberg, 1977.
- Randow, Philipp von*: Rating und Regulierung, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1995, 140 -156.
- Rasch, Sebastian*: Der Aktienmarkt für kleine und mittelgroße Unternehmen: Probleme und Möglichkeiten bei der Ausgestaltung des Börsenhandels, Baden-Baden, 1996.
- Ravenscraft, David J. / Scherer, F.M.*: Mergers and Managerial Performance, in: Coffee/Lowenstein/Rose-Ackerman (Hrsg.), Knights, Raiders and Targets, New York, 1988, 194-210.
- Reich, Norbert*: Zivilrechtstheorie, Sozialwissenschaften und Verbraucherschutz, ZRP 1974, 187-194.
- ders.*: Markt und Recht, Neuwied, Darmstadt, 1977.
- ders.*: Informations-, Aufklärungs- und Warnpflichten beim Anlagengeschäft unter besonderer Berücksichtigung des "execution-only-business" (EOB), Wertpapier-Mitteilungen 1997, 1601-1609.
- Reichhold, Hermann*: Arbeitsstandards als "Aufenthaltsmodalitäten", Zeitschrift für Europäisches Privatrecht 1998, 434-459.

- Reihlen, Helmut*: Private technische Regelwerke – Tatsächliche Erscheinungsformen und ökonomische Aspekte, in: Michael (Hrsg.) Selbst-Beherrschung im technischen und ökologischen Bereich, Berlin, 1998, 75 -87.
- Renck, Ludwig*: Über die Unterscheidung zwischen privaten und öffentlichem Recht, Juristische Schulung 1986, 268-272.
- Rendleman, Richard. J. / Jones, Charles P. / Latané, Henry A.*: Empirical Anomalies Based on Unexpected Earnings and the Importance of Risk Adjustments, Journal of Financial Economics 10 (1982), 269-287.
- Rengeling, Hans-Werner*: Vorbehalt und Bestimmtheit des Atomgesetzes. Zur Verfassungsmäßigkeit des "Schnellen Brütters" von Kalkar, Neue Juristische Wochenschrift 1978, 2217-2223.
- Reul, Jürgen*: Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen, Tübingen, 1991.
- Reuter, Dieter*: Besprechung zu Kirchhof, F., Private Rechtsetzung, Archiv für civilistische Praxis 188 (1988), 649-653.
- Revesz, Richard L.*: Federalism and Regulation: Extrapolating from the Analysis of Environmental Regulation in the United States, Journal of International Economic Law 3 (2000), 219 -233.
- Richardson, Paul*: Temporary Components of Stock Prices: a Skeptic's View, Journal of Business and Economic Statistics 11 (2) (1993), 199-207.
- Richter, Rudolph / Furobotn, Erik G.*: Neue Institutionenökonomik, 2. Auflage, Tübingen, 1999.
- Rider, Barry Alexander K.*: Self-Regulation: The British Approach to Policing Conduct in the Securities Business, with Particular Reference to the Role of the City Panel on Take-Overs and Mergers in the Regulation of Insider Trading, Journal of Comparative Law and Securities Regulation 1 (1978), 319-348.
- Riehmer, Klaus / Heuser, Friederike* Börsen und Internet, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2001, 385-391.
- Rinken, Alfred*: Demokratie und Hierarchie. Zum Demokratieverständnis des Zweiten Senats des Bundesverfassungsgerichts, Kritische Vierteljahresschrift für Gesetzgebung und Rechtswissenschaft 1996, 282-309.
- Robbers, Gerhard*: Der Grundrechtsverzicht, Juristische Schulung 1985, 925-931.
- Rodewald, Jörg*: Haftung für die "frohe Botschaft" – Rechtsfolgen falscher Ad-hoc-Mitteilungen, Betriebs-Berater 2001, 2437-2442.
- Rodrian, Heinrich*: Insider-Regelungen, Berlin, 1977.
- Roe, Mark*: Chaos and Evolution in Law and Economics, Harvard Law Review 109 (1996), 641-668.
- ders.*: Path Dependence, Political Options and Governance Systems, in: Hopt, Klaus J. / Wymeersch, Eddy (Hrsg.), Comparative Corporate Governance: Essays and Materials, Berlin, 1997, 165-184.
- Roe, Mark / Bebchuk, Lucian A.*: A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership, Stanford Law Review 52 (1999), 127-170.

- Röhl, Heiner*: Börsenwettbewerb, Wiesbaden, 1996.
- Roll, Richard*: Was ist Das? The turn-of-the-effect and the return premia of small firms, *Journal of Portfolio Management* 9 (1983), 18-28.
- Romano, Roberta*: Answering the Wrong Question: The Tenous Case for Mandatory Corporate Laws, *Columbia Law Review* 89 (1989), 1599-1617.
- dies.*: A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation, in: Hopt, Klaus / Wymeersch, Eddy (Hrsg.), *European Takeovers*, London u.a., 1992, 3-48.
- dies.*: The Genius of American Corporate Law, Washington, 1993. Explaining American Exceptionalism in Corporate Law, in: Bratton, William / McCahery, Joseph / Piccioto, Sol / Scott, Colin (Hrsg.), *International Regulatory Competition*, Oxford, 1996, 127-152.
- dies.*: Empowering investors: a market approach to securities regulation, *Yale Law Journal* 107 (1998), 2359-2430.
- dies.*: The Need for Competition in International Securities Regulation, *Yale ICF Working Paper No. 00-49*, 2001.
- Römer, Hans-Jürgen / Müller, Heinz*: Going Public mittelständischer Unternehmen: Börsensegmentspezifische Anforderungen. *Der Betrieb* 2000, 1673-1679.
- Römermann, Volker / Schröder, Henning*: Der Ausschluss so genannter „Penny-Stocks“ vom Neuen Markt, *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht* 2001, 83-87.
- Roos, Michael*: Der neue Vorschlag für eine EG-Übernahme-Richtlinie, *Wertpapier-Mitteilungen* 50 (1996), 2177-2188.
- Roquette, Andreas J. / Stanger, Christoph W.*: Das Engagement ausländischer Gesellschaften im US-amerikanischen Kapitalmarkt, *Wertpapier-Mitteilungen* 48 (1994), 137-147.
- Rosen, Rüdiger von / Gerke, Wolfgang*: *Kodex für anlegergerechte Kapitalmarktkommunikation*, Frankfurt/Nürnberg, 2001.
- Ross, Stephen A.*: Disclosure Regulation in Financial Markets. The Implication of Modern Finance Theory and Signalling Theory, in: Edwards, F. (Hrsg.), *Issues in Financial Regulations*, New York, 1979, 177-216.
- Rosset, Reinhard*: Der Begriff des Börsentermingeschäfts, *Wertpapier-Mitteilungen* 1999, 574-584.
- Roßkopf, Gabriele*: *Selbstregulierung von Übernahmeangeboten in Großbritannien*, Berlin, 2000.
- Roth, Wulf-Henning*: Drittwirkung der Grundfreiheiten?, Due, Ole u.a. (Hrsg.), *Festschrift für Ulrich Everling*, Baden-Baden, 1995, 1231-1247.
- Rouwenhorst, Geert K.*: International Momentum Strategies, *Journal of Finance* 53 (1998), 267-284.
- Rubinfeld, Daniel L.*: Econometrics in the Courtroom, *Columbia Law Review* 85 (1985), S. 1048-1097.
- Rubinstein, Mark*: *Rational Markets: Yes or No? The Affirmative Case*, UC Berkeley Working Paper 2000 (erscheint demnächst im *Financial Analyst Journal*)
- Rudolph, Bernd*: Betriebswirtschaftliche Beurteilung des Insiderhandelsverbots, *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, 1994, S.114-125.

