

Professor Dr. Ulrich Burgard
Otto-von-Guericke-Universität
Lehrstuhl für Bürgerliches Recht,
Handels- und Wirtschaftsrecht,
Law and Economics
www.ovgu.de/hwr

Universitätsplatz 2
39106 Magdeburg
Tel.: 0391/6718452
Fax: 0391/6711198
burgard@ovgu.de

**Die börsenrechtliche Zulässigkeit des Zusammenschlusses
der Deutsche Börse AG mit der NYSE Euronext
im Blick auf die Frankfurter Wertpapierbörse**

Wissenschaftliches Gutachten

26.08.2011

Gliederung

A. Sachverhalt	4
I. Allgemeines	4
II. Berücksichtigung zukünftiger Entwicklungen	4
III. Berücksichtigung weiterer Tatsachen und erfahrungen	5
IV. Vorlage- und Darlegungspflicht, Beweislast	5
B. Wesentliche Ergebnisse des Gutachtens	8
C. Erforderliche Entscheidung der Behörde	14
I. Keine Erlaubnis- oder Genehmigungspflicht	14
II. Anteilseignerkontrolle nach § 6 BörsG	16
III. Voraussetzungen der Untersagungsverfügung nach § 6 Abs. 2 S. 1 BörsG	16
D. Auslegung und Konkretisierung von § 6 Abs. 2 S. 1 BörsG	18
I. Grundlagen der Auslegung	18
1. Entstehungsgeschichte	18
a) Einführung von § 3 BörsG a.F.	18
b) Begründungen zu § 2b KWG	19
c) Begründungen zu § 104 VAG	21
d) Zusammenschau der Gesetzesbegründungen	23
2. Europarechtliche Grundlage von § 6 BörsG	24
3. Systematischer Zusammenhang	25
4. Sinn und Zweck der börsenrechtlichen Anteilseignerkontrolle	26
a) Einordnung der bisherigen Überlegungen	26
b) Rechtliche Verfassung der Börsen	27
aa) Sinn und Zweck	27
bb) Allgemeine Folgerungen	28
cc) Folgerungen im Blick auf die Betriebspflicht	29
dd) Keine Fachaufsicht	30
ee) Folgerungen für die Anteilseignerkontrolle	30
ff) Berücksichtigung der Zwecke des Börsengesetzes	31
gg) Zusammenfassung	33
c) Zwischenergebnis	34
5. Verfassungsrechtliche Zulässigkeit	34
II. Auslegung und Konkretisierung der einzelnen Tatbestandsvoraussetzungen	35
1. Unzuverlässigkeit (§ 6 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 Fall 1 BörsG)	35
a) Inhalt, Bedeutung und Begründung	35
b) Einbezogener Personenkreis	39
2. Aus anderen Gründen nicht den im Interesse einer soliden und umsichtigen Führung des Trägers der Börse zu stellenden Ansprüchen genügt (§ 6 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 Fall 2 BörsG)	40
3. Mittelherkunft aus einer objektiv rechtswidrigen Tat (§ 6 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 Fall 3 BörsG)	42
4. Beeinträchtigung der Durchführung und angemessene Fortentwicklung des Börsenbetriebs (§ 6 Abs. 2 S. 1 Nr. 2 BörsG)	42
5. Zwischenergebnis	42
III. Betriebspflichten nach § 5 BörsG	43
1. Inhalt der Betriebspflicht nach § 5 Abs. 1 BörsG	43
a) Zur Durchführung erforderliche Mittel	44
b) Zur angemessenen Fortentwicklung erforderliche Mittel	46

2. Auslagerung wesentlicher Funktionen nach § 5 Abs. 3 BörsG	48
3. Organisatorische Pflichten insbesondere zur Verhinderung von Interessenkonflikten nach § 5 Abs. 4 Nr. 1 BörsG	51
a) Geschützte öffentliche Interessen	51
b) Entgegenstehende private Interessen	51
c) Verhinderungspflicht bei bloßer Eignung	54
d) Vorkehrungen	55
4. Mittelausstattung nach § 5 Abs. 5 BörsG	56
IV. Zusammenfassung	57
E. Vorliegen der Voraussetzungen des § 6 Abs. 2 S. 1 BörsG	60
I. Die Einbindung der DB AG in einen internationalen Börsenkonzern unter Leitung der Holdco mit oder ohne Abschluss eines Beherrschungsvertrages oder eines kombinierten Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages	60
1. Meinungsstand	61
a) Zulässigkeit	62
aa) Einbindung in einen faktischen Konzern	62
bb) Einbindung in einen Vertragskonzern	62
b) Unzulässigkeit	63
c) Vermittelnde Ansicht	65
2. Stellungnahme	67
a) Zum Meinungsstand	67
b) Zum vorliegenden Zusammenschlussvorhaben	70
aa) Abschluss eines Beherrschungsvertrages	70
bb) Abschluss eines kombinierten Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages	72
cc) Faktischer Konzern	73
c) Ergebnis	76
II. Die wahrscheinlich beabsichtigte Aufgabe des Handelssystems Xetra zugunsten der Universal-Handelsplattform (UTP) der NYSE Euronext unter Auslagerung auf ein von der Holdco unmittelbar oder mittelbar abhängiges Unternehmen	78
III. Die möglicherweise geplante Schaffung einer einheitlichen, grenzüberschreitenden Wertpapier- und/oder Derivatebörse, bei der die Eigenständigkeit der nationalen Börsen lediglich als „Marke“ erhalten bleibt	80
IV. Beeinträchtigung einer wirksamen Aufsicht infolge des Zusammenschlusses, der geplanten Vereinheitlichung der Handelssysteme oder der Schaffung einer einheitlichen, grenzüberschreitenden Wertpapier- oder Derivatebörse	81
F. Rechtsfolgen des § 6 Abs. 2 BörsG	83
I. Gesetzliche Ausgangslage	83
II. Denkbare Auflagen	84
1. Kein Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages	84
2. Erhalt und wettbewerbsfähige Fortentwicklung von Xetra	84
3. Wettbewerbsverbot	84
4. Gesamtbewertung und Prozessrisiko	84
III. Öffentlich-rechtlicher Vertrag	85
IV. Untersagungsverfügung	85

A. Sachverhalt

I. Allgemeines

Der zu begutachtende Sachverhalt ergibt sich aus der Angebotsunterlage über das freiwillige öffentliche Übernahmeangebot (Tauschangebot) der Alpha Beta Netherlands Holding N.V. (im Folgenden „Holdco“) an die Aktionäre der Deutsche Börse AG (im Folgenden „DB AG“) zum Erwerb sämtlicher auf den Namen lautenden Stückaktien der DB AG vom 04. Mai 2011 samt seiner Anhänge und Anlagen sowie aus der Änderung dieses Angebots vom 27. Juni 2011. Hierauf wird Bezug genommen. Dieses Angebot in seiner geänderten Fassung haben nach Ablauf der Frist gemäß § 16 Abs. 2 WpÜG über 95 % der Aktionäre (vorläufige Annahmquote)¹ der DB AG angenommen. Zuvor hatten bereits die Aktionäre der NYSE Euronext, einer Aktiengesellschaft nach dem Recht des Staates Delaware (im Folgenden „NYSE Euronext“), dem Zusammenschlussvorhaben mit der erforderlichen Mehrheit zugestimmt. Damit sind zwei wichtige Vollzugsbedingungen des Übernahmeangebots eingetreten. Bezug genommen wird ferner auf die Ad hoc-Mitteilungen der DB AG vom 07. Juni 2011 und vom 16. Juni 2011. Danach soll die Holdco kurz nach Vollzug des Zusammenschlusses zwischen der DB AG und der NYSE Euronext an ihre Aktionäre eine Sonderdividende von 2,00 Euro je Holdco-Aktie zahlen. Ferner wurde mitgeteilt, dass die DB AG alleiniger Anteilseigner der Eurex Zürich AG und damit auch alleiniger Anteilseigner der Eurex Group wird.

Dem Verfasser nicht zugänglich sind die Angaben, Unterlagen und Auskünfte, die die Börsenaufsichtsbehörde aufgrund von § 6 Abs. 1 BörsG erhalten hat. Sie sind daher nicht Grundlage dieses Gutachtens.

II. Berücksichtigung zukünftiger Entwicklungen

Die Entscheidung der Börsenaufsichtsbehörde nach § 6 Abs. 2 S. 1 BörsG setzt eine Prognose hinsichtlich des zukünftigen Verhaltens der Holdco und ihrer gesetzlichen Vertreter voraus. Diese Prognose muss auf Tatsachen gestützt sein. Tatsachen sind Umstände, die einem Beweis zugänglich sind.² Dies können sowohl äußere Tatsachen wie gegenwärtige Zustände und vergangene Ereignisse als auch innere Tatsachen wie Absichten und Vorhaben sein.³ Tatsachen in diesem Sinne sind daher auch die in der Angebotsunterlage enthaltenen zukunftsbezogenen Einschätzungen, Erwartungen, Prognosen, Absichten und Vorhaben, ungeachtet dessen, dass deren Richtigkeit, Eintritt bzw. Verwirklichung naturgemäß noch nicht feststeht. Die Absicht

¹ Ad-hoc-Mitteilung der Deutsche Börse AG vom 03.08.2011.

² Statt aller *Stober* in *Wolff/Bachof/Stober*, Verwaltungsrecht Band 1, 12. Aufl. 2007, § 36 Rdn. 4.

³ *Stober* (Fn. 2), § 36 Rdn. 5 f.

zum Beispiel, einen Beherrschungsvertrag schließen zu wollen (S. 52 ff., A-124 ff. der Angebotsunterlage), ist daher eine Tatsache, die die Behörde ihrer Entscheidung zugrunde zu legen hat, ungeachtet dessen, dass diese Absicht später vielleicht nicht verwirklicht wird.

III. Berücksichtigung weiterer Tatsachen und Erfahrungen

Darüber hinaus ist daran zu erinnern, dass im Verwaltungsrecht der Untersuchungs- (§ 24 HVwVfG, § 6 Abs. 1 S. 3 BörsG) bzw. Amtsermittlungsgrundsatz (§ 86 VwGO) gilt. Die Behörde ist daher berechtigt und verpflichtet ihrer Entscheidung auch solche Tatsachen zugrunde zu legen, die sich nicht aus den unter B.I. genannten Unterlagen ergeben. Zu diesen Tatsachen gehören allgemeine Erfahrungstatsachen wie zum Beispiel über den Interessengegensatz miteinander konkurrierender Unternehmen. Zu diesen Tatsachen gehören aber auch Erkenntnisse über das Verhalten der an dem Zusammenschluss beteiligten Personen und über Entwicklungen der an dem Zusammenschluss beteiligten Gesellschaften in der Vergangenheit, die Schlüsse auf zukünftige Handlungen und Entwicklungen zulassen und daher für die erforderliche Prognoseentscheidung von Bedeutung sind. Dazu zählen z. B. Entwicklungen der Euronext-Börsen vor und nach ihrem Zusammenschluss und vor und nach dem Zusammenschluss mit der NYSE (z. B. Entwicklung der Handelsumsätze, der Mittelausstattung, der Investitionen, ihrer Stellung im Wettbewerb, der Entscheidungsabläufe usw.). Dem Gutachter sind insofern allerdings keine detaillierten Angaben zugänglich. Diesbezüglich kann und muss die Börsenaufsichtsbehörde ggf. nähere Ermittlungen anstellen, insbesondere auch durch das Verlangen der Vorlage weiterer Unterlagen nach § 6 Abs. 1 S. 3 BörsG.

IV. Vorlage- und Darlegungspflicht, Beweislast

Zu der Frage der Beweislast bei der Anteilseignerkontrolle nach § 2c KWG hat der Hessische Verwaltungsgerichtshof in seinem Urteil vom 6.10.2010 ausgeführt:⁴

„Der Anzeigepflichtige selbst hat im Rahmen seiner Anzeige neben Tatsachen und Unterlagen bezüglich der Höhe der Beteiligung und der Begründung des maßgeblichen Einflusses auch solche Tatsachen und Unterlagen vorzutragen und vorzulegen, die für die Beurteilung seiner Zuverlässigkeit und für die Prüfung der weiteren Untersagungsgründe nach § 2c Abs. 1a KWG wesentlich sind (§ 2b Abs. 1 Satz 2 KWG 2006, § 2c Abs. 1 Satz 2 KWG). Der Bundesanstalt muss es auf Grund der ihr vorgelegten tatsächlichen Umstände und der ihr vorgelegten Unterlagen möglich sein,

⁴ WM 2011, 33, 35 f. = ZIP 2010, 2234, 2236.

die Zuverlässigkeit der verantwortlichen Person entsprechend der oben genannten Kriterien und ihre Befähigung zur soliden und umsichtigen Führung des Instituts zu beurteilen. Dies bedeutet zwar nicht, dass der Betreffende einen lückenlosen Nachweis darüber führen muss, dass in seiner Person keine Gründe vorliegen, die eine Qualifizierung als unzuverlässig rechtfertigen würden (vgl. Gesetzentwurf, BT-Drucks. 12/3377, S. 27). Er hat indessen die ihm bekannten und aus seiner eigenen Sphäre stammenden Informationen und Unterlagen zu offenbaren, soweit sie offensichtlich für die Beurteilung der Zuverlässigkeit und der Fähigkeit zur soliden und umsichtigen Führung des Instituts bedeutsam sind. Soweit nunmehr in § 9 der als Rechtsverordnung gemäß §§ 2c Abs. 1 Satz 2, 24 Abs. 4 KWG erlassenen Verordnung über die Anzeigen nach § 2c des Kreditwesengesetzes und § 104 des Versicherungsaufsichtsgesetzes vom 20. März 2009 (BGBl. I S. 562) - Inhaberkontrollverordnung - u. a. konkret bestimmt wird, dass Straf-, Ordnungswidrigkeits-, Insolvenz- und aufsichtsbehördliche Verfahren anzuzeigen sind, und in § 14 der Inhaberkontrollverordnung geregelt wird, dass den Absichtsanzeigen eine aussagekräftige, lückenlose Darstellung und geeignete, lückenlose Nachweise über das Vorhandensein und die wirtschaftliche Herkunft der Eigen- und Fremdmittel, die für den Erwerb eingesetzt werden sollen, sowie sämtliche im Zusammenhang mit dem beabsichtigten Erwerb getroffenen Vereinbarungen und Verträge beizufügen sind, handelt es sich lediglich um eine klarstellende Präzisierung der sich früher aus § 2b Abs. 1 Satz 2 KWG 2006 und nunmehr aus § 2c Abs. 1 Satz 2 KWG ergebenden gesetzlichen Anforderungen.

Ergeben sich aus dem Inhalt der Anzeige Anhaltspunkte für eine Unzuverlässigkeit im oben genannten Sinne, bestehen bezüglich dieser Tatsachen und Unterlagen mit Rücksicht auf die Darlegungslast des Anzeigepflichtigen für die Behörde keine (eigenen) weiteren Darlegungs- und Nachweispflichten mit der Folge, dass die Bundesanstalt aus diesen Gesichtspunkten ohne weiteres auf die Unzuverlässigkeit des Betroffenen schließen kann (vgl. Hammen, WuB, August 2008, I L 1. § 2c KWG 1.08). Im weiteren ist es dann Sache des Erwerbsinteressenten, die Stichhaltigkeit dieser Tatsachen in Bezug auf den Vorwurf der Unzuverlässigkeit zu erschüttern und/oder seinerseits Umstände vorzutragen, die den Schluss auf seine Zuverlässigkeit rechtfertigen (vgl. Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses zum Entwurf des Dritten Finanzmarktförderungsgesetzes, BT-Drucks. 13/9874, S. 138, 139; Erm in Beck/Samm/Kokemoor, KWG, Stand April 2010, Rdnr. 68 zu § 2c KWG; Schäfer in Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, 3. Auflage 2008, Rdnr. 9, 10 zu § 2c KWG). Für außerhalb der Anzeigepflicht nach § 2b Abs. 1 Satz 1 KWG 2006 bzw. § 2c Abs. 1 Satz 1 KWG liegende Umstände, die Bedenken an der Zuverlässigkeit der verantwortlichen Personen wecken können, ist dagegen die Bundesanstalt darlegungs- und nachweispflichtig. Diese Pflicht beschränkt sich allerdings auf die Benennung und

ggf. auf den Beleg der entsprechenden Tatsachen. Den aus diesen Tatsachen abgeleiteten Vorwurf der Unzuverlässigkeit zu erschüttern und zu widerlegen, ist dann wiederum Sache desjenigen, dessen Zuverlässigkeit durch diese Umstände in Frage steht.“

Diesen Ausführungen ist nur hinzuzufügen, dass sie für die börsenrechtliche Anteilseignerkontrolle in gleicher Weise gelten.

B. Wesentliche Ergebnisse des Gutachtens

I. Die hessische Börsenaufsichtsbehörde hat das Vorhaben des Zusammenschlusses der DB AG und der NYSE Euronext unter dem Dach der Holdco als herrschendem Unternehmen der börsenrechtlichen Anteilseignerkontrolle nach § 6 BörsG zu unterziehen. Nach § 6 Abs. 2 S. 1 BörsG kann sie den Zusammenschluss insbesondere untersagen, wenn Tatsachen die Annahme rechtfertigen, dass

- die Holdco selbst oder ein gesetzlicher oder satzungsmäßiger Vertreter der Holdco nicht zuverlässig ist (Nr. 1 Fall 1)
- oder aus anderen Gründen nicht den im Interesse einer soliden und umsichtigen Führung des Trägers der Börse zu stellenden Ansprüchen genügt (Nr. 1 Fall 2),
- oder die Durchführung und angemessene Fortentwicklung des Börsenbetriebs beeinträchtigt wird (Nr. 2).

II. Der Betrieb einer Börse ist eine derart bedeutende infrastrukturelle Aufgabe des Kapitalmarkts, dass der Gesetzgeber die Wahrnehmung dieser Aufgabe nicht den wirtschaftlichen Interessen Privater überlassen wollte, sondern sie als Staatsaufgabe angenommen hat. Mit der Erfüllung dieser Aufgabe beleiht der Staat zwar Private, nämlich den Börsenträger, hier also die DB AG. Der Börsenträger unterliegt aber besonderen Pflichten, vor allem der Pflicht, die Börse, hier also die FWB, im öffentlichen Interesse ordnungsgemäß zu betreiben und nach besten Kräften fortzuentwickeln. Die DB AG ist daher kein Unternehmen wie jedes andere, sondern nimmt als Trägerin der FWB eine Staatsaufgabe im öffentlichen Interesse wahr.

Dementsprechend ist es nach Wortlaut, Entstehungsgeschichte und Systematik des Gesetzes primärer Sinn und Zweck der börsenrechtlichen Anteilseignerkontrolle im Interesse einer präventiven Gefahrenabwehr zu gewährleisten, dass der mit der Wahrnehmung der Staatsaufgabe Börsenbetrieb beliehene Börsenträger, hier also die DB AG, seine Betriebspflicht gemäß § 5 BörsG regelgerecht und nach besten Kräften erfüllt, seine Leistungsfähigkeit oder Leistungsbereitschaft zur Erfüllung der Betriebspflicht also nicht beeinträchtigt wird. Dieser spezielle Gesetzeszweck ist zudem vor dem Hintergrund des allgemeinen Zwecks des Börsengesetzes, nämlich insb. Schutz und Förderung des Kapitalmarkts zu verstehen (u. D. I.).

III. Die verschiedenen Tatbestandsvarianten des § 6 Abs. 2 S. 1 BörsG überlappen sich stark. Eine trennscharfe Abgrenzung ist kaum möglich, aber angesichts der übereinstimmenden Rechtsfolge auch nicht erforderlich. Entscheidend kommt es darauf an, ob Tatsachen die Annahme rechtfertigen, dass keine Gewähr für eine ordnungsgemäße Erfüllung der Betriebspflicht besteht. Der Feststellung eines Fehlverhaltens in der Vergangenheit bedarf es hierzu nicht. Ausreichend ist, dass die An-

nahme künftig mangelnder Erfüllung der Betriebspflicht hinreichend plausibel ist. Angesichts der Bedeutung des geschützten Rechtsguts (Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts im Allgemeinen und der Börse im Besonderen) gehen Zweifel zu Lasten des Anteilserwerbers, hier also der Holdco (u. D. II.).

IV. Der Inhalt der Betriebspflicht richtet sich nach § 5 BörsG (s. D. III.):

1. Die Durchführungspflicht nach § 5 Abs. 1 S. 2 Fall 1 BörsG verlangt, die Erhaltung der Börse in ihrem jeweiligen Bestand. Pflichtwidrig ist danach beispielsweise ein „Ausschlachten“ der Börse im Konzerninteresse, z.B. durch Verlagerung von bedeutenden Handelsvolumina an andere Marktplätze des Konzerns.

2. Die Fortentwicklungspflicht nach § 5 Abs. 1 S. 2 Fall 2 BörsG verlangt die Förderung der Wettbewerbsfähigkeit der Börse. Sie ist – anders als die Durchführungspflicht - auf eine im Verhältnis zum Vermögen des Trägers „angemessene“ Fortentwicklung beschränkt. Der Träger hat die Wettbewerbsfähigkeit daher „nach besten Kräften“ zu fördern. Dabei darf er sich freilich nicht „arm machen“, indem er Mittel anderweitig verwendet, z.B. übermäßige Ausschüttungen vornimmt. Der Abschluss eines Gewinnabführungsvertrages zu Lasten des Trägers ist daher schon aus diesem Grunde unzulässig.

3. Die Zulässigkeit der Auslagerung wesentlicher Funktionen bemisst sich nicht nur nach § 5 Abs. 3 BörsG. Vielmehr ist eine solche Auslagerung nur zulässig, wenn sie darüber hinaus weder der allgemeinen Betriebspflicht nach § 5 Abs. 1 noch einer Organisationspflicht nach § 5 Abs. 4 BörsG widerspricht.

4. § 5 Abs. 4 Nr. 1 BörsG verlangt, Konflikte zwischen dem Börsenträger oder seinen Anteilseignern und dem öffentlichen Interesse an einem ordnungsgemäßen Börsenbetrieb zu erkennen und zu verhindern, soweit solche Interessenkonflikte geeignet sind, sich nachteilig auf das genannte öffentliche Interesse auszuwirken. Dabei erstreckt sich das öffentliche Interesse an einem ordnungsgemäßen Börsenbetrieb auch auf dessen angemessene Fortentwicklung; denn nur eine wettbewerbsfähige Börse ist auf Dauer funktionsfähig. Diesem öffentlichen Interesse gebührt Vorrang vor jeglichem Privatinteresse, mag dieses auch legitim sein. Überdies ist bereits eine potentielle Beeinträchtigung tatbestandsmäßig. Aufgezeigt wurden zehn Stufen eines fortschreitenden Auseinanderfallens der Interessen des Börsenträgers bzw. seiner Anteilseigner und der Börse bis hin zu dem Entstehen eines Interessengegensatzes, nämlich bei der Einbindung des Börsenträgers in einen Konzern, der im Geschäftszweig der Börse tätig ist. Dabei ist die zehnte Stufe erreicht, wenn der Träger durch Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages vollkommen den Konzerninteressen des herrschenden Unternehmens unterworfen wird. Dementsprechend dürfen der Träger und seine Anteilseigner einer solchen Entwicklung keineswegs Vorschub leisten.

5. Nach § 5 Abs. 5 BörsG muss der Träger über ausreichende *eigene* finanzielle Mittel für eine ordnungsgemäße Durchführung des Börsenbetriebs in seinem jeweiligen Bestand verfügen. Dem widerspricht der Abschluss eines Gewinnabführungsvertrages, weil er zu einer nahezu vollständigen finanziellen Abhängigkeit des Trägers von dem herrschenden Unternehmen führt.

V. Die Einbindung der DB AG in einen internationalen Börsenkonzern war bereits im Jahr 2000 Gegenstand dreier Gutachten. Überwiegend und zu Recht wurde dieses Vorhaben schon damals kritisch beurteilt, wobei die Überlegungen der Gutachten teilweise vom Gesetz aufgegriffen wurden. Dies ist bei dessen Auslegung und Anwendung zu berücksichtigen. Diejenigen, die zumindest eine faktische Konzernierung der Trägergesellschaft für unproblematisch halten, überschätzen den von §§ 311 ff. AktG tatsächlich bewirkten Schutz und unterschätzen das Ausmaß der – auch vom Gesetz anerkannten und vermuteten (§ 18 Abs. 1 S. 3 i.V.m. § 17 AktG) – faktischen Konzernleitungsmacht. Diese Fehleinschätzung widerspricht zudem zutreffenden Erwägungen des Gesetzgebers, der davon ausgeht, dass der Anteilserwerber selbst bei einem Verbot der Stimmrechtsausübung in der Lage ist, seine Interessen durchzusetzen,⁵ sowie dem Sinn und Zweck der Anteilseignerkontrolle, nämlich der präventiven Gefahrenabwehr (u. E. I. 1. und 2. a).

VI. Vor diesem Hintergrund ist das vorliegende Zusammenschlussvorhaben zu beurteilen.

1. Der geplante Abschluss eines Beherrschungsvertrages ist eine Tatsache, und zwar ungeachtet der Frage, ob diese Absicht verwirklicht wird. Ziel eines Beherrschungsvertrages ist es, dem herrschenden Unternehmen, hier also der Holdco, das Recht zu geben, dem abhängigen Unternehmen, hier also der DB AG, Weisungen aller Art zu erteilen. Dadurch soll der Holdco ermöglicht werden, das Konzerninteresse uneingeschränkt gegen das Interesse der DB AG durchzusetzen. Da das Interesse der DB AG maßgeblich durch das Interesse der FWB bestimmt wird, werden hierdurch auch die Interessen der FWB verletzt. Zu befürchten ist daher, dass die DB AG künftig ihrer Betriebspflicht nicht mehr nach besten Kräften nachkommen kann oder will. So begründet das Recht zur Erteilung nachteiliger Weisungen die Gefahr einer Zerschlagung der DB AG oder einer anderweitigen Aushöhlung ihrer Leistungskraft, was sich negativ auf ihre Fähigkeit zur Erfüllung der Betriebspflicht auswirken könnte. Dass solcherlei Befürchtungen keineswegs aus der Luft gegriffen oder übertrieben sind, zeigt die allein im Konzerninteresse geplante Aufgabe von XETRA zugunsten der amerikanischen Handelsplattform UTP. Überdies ist zu berücksichtigen, dass die

⁵ Begr. RegE zu § 2b KWG, BT-Ds. 13/9874, S. 139 (u. D. I. 1. b)); s. ferner Begr. RegE zu § 104 VAG, Begr. RegE, BT-Ds. 15/3418, S. 21 f. (u. D. I. 1. c)).

DB AG Teil eines Börsenkonzerns werden soll. Infolgedessen werden die Wettbewerbschancen künftig zentral von der Holdco zugeteilt. Dafür spricht auch die geplante divisionale Führungsstruktur. Das lässt befürchten, dass die DB AG nicht alle Wettbewerbschancen der FWB wahrnehmen dürfen, obwohl sie verpflichtet ist, deren Wettbewerbsfähigkeit zu fördern.

Ferner ist die Absicht zum Abschluss eines Beherrschungsvertrages ein gegenwärtiger Verstoß aller hieran beteiligter Organmitglieder der DB AG und Holdco gegen die Verhinderungspflicht nach § 5 Abs. 4 Nr. 1 BörsG, weil hierdurch die Durchsetzung von Konzerninteressen zu Lasten des öffentlichen Interesses an einer ordnungsgemäßen Erfüllung der Betriebspflicht befördert wird, wodurch der Börsenbetrieb beeinträchtigt werden kann. Auch hierfür ist die geplante Aufgabe von XETRA paradigmatisch.

Schließlich ist der Abschluss eines Beherrschungsvertrages anstaltsrechtlich unzulässig. Es geht nicht an, den mit der Wahrnehmung einer Staatsaufgabe betrauten Träger einer öffentlichen Anstalt den Weisungen eines anderen Unternehmens zu unterwerfen, das nicht denselben öffentlich-rechtlichen Bindungen unterliegt wie der Träger selbst.

Die Absicht des Abschlusses eines Beherrschungsvertrages erfüllt mithin die Voraussetzungen des § 6 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 Fall 1, Nr. 2 BörsG auch i.V.m. § 5 Abs. 4 Nr. 1 BörsG (u. E. I. 2. b) aa)).

2. Dasselbe gilt für die Absicht des Abschlusses eines kombinierten Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages. Zudem ist der Abschluss eines Gewinnabführungsvertrages nicht mit § 5 Abs. 5 BörsG vereinbar.

Die Absicht des Abschlusses eines kombinierten Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages dokumentiert darüber hinaus eindrucksvoll, dass die DB AG nach dem Willen der Holdco zu einer bloßen Betriebsabteilung innerhalb eines integrierten Börsenkonzerns werden soll. Dementsprechend werden die Pflichten der DB AG nach § 5 Abs. 1 und § 5 Abs. 4 Nr. 1 BörsG als wirtschaftliche Risiken der Holdco beschrieben. Diese Sichtweise lässt erwarten, dass die Holdco versuchen wird, diese „Risiken“ zu minimieren.

Die Zuverlässigkeit der Holdco und ihrer Vertreter wird ferner dadurch in Frage gestellt, dass die Angebotsunterlage zwar eine lange Liste von allen möglichen Risiken enthält. Die rechtlichen Bedenken, die nach ganz herrschender Meinung gegen den Abschluss eines (Beherrschungs- und) Gewinnabführungsvertrages zu Lasten eines Börsenträgers bestehen, werden in der Angebotsunterlage dagegen mit keinem Wort erwähnt (u. E. I. 2. b) bb)).

3. Sollten die Beteiligten die Absicht des Abschlusses eines Beherrschungsvertrages bzw. eines kombinierten Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages nachträglich aufgeben, so entfallen die vorstehenden Untersagungsgründe hierdurch nicht; denn zum einen erfüllt die Ankündigung rechtswidrigen Verhaltens selbst den Tatbestand der Unzuverlässigkeit. Und zum anderen bliebe das Ziel, „*einen möglichst weitgehenden beherrschenden Einfluss auszuüben*“⁶, unberührt. Dieses Ziel widerspricht der Verhinderungspflicht gemäß § 5 Abs. 4 Nr. 1 BörsG. Außerdem sind die Möglichkeiten eines herrschenden Unternehmens zur Durchsetzung seiner Konzerninteressen gegenüber einer 100%igen Tochtergesellschaft ohnehin so weitgehend, dass es hierfür keines Abschlusses eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrages bedarf. Insbesondere kann die DB AG zerschlagen und durch Ausschüttung ihres gesamten Gewinns finanziell „ausgetrocknet“ werden. Der im faktischen Konzern vorgesehene Nachteilsausgleich schützt davor nicht. So gesehen ist die DB AG im faktischen Konzern sogar noch schlechter gestellt als im Vertragskonzern, weil sie nicht einmal durch die Verlustausgleichspflicht nach § 302 AktG geschützt ist.

Schließlich ändert sich nichts an den Gefahren, die von den schweren und dauerhaften Interessengegensätzen ausgehen, die aufgrund des Wettbewerbsverhältnisses zwischen den Konzernunternehmen bestehen. Auch im faktischen Konzern können Wettbewerbschancen zu Lasten der Wettbewerbsfähigkeit FWB verschoben werden, ohne dass dem wirksam begegnet werden könnte. Dabei schließt die bloße Hoffnung, Holdco und DB AG würden sich trotz der Interessengegensätze in Zukunft rechtmäßig verhalten, den Tatbestand der Unzuverlässigkeit ebenso wenig aus wie die Möglichkeit der Börsenaufsichtsbehörde, die ordnungsgemäße Erfüllung der Betriebspflicht durchzusetzen. Vielmehr kommt es für die von der Anteilseignerkontrolle bezweckte präventive Gefahrenabwehr allein darauf an, ob das konkrete Zusammenschlussvorhaben die Annahme rechtfertigt, d.h. plausible Zweifel daran weckt, dass keine Gewähr für eine ordnungsgemäße Erfüllung der Betriebspflicht besteht. Und eine solche Gewähr besteht vorliegend gerade nicht, weil die in der Angebotsunterlage veröffentlichten Pläne der Beteiligten zeigen, dass das – von dem Wettbewerbsverhältnis der Konzernglieder mitbestimmte – Konzerninteresse grundsätzlich Vorrang vor den Interessen der DB AG und damit auch vor den Interessen der FWB haben soll (u. E. I. 2. b) cc)).

4. Die dem Vernehmen nach geplante Aufgabe von Xetra verstößt gegen § 5 Abs. 4 Nr. 1 BörsG (u. E. II.).

5. Die möglicherweise geplante Schaffung einer einheitlichen, grenzüberschreitenden Wertpapier- und/oder Derivatebörse würde sowohl den Bestand als auch die

⁶ Angebotsunterlage, S. 52.