- ders.: Viertes Finanzmarktförderungsgesetz – ist der Name Programm?, Betriebs-Berater 2002, 1036-1041.
- Rudolph, Bernd / Röhl, Heiner:* Grundfragen der Börsenorganisation aus ökonomischer Sicht, in: Hopt, K. / Rudolph, B. / Baum, H. (Hrsg.), Börsenreform, Stuttgart, 1997, 143-285
- Ruffert, Matthias:* Regulierung im System des Verwaltungsrechts, Archiv des öffentlichen Rechts 124 (1999), 237-281.
- Ruffner, Markus:* Gesteuerte Selbstregulierung der Börsen, in: Meier-Schatz, Christian, Das neue Börsengesetz der Schweiz, Bern, 1996, 7-56.
- Ruffner, Markus / Stupp, Eric:* EG-Binnenmarkt für Wertpapierdienstleistungen: Die Schlüsselartikel der ISD/CAD und eine rechtökonomische Analyse der Regulierungsprinzipien des Wertpapierdienstleistungsrechts, in: Banken und Bankrecht im Wandel, Festschrift für Beate Kleiner, Zürich, 19.
- Rüfner, Wolfgang:* Drittwirkung der Grundrechte, in: Selmer, P. / Münch, I. v. (Hrsg.), Gedächtnisschrift für Wolfgang Martens, 215-230.
- Rühland, Philipp:* Der squeezeout nach dem RefE zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz vom 12-3-2001, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2001, 448-455.
- Ruland, William / George, Nashwa E. / Tung, Samuel Shui-Liang:* Factors Associated with the Disclosure of Managers' Forecasts, Accounting Review 65 (1990), 710-721.
- Ryngaert, Michael:* The Effect of Poison Pill Securities on Shareholder Wealth, Journal of Financial Economic 20 (1988), 377-417.
- Ryngaert, Michael / Netter, Jeffrey:* , Shareholder wealth effects of the Ohio antitakeover revisited: its real effects, Journal of Law, Economics & Organization 6 (1990), S.253 –
- Sabrowsky, Klaus-Dieter* Selbstregulierung im Wirtschafts- und Unternehmensrecht : die niederländischen Fusionsverhaltensregeln im europäischen Vergleich, Bonn, 1978.
- Sachs, Michael:* „Volenti non fit iniuria“, Verwaltungsarchiv 1985, 398-426.
- ders.: Grundgesetz, Kommentar, 2. Aufl., München, 1999.
- Sacksofky, Eike:* Kommentar zu: Kerber, Wolfgang, Zum Problem einer Wettbewerbsordnung für den Systemwettbewerb, Journal of International Economic Law (2000), 237-240.
- Sagel-Grande, Irene:* Der Zusammenhang zwischen Normakzeptanz, Normhandhabung und Normbefolgung, Zeitschrift für Rechtspolitik 1990, 26-28.
- Salje, Peter:* Ökonomische Analyse des Rechts aus deutscher Sicht, Rechtstheorie 1984, 277-312.
- Salomon, Lewis D / Corso, Louise:* The Impact of Technology on the Trading of Securities: The Emerging Global Markets and the Implications for Regulation, John Marshall Law Review 24 (1991), 299 -
- Saloner, Garth:* Self-Regulating Commodity Futures Markets, in: Anderson, R. (Hrsg.), The Industrial Organisation of Futures Markets, Lexington, MA, 1984, 261-274.
- Salzwedel, Jürgen:* Staatsaufsicht in der Verwaltung, VVDStRL 22 (1965), 206-263.

- Samm, Carl-Theodor*: Börsenrecht, Stuttgart, 1978.
- Samtleben, Jürgen*: Börsentermingeschäfte, in: Hopt, K. / Rudolph, B. / Baum, H. (Hrsg.), Börsenreform, Stuttgart, 1997, 469-532.
- ders.: Zur Wirksamkeit von Schiedsklauseln bei grenzüberschreitenden Börsentermingeschäften, Zeitschrift für Europäisches Privatrecht 1999, 974-981.
- Samuelson, Paul*: Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly, Industrial Management Review 6 (1965), 41-49.
- Saunders, Edwards M*: Stock Prices and Wall Street Weather, American Economic Review 83 (1993), 1337-1345.
- Schäfer*: Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz, Verkaufsprospektgesetz, Kommentar, hrsg. von Frank A. Schäfer, Stuttgart u.a. 1999.
- Schäfer, Detlef*: Die unmittelbare Wirkung des Verbots der nichttarifären Handelshemmnisse(Art. 30 EWGV) in den Rechtsbeziehungen zwischen Privaten, Frankfurt, 1987.
- Schäfer, Hans-Bernd / Ott, Claus*: Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, Berlin u.a., 2000.
- Schander, Albert A.*: Abwehrstrategien gegen feindlichen Übernahmen und ihre Zulässigkeit im Lichte der Aktienrechtsreform, Betriebs-Berater 1997, 1801-1804.
- ders.: Selbstregulierung versus Kodifizierung – Versuch einer Standortbestimmung des deutschen Übernahmerechts, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 1998, 799-807.
- Schander, Albert A. / Posten, Olaf H.*: Zu den Organpflichten bei Unternehmensübernahmen, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997, 1534-1358.
- Schanz, Kay-Michael*: Börseneinführung: Recht und Praxis des Börsengangs, München, 2000.
- Schapp, Jan*: Privatautonomie und Verfassungsrecht, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1999, 30-42.
- Scharfstein, David / Stein, Jeremy*: Herd Behavior and Investment, American Economic Review 80 (1990), 465 -489.
- Scharpf, Fritz W.*: Politische Steuerung und Politische Steuerung, Politische Vierteljahresschrift 30 (1989), 10-21.
- Schaub, Bernhard*: Anmerkung zu OLG München, Urt. v. 14.2.2001, 7 U 6019/99, Deutsches Steuerrecht 2001, 951-952.
- Schaub, Günter*: Arbeitsrechtshandbuch, 8. Aufl., München, 1996.
- Scheffler, Eberhard*: Der Deutsche Standardisierungsrat – Struktur, Aufgaben und Kompetenzen, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 1999, 407-417.
- Scheffrahn, Raymund*: Gestaltung einer wettbewerbsfähigen Börse Schweiz, Bern, 1992.
- Schenke, Wolf-Rüdiger*: Die verfassungsrechtliche Problematik dynamischer Verweisungen, Neue Juristische Wochenschrift 1980, 743-749.
- Scheuner, Ulrich*: Wirtschaftliche und soziale Selbstverwaltung, Die öffentliche Verwaltung 1952, 609-615.