Fortentwicklung der FWB beeinträchtigen und verstieße daher gegen § 5 Abs. 1 S. 2 BörsG, wenn damit eine signifikante Verlagerung von Handelsaktivitäten an andere Börsen bzw. Marktplätze einherginge (u. E. III.).

6. Nach allem rechtfertigt der geplante Zusammenschluss eine Untersagungsverfügung gemäß § 6 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 Fall 1 und Nr. 2 auch i.V.m. § 5 Abs. 1, Abs. 4 Nr. 1 und Abs. 5 BörsG.

VII. Die Untersagungsverfügung liegt im Ermessen der Behörde. Dieses Ermessen ist indes reduziert, da keine anderen geeigneten Maßnahmen ersichtlich sind, um die Gefahr für eine ordnungsgemäße Erfüllung der Betriebspflicht abzuwenden. Das Anfechtungsrisiko ist dabei gering, da dann die Vollzugsbedingung gemäß Ziff. 14.1. lit f (vii) des Angebots nicht eingetreten ist, was gemäß Ziff. 14.3 zum Erlöschen des Tauschangebots führt (auflösende Bedingung). Mit dem Erlass einer Untersagungsverfügung wäre das Zusammenschlussvorhaben daher gescheitert (u. F.).

C. Erforderliche Entscheidung der Behörde

I. Keine Erlaubnis- oder Genehmigungspflicht

Anhaltspunkte für eine Erlaubnis- oder Genehmigungspflicht des Zusammenschlussvorhabens bestehen nicht.

Ein Austausch des Börsenträgers der Frankfurter Wertpapierbörse (im Folgenden „FWB“) ist weder beantragt noch gegenwärtig geplant.⁷ Auch der beabsichtigte Abschluss eines Beherrschungsvertrages i.S.d. § 291 AktG zwischen der Holdco (oder einer hundertprozentigen Tochtergesellschaft von ihr) als herrschendem und der DB AG als abhängigem Unternehmen führt nicht zu einer Erlaubnispflicht nach § 4 BörsG (analog), da das in diesem Falle gemäß § 308 AktG bestehende Weisungsrecht zugunsten des herrschenden Unternehmens nichts daran ändert, dass die DB AG ein rechtlich selbständiges Unternehmen und damit Trägerin der FWB bleibt.⁸ Dasselbe gilt für den Fall eines sog. „Squeeze-out“ der verbleibenden Minderheitsaktionäre der DB AG. Zwar steht auch einer künftigen Verschmelzung der DB AG auf einen anderen Rechtsträger (etwa die Holdco) nichts entgegen, wodurch die DB AG erlöschen (§§ 20 Abs. 1 Nr. 2, 122a Abs. 2 UmwG) und der andere Rechtsträger neuer Träger der FWB würde, weswegen dieser Vorgang erlaubnispflichtig wäre.⁹ Ein solches Vorhaben steht derzeit jedoch nicht konkret in Frage, wengleich schon jetzt Überlegungen bestehen, alle europäischen Aktivitäten der Holdco-Gruppe in einer Gesellschaft zu bündeln, s. S. A-143 der Angebotsunterlage. Der gegenwärtige Zusammenschluss bedarf daher keiner Erlaubnis nach § 4 BörsG.

Der Genehmigung der Börsenaufsichtsbehörde bedürfen ferner Änderungen der Börsenordnung, § 16 Abs. 3 S. 1 BörsG. Allein für die Durchführung des Zusammenschlussvorhabens sind jedoch keine Änderungen der Börsenordnung erforderlich. Insbesondere bleibt – anders als bei dem Zusammenschlussvorhaben zwischen der DB AG und der London Stock Exchange (LSE) im Jahr 2000 – der Anstaltszweck der FWB unberührt.¹⁰ Allerdings sollen die Handelsplattformen der DB AG und der NYSE Euronext zusammengeführt werden, s. S. A-144, A-145 der Angebotsunterlage. Eine solche Zusammenführung der Handelsplattformen setzt eine weitgehende Harmonisierung der Regelwerke voraus,¹¹ wie sie sowohl im Falle der Eurex-Börsen¹² als

⁷ Das war im Falle des Zusammenschlussvorhabens von der DB AG mit der London Stock Exchange plc (im Folgenden „LSE“) im Jahr 2000 anders, s. dazu *Kümpel/Hammen*, WM 2000, Sonderbeilage Nr. 3, S. 3 ff.; *Uwe H. Schneider/Burgard*, WM 2000, Sonderbeilage Nr. 3, S. 24 ff.; *Schwark*, WM 2000, 2517 ff.

⁸ Vgl. *Christoph*, ZBB 2005, 82, 89.

⁹ Ausf. *Posegga*, WM 2002, 2402 ff.; s. auch *Hammen*, Der Konzern 2008, 269 ff.

¹⁰ *Kümpel/Hammen* (Fn. 7), 3, 6, 8 ff.; *Schneider/Burgard* (Fn. 7), 24, 38 ff.; *Schwark*, WM 2000, 2517, 2530.

¹¹ Das gilt ganz allgemein bei dem Betrieb eines Handelssystems für verschiedene Börsen, s. *Beck*, FS Kümpel, 2003, 19, 33 f.

¹² S. *Beck*, FS Kümpel, 2003, 19, 38 f.; *Müller*, Der Konzern 2008, 263, 268.

auch im Falle der Euronext-Börsen¹³ vorgenommen wurde. Das lässt erwarten, dass auch das Regelwerk der FWB entsprechend angepasst werden muss, was (u. a.) umfangreiche Änderungen der Börsenordnung erfordern wird. Hierüber ist derzeit jedoch nicht zu befinden.

Gleichwohl sei hierzu folgendes angemerkt: Schon eine Anpassung des Regelwerks der FWB an das „Book I: Harmonised Rules des Euronext Rule Book“ wird sich als außerordentlich schwierig erweisen, zumal darin für eine einheitliche Handelsplattform wesentliche Regeln enthalten sind, die nach geltendem deutschem Börsenrecht unzulässig oder zumindest höchst problematisch sind. Tatsächlich war die Schaffung der Harmonised Rules ein sehr langwieriger Prozess, der zudem ganz erheblichen Abstimmungsbedarf zwischen den beteiligten Aufsichtsbehörden erforderte. Wirft man darüber hinaus auch nur einen Blick in das Regelwerk der NYSE, kann man sich kaum vorstellen, wie eine Harmonisierung mit diesem Regelwerk gelingen soll, zumal die amerikanischen Aufsichtsbehörden und Gerichte für ihre „eigenwillige“ Haltung bekannt sind und daher nicht zu erwarten steht, dass sie sich in erheblichem Umfang auf deutsche oder europäische Rechtsvorstellungen zubewegen werden. Schließlich sei angemerkt, dass Ansprechpartner für ausländische Aufsichtsbehörden die BAFin ist (§ 7 Abs. 1, 7 WpHG) und nicht etwa die Hessische Börsenaufsichtsbehörde. Auch das erschwert und verlängert die für eine Harmonisierung des Regelwerks erforderliche Abstimmung der beteiligten Aufsichtsbehörde, zumal die BAFin sich nicht als bloßer „Postbote“ versteht, sondern – *contra legem*¹⁴ - eigene Prüfungskompetenzen beansprucht und dabei in der Vergangenheit gelegentlich sogar das Bundesfinanzministerium eingeschaltet hat. Faktisch kann dies dazu führen, dass die hessische Börsenaufsichtsbehörde an Einfluss verliert, wenn nicht sogar Überlegungen befördert werden, die Börsenaufsicht (zumindest bei grenzüberschreitenden Sachverhalten) bei der BAFin zu konzentrieren.

Die Schaffung einer einheitlichen Handelsplattform wird ferner eine Auslagerung im Sinne des § 5 Abs. 3 BörsG nach sich ziehen. Abgesehen davon, dass sich dieses Vorhaben derzeit erst im Planungsstadium befindet, bedarf die Auslagerung selbst keiner Genehmigung durch die Börsenaufsichtsbehörde. Allerdings sind diese Planungen im Rahmen der Entscheidung nach § 6 Abs. 2 S. 1 BörsG zu berücksichtigen, dazu u. E. II.

¹³ S. Book I: Harmonised Rules des Euronext Rule Book, das durch verhältnismäßig wenige besondere Regeln ergänzt wird (Book II. Non Harmonised Rules des Euronext Rule Book), die jeweils nur für die verschiedenen nationalen Börsen gelten.

¹⁴ Beck in Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl. 2010, § 7 WpHG Rdn. 6; Dreyling/Döhmel in: Assmann/Uwe H. Schneider, WpHG, 5. Aufl. 2009, § 7 Rdn. 11, 13; eigene Kompetenzen hat die BAFin allenfalls bei einem Missstand i.S.d. § 4 WpHG, Beck, Dreyling/Döhmel, ebd.

II. Anteilseignerkontrolle nach § 6 BörsG

Was bleibt ist somit lediglich die Anteilseignerkontrolle nach § 6 BörsG.¹⁵ Danach ist die Absicht des Erwerbs einer bedeutenden Beteiligung im Sinne des § 1 Abs. 9 KWG an einem Börsenträger der Börsenaufsichtsbehörde unverzüglich anzuzeigen. Dieser Anzeigepflicht ist die Holdco nachgekommen. Unter den Voraussetzungen des § 6 Abs. 2 S. 1 BörsG hat die Börsenaufsichtsbehörde sodann die Möglichkeit, den Erwerb zu untersagen. Dementsprechend steht das Übernahmeangebot der Holdco unter der Vollzugsbedingung, dass die Hessische Börsenaufsichtsbehörde den Erwerb nicht untersagt (s. S. 92 der Angebotsunterlage).

III. Voraussetzungen der Untersagungsverfügung nach § 6 Abs. 2 S. 1 BörsG

§ 6 Abs. 2 S. 1 BörsG lautet:

„Die Börsenaufsichtsbehörde kann innerhalb eines Monats nach Eingang der vollständigen Anzeige nach Absatz 1 den beabsichtigten Erwerb der bedeutenden Beteiligung oder ihre Erhöhung untersagen, wenn Tatsachen die Annahme rechtfertigen, dass

- 1. der Anzeigepflichtige oder, wenn er eine juristische Person ist, auch ein gesetzlicher oder satzungsmäßiger Vertreter, oder, wenn er eine Personenhandelsgesellschaft ist, auch ein Gesellschafter, nicht zuverlässig ist oder aus anderen Gründen nicht den im Interesse einer soliden und umsichtigen Führung des Trägers der Börse zu stellenden Ansprüchen genügt; dies gilt im Zweifel auch dann, wenn Tatsachen die Annahme rechtfertigen, dass die von ihm aufgebrauchten Mittel für den Erwerb der bedeutenden Beteiligung aus einer objektiv rechtswidrigen Tat herrühren,*
- 2. die Durchführung und angemessene Fortentwicklung des Börsenbetriebs beeinträchtigt wird.“*

Eine Untersagungsverfügung nach § 6 Abs. 2 S. 1 BörsG setzt daher nach dem Wortlaut der Vorschrift voraus, dass Tatsachen die Annahme rechtfertigen, dass

- entweder der Anzeigepflichtige oder ein gesetzlicher oder satzungsmäßiger Vertreter nicht zuverlässig ist (Nr. 1 Fall 1)
- oder aus anderen Gründen nicht den im Interesse einer soliden und umsichtigen Führung des Trägers der Börse zu stellenden Ansprüchen genügt (Nr. 1 Fall 2),

¹⁵ Sowohl aus Gründen der Spezialität von § 6 BörsG als auch wegen des Grundsatzes der Verhältnismäßigkeit (Anteilseignerkontrolle als milderer Mittel) kommt derzeit wegen des Zusammenschlussvorhabens auch keine Aufhebung der Erlaubnis nach § 4 Abs. 5 BörsG bzw. nach §§ 48, 49 HVerwVfG in Betracht, im Ergebnis ebenso *Christoph*, ZBB 2005, 82, 90.

- insbesondere die Mittel für den Erwerb der Beteiligung aus einer objektiv rechtswidrigen Tat stammen (Nr. 1 Fall 3),
- oder die Durchführung und angemessene Fortentwicklung des Börsenbetriebs beeinträchtigt wird (Nr. 2).

Diese Voraussetzungen enthalten jeweils unbestimmte Rechtsbegriffe die dementsprechend auslegungs- und konkretisierungsbedürftig sind. Ein Beurteilungsspielraum steht der Behörde dabei, auch soweit die Voraussetzungen prognostische Elemente enthalten, nicht zu.¹⁶ Auslegung und Anwendung der Vorschrift sind vielmehr voll gerichtlich nachprüfbar.¹⁷ Zum Prozessrisiko s.u. F. IV.

¹⁶ Zu den Fallgruppen, in denen die Rechtsprechung der Verwaltung einen gerichtsfreien Beurteilungsspielraum einräumt, s. nur BVerwG, DVBl, 1991, 49, 50.

¹⁷ Vgl. VGH Hessen, WM 2011, 33 ff. = ZIP 2010, 2234 ff.

D. Auslegung und Konkretisierung von § 6 Abs. 2 S. 1 BörsG

Die vorstehenden Untersagungsvoraussetzungen werden in der rechtswissenschaftlichen Literatur unterschiedlich interpretiert und konkretisiert. Rechtsprechung zu § 6 Abs. 2 S. 1 BörsG ist nicht ersichtlich, wohl aber zu § 2b bzw. § 2c KWG. In einem ersten Schritt sind daher zunächst grundlegende Überlegungen zur Auslegung der Vorschrift anzustellen (dazu I.), bevor in einem zweiten Schritt die einzelnen Tatbestandsvoraussetzungen ausgelegt und konkretisiert werden (dazu II.). Dabei wird sich erweisen, dass der Gewährleistung einer ordnungsgemäßen Erfüllung der Betriebspflicht entscheidende Bedeutung zukommt, weswegen in einem dritten Schritt die im vorliegenden Zusammenhang wesentlichen Betriebspflichten des Börsenträgers nach § 5 BörsG aufgezeigt und konkretisiert werden (dazu III.).

I. Grundlagen der Auslegung

Für die Auslegung von Gesetzen kommt es neben dem Wortlaut, ihrer Entstehungsgeschichte und systematischen Stellung vornehmlich auf den Sinn und Zweck der Norm (teleologische Auslegung) an. Zudem hat die Auslegung verfassungs- und europarechtskonform zu erfolgen.¹⁸

1. Entstehungsgeschichte

a) Einführung von § 3 BörsG a.F.

Eingeführt wurde die Anteilseignerkontrolle erstmals als § 3 BörsG a.F. durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz¹⁹ wohl auch vor dem Hintergrund des (gescheiterten) Zusammenschlussvorhabens der DB AG mit der LSE²⁰. Zur Begründung heißt es im Regierungsentwurf:

„Zweck der Regelung ist, die Börsenaufsichtsbehörde über jede relevante Veränderung der Inhaberstruktur von Börsenträgern zu informieren. Damit soll die Börsenaufsichtsbehörde vor allem die Möglichkeit haben, der Übernahme von bedeutenden Beteiligungen durch Personen aus der organisierten Kriminalität entgegenzuwirken. Ein weiteres Ziel ist es, die Funktionsfähigkeit der Börse, insbesondere im Blick auf die Durchführung und angemessene Fortentwicklung des Börsenbetriebs zu sichern.

¹⁸ S. nur *Larenz*, Methodenlehre der Rechtswissenschaft, 6. Aufl. 1991, S. 312 ff.; aus neuerer Zeit *Kramer*, Juristische Methodenlehre, 2. Auflage 2005, S. 50 ff.; *Rüther*, Rechtstheorie 2. Auflage 2005, S. 447 ff.; *Zippelius*, Juristische Methodenlehre, 9. Auflage 2005, S. 42 ff.; *Huber* JZ 2003, 1; *Schroeder* JZ 2011, 187.

¹⁹ BGBl. I 2002, S. 2010, 2316.

²⁰ *Christoph*, WM 2004, 1856, 1857, *Hopt* in Baumbach/Hopt, HGB, 34. Aufl. 2010, § 6 BörsG Rdn. 1.

Entsprechende Regelungen enthalten § 2b KWG und § 104 VAG. Auf die jeweiligen Begründungen wird verwiesen.“²¹

Geändert und in § 6 BörsG umbenannt wurde die Vorschrift hernach durch das FRUG, s. dazu u. D. I. 2. Bevor hierauf eingegangen wird, soll dem Verweis der Gesetzesbegründungen zu § 2b KWG (heute § 2c KWG) und zu § 104 VAG nachgegangen werden.

b) Begründungen zu § 2b KWG

§ 2b KWG wurde durch die 4. KWG-Novelle eingeführt.²² Nach der Regierungsbegründung dient die Vorschrift folgenden Zwecken:²³

- Information des Bundesaufsichtsamts und der Deutschen Bundesbank über jede relevante Veränderung der Inhaberstruktur von Kreditinstituten,
- Abwehr von Gefahren für die Funktionsfähigkeit des betreffenden Kreditinstituts und des Kreditwesens insgesamt,
- Gläubigerschutz.

Hernach wurde die Vorschrift vielfach geändert. Eine erste wesentliche Änderung²⁴ erfuhr die Vorschrift durch das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz.²⁵ Zur Begründung hieß es:

„Das wesentliche Ziel des § 2b und der mit ihm umgesetzten europäischen Rahmengesetzgebung ist es, das hochsensible Banksystem und das weitere Finanzsystem vor der Einspeisung inkriminierter Gelder (Anlagebetrug, Geldwäsche oder andere Formen der organisierten Kriminalität) zu bewahren; nicht zuletzt soll die Vorschrift aber auch die Solvenz des einzelnen Instituts schützen, indem es sie vor unzuverlässigen Anteilseignern bewahrt, die durch die Verfolgung und Durchsetzung sachfremder Interessen seine wirtschaftliche Existenz selbst bedrohen können.“²⁶ ... Insbesondere hat sich die bloße Untersagung der Stimmrechtsausübung unzuverlässiger Anteilseigner in der Praxis als nicht ausreichend erwiesen. Auch ohne Stimmrechtsausübung kann der Inhaber einer bedeutenden Beteiligung seinen Einfluss zum Nachteil der Gesamtwirtschaft oder des Instituts durchsetzen. ... Eine Gefahr für die Einspeisung inkriminierter Gelder in das Bankensystem geht auch von der Möglichkeit aus, ein Institut in eine Konzernstruktur einzubeziehen, die es weitgehend einer wirksa-

²¹ BT-Ds. 14/8017, S. 72 f.

²² BGBl. I 1992, S. 2211, 2213 f.

²³ BT-Ds. 12/3377, S. 27.

²⁴ Zuvor erfolgten bereits Änderungen durch die 5. KWG-Novelle, BGBl. I 1994, S. 2735, 2737. (zur Begründung s. BT-Ds. 12/6957, S. 23) und die 6. KWG-Novelle, BGBl. I 1997, S. 2518, 2524 f. (zur Begründung s. BT-Ds. 13/7142, S. 73 f.).

²⁵ BGBl. I 1998, S. 529, 567 f.

²⁶ BT-Ds. 13/9874, S. 138.

*men Aufsicht entzieht. ... (Deswegen) soll künftig die Beeinträchtigung einer wirksamen Aufsicht und nicht mehr die Unmöglichkeit der Eingriffsgrund sein.*²⁷

Weitere Änderungen²⁸ erfuhr § 2b KWG durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz.²⁹ Vorliegend von Interesse sind zunächst folgende Teile der Begründung des Regierungsentwurfs:³⁰

„Materiell neu ist die eingefügte Teilregelung in Nummer 1, wonach der Erwerber auch dann als unzuverlässig gilt, wenn Tatsachen die Annahme rechtfertigen, dass die von ihm aufgebrauchten Mittel für den Erwerb der bedeutenden Beteiligung aus einer Tat herrühren, die objektiv einen Straftatbestand erfüllt. Dabei ist es unbeachtlich, ob er selbst oder ein Dritter diese Tat begangen hat. Die Vorschrift dient der Bekämpfung der internationalen Geldwäsche. Lässt sich die Zuverlässigkeit des Beteiligungsinhabers insoweit nicht zweifelsfrei klären, gehen die Zweifel zu seinen Lasten. [...]

Gemäß § 2b Abs. 1a Satz 1 Nr. 2 KWG kann die Bundesanstalt den Erwerb bereits untersagen, wenn Tatsachen die Annahme rechtfertigen, dass das Institut durch die Begründung oder Erhöhung der bedeutenden Beteiligung mit dem Inhaber der bedeutenden Beteiligung in einen Unternehmensverbund eingebunden würde, der eine wirksame Aufsicht über das Institut beeinträchtigte. Nach dem Wortlaut der gegenwärtigen Gesetzesfassung genügt auf der Tatbestandsseite jede Beeinträchtigung einer wirksamen Aufsicht, sofern sie nur von dem Verbund ausgeht. Künftig soll nach dem „Wie?“ wie folgt qualifiziert werden:

- die Struktur des Beteiligungsgeflechts oder*
- mangelhafte wirtschaftliche Transparenz.*

[...] Die Beschränkung des Erwerbsversagungsgrundes des § 2b Abs. 1a Satz 1 Nr. 3 KWG auf Mutterunternehmen mit Sitz in Drittstaaten ist ohne praktische Relevanz. Zumindest die Kreditinstitute, die rückzahlbare Gelder des Publikums hereinnehmen und Kredite auf eigene Rechnung gewähren, werden in allen Staaten des Europäischen Wirtschaftsraums wirksam beaufsichtigt durch eine Aufsichtsstelle, die zu einer befriedigenden Zusammenarbeit mit der Bundesanstalt bereit ist.“

Nun enthält das Börsengesetz zwar keine § 2b Abs. 1a Satz 1 Nr. 2, 3 KWG a.F. (heute § 2c Abs. 1b S. 1 Nr. 2 Fall 2, Nr. 3 KWG, ebenso § 104 Abs. 1b S. 1 Nr. 2 Fall 2, Nr. 3 VAG) entsprechende ausdrückliche Regel. Eine funktionierende und effektive Aufsicht über Börsen zu gewährleisten, gehört jedoch „kraft Natur der Sache“

²⁷ BT-Ds. 13/9874, S. 139.

²⁸ Zuvor erfolgten redaktionelle Änderungen durch das Gesetz über die integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht, BGBl. I 2002, S. 1310, 1315 f. (Begr. RegE, BT-Ds. 14/7033, S. 39).

²⁹ BGBl. I 2002, S. 2010, 2047 f.

³⁰ BT-Ds. 14/8017, S. 115.

zu den zentralen Aufgaben der Aufsichtsbehörde. Das kann man auch dem Zweck des Börsengesetzes insgesamt (dazu u. D. I. 4. b) ff)) sowie aus Art. 36 Abs. 2 MiFID entnehmen. Die Beeinträchtigung einer wirksamen Aufsicht durch die Struktur des Beteiligungsgeflechts oder aufgrund mangelnder wirtschaftlicher Transparenz oder wegen mangelnder Beaufsichtigung bzw. mangelnder Kooperation durch die Aufsichtsbehörde eines Drittstaates gehört daher zu den ungeschriebenen Versagungsgründen („insbesondere“)³¹ des § 4 Abs. 3 BörsG.³² Wird nach der Erteilung der Erlaubnis eine effektive Aufsicht derart beeinträchtigt, rechtfertigt dies dementsprechend eine Aufhebung der Erlaubnis nach § 4 Abs. 5 Nr. 2 BörsG. Die Aufhebung der Erlaubnis ist freilich stets ultima ratio.³³ Da eine solche nachträgliche Beeinträchtigung der Aufsicht vor allem durch eine Veränderung der Inhaberstruktur i.S.d. § 6 BörsG ausgelöst werden kann, ist es daher auch ein Gebot der Verhältnismäßigkeit diesen Aufhebungsgrund als einen Untersagungsgrund nach § 6 Abs. 2 S. 1 BörsG anzusehen.³⁴

§ 2b bzw. § 2c KWG³⁵ wurden nach dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz noch mehrfach geändert,³⁶ insbesondere durch das Gesetz zur Umsetzung der Beteiligungsrichtlinie³⁷, ohne dass diese Änderungen jedoch vorliegend von Bedeutung sind.

c) Begründungen zu § 104 VAG

§ 104 VAG wurde durch das Dritte Durchführungsgesetz/EWG zum VAG eingeführt.³⁸ Als Gesetzeszwecke wurden genannt:

- Information der Aufsichtsbehörde über jede wichtige Veränderung der Inhaberstruktur von Versicherungsunternehmen,

³¹ Bericht des Finanzausschusses zum FRUG, RegE, BT-Ds. 16/4899, S. 13

³² Ebenso *Christoph, Börsenkooperationen und Börsenfusionen, 2007, S. 236.*

³³ *Beck* (Fn. 14), § 4 BörsG Rdn. 44; *Christoph* (Fn. 32), S. 265.

³⁴ Ebenso *Christoph* (Fn. 32), S. 347

³⁵ Die Umbenennung erfolgte durch das Gesetz zur Umsetzung der neu gefassten Bankenrichtlinie und der neu gefassten Kapitaläquivalenzrichtlinie, BGBl. I 2006, S. 2606, 2611 (Begr. RegE, BT-Ds. 16/1335, S. 9).

³⁶ Nämlich durch: das Investmentmodernisierungsgesetz, BGBl. I 2003, S. 2676, 2733. (Begr. RegE, BT-Ds. 15/1553, S. 134); das Finanzkonglomeraterichtlinie-Umsetzungsgesetz, BGBl. I 2004, S. 3610, 3612 (Begr. RegE, BT-Ds. 15/3641, S. 38); das FRUG, BGBl. I 2007, S. 1330, 1372 (Begr. RegE, BT-Ds. 16/4028, S. 93); das Investmentänderungsgesetz, BGBl. I 2007, S. 3089, 3130 (Begr. RegE, BT-Ds. 16/5576, S. 101); das FGG-Reformgesetz, BGBl. I 2008, S. 2586, S. 2738 (Begr. RegE, BT-Ds. 16/6308, S. 155); das Gesetz zur Umsetzung der Zweiten E-Geld-Richtlinie, BGBl. I 2011, S. 288, 300 (Begr. RegE, BT-Ds. 17/3023, S. 58) sowie zuletzt durch das OGAW-IV-Umsetzungsgesetz, BGBl. I 2011, S. 1126, 1165 (Begr. RegE, BT-Ds. 17/4510, S. 88).

³⁷ BGBl. I 2009, S. 470 ff. (Begr. RegE, BT-Ds. 16/10536, S. 17 ff., Bericht des Finanzausschusses, BT-Ds. 16/11448, S. 4).

³⁸ BGBl. I 1994, S. 1630, 1650 ff.

- Abwehr von Gefahren für die Funktionsfähigkeit des betreffenden Versicherungsunternehmens und für die Belange von Versicherten,³⁹
- Abwehr von Gefahren durch die Übernahme von bedeutenden Beteiligungen durch Personen der organisierten Kriminalität und
- Gewährleistung der Aufsicht bei verschachtelten Konzernstrukturen.⁴⁰

Auch § 104 VAG erfährt hernach eine Vielzahl von Änderungen.⁴¹ Besondere Erwähnung verdient hier lediglich die Begründung des Regierungsentwurfs zu dem Gesetz zur Änderung des Versicherungsaufsichtsgesetzes und anderer Gesetze vom 15.12.2004.⁴² Danach ist für das Erfordernis einer „soliden und umsichtigen Führung“ (§ 104 Abs. 1a S. 1 Nr. 1 VAG a.F.) nicht allein die Rechtslage ausschlaggebend. Vielmehr *„müssen auch die tatsächlichen Verhältnisse, insbesondere bei Versicherungskonzernen und -gruppen berücksichtigt werden.“*⁴³ Ungeachtet der rechtlichen und finanziellen Selbständigkeit des Versicherungsunternehmens und unabhängig von Haftungsfragen müsse der Beteiligungserwerber daher über eine ausreichende finanzielle Leistungskraft verfügen. Das geböten auch internationale Standards, wonach *„an den Inhaber einer wesentlichen Beteiligung dieselben Anforderungen gestellt werden wie an einen Gründer während des Zulassungsverfahrens. ... Daraus ergibt sich, dass der Inhaber einer wesentlichen Beteiligung nicht nur das aufsichtsrechtlich mindestens geforderte Kapital zur Verfügung stellen muss, sondern dass er auch in der Lage ist, weitere finanzielle Unterstützung für den Versicherer zu leisten.“*⁴⁴

Zwar nimmt die vorstehend zitierte Begründung zu § 3 BörsG a.F. auf diese Änderung von § 104 VAG nicht Bezug, weil sie zeitlich nachfolgt. Auch enthält § 6 BörsG keine § 104 Abs. 1a S. 1 Nr. 1 Hs. 2 VAG a.F. (heute § 104 Abs. 1b Nr. 6 VAG) entsprechende ausdrückliche Regelung. Zudem ist § 104 Abs. 1b Nr. 6 VAG heutzutage

³⁹ Begr. RegE, BT-Ds. 12/6959, S. 89.

⁴⁰ Begr. RegE, BT-Ds. 12/6959, S. 90.

⁴¹ Gesetzes zur Änderung des Versicherungsaufsichtsgesetzes, insbesondere zur Durchführung der EG-Richtlinie 98/78/EG vom 27. Oktober 1998 über die zusätzliche Beaufsichtigung der einer Versicherungsgruppe angehörenden Versicherungsunternehmen sowie zur Umstellung von Vorschriften auf Euro, BGBl. I 2000, S. 1857, 1863 f. (Begr. RegE, BT-Ds. 14/4453, S. 38 f.); Gesetz über die integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht, BGBl. I 2002, S. 1310, 1325 f. (Begr. RegE, BT-Ds. 14/7033, S. 41; Viertes Finanzmarktförderungsgesetz, BGBl. I 2002, S. 2010, 2068 f. (Begr. RegE, BT-Ds. 14/8017, S. 144); Gesetz zur Umsetzung aufsichtsrechtlicher Bestimmungen zur Sanierung und Liquidation von Versicherungsunternehmen und Kreditinstituten, BGBl. I 2003, S. 2478, 2485 (Begr. RegE 15/1653, S. 29); Finanzkonglomeraterichtlinie-Umsetzungsgesetz, BGBl. I 2004, S. 3610, 3629 (Begr. RegE 15/3641, S. 56 f.); Achtes Gesetzes zur Änderung des Versicherungsaufsichtsgesetzes sowie zur Änderung des Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetzes und anderer Vorschriften, BGBl. I 2007, S. 923, 927 (Begr. RegE, BT-Ds. 16/1937, S. 24); Gesetz zur Umsetzung der Beteiligungsrichtlinie, BGBl. I 2009, S. 470, 474 ff. (Begr. RegE, BT-Ds. 16/10536, S. 21 ff.); FGG-Reformgesetz, BGBl. I 2008, S. 2586, 2738 (Begr. RegE., BT-Ds. 16/6308, S. 357); zuletzt Jahressteuergesetz 2010, BGBl. I 2010, S. 1768, 1799 (Begr. RegE, BT-Ds. 17/2249, S. 95 f.).

⁴² BGBl. I 2004, S. 3416, 3418 f.

⁴³ Begr. RegE, BT-Ds. 15/3418, S. 21.

⁴⁴ Begr. RegE, BT-Ds. 15/3418, S. 22.

ein eigenständiger Untersagungsgrund, der von § 104 Abs. 1b Nr. 1 VAG „trennscharf“ zu unterscheiden sein soll.⁴⁵ Gleichwohl ist nicht zu verkennen, dass eine „solide und umsichtige Führung“ neben „angemessenen geschäftlichen Plänen für die Fortsetzung und die Entwicklung der Geschäfte“ (§ 104 Abs. 1b Nr. 1 VAG) auch die für die „tatsächlichen und geplanten Geschäfte“ „notwendige finanzielle Solidität“ (§ 104 Abs. 1b Nr. 6 VAG) voraussetzt. Daher können vorstehende Überlegungen durchaus zur Konkretisierung von § 6 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 Hs. 1 Fall 2 BörsG herangezogen werden, wenn man diesen Sachverhalt nicht ohnehin schon unter Fall 1 der Vorschrift subsumiert⁴⁶. Abgesehen davon ist die zutreffende Überlegung hervorzuheben, dass es bei der Anteilseignerkontrolle nicht nur auf die (Konzern-)Rechtslage ankommt, wie manche glauben machen wollen,⁴⁷ sondern vor allem auch auf die Konzernwirklichkeit. Darauf wird zurückzukommen sein.

d) Zusammenschau der Gesetzesbegründungen

Nach den, in den verschiedenen Gesetzesbegründungen zum Ausdruck kommenden Vorstellungen des Gesetzgebers und ihrer sinngemäßen Übertragung auf das Börsenrecht, dient die börsenrechtliche Anteilseignerkontrolle mithin folgenden Zwecken:

- Information der Börsenaufsichtsbehörde über jede relevante Veränderung der Inhaberstruktur von Börsenträgern,
- Verhinderung der Übernahme von bedeutenden Beteiligungen durch Personen aus der organisierten Kriminalität,
- Schutz der Funktionsfähigkeit der Börse, insbesondere im Blick auf die Durchführung und angemessene Fortentwicklung des Börsenbetriebs,
- Schutz der Gläubiger des Börsenträgers und der Handelsteilnehmer,
- Schutz des Kapitalmarkts und des Finanzsystems insgesamt,
- Schutz vor der Einspeisung inkriminierter Gelder in das Finanzsystem,
- Gewährleistung einer wirksamen Aufsicht,
- Gewährleistung einer ausreichenden wirtschaftlichen Leistungskraft und eines entsprechenden Leistungswillens des Beteiligungserwerbers.