- Schiereck, Dirk / Weber, Martin:* Zyklische und antizyklische Handelsstrategien am deutschen Aktienmarkt, *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 47 (1995), 3-24.
- Schiessl, Maximilian:* Ist das deutsche Aktienrecht kapitalmarktauglich?, *Die Aktiengesellschaft* 1999, 442-452.
- ders.:* Deutsche Corporate Governance post Enron; *AG* 2002, 593-604.
- Schildbach, Thomas:* Das private Rechnungslegungsgremium gemäß § 342 HGB und die Zukunft der Rechnungslegung in Deutschland, *Der Betrieb* 1999, 645-652.
- Schilling, Theodor:* Die Vertragsstrafe in Verträgen mit der öffentlichen Hand, *Verwaltungsarchiv* 85 (1993), 226-250.
- ders.:* Der "unfreiwillige" Vertrag der öffentlichen Hand, *Verwaltungsarchiv* 87 (1996), 191-214.
- Schilling, Ulrich:* Shareholder Value und Aktiengesetz, *Betriebs-Berater* 1997, 373-381.
- Schimank, Uwe:* Handeln und Strukturen, Weinheim u. München, 2000.
- Schlitt, Michael / Smith, Philip D. / Werlen, Thomas:* Die Going-Public-Grundsätze der Deutschen Börse AG, *AG* 2002, 478-489.
- Schlüter, Uwe* Wertpapierhandelsrecht, München, 2000.
- Schmidt, Eike:* Grundlagen und Grundzüge der Inzidentkontrolle allgemeiner Geschäftsbedingungen nach dem AGBG, *Juristische Schulung* 1987, 929-936.
- Schmidt, Hartmut:* Marktorganisationsbestimmte Kosten und Transaktionskosten als börsenpolitische Kategorien, *Kredit und Kapital* 16 (1983), 184-204.
- ders.:* Wertpapierbörsen, München, 1988.
- ders.:* Die Rolle der Regionalbörsen am deutschen Kapitalmarkt heute und morgen: Teil 1, *Kredit und Kapital* 25 (1992), 110-134.
- Schmidt, Hartmut / Oesterhelweg, Olaf / Treske, Kai:* Der Strukturwandel im Börsenwesen: Wettbewerbstheoretische Überlegungen und Trends im Ausland als Leitbilder für den Finanzplatz Deutschland, *Kredit und Kapital* 30 (1997), 369-411.
- Schmidt, Ingo:* Wettbewerbspolitik und Kartellrecht, 7. Auflage, Stuttgart, 2001.
- Schmidt, Karsten:* Handelsrecht, 4. Aufl., Köln u.a., 1994.
- ders.:* Gesellschaftsrecht, 3. Auflage, Köln u.a., 1997.
- Schmidt, Reinhard H. / Spindler, Gerald:* Shareholder-Value zwischen Ökonomie und Recht, in: Assmann, H.-D. / Brinkman, T. / Gounalakis, G. / Kohl, H. / Walz, R. (Hrsg.), *Wirtschafts- und Medienrecht in der offenen Demokratie*, Freundesgabe für Friedrich Kübler zum 65. Geburtstag, Heidelberg, 1996, 515 – 555.
- dies.:* Path Dependence, Corporate Governance and Complementarity, Working Paper, Universität Frankfurt, 2000.
- Schmidt-Aßmann, Eberhard:* Verwaltungslegitimation als Rechtsbegriff, *Archiv des öffentlichen Rechts* 116 (1991), 329-390.
- ders.:* Zur Reform des Allgemeinen Verwaltungsrechts-Reformbedarf und Reformansätze, in: Hoffmann-Riem / Schmidt-Aßmann / Schuppert (Hrsg.), *Reform des Allgemeinen Verwaltungsrechts*, Baden-Baden, 1993, 11-63.
- Schmidt-Bleibtreu / Klein:* Kommentar zum Grundgesetz, 9. Aufl., Neuwied, 1999.