⁴⁵ S. auch Begr. RegE zum Gesetz zur Umsetzung der Beteiligungsrichtlinie (BGBl. I 2009, S. 470, 474 ff.), BT-Ds. 16/10536, S. 22.

⁴⁶ S.u. bei Fn. 112.

⁴⁷ Etwa Schwark, WM 2000, 2517, 2520 ff.

2. Europarechtliche Grundlage von § 6 BörsG

Durch Art. 38 der MiFID⁴⁸ hat § 6 BörsG eine gemeinschaftsrechtliche Grundlage erhalten. Die Vorschrift lautet:

„Anforderungen an Personen mit wesentlichem Einfluss auf die Verwaltung des geregelten Marktes

(1) Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass die Personen, die direkt oder indirekt tatsächlich wesentlichen Einfluss auf die Verwaltung des geregelten Marktes nehmen können, die zu diesem Zweck erforderliche Eignung besitzen müssen.

(2) Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass der Betreiber des geregelten Marktes, a) der zuständigen Behörde Angaben zu den Eigentumsverhältnissen des geregelten Marktes und/oder des Marktbetreibers, insbesondere die Namen aller Parteien, die wesentlichen Einfluss auf seine Geschäftsführung nehmen können, und die Höhe ihrer Beteiligung vorlegt und diese Informationen veröffentlicht;

b) die zuständige Behörde über jede Eigentumsübertragung, die den Kreis derjenigen verändert, die wesentlichen Einfluss auf die Führung des geregelten Marktes nehmen, unterrichtet und diese Übertragung veröffentlicht.

(3) Die zuständige Behörde verweigert die Genehmigung vorgeschlagener Änderungen der Mehrheitsbeteiligung des geregelten Marktes und/oder des Marktbetreibers, wenn objektive und nachweisbare Gründe für die Vermutung vorliegen, dass sie die solide und umsichtige Verwaltung des geregelten Marktes gefährden.“

Da § 3 BörsG a.F. dieser Vorschrift bereits im Wesentlichen entsprach, waren im Blick auf Art. 38 Abs. 2 lit. b der MiFID lediglich Ergänzungen von Absatz 6 erforderlich, die durch das FRUG⁴⁹ vorgenommen wurden⁵⁰.

In der Literatur wird freilich die Ansicht vertreten, dass der § 5 Abs. 1 S. 2 BörsG entnommene Fortentwicklungsauftrag des § 6 Abs. 2 Nr. 2 BörsG keine Grundlage in Art. 38 MiFID habe. Zudem enthalte die MiFID keine Öffnungsklausel für strengere nationale Regelungen. Eine gemeinschaftskonforme Anwendung der Vorschrift gebiete daher eine enge Auslegung.⁵¹

Dieser Ansicht ist nicht zu folgen; denn zum einen lässt sich sagen, dass eine solide und umsichtige Verwaltung des geregelten Marktes dessen angemessene Fortent-

⁴⁸ Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.4.2004 über Märkte und Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABl. Nr. L 145/1 vom 30.4.2004, S. 1 ff.

⁴⁹ Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz), BGBl. I 2007, S. 1330.

⁵⁰ Begr. RegE, BT-Ds. 16/4028, S. 82.

⁵¹ So Beck (Fn. 14), § 6 BörsG Rdn. 18; Christoph (Fn. 32), S. 229 f.

wicklung beinhaltet. Ohne eine solche Fortentwicklung droht nämlich mittelfristig eine Verkümmernung des Marktes bis hin zu seiner Einstellung. Zum anderen ist das Erfordernis einer soliden und umsichtigen Verwaltung seinerseits Art. 37 Abs. 1 MiFID entnommen, der die Anforderungen an die Leitung des geregelten Marktes umschreibt. Auch die MiFID stellt daher an Personen mit wesentlichem Einfluss auf die Verwaltung des geregelten Marktes dieselben Anforderungen wie an die Leitung des geregelten Marktes selbst. Und im Blick auf die Zulassung als geregelter Markt stellt Art. 36 Abs. 1 Unterabs. 2 MiFID klar, dass es sich bei den Anforderungen dieses Titels der Richtlinie um Mindestanforderungen („*zumindest*“) handelt. Daran ändert auch Art. 42 Abs. 6 MiFID (europäischer Pass) nichts. Auch Art. 36 Abs. 5 lit. e MiFID (Entzug der Zulassung) weist darauf hin, dass strengere nationale Vorschriften zulässig sind. Das Gebot gemeinschaftskonformer Anwendung verlangt daher keine einschränkende Auslegung von § 6 Abs. 2 Nr. 2 BörsG.

Das gilt auch im Blick auf die Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs zu nationalen Regeln, die den Kontrollerwerb an Gesellschaften behindern und daher die Kapitalverkehrsfreiheit beschränken,⁵² solange die Anteilseignerkontrolle nicht dazu instrumentalisiert wird, um deutsche Börsenträger vor einer missliebigen „Überfremdung“ zu schützen.⁵³ Derartige sachfremde Erwägungen würden freilich schon nach deutschem Verwaltungsrecht zur Fehlerhaftigkeit der Ermessensausübung bei der Anteilseignerkontrolle führen; denn einen „Überfremdungsschutz“ oder ähnliche standortpolitische Erwägungen intendiert § 6 Abs. 2 S. 1 BörsG nicht. Das ist heute fast schon Allgemeingut⁵⁴ und steht daher hier auch nicht in Frage.

3. Systematischer Zusammenhang

Wie soeben gezeigt, stellt die Anteilseignerkontrolle nach Art. 38 Abs. 1, Abs. 3 MiFID mit den Erfordernissen der „Eignung“ und der „soliden und umsichtigen Verwaltung“ auf dieselben Anforderungen ab, die Art. 37 Abs. 1 MiFID für die Leitung des geregelten Marktes aufstellt. Das ist konsequent; denn wenn eine „solide und umsichtige Verwaltung“ des geregelten Marktes gewährleistet sein soll, dann müssen diese An-

⁵² EuGH Urt. v. 4.6.2002, Rs. C-367/98 - Portugal, WM 2002, 1402 = EuZW 2002, 437; EuGH Urt. v. 4.6.2002, Rs. C-483/99 - Elf Aquitaine, Sammlung 2002 I-4785; EuGH Urt. v. 4.6.2002, Rs. C-503/99 - Belgien, Sammlung 2002 I-4809; EuGH Urt. v. 13.5.2003, Rs. C-463/00 - Spanien, NJW 2003, 2663 = WM 2003, 1072; EuGH Urt. v. 23.10.2007, Rs. C-112/05, WM 2007, 2060 = ZIP 2007, 2068; EuGH Urt. v. 8.7.2010, Rs. C-171/08 - Portugal II, WM 2010, 1362 = EuZW 2010, 701; EuGH Urt. v. 11.11.2010, Rs. C-543/08 - Portugal III; *Teichmann/Heise*, BB 2007, 2577; *Rapp-Jung/Bartosch*, BB 2009, 2210; *Lippert*, Jura 2009, 342; *Holle*, AG 2010, 14; *Stöber*, NZG 2010, 977; *Purnhagen*, EuZW 2010, 706; *Müller-Michaels*, BB 2010, 2395.

⁵³ *Ausf. Christoph*, WM 2004, 1856, 1863 ff.

⁵⁴ Anstelle anderer *Beck* (Fn. 14), § 6 BörsG Rdn. 17; *Christoph*, ZBB 2005, 82, 90; *Hopt* (Fn. 20), § 6 BörsG Rdn. 1; a.A. aber *Fenchel*, DStR 2002, 1355; vor Einführung der Anteilseignerkontrolle auch *Schneider/Burgard* (Fn. 10), 24, 36.

forderungen auch an Personen gestellt werden, die tatsächlich wesentlichen Einfluss auf die Verwaltung des geregelten Marktes haben. Ebenso konsequent spiegelt § 6 Abs. 2 S. 1 BörsG einerseits die Gründe für eine Versagung der Erlaubnis zur Errichtung einer Börse nach § 4 Abs. 3 BörsG sowie andererseits den wesentlichen Inhalt der Betriebspflicht nach § 5 Abs. 1 BörsG wider. Schon dieser systematische und teleologische Zusammenhang gebietet eine (weitgehend) einheitliche Auslegung der maßgeblichen Merkmale dieser Vorschriften.⁵⁵ Verstärkt wird dieser Zusammenhang überdies durch die einhellig anerkannte Auslegung des Merkmals der „Zuverlässigkeit“, wonach der Betreffende die Gewähr für ein ordnungsgemäßes, d. h. hier insbesondere der Betriebspflicht nach § 5 BörsG entsprechendes Verhalten bieten muss, näher dazu u. D. II. 1. a)).

4. Sinn und Zweck der börsenrechtlichen Anteilseignerkontrolle

a) Einordnung der bisherigen Überlegungen

Welche Zwecke der Gesetzgeber ausweislich der einschlägigen Begründungen mit der börsenrechtlichen Anteilseignerkontrolle verfolgt hat, wurde oben (D.I.1.a-d) dargelegt. Diese – auf den ersten Blick – unterschiedlichen Gesetzeszwecke stehen freilich nicht unverbunden nebeneinander. Vielmehr zeigen sowohl der Wortlaut und die europarechtlichen Grundlagen der börsenrechtlichen Anteilseignerkontrolle als auch ihr systematischer Zusammenhang, dass es vor allem um die Gewährleistung einer ordnungsgemäßen Erfüllung der Betriebspflicht geht. Selbst die Verhinderung „*der Übernahme von bedeutenden Beteiligungen durch Personen aus der organisierten Kriminalität*“ ist nur ein Teilaspekt dieses übergeordneten Gesetzeszwecks – was die zitierte Gesetzesbegründung zu § 3 BörsG a.F. (o. D. I. 1.a)) allerdings eher verdunkelt als erhellt. Auch der dortige Verweis auf die Gesetzesbegründungen zu §§ 2b KWG, 104 VAG ist nur eingeschränkt überzeugend.⁵⁶ So bietet der Betrieb einer Börse weit weniger Möglichkeiten, kriminelle Gelder in den Finanzkreislauf zu schleusen als der Betrieb einer Versicherung oder gar eines Kreditinstituts. Auch der Gläubigerschutz spielt bei Börsen keine so große Rolle wie bei Kreditinstituten und Versicherungsunternehmen, bei denen es insofern vor allem um den Schutz ihrer Kunden geht. Hier dient die Sicherung der Solvenz des Börsenträgers dagegen in erster Linie der Gewährleistung einer ordnungsgemäßen Erfüllung seiner Betriebspflicht.

Die maßgebliche Bedeutung der Gewährleistung einer ordnungsgemäßen Erfüllung der Betriebspflicht i.S.d. § 5 BörsG sowohl für die Erlaubnis nach § 4 als auch für die

⁵⁵ Beck (Fn. 14), § 6 BörsG Rdn. 12.

⁵⁶ Beck (Fn. 14), § 6 BörsG Rdn. 16; s. aber auch *Kümpel* Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2004, Rdn. 17.289 ff.

Anteilseignerkontrolle nach § 6 BörsG ergibt sich freilich nicht nur aus dem Wortlaut, den europarechtlichen Grundlagen und dem systematischen Zusammenhang dieser Vorschriften. In erster Linie ist diese Bedeutung vielmehr Ausfluss der rechtlichen Verfassung der Börsen, die wiederum Ausdruck ihrer herausragenden gesamtwirtschaftlichen Bedeutung ist. Das bedarf näherer Erläuterung.

b) Rechtliche Verfassung der Börsen

Nach § 2 Abs. 1 BörsG sind Börsen teilrechtsfähige („unselbständige“) Anstalten des öffentlichen Rechts. Dabei beschränkt sich ihre Teilrechtsfähigkeit auf ihr öffentlich-rechtliches Handeln, § 2 Abs. 1, 4 BörsG. Anders als (voll-)rechtsfähige („selbständige“) Anstalten des öffentlichen Rechts sind sie zivilrechtlich nicht fähig, Träger von Rechten und Pflichten zu sein. Teilrechtsfähige Anstalten sind daher in noch viel größerem Maße auf ihren Träger angewiesen als vollrechtsfähige Anstalten, weil sie ohne diesen zivilrechtlich nicht handlungsfähig sind. Dementsprechend ist die Pflicht des Börsenträgers, der Börse die für ihren Betrieb erforderlichen materiellen und personellen Mittel zur Verfügung zu stellen, nicht nur eine wirtschaftliche, sondern eine rechtliche Notwendigkeit, und zwar eine rechtliche Notwendigkeit, die weit über die Erfüllung gewerberechtlicher Pflichten zur Gefahrenabwehr, wie sie im öffentlichen Interesse etwa nach KWG oder VAG bestehen, hinausgeht. Umgekehrt ist der Börsenträger ohne die Börse öffentlich-rechtlich nicht handlungsfähig. Börse und Börsenträger bilden daher nicht nur eine wirtschaftliche, sondern auch eine rechtliche Einheit: Ohne Anstalt gibt es keinen Träger und ohne Träger keine Anstalt.⁵⁷ Beide sind „auf Gedeih und Verderb“⁵⁸ aufeinander angewiesen.

Hergestellt wird diese „symbiotische“ Verbindung durch die Erlaubnis nach § 4 Abs. 1 BörsG. Diese Erlaubnis ist freilich ebenfalls nicht gewerberechtlicher Natur. Vielmehr ist sie mit der Wahrnehmung hoheitlicher Kompetenzen verbunden und daher als Beleihung zu qualifizieren.⁵⁹ Was aber ist – und das ist die hier entscheidende Frage – Sinn und Zweck dieser eigentümlichen, im internationalen Vergleich ganz und gar unüblichen rechtlichen Konstruktion?

aa) Sinn und Zweck

Die rechtliche Verfassung von Börsen hat beileibe nicht nur (aber auch)⁶⁰ historische Gründe. Das zeigt sich nicht zuletzt daran, dass sie erst durch das FRUG ausdrück-

⁵⁷ Burgi, WM 2009, 2337, 2340.

⁵⁸ Schneider/Burgard (Fn. 10), 24, 27.

⁵⁹ Allg. M., s. nur Begr. RegE, BT-Ds.14/8017, S. 72; Beck (Fn. 14), § 4 BörsG Rdn. 6 m.w.Nw.; vgl. ferner Stober in Wolff/Bachof/Stober, Verwaltungsrecht Band 3, 5. Aufl. 2004, § 90 Rdn. 20.