- Schmidtchen, Dieter*: Ordnung, Working Paper, Economic Series No. 0002, University of Saarland, 2000.
- Schmidt-Preuß, Mathias*: Normierung und Selbstnormierung aus der Sicht des Öffentlichen Rechts, Zeitschrift für das gesamte Lebensmittelrecht 1997, 249-267.
- ders.: Verwaltung und Verwaltungsrecht zwischen gesellschaftlicher Selbstregulierung und staatlicher Steuerung, VVDStRL 56 (1997), 160-234.
- ders.: Private technische Regelwerke – rechtliche und politische Fragen, in: Michael Klöpfer (Hrsg.), Selbst-Beherrschung im technischen und ökologischen Bereich, Berlin, 1998, 89-101.
- ders.: Steuerung durch Organisation, Die öffentliche Verwaltung 2001, 45-55.
- Schmidt-Rimpler, Walter*: Grundfragen einer Erneuerung des Vertragsrechts, Archiv für civilistische Praxis 147 (1941), 130-197.
- ders.: Zum Vertragsproblem, in: Baur, F. (Hrsg.), Funktionswandel der Privatrechtsinstitutionen, Festschrift für Ludwig Raiser, Tübingen, 1974, 3-26.
- Schmitt, Günter*: Qualitätssicherung im Überblick, Bewährungshilfe 1997, 227-232.
- Schnapp, Friedrich*: Geltung und Auswirkungen des Gesetzesvorbehalt im Kassenarztrecht, Medizinrecht 1996, 418-424.
- ders.: Die Selbstverwaltung in der Sozialversicherung in: Selbstverwaltung im Staat der Industriegesellschaft, in: Mutius, Albert v. (Hrsg.), Festgabe zum 70. Geburtstag von Georg Christoph von Unruh, Heidelberg 1983, 881-899.
- Schnapp, Friedrich E. / Kaltenborn, Markus*: Grundrechtsbindung nichtstaatlicher Institutionen, Juristische Schulung 2000, 937-943.
- Schneider, Dieter*: Wider Insiderhandelsverbot und die Informationseffizienz des Kapitalmarkts, Der Betrieb 1993, 1429-1435.
- Schneider, Joachim*: Kapitalmarktrechtlicher Anlegerschutz und internationales Privatrecht, Frankfurt a.m., 1998.
- Schneider, Uwe / Burgard, Ulrich*: Börsenrechtliche Bewertung einer Einbeziehung der Träger-gesellschaft der Frankfurter Wertpapierbörse in einen multinationalen Börsenkonzern und die Verlagerung des Handels in Standardwerten an eine andere Börse, Wertpapier-Mitteilungen 2000, Sonderheft 3, 24-45.
- Schoch, Friedrich*: Privatisierung von Verwaltungsaufgaben, Deutsches Verwaltungsblatt 1994, 962-977.
- Scholz, Rupert*: Verkehrsüberwachung durch Private?, Neue Juristische Wochenschrift 1997, 14-18.
- Schönenberger, Andreas*: Ökonomische Analyse der Notwendigkeit und Effizienz des börsengesetzlichen Haftungsrechts, Baden-Baden, 2000.
- Schörner, Peter*: Gesetzliches Insiderhandelsverbot, Wiesbaden, 1991.
- Schotland, Roy A.*: Unsafe at any Price. A Reply to Manne, Virginia Law Review 53 (1967), 1425-1478.
- Schricker, Gerhard*: Unlauterer Wettbewerb und Verbraucherschutz, GRUR Int. 1970, 32-44.

- Schricker, Helmut*: Wirtschaftliche Tätigkeit der öffentlichen Hand und unlauterer Wettbewerb, München u.a., 1964.
- Schrödermeier, Martin*: Nachforschungspflichten einer Bank als Vermögensverwalterin zur Person ihres Kunden, Wertpapier-Mitteilungen 1995, 2053-2059.
- Schulte, Arnd Axel*: Die Regulierung der deutschen Effektenbörsen, Frankfurt a.M., 1995.
- Schumann, Laurence*: State regulation of takeovers and shareholder wealth: The case of New York's 1985 takeover statutes, RAND Journal of Economics 19 (1988), 557-567.
- Schumpeter, J. A.*: Capitalism, Socialism, and Democracy, 2. Auflage, London, 1947.
- Schuppert, Gunnar F.*: Selbstverwaltung als Beteiligung Privater an der Staatsverwaltung?, in: Mutius, Albert v. (Hrsg.), Selbstverwaltung im Staat der Industriegesellschaft, Festgabe zum 70. Geburtstag von Georg Christoph von Unruh, Heidelberg, 1983, 183-205.
- ders.: Institutional Choice im öffentlichen Sektor, in: Grimm, D. (Hrsg.), Staatsaufgaben, Baden-Baden, 1990, 647-679.
- ders.: Verwaltungswissenschaft als Steuerungswissenschaft, in: Hoffmann-Riem / Schmidt-Assmann / Schuppert (Hrsg.), Reform des Allgemeinen Verwaltungsrechts, Baden-Baden, 1993, 65-114.
- Schuppert, Gunnar F. / Bumke, Christian*: Verfassungsrechtliche Grenzen privater Standardsetzung – Vorüberlegungen zu einer Theorie der Wahl rechtlicher Regelungsformen (Regulatory Choice), in: Kleindiek, Detlev / Oehler, Wolfgang (Hrsg.), Die Zukunft des deutschen Bilanzrechts, Köln, 2000, 71.
- Schütze, Rolf A.*: Privatisierung richterlicher Tätigkeit: Ersetzung staatlicher Gerichte durch private Schiedsgerichte?, Zeitschrift für vergleichende Rechtswissenschaft 99 (2000), 241-250.
- Schwab, Martin*: Rechtsfragen der Politikberatung im Spannungsfeld zwischen Wissenschaftsfreiheit und Unternehmensschutz, Tübingen, 1999.
- Schwabe, Jürgen*: Die sog. Drittwirkung der Grundrechte, München, 1971.
- ders.: "Drittwirkung" und kein Ende, Neue Juristische Wochenschrift 1973, 229-230.
- ders.: Grundrechte und Privatrecht, Archiv für civilistische Praxis 185 (1985), 1-8.
- Schwark, Eberhard*: Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, München, 1979.
- ders.: Börsengesetz, Kommentar, 1. Auflage, München, 1979, 2. Auflage, München, 1994.
- ders.: Lücken im Anlegerschutz, Zeitschrift für Rechtspolitik 1973, 7-12.
- ders.: Das neue Kapitalmarktrecht, Neue Juristische Wochenschrift 1987, 2041-2048.
- ders.: Börsenrecht, in: Canaris u.a.(Hrsg.), 50 Jahre Bundesgerichtshof, Festgabe aus der Wissenschaft, München, 2000, 459 -495.
- Schwark, Eberhard / Geiser, Frank*: Delisting, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 161 (1997), 739-773.
- Schwartz, Rachel*: Legal Regimes, Audit Quality and Investment, Accounting Review 72 (1997), 385-406.
- Schwartz, Robert A.*: Equity Markets: Structure, Trading, and Performance, New York 1988.

- Schwennicke, Andreas*: Die Dokumentation der Erfüllung von Verhaltenspflichten nach § 31 Abs. 2 WpHG durch die Bank, Wertpapier-Mitteilungen 1998, 1101-1109.
- Scott, Kenneth E.*: Insider Trading, Rule 10b-5, Disclosure and Corporate Privacy, Journal of Legal Studies 9 (1989), 801-818.#
- SEC Advisory Committee on the Capital Formation & Regulation Processes*: Final Report, Juli, 1996.
- Segna, Ulrich*: Die Rechtsform deutscher Wertpapierbörsen, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1999, 144-152.
- Seligman, Joel*: The SEC and the future of finance, New York, 1985.
- Semler, Johannes*: Unternehmensüberwachung durch den Kapitalmarkt, in: Picot, Arnold (Hrsg.), Corporate Governance: Unternehmensüberwachung durch den Kapitalmarkt, Stuttgart 1995, 29-87.
- Semler, Johannes*: Unternehmensüberwachung durch den Kapitalmarkt, in: Picot, Arnold (Hrsg.), Corporate Governance: Unternehmensüberwachung durch den Kapitalmarkt, Stuttgart, 1995.
- Seibert, Ulrich*: Im Blickpunkt: Der Deutsche Corporate Governance Kodex ist da, Betriebs-Berater 2002, 581-584.
- Servaes, Henri*: The Value of Diversification during Conglomerate Merger Waves, Journal of Finance 51 (1996), 1201-1225.
- Seyhun, H. Nejat*: Insider's Profits, Cost of Trading and Market Efficiency, Journal of Financial Economics 16 (1986), 189-212.
- Shaked, Avenir / Sutton, John*: The Self-Regulating Profession, Review of Economic Studies 48 (1981), 3-13.
- Shapiro, Carl*: Consumer Information, Product Quality, and Seller Reputation, Bell Journal of Economics 13 (1982), 20-35.
- ders.*: Premiums for High Quality Products as Returns to Reputations, Quarterly Journal of Economics 98 (1983), 659-679.
- ders.*: Investment, Moral Hazard, and Occupational Licensing, Review of Economic Studies 1986, 843-862.
- Sharpe, William*: Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium und Conditions of Risk, Journal of Finance 19 (1964), 425-442.
- Shiller, Robert J.*: Do Stock prices move too much to be justified by subsequent changes in the dividends?, American Economic Review 71 (1981), 421-436.
- Shleifer, Andrei / Vishny, Robert W.*: Large Shareholders and Corporate Control, Journal of Political Economy 94 (1986), 293-309.
- Shleifer, Andrei*: Inefficient markets: an introduction to behavioural finance, Oxford u.a., 1999.
- SIA*: Reinventing Self-Regulation, White Paper for the Securities Industry Associations's Ad Hoc Committee on Regulatory Implications of De-Mutualization, 2000.
- Siebel, Ulf R. / Gebauer, Stefan*: Prognosen im Aktien- und Kapitalmarktrecht, Wertpapier-Mitteilungen 2001, 171-193.

- Siebert, Horst / Koop, Michael J.:* Europa zwischen Wettbewerb und Harmonisierung, Wirtschaftswissenschaftliches Studium 1994, 611-616.
- dies:* Institutional Competition. A Concept for Europe?, Aussenwirtschaft 45 (1990), 439-462.
- Simitis, Konstantin:* Verbraucherschutz, Schlagwort oder Rechtsprinzip?, Baden-Baden, 1976.
- Simon, H.A.:* A Behavioural Model of Rational Choice, Quarterly Journal of Economics 69 (1955), 99-118.
- Singer, Reinhard:* Vertragsfreiheit, Grundrechte und der Schutz der Menschen vor sich selbst, Juristenzeitung 1995, 1133-1141.
- Singh, Ajit:* Takeovers, Economic Natural Selection, and The Theory of The Firm: Evidence form the Postwar United Kingdom Experience, The Economic Journal 85 (1975), 497-515.
- Sinn, Hans-Werner:* Das Selektionsprinzip und der Systemwettbewerb, in: Oberhauser, Alois, Fiskalföderalismus in Europa, Berlin, 1997, 9-60.
- Smith, Adam:* Der Wohlstand der Nationen, übers. und hrsg. von R.C. Recktenwald, 4. Aufl., München, 1988.
- Spence, Andrew M.:* Job market signaling, Quarterly Journal of Economics 87 (1973), 355-374.
- ders.:* Market Signaling, Cambridge, M.A, 1974.
- ders.:* Monopoly, Quality, and Regulation, Bell Journal of Economics 6 (1975), 417-429.
- Spieß, Gerhard:* Inhaltskontrolle von Verträgen – das Ende privatautonomer Vertragsgestaltung?, Deutsches Verwaltungsblatt 1994, 1222-1229.
- Spindler, Gerald:* Deregulierung des Aktienrechts?, Die Aktiengesellschaft 1998, 53-74.
- ders:* Umweltschutz durch private Prüfungen von Unternehmensorganisationen: Die EG-Öko-Audit-VO, Jahrbuch für Politische Ökonomie 15 (1996), 205-230.
- ders.:* Neuregelung des Kapitalmarkt- und Börsenrechts zum Anlegerschutz? – Zur gesellschafts- und wirtschaftsrechtlichen Abteilung des 64. Deutschen Juristentages, Deutsches Steuerrecht 2002, 1577-1588.
- Spremann, Klaus:* Asymmetrische Information, Zeitschrift für Betriebswirtschaft 60 (1990), 561-586.
- Stafflage, Axel:* Die Anlageberatung der Banken, Berlin, 1996.
- Starck, Christian:* Autonomie und Grundrechte: Zur Regelungsbefugnis öffentlich-rechtlicher Autonomieträger im Grundrechtsbereich, Archiv des öffentlichen Rechts 92 (1967), 449-478.
- Starck, Christian / Konrad, Horst:* Öffentlich-rechtliche Klausur: Die fragwürdige Berufsordnung, Juristische Schulung 1970, 31-39.
- Staudinger, J. v.:* Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen, Zweites Buch, Recht der Schuldverhältnisse: §§ 238 - 361b, Neubearb von R. Jagmann, D. Kaiser, V. Rieble, Berlin, 2001.
- Staupe, Jürgen:* Parlamentsvorbehalt und Delegationsbefugnis, Berlin, 1986.