⁶⁰ Burgi, WM 2009, 2337, 2338 m.w.Nw.

lich im Gesetz festgeschrieben wurde. Vielmehr dient das althergebrachte Instrument einer Beleihung Privater einerseits ganz im Allgemeinen, ebenso wie hier, dem Zweck, die öffentliche Hand zu entlasten sowie private Initiative, Finanzmittel, technische und andere Sachkunde auch im Dienste einer bürgernahen und effektiven Verwaltung zu mobilisieren.⁶¹ Damit stellt sich freilich andererseits die Frage, warum die Börsen nicht, wie international üblich und von Vielen in der Reformdiskussion favorisiert⁶², ganz in das Privatrecht überführt wurden. Das hätte freilich nicht nur den oft betonten Nachteil gehabt, dass den Börsen ihre öffentlich-rechtliche Rechtssetzungs- und Handlungsmöglichkeiten genommen worden wären.⁶³ Vielmehr hätte sich der Staat damit einer gesamtwirtschaftlich höchst bedeutsamen infrastrukturellen Aufgabe entledigt und sie den wirtschaftlichen Interessen Privater anheimgestellt. Das aber wollte der Gesetzgeber wegen dieser Bedeutung der Aufgabe offenbar nicht; denn wenn der Staat zur Organisationsform der Anstalt greift, „dann geht es ihm darum, eine bestimmte Aufgabe, deren Erledigung im öffentlichen Interesse liegt, nicht dem privatwirtschaftlichen Sektor zu überlassen bzw. zu überantworten, sondern sie zu einer Staatsaufgabe zu machen bzw. als Staatsaufgabe fortzuführen.“⁶⁴

bb) Allgemeine Folgerungen

Soll eine Aufgabe Staatsaufgabe sein oder bleiben, bedeutet das freilich zugleich, dass das letztverantwortliche Zurechnungsendsubjekt, auf das sich die öffentliche Aufgabe zurückführen lassen muss, ein staatlicher Träger sein muss. Das ist auch ein Gebot des aus Art. 20 Abs. 2 GG abgeleiteten Gebots der demokratischen Legitimation jeglichen Staatshandelns. Im Falle der Börsen ist das letztverantwortliche Zurechnungsendsubjekt daher das jeweilige Bundesland, bei der FWB also das Land Hessen. Dieses hat sodann die Staatsaufgabe „Börsenbetrieb“ an den Börsenträger durch Beleihung delegiert, wodurch ein öffentlich-rechtliches Auftrags- und Treuhandverhältnis begründet wird⁶⁵. Das Land Hessen ist also der demokratisch legitimierte Träger hinter dem mit der Staatsaufgabe Börsenbetrieb beliehenen Träger der Börse („Träger hinter dem Träger“)⁶⁶ und der Träger der Börse, hier also die DB AG, ist als Auftrags- und Treunehmer Glied der öffentlichen Verwaltung des Landes Hes-

⁶¹ Stober (Fn. 59), § 90 Rdn. 3.

⁶² Baums/Segna, Börsenreform, 1998, S. 51, 59 ff.; Beck (Fn. 14), BörsG Einl. Rdn. 19; Claussen, ZBB 2001, 1 ff.; Hopt/Baum, Börsenreform 1997, S. 407; Hellwig, ZGR 1999, 781 ff.; Merkt in: Verhandlungen des 64. Deutschen Juristentages Berlin 2002, Band I Gutachten, Teilgutachten G, S. G 81 ff.; Schwark in Heldrich/Hopt (Hrsg.), 50 Jahre BGH, Festgabe aus der Wissenschaft, 2000, S. 455, 492.

⁶³ Etwa Kümpel, WM 1997, 1917 ff.

⁶⁴ Burgi, WM 2009, 2337, 2338; s. auch Kümpel (Fn. 56), Rdn. 17.253 („großes Interesse des Staates und der Öffentlichkeit“).

⁶⁵ Kümpel (Fn. 56), Rdn. 17.265 ff.; Stober (Fn. 59), § 90 Rdn. 45

⁶⁶ Burgi, WM 2009, 2337, 2339.

sen als Auftrag- und Treugeber.⁶⁷ Die DB AG erledigt mithin als Träger der FWB keine eigene, sondern eine fremde Aufgabe, nämlich eine Staatsaufgabe des Landes Hessen.⁶⁸

Vor diesem Hintergrund wird deutlich, dass es sich bei der Tätigkeit als Börsenträger nicht um eine autonome, beliebig übertragbare privatwirtschaftliche Dienstleistung handelt, sondern um einen Fall der Teilhabe an der Ausübung von Staatsgewalt.⁶⁹ Deswegen besteht weder ein Anspruch auf Beleihung mit dieser Aufgabe (die Erlaubnis nach § 4 Abs. 1 BörsG steht im Ermessen der Behörde)⁷⁰ noch kann der Börsenträger, wenn er die Erfüllung dieser Aufgabe erst einmal übernommen hat, sich ihr ohne weiteres wieder entledigen (kein „Genehmigungsverzicht“)⁷¹ oder sie übertragen. Aus dem Dauerverwaltungsakt der Beleihung folgt vielmehr die Daueraufgabe der Betriebspflicht.

cc) Folgerungen im Blick auf die Betriebspflicht

Da es sich bei dem Börsenbetrieb um eine Staatsaufgabe handelt, hat der Staat, hier also das Land Hessen, ein berechtigtes und auch rechtlich geschütztes Interesse daran, dass der Börsenträger seine Betriebspflicht nicht nur ordnungsgemäß (im Sinne von regelgerecht), sondern auch nach besten Kräften erfüllt. Das entspricht nicht nur (subsidiär anwendbaren)⁷² allgemeinen Regeln des Auftragsrechts,⁷³ sondern kommt auch in der Pflicht zu einer angemessenen Fortentwicklung des Börsenbetriebs gemäß § 5 Abs. 1 S. 2 BörsG zum Ausdruck, die in den Grenzen der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit des Trägers und des Grundsatzes der Verhältnismäßigkeit eine Förderung der Wettbewerbsfähigkeit des Börsenbetriebs verlangt, wobei die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit des Trägers allerdings ausreichen muss, um erforderliche im Sinne von notwendige Fortentwicklungen des Börsenbetriebs (insbes. im Blick auf § 5 Abs. 4 Nr. 2 und 3 BörsG) zu finanzieren, andernfalls eine Aufhebung der Erlaubnis nach § 4 Abs. 5 S. 1 Nr. 2 i.V.m. § 4 Abs. 3 Nr. 4, § 5 Abs. 1 S. 2 BörsG zu prüfen ist (näher u.D.III.1.b).

Die Fortentwicklungspflicht bedeutet also, dass der Börsenträger im Rahmen seiner wirtschaftlichen Leistungskraft versuchen muss, die Wettbewerbsfähigkeit der Börse im Zusammenwirken mit den zuständigen Börsenorganen beständig zu verbessern.

⁶⁷ *Kümpel* (Fn. 56), Rdn. 17.205; *Stober* (Fn. 59), § 90 Rdn. 19.

⁶⁸ *Stober* (Fn. 2), § 35 Rdn. 20

⁶⁹ *Burgi*, WM 2009, 2337, 2340, 2342.

⁷⁰ *Beck* (Fn. 14), § 4 BörsG Rdn. 4; s. auch *Stober* (Fn. 59), § 90 Rdn. 40.

⁷¹ Allg. Meinung, s. nur *Beck* (Fn. 14), § 4 BörsG Rdn. 31; *Kümpel* (Fn. 56), Rz. 17.279 f.; *Posegga*, WM 2002, 2402, 2403 f.; jew. m.w.Nw; s. ferner *Stober* (Fn. 59) § 90 Rdn. 45, 51.

⁷² *Kümpel* (Fn. 56) Rdn. 17.266.

⁷³ S. etwa *Martinek* in Staudinger, BGB, Neubearbeitung 2006, § 662 Rdn. 26, 31 („nach besten Kräften“, „größtmöglichen Nutzen für den Auftraggeber“).

Im Blick hierauf hat der Börsenträger auch die Erhaltung und Verbesserung seiner wirtschaftlichen Leistungskraft anzustreben. Beides wird er aufgrund seines wirtschaftlichen Eigeninteresses freilich normalerweise ohnehin tun.⁷⁴

dd) Keine Fachaufsicht

Der Fortentwicklungsauftrag berechtigt die Börsenaufsichtsbehörde allerdings nicht zu einer Fachaufsicht. Bloße Zweckmäßigkeitserwägungen sind ihr daher verwehrt. Zwar unterstehen Beliehene regelmäßig der Fachaufsicht,⁷⁵ was auch Ausfluss der erforderlichen demokratischen Legitimation ist⁷⁶. Nach dem Wortlaut von § 3 Abs. 1 BörsG und weiteren Erwägungen unterliegen die Börse⁷⁷ und ihr Träger⁷⁸ dagegen wohl nur der Rechtsaufsicht, wobei die Bedeutung der Frage freilich zumeist als gering eingeschätzt wird⁷⁹. Dem ist für die Praxis angesichts des weiten Beurteilungsmaßstabs (insb. der Betriebspflicht) gewiss zuzustimmen. Gleichwohl bestehen Unterschiede, die sich am besten beispielhaft verdeutlichen lassen, wobei sich zugleich erweist, dass die Beschränkung auf eine bloße Rechtsaufsicht sachgerecht ist:

Will der Börsenträger ein neues Handelssystem einführen, so kann die Börsenaufsichtsbehörde auch als bloße Rechtsaufsichtsbehörde hiergegen einschreiten, wenn sie Bedenken gegen die Geeignetheit des neuen Handelssystems hat, vgl. § 5 Abs. 4 Nr. 2 und 3 BörsG. Hat sie hingegen nur Bedenken wegen der erforderlichen Investitionskosten, so ist dies eine reine Zweckmäßigkeitserwägung, die der Rechtsaufsicht grundsätzlich verwehrt ist. Sollten die Investitionskosten allerdings gemessen an der wirtschaftlichen Leistungskraft des Trägers derart hoch sein, dass die dauerhafte Erfüllung der Betriebspflicht gefährdet erscheint, so kann die Behörde als Rechtsaufsicht wiederum einschreiten, es sei denn, dass die dauerhafte Erfüllung der Betriebspflicht ohne die Einführung des neuen Handelssystems ebenfalls nicht auf Dauer gewährleistet werden kann; dann handelt es sich nämlich wiederum um eine unternehmerische Entscheidung, die einer bloßen Rechtsaufsicht entzogen ist.

ee) Folgerungen für die Anteilseignerkontrolle

Im Blick nun auf die Anteilseignerkontrolle ist zu bedenken, dass die Leistungsfähigkeit und Leistungsbereitschaft des Börsenträgers in erster Linie von ihren Gesellschaftern abhängt; denn die Gesellschafter sind Herren des Verbandes. Das gilt

⁷⁴ Beck (Fn. 14), § 5 Rdn. 5.

⁷⁵ Stober (Fn. 59), § 90 Rdn. 46.

⁷⁶ Burgi, WM 2009, 2337, 2342; Christoph (Fn. 32), S. 140 f.

⁷⁷ Beck (Fn. 14), § 3 BörsG Rdn. 7 ff.; Christoph (Fn. 32), S. 141 f.

⁷⁸ Beck (Fn. 14), § 3 BörsG Rdn. 19.

⁷⁹ Burgi, WM 2009, 2337/2342 f.; Kümpel (Fn. 56), Rdn. 17.262 ff.; Schwark, WM 2000, 2517, 2521.

auch bei der Aktiengesellschaft ungeachtet dessen, dass der Vorstand die Gesellschaft gemäß § 76 Abs. 1 AktG in eigener Verantwortung leitet; denn die Aktionäre treffen die Grundlagenentscheidungen. Und die Aktionäre wählen den Aufsichtsrat, der den Vorstand bestellt. Deswegen ist es für die Beurteilung der Eignung einer Gesellschaft als Börsenträgerin (u. a.) von ausschlaggebender Bedeutung, ob einzelne Gesellschafter maßgeblichen Einfluss auf die Gesellschaft ausüben können und wie deren Leistungsfähigkeit und Leistungsbereitschaft im Blick auf die Erfüllung der Betriebspflicht zu beurteilen ist. Das ist der entscheidende Sinn und Zweck von § 4 Abs. 3 Nr. 3 BörsG und hiermit korrespondierend von § 6 Abs. 2 S. 1 BörsG. Deswegen sieht § 5 Abs. 4 Nr. 1 BörsG vor, dass der Börsenträger verpflichtet ist *„Vorkehrungen zu treffen, um Konflikte zwischen Eigeninteressen des Börsenträgers oder dessen Eigentümern und dem öffentlichen Interesse am ordnungsgemäßen Betrieb der Börse zu erkennen und zu verhindern, soweit diese geeignet sind, sich nachteilig auf den Börsenbetrieb oder auf die Handelsteilnehmer auszuwirken, insbesondere soweit die der Börse gesetzlich übertragenen Überwachungsaufgaben betroffen sind.“* Ein solcher Interessenkonflikt liegt beispielweise vor, wenn erkennbar ist, dass die Rücksichtnahme des Börsenträgers auf die Interessen seiner Anteilseigner z. B. an möglichst hohen Gewinnausschüttungen geeignet ist, sich nachteilig auf die Erfüllung seiner Betriebspflicht auszuwirken.⁸⁰

Daher muss die Börsenaufsichtsbehörde bei der Anteilseignerkontrolle vor allem prüfen, ob Tatsachen die Annahme rechtfertigen, dass die Leistungsfähigkeit oder Leistungsbereitschaft des Börsenträgers zur Erfüllung seiner Betriebspflicht, insbesondere auch hinsichtlich des Fortentwicklungsauftrags, beeinträchtigt wird.

Dabei ist nicht nur zu berücksichtigen, dass der Betrieb von Börsen generell ein erhebliches rechtliches, wirtschaftliches und technisches Know-how sowie große und dauerhafte Zuverlässigkeit (vgl. § 4 Abs. 3 Nr. 2, § 5 Abs. 4 Nr. 2 und 3 BörsG) und eine dementsprechende finanzielle, personelle und sachliche Mittelausstattung (§ 5 Abs. 1 S. 2 BörsG) voraussetzt. Vielmehr richten sich die zu stellenden Anforderungen darüber hinaus nach dem Zuschnitt des konkreten Börsenbetriebs im Einzelfall, vgl. § 5 Abs. 5 BörsG. Vereinfacht gesagt: Je größer die Börse, desto höher sind die an den Börsenträger und seine Anteilseigner zu stellenden Anforderungen.

ff) Berücksichtigung der Zwecke des Börsengesetzes

Das gilt umso mehr als sich das öffentliche Interesse (§ 3 Abs. 3 BörsG), das die Börsenaufsichtsbehörde bei der Überwachung der ordnungsgemäßen Erfüllung des Staatsauftrags wahrzunehmen hat, sich nicht in dem Schutz der Funktionsfähigkeit

⁸⁰ Beck (Fn. 14), § 5 BörsG Rdn. 24.

der ihrer Aufsicht anvertrauten Börsen erschöpft. Vielmehr stellt die Börsenaufsicht einen Fall des Vollzugs von Bundesrecht durch Landesbehörden dar.⁸¹ Zu berücksichtigen ist daher nicht nur das Interesse des jeweiligen Landes an dem Betrieb einer Börse, sondern auch das bundesstaatliche Gesamtinteresse, das im Zweck des Börsengesetzes zum Ausdruck kommt.

Das Börsengesetz, als ältester Teil des deutschen Kapitalmarktrechts, dient, wie das gesamte Kapitalmarktrecht, einerseits der Gewährleistung und Verbesserung des Anlegerschutzes auch im Sinne einer Sicherung und Steigerung des Vertrauens der Anleger in Fairness, Integrität und Ordnungsmäßigkeit des Kapitalmarkts, d. h. im Kontext des Börsengesetzes: des Börsenhandels. Andererseits dient es der Gewährleistung und Steigerung der Attraktivität und der internationalen Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland, d. h. hier: der deutschen Börsen.⁸²

Freilich wird teilweise bezweifelt, dass der zuletzt genannte Aspekt bei der Anteilseignerkontrolle (bzw. vergleichbaren Entscheidungen) zu beachten ist bzw. beachtet werden darf.⁸³ Daran ist richtig, dass das Argument der Förderung des Finanzplatzes Deutschland weder zu einer Diskriminierung, namentlich von EU-Ausländern noch sonst zu standort-, wettbewerbs- oder börsenpolitischen Erwägungen berechtigt oder gar verpflichtet.⁸⁴ Richtig ist auch, dass es in erster Linie dem Gesetzgeber obliegt, für entsprechende Rahmenbedingungen zu sorgen.⁸⁵ Das bedeutet jedoch nicht, dass ein wichtiger und vom Gesetzgeber immer wieder betonter Gesetzeszweck von der das Gesetz vollziehenden Behörde einfach ignoriert werden dürfe oder gar müsse. Vielmehr ist diesem Gesetzeszweck – ebenso wie dem Zweck des Anlegerschutzes – entsprechend den allgemein anerkannten Regeln bei der Auslegung und Anwendung des Gesetzes Rechnung zu tragen. Das bedeutet beispielsweise, dass die genannten Zwecke Teil des öffentlichen Interesses sind, das die Aufsichtsbehörde insbesondere nach § 3 Abs. 3, die Börsenorgane etwa nach §§ 7 Abs. 6, 12 Abs. 6, 15 Abs. 6 und der Börsenträger nach § 5 Abs. 4 Nr. 1 BörsG in den vorgenannten Grenzen (also etwa keine Standortpolitik, aber Funktionsschutz des Kapitalmarkts z. B. durch Wahrnehmung von Anlegerinteressen) zu berücksichtigen haben. Und im Rahmen der Anteilseignerkontrolle ist den genannten Gesetzeszwecken durch eine entsprechende Auslegung und Anwendung insbesondere von § 6 Abs. 2 S. 1 BörsG Rechnung zu tragen (s. etwa auch u. D. II. 1. a)). Das bedeutet zum Beispiel, dass die Börsenaufsichtsbehörde der Beeinträchtigung einer wirksamen Aufsicht und da-

⁸¹ Anstelle anderer *Beck* (Fn. 14), § 3 BörsG Rdn. 4.