- Steck, Kai-Uwe*: „Going private“ über das UmwG, *Die Aktiengesellschaft* 1998, 460-466.
- Stein, Jeremy*: Takeover Threats and Managerial Myopia, *Journal of Political Economy* 96 (1988), 61-80.
- ders.*: Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior, *Quarterly Journal of Economics* 104 (1989), 655-669.
- Steindorff, Ernst*: Wirtschaftsordnung und -steuerung durch Privatrecht?, in: Baur, F. u.a. (Hrsg.), *Festschrift für Ludwig Raiser*, Tübingen, 1974.
- ders.*: Drittwirkung der Grundfreiheiten im europäischen Gemeinschaftsrecht, in: Badura, Peter / Scholz, Rupert (Hrsg.), *Wege und Verfahren des Verfassungslebens*, *Festschrift für Peter Lerche zum 60. Geburtstag*, München, 1993, 575-590.
- Steiner, Peter O.*: *Mergers-Motives, Effects, Policies*, Ann Arbor, 1975.
- Steinhauer, Carsten*: Der Börsenpreis als Bewertungsgrundlage für den Abfindungsanspruch von Aktionären, *Die Aktiengesellschaft* 1999, 299-308.
- Stelkens/Bonk/Sachs*: *Verwaltungsverfahrensgesetz*, 5. Aufl., München, 1998.
- Stern, Klaus*: *Das Staatsrecht der Bundesrepublik Deutschland*, Band I, Grundbegriffe und Grundlagen des Staatsrechts, 2. Auflage, München, 1984; Band II, Staatsorgane, Staatsfunktionen etc., München, 1980; Band III/1, Allgemeine Lehren der Grundrechte, München, 1988.
- Steyger, Ellis*: European Community Law and the Self-Regulatory Capacity of Society, *Journal of Common Markets Studies* 31 (1993), 171-190.
- Stigler, George J.*: Public Regulation of the Securities Markets, *Journal of Business* 37 (1964), 117-142.
- ders.*: The Theory of Economic Regulation, *Bell Journal of Economics* 2 (1971), 3 -21.
- Stiglitz, Joseph*: Imperfect Information in the Product Market, in: Schmalensee, R. / Willig, R. (Hrsg.), *Handbook of Industrial Organization*, Bd. I, London, 1988, S.771-844.
- Stober, Rolf*: Staatsgerichtsbarkeit und Schiedsgerichtsbarkeit, *Neue Juristische Wochenschrift* 1979, 2001-2008.
- Streinz, Rudolf / Leible, Stefan*: Die unmittelbare Drittwirkung der Grundfreiheiten, *Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 2000, 459-467.
- Streit, Manfred E.* Dimensionen des Wettbewerbs-Systemwandel aus ordnungsökonomischer Sicht, *Zeitschrift für Wirtschaftspolitik* 44 (1995), 113 -134.
- ders.*: Systemwettbewerb im europäischen Integrationsprozeß, in: Immenga, U. / Möschel, W. / Reuter, D. (Hrsg.), *Festschrift für Ernst-Joachim Mestmäcker: zum 70. Geburtstag*, Baden-Baden, 1996, 521-535.
- Streit, Manfred E. / Mussler, Werner*: Wettbewerb der Systeme und das Binnenmarktprogramm der Europäischen Union, in: Gerken, L. (Hrsg.), *Europa zwischen Ordnungswettbewerb und Harmonisierung*, Berlin u.a., 75-107.
- Strong, John / Meyer, John R.*: An Analysis of Shareholder Rights Plans, *Manag. & Dec. Econ.* 11 (1990), 73-87.
- Sudgen, Robert*: Conventions, in: Newman, Peter (Hrsg.), *The New Palgrave. Dictionary of the Economics and the Law*, *Law & Economics*, London, 1998, Bd. 1, 453-460.

- Sullivan, Ryan / Timmerman, Allan / White, Halbert:* Data-Snooping, Technical Trading Rule Performance and the Bootstrap, *Journal of Finance* 54 (1999), 1647-1692.
- Summers, Lawrence H.:* Does the Stock Market Rationally Reflect Fundamental Values?, *Journal of Finance* 41 (1986), 591-601.
- Swaminathan, Bhaskaran:* Time-varying Expected Small Firm Returns and Closed-end Fund Discounts, *Review of Financial Studies* 9 (1996), 845-888.
- Switzer, Jeannette A.:* Evidence on Real Gains in Corporate Acquisitions, *Journal of Economics and Business* 48 (1996), 443-460.
- Sykes, Alan O.:* Regulatory Competition or Regulatory Harmonization? A Silly Question?, *Journal of International Economic Law* 3 (2000), 257-264.
- Tadelis, Steven:* What's in a Name?: Reputation as a Tradeable Asset, *American Economic Review* 89 (1999), 548-563.
- Telser, Lester:* Why There Are Organized Futures Markets, *Journal of Law and Economics* 24 (1981), 1-22.
- Tettinger, Peter J.:* Die Selbstverwaltung im Bereich der Wirtschaft – Verkehrswirtschaft, Energiewirtschaft, Banken und Versicherungen, in: Mutius, Albert v. (Hrsg.), Festgabe zum 70. Geburtstag von Georg Christoph von Unruh, Heidelberg 1983, 809-834.
- ders.:* Wirtschaftliche und freiberufliche Selbstverwaltung – Aktuelle Rechts- und Organisationsfragen, *BRAK-Mitt.* 1993, 98-103.
- Teubner, Gunther:* Regulatorisches Recht: Chronik eines eingekündigten Todes, *Archiv für Rechts- und Sozialphilosophie* 1992, Beiheft 54, 140.
- ders.:* Verrechtlichung-Begriffe, Merkmale, Grenzen, Auswege, in: Zacher / Simitis / Kübler / Hopt / Teubner (Hrsg.), *Verrechtlichung von Wirtschaft, Arbeit und sozialer Solidarität*, Baden-Baden, 1984.
- ders.:* *Recht als autopoietisches System*, Frankfurt a.M., 1989.
- Teubner, Günther / Hutter, Michael:* Homo Oeconomicus und Homo Juridicus – Communicative Fictions?, in: Baums, Theodor/Hopt, Klaus J./Horn, Norbert (Hrsg.), *Corporations, Capital Markets and Business in the Law*, London, 2000, 569-584.
- Teubner, Gunthe / Willke, Helmut:* Kontext und Autonomie: Gesellschaftliche Selbststeuerung durch reflexives Rechts, *Zeitschrift für Rechtssoziologie* 5 (1984), 4-35.
- Thaeter, Ralf:* Zur Abwehr feindlicher Übernahmeveruche im RegE eines Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen (WÜG-RegE), *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 2001, 789-791.
- Thoma, Georg F.:* Der neue Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 1996, 1725-1734.
- ders.:* Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz im Überblick, *NZG* 2002, 105-112.
- Tinic, Seha M. / West, Richard R.:* Risk and Return: January vs. the Rest of the Year, *Journal of Financial Economics* 13 (1984), 561-
- Tirole, Jean:* *The Theory of Industrial Organisation*, Cambridge, Mass., 1988.

- Tison, Michel:* Financial self-regulation and EC directives, *Lloyds's maritime and commercial law quarterly* 1993, 60-78.
- Titz, Anselm:* Beratungspflicht für Discount-Broker?, *Wertpapier-Mitteilungen* 1998, 2179-2184.
- Tobin, James* On the Efficiency of the Financial System, *Lloyds Bank Review* 153 (1984), 1-15.
- Trachtman, Joel:* Regulatory Competition and Regulatory Jurisdiction in International Securities Regulation, in: Esty, Daniel (Hrsg.), *Regulatory Competition and economic integration*, Oxford, 2001, 289-310.
- Trueman, Brett:* Why Do Managers Voluntarily Release Earnings Forecasts?, *Journal of Accounting and Economics* 8 (1986), 53-72.
- Trute, Hans-Heinrich:* Die Verwaltung und das Verwaltungsrecht zwischen gesellschaftlicher Selbstregulierung und staatlicher Steuerung, *Deutsches Verwaltungsblatt* 1996, 950-964.
- Ulmer / Brander / Hensen:* AGB-Gesetz, Kommentar, 9. Aufl., Köln, 1999.
- Ulmer, Peter:* Der Deutsche Corporate Governance Kodex – ein neues Regulierungsinstrument für börsennotierte Aktiengesellschaften, *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht* 166 (2002), 150-181.
- Ullman-Margalit, Edna:* *The Emergence of Norms*, Oxford, 1977.
- Ulrich, Peter:* Was ist "gute" Unternehmensführung? Zur normativen Dimension der Shareholder-Stakeholder-Debatte, in: Kumar, B. N. / Osterloh, M. / Schreyögg, G. (Hrsg.), *Unternehmensethik und die Transformation des Wettbewerbs*, Festschrift für Horst Steinmann zum 65. Geburtstag, Stuttgart, 1999, 27-52.
- Uppenbrink, Martin:* Die deutschen Wertpapierbörsen als Körperschaften des öffentlichen Rechts, Diss., Heidelberg, 1963.
- Verrecchia, Robert A.:* Disclosure and the cost of capital: A discussion, *Journal of Accounting & Economics* 26 (1999), 271-283.
- Vieweg, Klaus:* Normsetzung und -anwendung deutscher und internationaler Verbände, Berlin, 1989.
- v.Münch / Kunig:* Grundgesetz-Kommentar, Band 2: Art. 20 bis 69, 5. Aufl, 2001
- v. Mangoldt / Klein:* Bonner Grundgesetz, Kommentar, Band 3, 2. Aufl., München, 1974.
- v.Mangoldt / Klein / Starck:* Bonner Grundgesetz, Kommentar, Band 1, Präambel, Art. 1 - 19, 4. Aufl., München, 1999.
- Voit, Wolfgang:* Privatisierung der Gerichtsbarkeit, *Juristenzeitung* 1997, 120-125.
- Vollmer, Lothar / Grupp, Alexander:* Der Schutz der Aktionäre beim Börseneintritt und Börsenaustritt, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 1995, 459-480.
- de Vries, Kolja:* *Delisting*, Köln, 2002.

- Walgenbach, Bernd:* Die Institution Aktienbörse als Regulierungsobjekt, Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, 35 (1990), 257-270.
- Wagenhofer, Alfred* Informationspolitik im Jahresabschluß, Heidelberg, 1990.
- Walter, Hannfried:* Unlauterer Wettbewerb unter Bundesländern?, Die öffentliche Verwaltung 1967, 622-628.
- Walz, Rainer W.:* Ökonomische Regulierungstheorien vor den Toren des Bilanzrechts, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 45 (1993), Sonderheft 32, 85-106.
- Wastl, Ulrich:* Die juristische Organisationsstruktur deutscher Börsen- bzw. Finanzplätze und deren Optimierung, Wertpapier-Mitteilungen 1999, 620-630.
- Wastl, Ulrich / Schlitt, Christian:* Abkehr vom klassischen Börsenbegriff – Chance für einen Neuanfang de lege lata?, Wertpapiermitteilungen 2001, 1702-1710.
- Watts, Ross L. :* Systematic Abnormal Returns after Quarterly Earnings Announcements, Journal of Financial Economics 6 (1978), 127-150.
- Watts, Ross L. / Zimmerman, Jerold L.:* Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective, The Accounting Review 65 (1990), 131-156.
- Weber, Rolf H.:* Wirtschaftsregulierung in wettbewerbspolitischen Ausnahmereichen, Baden-Baden, 1986.
- ders.:* Wirtschaftsregulierung in wettbewerbspolitischen Ausnahmereichen, Baden-Baden, 1986.
- Weede, Erich:* Mensch und Gesellschaft. Soziologie aus der Perspektive des methodologischen Individualismus, Tübingen, 1992.
- Weimann, Martin:* Prospekthaftung, Bonn, 1998.
- Weinrib, Ernest J.:* The Ideas of Private Law, Cambridge MA u. London, 1995.
- Weisgerber, Thomas:* Der Übernahmekodex in der Praxis, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 161 (1997), 421-434.
- Weißhaupt, Frank:* Der "eigentliche" Holzmüller-Beschluß, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 1999, 804-811.
- Werner, Stefan:* Die ökonomische Analyse des Rechts im Strafrecht: eine modernistische Variante generalpräventiver Tendenzen?, Kritische Vierteljahresschrift für Gesetzgebung und Rechtsprechung 1992, 433-451.
- Westermann, Harm P.:* Vorwort zu Sabrowsky, Selbstregulierung im Wirtschafts- und Unternehmensrecht : die niederländischen Fusionsverhaltensregeln im europäischen Vergleich, Bonn, 1978.
- Weston, Fred / Mansinghka, Surenda K.:* Reply, Journal of Finance 28 (1973), 759.
- Weston, Fred J. / Smith, Keith V. / Shrieves, Ronald E.:* Conglomerate Performance Using the Capital Asset Pricing Model, Review Econ. Stat. 54 (1972), 357-363.
- White, Lawrence J.:* International Regulation of Securities: Competition or Harmonization?, in: Lo, A. C. (Hrsg.), The Industrial Organization of Securities Markets, Chicago, 1996, 207-242.
- Wiede, Peter:* Die Börse als verwaltungsrechtliches Problem und Rechtsinstitut, Diss., Köln, 1963.