⁸² *Beck* (Fn. 14), § 1 BörsG Rdn. 2.

⁸³ So schon *Schwark*, WM 2000, 2517, 2527, der die Frage freilich, wie er selbst schreibt, an der falschen Stelle prüft.

⁸⁴ S. schon o. Fn. 54.

⁸⁵ Insoweit zutr. *Schwark*, WM 2000, 2517, 2527.

mit des Vollzuges des Börsengesetzes entgegenzutreten hat, s. dazu bereits o. D. I. 1. b).

gg) Zusammenfassung

Im Blick auf den Sinn und Zweck der Anteilseignerkontrolle lassen sich vorstehende Überlegungen wie folgt stichwortartig zusammenfassen:

- Übergeordneter Sinn und Zweck der börsenrechtlichen Anteilseignerkontrolle ist die Gewährleistung einer ordnungsgemäßen Erfüllung der Betriebspflicht.
- Die Betriebspflicht ist keine bloße gewerberechtliche Pflicht, sondern aufgrund der zivilrechtlichen Handlungsunfähigkeit der Börsen eine rechtliche Notwendigkeit. Sie entsteht durch die als Beleihung zu qualifizierende Erlaubnis nach § 4 Abs. 1 BörsG.
- Mit der Wahl der Rechtsform der Anstalt bringt der Gesetzgeber zum Ausdruck, dass der Börsenbetrieb eine Staatsaufgabe ist, die er nicht den wirtschaftlichen Interessen Privater überlassen will.
- Letztverantwortliches Zuordnungssubjekt dieser Staatsaufgabe („Träger hinter dem Träger“) ist im Falle der FWB das Land Hessen. Die DB AG nimmt aufgrund der Beleihung den Betrieb der Börse für das Land war. Als Staatsaufgabe ist der Börsenbetrieb keine beliebig disponible private Dienstleistung.
- Weil es sich bei dem Börsenbetrieb um eine Staatsaufgabe handelt, hat der Staat ein berechtigtes und gesetzlich geschütztes Interesse (Fortentwicklungspflicht nach § 5 Abs. 1 S. 2 BörsG) daran, dass der Börsenträger die Betriebspflicht nicht nur regelgerecht, sondern auch nach besten Kräften erfüllt, d. h. in den Grenzen seiner wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit und den Grenzen des Grundsatzes der Verhältnismäßigkeit auf eine beständige Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit der Börse hinwirkt.
- Gleichwohl ist die Börsenaufsicht bloße Rechts- und keine Fachaufsicht.
- Im Blick auf die Anteilseignerkontrolle ist zu bedenken, dass die wirtschaftliche Leistungskraft und Leistungsbereitschaft des Börsenträgers maßgeblich von seinen Gesellschaftern abhängt. Den sich hieraus ergebenden Interessenkonflikt hat der Gesetzgeber in § 5 Abs. 4 Nr. 1 BörsG geregelt.
- Daher muss die Börsenaufsichtsbehörde bei der Anteilseignerkontrolle vor allem prüfen, ob Tatsachen die Annahme rechtfertigen, dass die Leistungsfähigkeit oder Leistungsbereitschaft des Börsenträgers zur Erfüllung seiner Betriebspflicht, insbesondere auch hinsichtlich des Fortentwicklungsauftrags, beeinträchtigt wird. Die hierbei zu stellenden Anforderungen richten sich nach dem konkreten Zuschnitt des Börsenbetriebs im Einzelfall, vgl. § 5 Abs. 5 BörsG.

- Zu berücksichtigen sind schließlich die allgemeinen Zwecke des Börsengesetzes, nämlich Anlegerschutz und Förderung des Finanzplatzes Deutschland. Letzteres rechtfertigt allerdings keine standort-, wettbewerbs- oder börsenpolitischen Erwägungen.

c) Zwischenergebnis

Nach Wortlaut, Entstehungsgeschichte und Systematik des Gesetzes sowie aufgrund der rechtlichen Verfassung von Börsen, ist es primärer Sinn und Zweck der börsenrechtlichen Anteilseignerkontrolle zu gewährleisten, dass der mit der Staatsaufgabe Börsenbetrieb beliehene Börsenträger seine Betriebspflicht regelgerecht und nach besten Kräften erfüllt. Dementsprechend hat die Börsenaufsichtsbehörde bei der Anteilseignerkontrolle vor allem zu prüfen, ob Tatsachen die Annahme rechtfertigen, dass die Leistungsfähigkeit oder Leistungsbereitschaft des Börsenträgers zur Erfüllung seiner Betriebspflicht, insbesondere auch hinsichtlich der Fortentwicklungspflicht, beeinträchtigt wird. Die hierbei zu stellenden Anforderungen richten sich nach dem konkreten Zuschnitt des Börsenbetriebs im Einzelfall, vgl. § 5 Abs. 5 BörsG. Alle anderen in den Gesetzesbegründungen genannten Gesetzeszwecke (o. D. I. 1. d)) sind im Grunde nur Teilaspekte des eingangs genannten primären Gesetzeszwecks.

5. Verfassungsrechtliche Zulässigkeit

Ungeachtet der Frage, ob angesichts der europarechtlichen Grundlagen der börsenrechtlichen Anteilseignerkontrolle die Jurisdiktion des Bundesverfassungsgerichts nach seiner eigenen Rechtsprechung nicht ohnehin eingeschränkt ist,⁸⁶ bestehen angesichts des vorstehenden Zwecks der Anteilseignerkontrolle keine durchgreifenden verfassungsrechtlichen Bedenken gegen § 6 Abs. 2 S. 1 BörsG.⁸⁷ Einer einschränkenden verfassungskonformen Auslegung der Vorschrift bedarf es daher nicht, und zwar auch nicht im Blick auf ihre mögliche Instrumentalisierung als Mittel einer Standortpolitik, da die Vorschrift dergleichen, wie gesagt, ohnehin nicht bezweckt.

⁸⁶ BVerfG Beschl. v. 6.7.2010, Az. 2 BvR 2661/06 - Honeywell, BVerfGE 126, 286 = NJW 2010, 3422 = ZIP 2010, 1711; dazu *Schubert*, EWiR 2010, 685; *Sauer*, EuZW 2011, 94; *Folz*, EuZA 2011, 308; *Mayer/Walter*, Jura 2011, 532.

⁸⁷ Näher *Beck* (Fn. 14), § 6 BörsG Rdn. 15 ff.; *Christoph*, WM 2004, 1856, 1859 ff., der lediglich gegen die zwangsweise Veräußerung der Anteile verfassungsrechtliche Bedenken erhebt.

II. Auslegung und Konkretisierung der einzelnen Tatbestandsvoraussetzungen

Vor dem Hintergrund des vorstehenden Zwecks der börsenrechtlichen Anteilseignerkontrolle, sind nunmehr in einem zweiten Schritt die einzelnen Tatbestandsvoraussetzungen von § 6 Abs. 2 S. 1 BörsG auszulegen und zu konkretisieren.

1. Unzuverlässigkeit (§ 6 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 Fall 1 BörsG)

a) Inhalt, Bedeutung und Begründung

Das Kriterium der Zuverlässigkeit entstammt dem allgemeinen Gewerberecht (vgl. etwa § 35 GewO). Gewerberechtlich unzuverlässig ist nach ständiger Rechtsprechung und allgemeiner Ansicht der Literatur, wer keine Gewähr dafür bietet, dass er sein jeweiliges Gewerbe in Zukunft ordnungsgemäß ausüben wird.⁸⁸ Nicht ordnungsgemäß ist die Gewerbeausübung, wenn der Gewerbetreibende nicht willens oder nicht in der Lage ist, die im öffentlichen Interesse zu fordernde einwandfreie Führung des Gewerbes zu gewährleisten.⁸⁹ Sinn und Zweck des Erfordernisses der Zuverlässigkeit ist die Gefahrenabwehr im öffentlichen Interesse.⁹⁰

Bezogen auf den Inhaber einer bedeutenden Beteiligung an dem Träger einer Börse bedeutet dies, dass Unzuverlässigkeit anzunehmen ist, wenn der Inhaber nicht willens oder in der Lage ist, einen ordnungsgemäßen Betrieb der Börse zu gewährleisten, also insbesondere die Erfüllung der Betreiberpflichten des Trägers nach § 5 BörsG sicherzustellen.⁹¹ Daneben kann freilich auch die Verletzung anderer einschlägiger Bestimmungen oder behördlicher Anordnungen z. B. nach dem BörsG, dem WpHG, dem KWG oder dem AktG sowie die Verletzung von steuerrechtlichen oder sozialversicherungsrechtlichen Pflichten oder Verstöße gegen relevante Strafnormen die Unzuverlässigkeit begründen.⁹²

Dabei setzt die Feststellung der Unzuverlässigkeit allerdings weder einen Schuldvorwurf oder ein sonstiges Unwerturteil voraus noch beinhaltet diese Feststellung einen solchen Vorwurf oder ein solches Urteil.⁹³ Vielmehr ist es unerheblich, aus

⁸⁸ BVerwG GewA 1971, 200, 201; 1982, 233; 294; 298; 299, 300; 301; 303; 1999, 72, *Friauf/Heß*, GewO, Losebl., Stand 12/ 2010, § 35 Rdn. 48; *Ennuschat* in Tettinger/Wank/Ennuschat GewO, 8. Auflage 2007, § 35 Rn. 27.

⁸⁹ *Marcks* in Landmann/Rohmer (Hrsg.), Gewerbeordnung, 57. Ergänzungslieferung 2010, § 35 Rdn. 29; *Brüning* in Pilow (Hrsg.), Beck'scher Online-Kommentar GewO, § 35 Rdn. 19.

⁹⁰ *Eifert*, JuS 2004, 565, 568; *Frotscher* in Schmidt/Bauer/Mögele (Hrsg.), Öffentliches Wirtschaftsrecht, Bd. 2, 1995, § 1 Rn. 81; *Ennuschat* in Tettinger/Wank/Ennuschat (Fn. 88), § 35 Rn. 34; *Brüning* in Pielow (Fn. 89), § 35 Einleitung; *Ambts* in Erbs/Kohlhaas (Hrsg.), Strafrechtliche Nebengesetze, 184. Ergänzungslieferung 2011, GewO § 35 Rn. 1.

⁹¹ Anstelle anderer *Beck* (Fn. 14), § 6 BörsG Rdn. 12, § 4 Rdn. 22.

⁹² *Beck* (Fn. 14), § 4 BörsG Rdn. 23.

⁹³ BVerwG Urt. v. 2.2.1982, Az. 1 C 146/80, BVerwGE 65, 1, 4; *Ambts* in Erbs/Kohlhaas (Fn. 90), GewO § 35 Rn. 3; *Ennuschat* in Tettinger/Wank/Ennuschat (Fn. 88), § 35 Rn. 34; *Marcks* in Landmann/Rohmer (Fn. 89), § 35 Rn. 30.

welchem Grund der Anteilsinhaber die an ihn zu stellenden Anforderungen nicht erfüllt. Die Gründe können daher auch außerhalb seiner Einflussosphäre liegen.

Überdies muss keine letzte Gewissheit darüber bestehen, ob der Anteilserwerber tatsächlich die an ihn zu stellenden Anforderungen nicht erfüllen wird,⁹⁴ was angesichts des prognostischen Charakters dieser Einschätzung ja auch nicht möglich ist. Vielmehr reicht es aus, dass die Tatsachen diese „*Annahme rechtfertigen*“, die Annahme mangelnder künftiger Pflichterfüllung also hinreichend plausibel ist. Gleichsinnig verlangt Art. 38 Abs. 3 MiFID das Vorliegen objektiver und nachweisbarer Gründe für eine entsprechende „*Vermutung*“.

Das bedeutet freilich richtigerweise nicht, dass der Behörde ein gerichtlich nicht voll nachprüfbarer Beurteilungsspielraum zukäme.⁹⁵ Vielmehr weist schon der Wortlaut „*rechtfertigen*“ auf eine volle gerichtliche Überprüfbarkeit hin.

Zu bedenken ist ferner der Sinn und Zweck des Erfordernisses der Zuverlässigkeit, nämlich Gefahren abzuwehren. Eine Gefahr ist nach allgemeiner Ansicht ein Sachlage, in der mit hinreichender Wahrscheinlichkeit bei ungehindertem Geschehensablauf in absehbarer Zeit ein Schaden für ein geschütztes Rechtsgut eintreten wird.⁹⁶ Ob ein Sachverhalt eine Gefahr darstellt, ist von der zuständigen Behörde mittels Prognose zu entscheiden. Sie kann dazu auch Erfahrungswissen sowie wissenschaftliche Erkenntnisse heranziehen.⁹⁷ Die Prognose ist gerichtlich voll überprüfbar.⁹⁸ Welcher Wahrscheinlichkeitsgrad für die Bejahung einer konkreten Gefahr notwendig ist, hängt entsprechend dem Verhältnismäßigkeitsgrundsatz von der Bedeutung des bedrohten Rechtsgutes und dem Ausmaß des möglichen Schadens ab.⁹⁹ Je ranghöher das Schutzgut und je größer und folgenschwerer der drohende Schaden ist, umso geringere Anforderungen sind an die Wahrscheinlichkeit des Schadenseintritts zu stellen.¹⁰⁰

Vorliegend ist daher die gesamtwirtschaftliche Bedeutung von Börsen als unverzichtbare Infrastruktureinrichtung des Kapitalmarkts zu bedenken, dessen Funktionsschutz das Börsengesetz bezweckt (s. o. D. I. 4. b) ff)). Anders gewendet ist das öf-

⁹⁴ Beck (Fn. 14), § 6 BörsG Rdn. 14.

⁹⁵ S. o. Fn 16.

⁹⁶ Stet. Rspr., BVerwGE 28, 310, 315 f.; BVerwG DÖV 1970, 713, 714; BVerwGE 45, 51, 57 = NJW 1974, 807, 809; Tettinger, Besonderes Verwaltungsrecht: Kommunalrecht, Polizei- und Ordnungsrecht, Baurecht, 10. Auflage 2009, § 14 Rn. 463; Voßkuhle JuS 2007, 81. Entsprechende Regelungen finden sich in den Polizeigesetzen einiger Bundesländer, vgl. § 2 Nr. 1 a NdsSOG; § 2 Nr. 3 a Brem-PolG; § 3 Nr. 3 a SOG LSA.

⁹⁷ BVerwGE 45, 51, 57 = NJW 1974, 807, 809;

⁹⁸ Voßkuhle, JuS 2007, 81.

⁹⁹ BVerwGE 45, 51, 61 = NJW 1974, 51, 807, 810 mwN.; Voßkuhle, JuS 2007, 81.

¹⁰⁰ BVerwGE 45, 51, 61 = NJW 1974, 807, 810; BVerwG NJW 1981, 1915; OVG Münster NWVBl. 1998, 64, 65; OVG Münster NWVBl. 2003, 386, 388; VGH Mannheim, NVwZ 1994, 20; Liesching in Erbs/Kohlhaas (Fn. 90), § 7 JuSchG Rn. 5; Beckmann/Wittmann in Landmann/Rohmer (Hrsg.), Umweltrecht, 60. Erg.Lieferung 2010, § 2 USchadG Rdn. 48; Voßkuhle, JuS 2007, 81;

fentliche Interesse an einem ordnungsgemäßen Börsenbetriebs derart groß, dass Zweifel an der Zuverlässigkeit der in § 6 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 BörsG genannten Personen zu Lasten des Anteilserwerbers ausschlagen müssen¹⁰¹, wohingegen die Güterabwägung mit dem Grundrecht der Berufsfreiheit (Art. 12 GG) bei anderen Gewerbetreibenden weniger strenge Maßstäbe rechtfertigen mag.