- Wiedemann*: Tarifvertragsgesetz, Kommentar, hrsg. von Herbert Wiedemann, 6. Aufl., München, 1999.
- Wiedemann, Herbert*: Der Kapitalanlegerschutz im deutschen Gesellschaftsrecht, Betriebs-Berater 1975, 1591-1598.
- ders.*: Gesellschaftsrecht, Band 1:Grundlagen, München, 1980.
- Wieneke, Laurenz*: Discount-Broking und Anlegerschutz, Baden-Baden, 1999.
- Wiethölter, Rudolf*: Entwicklung des Rechtsbegriffs, in: Gessner, V. / Winter, G., Rechtsformen der Verflechtung von Staat und Wirtschaft, Opladen, 1982, 38 -
- ders.*: Materialization and proceduralization in modern law. In: Dilemmas of law in the welfare state. Berlin: European University Institute, 1985, 221-
- Will, Michael R.*: Anlegerschutz durch Insiderhandels-Richtlinien?, Neue Juristische Wochen-schrift 1973, 645-648.
- Williamson, Oliver E.*: The Vertical Integration of Production: Market Failure Considerations, American Economic Review, Papers & Proceedings, 61 (1971), 112-123.
- ders.*: Markets and Hierarchies. Analysis and Antitrust Implications, New York, 1975.
- ders.*: Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations, in: Journal of Law and Economics 22 (1979), 233-261.
- ders.*: The Economic Institutions of Capitalism. New York, 1985.
- Willke, Helmut*: Die Steuerungsfunktion des Staates aus systemtheoretischer Sicht, in: Grimm, D. (Hrsg.), Staatsaufgaben, Baden-Baden, 1990, 685-712.
- ders.*: Entzauberung des Staates. Grundlinien einer systemtheoretischen Argumentation, Jahrbuch zur Staats- und Verwaltungswissenschaft 1987, 285-308.
- Wilmowsky, Peter v.*: EG-Freiheiten und Vertragsrecht, Juristenzeitung 1996, 590-596.
- Wilsing, Hans-Ulrich / Kruse, Tobias*: Die Änderung des § 54a BörsO/Ffm: Ein Schritt in die richtige Richtung?; Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2002, 807-812.
- Wimmer, Raimund*: Rechtsstaatliche Defizite im vertragsärztlichen Berufsrecht, Neue Juristische Wochenschrift 1995, 1576-1584.
- Wimmer, Raimund*: Grenzen der Regelungsbefugnis in der vertragsärztlichen Selbstverwaltung, Neue Zeitschrift für Sozialrecht 1999, 113-120.
- Windbichler, Christine*: Neue Vertriebsformen und ihr Einfluß auf das Kaufrecht, Archiv für civilistische Praxis 198 (1998), 261-286.
- Winkler, Tobias*: Die gegenseitige Anerkennung – Achillesferse des Regulierungswettbewerbs, Streit/Wohlgemuth (Hrsg.), Systemwettbewerb als Herausforderung an Theorie und Politik, Baden-Baden, 1999, 103-121.
- Winter, Ralph K*: State Law, Shareholder Protection, and the Theory of Corporation, Journal of Legal Studies 6 (1977), 251-292.
- ders.*: The "Race for the Top" Revisited: A Comment on Eisenberg, Columbia Law Review 89 (1989), 1526-1547.
- Wirth, Gerhard / Arnold, Michael*: Anlegerschutz beim Delisting von Aktiengesellschaften, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2000, 111-117.

- Wittmann, Arno*: Zivilrechtliche Prospekthaftung beim Vertrieb von steuerbegünstigten Kapitalanlagen, *Der Betrieb* 1980, 1579-1586.
- Witte, Jürgen / Rafiwpoor, Parwáz*: Die „Beerdigung“ des Neuen Marktes – rechtliche Aspekte, *Betriebs-Berater* 2002, 2615-2619.
- Wohlgemuth, Michael* : Systemwettbewerb als Entdeckungsverfahren, in: Streit/Wohlgemuth (Hrsg.), *Systemwettbewerb als Herausforderung an Theorie und Politik*, Baden-Baden, 1999, 49-70.
- Wolf, Manfred*: Normsetzung durch private Institutionen?, *Juristenzeitung* 1973, 229-232.
- ders.: Der Ausschluss vom Neuen Markt und die Aufnahme von Ausschlussgründen in das Regelwerk Neuer Markt, *Wertpapier-Mitteilungen* 2001, 1785-1792.
- Wolf / Horn / Lindacher*: *AGB-Gesetz, Kommentar*, 4. Aufl., München, 1999.
- Wolff, Hans / Bachof, Otto*: *Verwaltungsrecht II*, 4. Aufl., München, 1976.
- Wolff, Hans / Bachof, Otto / Stober, Rolf*: *Verwaltungsrecht Band 2*, 6. Aufl., München, 2000.
- Woolcock, Stephen*: Competition among rules in the single European market, in: Bratton, W. / McCahery, J. / Piccioto, S. / Scott, C. (Hrsg.), *International Regulatory Competition*, Oxford, 1996, 289-321.
- Wu, H.K.*: An Economist Looks at Section 16 of the Securities Exchange Act of 1934, *Columbia Law Review* 68 (1968), 260-269.
- Wurgler, Jeffrey / Zhuravskaya, Ekaterina* : Does arbitrage flatten demand curves?, mimeo, Harvard University, 1999.
- Wymeersch, Eddy*: The Insider Trading Prohibition in the EC Member States: A Comparative Overview, in: Hopt, K. / Wymeersch, E. (Hrsg.), *European Insider Dealing*, London u.a., 1991, 65-128.
- ders.: L'autorégulation dans le domaine financier, in : L'autorégulation-Colloque organisé à Bruxelles le 16 Décembre 1992 par l'A.D.Br. et le Centre du Droit Privé de l'Université Libre de Bruxelles , Brüssel, 1995.
- Yuan, Kathy / Zheng, Lu / Zhu, Qiaoqiao*: Are Investors Moonstruck? Lunar Phases and Stock Returns?, Michigan University, Business School, Working Paper, Sept. 2001.
- Zetzche, Dirk*: Reguläres Delisting und deutsches Gesellschaftsrecht, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 2000, 1065-1070.
- Zimmer, Daniel*: *Internationales Gesellschaftsrecht – Das Kollisionsrecht der Gesellschaften und sein Verhältnis zum internationalen Kapitalmarktrecht und zum internationalen Unternehmensrecht*, Heidelberg, 1996.
- Zinser, Alexander*: Der RefE eines "Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen" vom 12-3-2001, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 2001, 391-397.
- ders.: Der Entwurf eines Übernahmegesetzes, *Zeitschrift für Rechtspolitik* 2001, 363-368.
- Zöllner, Wolfgang*: Die politische Rolle des Privatrechts, *Juristische Schulung* 1988, 329-336.
- ders.: Regelungsspielräume im Schuldvertragsrecht, *Archiv für civilistische Praxis* 196 (1996), 1-36.

Zweig, Martin E.: An investor expectations stock price predictive model using closed-end fund premium, *Journal of Finance* 28 (1973), 67-87.

Zwirner, Christian / Ranker, Daniel / Wohlgemuth, Frank: Rechnungslegung am Neuen Markt, *Steuer- und Bilanzpraxis* 2001, 473-483.