Dementsprechend heißt es in einem Urteil des Hessischen Verwaltungsgerichtshofs vom 6.10.2010 betreffend der Anteilseignerkontrolle nach § 2b bzw. 2c KWG:¹⁰²

„Die Anforderungen an die Gewichtung einer in die Zukunft gerichteten Betrachtungsweise sind im Bereich der Aufsicht über die Finanzdienstleistungen im weitesten Sinne und insbesondere der Vorsorge vor Beeinträchtigungen des Bank- und Zahlungsmitteltransaktionsmarktes im Regelungsbereich der Aufsicht und der Kontrolle wesentlicher Beteiligungen geringer als im Bereich der klassischen Gewerbeaufsicht. Während im letzteren Fall, etwa bei § 35 Abs. 1 Gewerbeordnung, die Verhinderung des Weiterbetriebs eines bereits eingerichteten und ausgeübten Gewerbes im Mittelpunkt steht, hat § 2b Abs. 1a Nr. 1 KWG 2006 wie die aktuelle Norm (§ 2c Abs. 1b Satz 1 Nr. 1 KWG) zum Ziel, bereits im Vorfeld eine Gefährdung des Finanzmarktes zu verhindern. Damit kann die Aufsichtsbehörde nicht nur bei festgestelltem Fehlverhalten in der Vergangenheit, sondern auch bei nicht ausreichenden Nachweisen der Mittelherkunft ohne Hinzutritt weiterer Anhaltspunkte schlussfolgern, dass eine Unzuverlässigkeit vorliegt, deren Wirkung andauert und nicht als beendet angesehen werden kann. Nicht vonnöten ist es damit für die Aufsichtsbehörde wie das erkennende Gericht, festzustellen, dass die Gefahr besteht, dass sich ein bestimmtes inkriminiertes Verhalten bei dem Gewerbetreibenden wiederholen wird, sondern lediglich, dass bestimmte Tatsachen bestehen oder Unterlagen mit Bezug auf die konkret in Aussicht gestellte Beteiligung an einem inländischen Institut nicht vollständig oder widersprüchlich sind.“

Im vorliegenden Fall ist zudem zu berücksichtigen, dass die FWB aufgrund ihrer überragenden Bedeutung für den Finanzplatz Deutschland systemrelevant ist, was nach dem Zweck des Börsengesetzes (o. D. I. 4. b) ff)) und der gebotenen Einzelfallbetrachtung¹⁰³ besonders strenge Maßstäbe rechtfertigt. Da also der zu befürchtende Schaden für das öffentliche Interesse bei einer mangelnden Erfüllung der Betriebspflicht seitens der DB AG besonders groß wäre, reichen daher vorliegend schon verhältnismäßig geringe, auf Tatsachen gestützte und plausible Zweifel an der

¹⁰¹ So auch Begr. RegE, BT-Ds. 14/8017, S. 115.

¹⁰² WM 2011, 33, 37 = ZIP 2010, 2234, 2238.

¹⁰³ Wie hier zum KWG Fischer in Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, 3. Auflage 2008, § 33 Rdn. 32; vgl. auch OVG Bremen, GewArch 2009, 491: Dort begründete die Lage des Geschäftslokals besondere Gefahren, weswegen der Gewerbetreibende die Gewähr dafür bieten musste, diesen besonderen Gefahren zu widerstehen; a.A. Beck (Fn. 14), § 4 BörsG Rdn. 24.

Gewährleistung ihrer Erfüllung aus, um das Tatbestandsmerkmal der Unzuverlässigkeit zu erfüllen.

In vielerlei Hinsicht nicht zu folgen ist demgegenüber der Ansicht von *Beck*, der aus der Regierungsbegründung zu § 2c KWG Erkenntnisse zu gewinnen versucht.¹⁰⁴ Dabei liegt das Problem hier nicht in der Übertragung von Untersagungsgründen aus diesem Gesetz auf § 6 Abs. 2 S. 1 BörsG; denn die Begründung zu § 3 BörsG nimmt selbst Bezug auf die Anteilseignerkontrolle nach dem KWG.¹⁰⁵ Vielmehr führt *Beck* diese Beispiele als quasi abschließend an, was er selbst auf mangelndes Vorstellungsvermögen zurückführt.

Unsinnig ist ferner die Formulierung über den „den notwendigen Grad der Tatsachenverdichtung“; denn nicht Tatsachen, sondern allenfalls ein Verdacht kann sich verdichten. Angesprochen ist wohl die Frage, wie schwerwiegend die Tatsachen sein müssen, die die Annahme der Unzuverlässigkeit rechtfertigen. *Beck* führt insofern nur Tatsachen auf, bei denen sich die Unzuverlässigkeit bereits in der Vergangenheit erwiesen hat. Das ist jedoch auch nach dem vorstehenden Urteil des Hessischen Verwaltungsgerichtshofs nicht erforderlich. Dagegen will *Beck* Tatsachen (konkret: Konzernierung), die eine ordnungsgemäße Erfüllung der Betriebspflicht in Frage stellen (konkret: Gefahr der finanziellen Austrocknung) mit der „bemerkenswerten“ Begründung nicht ausreichen lassen, dass eine finanzielle Austrocknung der Betriebspflicht widerspreche. Eben dies ist jedoch gerade die Frage, nämlich ob der Betriebspflicht auch künftig entsprochen wird, obwohl die Möglichkeit einer finanziellen Austrocknung besteht.

Dabei kann es, das sei besonders betont, nicht darauf ankommen, dass der Börse und der Börsenaufsichtsbehörde Mittel zur Verfügung stehen, um die Erfüllung der Betriebspflicht durchzusetzen; denn solche Mittel stehen den Berechtigten und der Behörde im Gewerberecht regelmäßig zur Verfügung. Vielmehr kommt es darauf an, ob der Betreffende selbst, also unabhängig von solchen Durchsetzungsmöglichkeiten, die Gewähr für eine ordnungsgemäße Pflichterfüllung bietet oder eben nicht; denn Sinn und Zweck des Erfordernisses der Zuverlässigkeit ist es ja gerade zur Gefahrenprävention, solche Gewerbetreibende fernzuhalten, die eben keine Gewähr für eine ordnungsgemäße Pflichterfüllung bieten.

Dementsprechend führt der Hessische Verwaltungsgerichtshof in dem vorgenannten Urteil aus:¹⁰⁶

„Eine Untersagung der Übernahme wird auch nicht deswegen entbehrlich, weil es - wie die Kläger meinen - ein milderer Mittel in der Gestalt der (nachträglichen) laufen-

¹⁰⁴ *Beck* (Fn. 14), § 6 BörsG Rdn. 14.

¹⁰⁵ BT-Ds. 14/8017, S. 73.

¹⁰⁶ WM 2011, 33, 38 = ZIP 2010, 2234, 2239.

den Beaufsichtigung des Instituts gäbe. Diese Möglichkeit ist bei der Untersagung nach § 2b Abs. 1a Nr. 2 KWG 2006 bereits auszuschließen, da hier gerade die Umgehung umfassender Finanzdienstleistungsaufsicht zu besorgen ist. Aber auch bezüglich der Untersagung aufgrund der angenommenen Unzuverlässigkeit des Übernehmers der bedeutenden Anteile stellt ein Verweis auf - nachträgliche - Aufsichts- und Kontrollmaßnahmen nicht den gleichen Standard dar, die präventiven gesetzlichen Anforderungen zu erreichen wie eine Untersagung.“

Außerdem meint *Beck*, dass die Absicht einer finanziellen Austrocknung im Vorhinein kaum erkennbar sei, weil sie nicht zuvor angekündigt werde. Kaum ein Gewerbetreibender wird freilich ankündigen, dass er seinen Pflichten nicht oder nur unzureichend nachkommen wird. Auch darauf kann es mithin nicht ankommen. Vielmehr reicht es nach dem zuvor Gesagten aus, dass Tatsachen bestehen, die berechtigte Zweifel an einer ordnungsgemäßen Pflichterfüllung wecken. Eine solche Tatsache kann, um das Beispiel von *Beck* aufzugreifen, zumindest bei Hinzutreten weiterer Umstände auch die Konzernierung des Börsenträgers sein. Das zeigt auch § 5 Abs. 4 Nr. 1 BörsG. Darauf wird zurückzukommen sein (s.u. D. III. 3.).

Nach allem reichen daher vorliegend bereits verhältnismäßig geringe, auf Tatsachen gestützte und plausible Zweifel an einer künftig ordnungsgemäßen Erfüllung der Betriebspflicht der DB AG aus, um den Tatbestand der Unzuverlässigkeit zu erfüllen.

b) Einbezogener Personenkreis

Nach § 6 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 BörsG kommt es darauf an, ob

- der Anzeigepflichtige oder
- bei juristischen Personen „auch“ ein gesetzlicher oder satzungsmäßiger Vertreter oder
- bei Personenhandelsgesellschaften „auch“ ein Gesellschafter

nicht zuverlässig ist.

Bemerkenswert ist hieran die Verwendung des Wörtchens „auch“. Im allgemeinen Gewerberecht wird das Merkmal der Zuverlässigkeit nämlich traditionell als eine persönliche Tätigkeitsvoraussetzung verstanden, die sich nur an natürliche Personen richtet. Juristische Personen können danach nicht unzuverlässig sein, sondern nur deren gesetzliche Vertreter oder sonstige Leiter, vgl. § 35 Abs. 1 GewO. Das ist freilich bei verhaltensungebundenen Gründen streitig.¹⁰⁷ Vorliegend wird der Streit durch das Wörtchen „auch“ entschieden.

¹⁰⁷ S. einerseits *Ennuschat* in Tettinger/Wank/Ennuschat (Fn. 88), § 35 Rn. 95 f.; andererseits *Brüning* in Pielow (Fn. 89), § 35 Rn. 27; *Marcks* in Landmann/Rohmer (Fn. 89), § 35 Rn. 65.

Vorbild der Regelung ist § 2b KWG in der Fassung des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes,¹⁰⁸ in dessen Begründung es heißt:¹⁰⁹

„Die Einfügung des Wortes ‚auch‘ jeweils vor ‚ein gesetzlicher oder satzungsmäßiger Vertreter‘ und vor ‚ein Gesellschafter‘ in Absatz 1a Satz 1 Nr. 1 stellt klar, dass sich die Unzuverlässigkeit des Erwerbers nicht in Faktoren zu erschöpfen braucht, die in der Person des gesetzlichen Vertreters oder Gesellschafters liegen; eine juristische Person oder Personenhandelsgesellschaft kann auch als solche unzuverlässig sein. Die bisherige Regelung ist in diesem Punkt nicht eindeutig.“

Vorliegend kommt es daher auf die Zuverlässigkeit der Holdco und deren aktuellen gesetzlichen bzw. satzungsmäßigen Vertreter an.

Von dem Wortlaut der Vorschrift nicht erfasst werden allerdings die aufgrund des Vertrages über den Unternehmenszusammenschluss verbindlich vorgesehenen künftigen gesetzlichen bzw. satzungsmäßigen Vertreter der Holdco, also jedenfalls Prof. Dr. Reto Francioni und Duncan L. Niederauer. Das ist angesichts des Ziels der Vorschrift, bereits im Vorfeld eine Gefährdung abzuwenden, sowie des in der Gesetzesbegründung zum Ausdruck kommenden Willens des Gesetzgebers, der Vorschrift einen weiten Anwendungsbereich zu sichern, nicht überzeugend. Im Ergebnis sind die Personen daher schon jetzt in die Zuverlässigkeitsprüfung einzubeziehen. Die Frage ist nur, wie dies zu begründen ist. Zwei Möglichkeiten kommen in Betracht. Entweder man erblickt darin, dass das Gesetz Fälle wie den vorliegenden nicht bedacht hat, angesichts des Gesetzeszwecks und der Gesetzesbegründung eine planwidrige Regelungslücke, die eine entsprechende Anwendung der Vorschrift rechtfertigt. Oder man subsumiert solche Fälle unter § 6 Abs. 2 S. 1 Nr. 2 BörsG.

2. Aus anderen Gründen nicht den im Interesse einer soliden und umsichtigen Führung des Trägers der Börse zu stellenden Ansprüchen genügt (§ 6 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 Fall 2 BörsG)

Diese Tatbestandsvariante ist wortgleich in § 4 Abs. 3 Nr. 3 BörsG enthalten. Art. 38 Abs. 3 MiFID verlangt gleichsinnig die Gefährdung einer soliden und umsichtigen Verwaltung des geregelten Marktes. Fraglich ist daher zunächst, welche Ansprüche an die solide und umsichtige Führung der Börse zu stellen sind. Hierzu wird man angesichts des systematischen Zusammenhangs zuvörderst auf die Untersagungsgründe nach § 4 Abs. 3 Nr. 1 BörsG (mangelnde Mittelausstattung) und § 4 Abs. 3 Nr. 2 Fall 2 BörsG (mangelnde fachliche Eignung) abzustellen haben.¹¹⁰ Mangelnde

¹⁰⁸ Begr. RegE, BT-Ds. 14/8017, S. 73.

¹⁰⁹ BT-Ds. 14/8017, S. 115.

¹¹⁰ Ebenso Beck (Fn. 14), § 6 BörsG Rdn. 12 a.E., der freilich meint, dies ergäbe auf den ersten Blick keinen Sinn, weil keine Verbindung zum primären Zweck der Nr. 1 bestünde, nämlich die Einschleu-

wirtschaftliche Leistungsfähigkeit und mangelnde Sachkunde begründen freilich bereits die Unzuverlässigkeit¹¹¹ des Erwerbers einer bedeutenden Beteiligung, weil dann keine Gewähr für eine ordnungsgemäße Erfüllung der Betriebspflicht des Börsesträgers besteht. Mithin liegen darin keine von der Unzuverlässigkeit verschiedenen „andere Gründe“ vor. Insofern hat diese Tatbestandsvariante also nur klarstellende Bedeutung.¹¹² Des Weiteren ist in ihr jedoch ein Auffangtatbestand zu sehen, der immer dann eingreift, wenn keine der übrigen Tatbestandsvarianten der Vorschrift einschlägig ist, wohl aber Tatsachen die Annahme rechtfertigen, dass die Ansprüche an eine solide (d. h. ordnungsgemäße, nachvollziehbare und nachhaltige) und umsichtige (d. h. kontrollierte, vorausschauende und verantwortungsbewusste) Führung des Trägers der Börse nicht erfüllt werden. Das ist beispielsweise anzunehmen, wenn zwar keine Anhaltspunkte dafür ersichtlich sind, dass die Mittel für den Erwerb der bedeutenden Beteiligung aus einer objektiv rechtswidrigen Tat herühren (§ 6 Abs. 2 Nr. 1 Fall 3 BörsG), wohl aber die Mittelherkunft bzw. die ihr zugrundeliegenden Geschäftsabläufe ungeklärt sind¹¹³. Ferner kann man hierunter Sachverhalte subsumieren, in denen der Erwerber der bedeutenden Beteiligung nicht darlegen kann, dass er über angemessene geschäftliche Pläne für die Fortsetzung und die Entwicklung des Börsenbetriebs verfügt (vgl. § 104 Abs. 1b Nr. 1 VAG, § 4 Abs. 2 S. 1 Nr. 3 BörsG).

Schließlich und vor allem gehören hierher die Fallgruppen der Beeinträchtigung einer wirksamen Aufsicht durch die Struktur des Beteiligungsgeflechts oder aufgrund mangelnder wirtschaftlicher Transparenz oder wegen mangelnder Beaufsichtigung bzw. mangelnder Kooperation durch die Aufsichtsbehörde eines Drittstaates, s. § 2c Abs. 1b Nr. 2 Fall 2, Nr. 3 KWG und dazu o. D. I. 1. b). Zwar könnte man insofern einwenden, dass insbesondere die mangelnde Kooperation durch die Aufsichtsbehörde eines Drittstaates außerhalb der Einflussphäre der in § 6 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 BörsG genannten Personen liegt. Indes wird eine „Aufsichtsarbitrage“ oft ganz bewusst betrieben. Zudem kommt es auf eine persönliche Vorwerfbarkeit hier ebenso wenig an wie bei dem Tatbestandsmerkmal der Unzuverlässigkeit. Schließlich werden diese Fälle auch von § 6 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 Fall 1 und Nr. 2 BörsG erfasst; denn wenn die Wirk-

sung inkriminierter Gelder zu verhindern. Das ist freilich, wie aufgezeigt wurde (o. D. I., zusammenfassend D. I. 4. c), nicht der primäre Sinn der Vorschrift.

¹¹¹ Statt aller *Ennuschat* in Tettinger/Wank/Ennuschat (Fn. 88), § 35 Rdn. 27, 63 ff., 74.

¹¹² S. auch o. bei Fn. 45. Man kann es allerdings auch umgekehrt sehen: Soweit Elemente der Zuverlässigkeit eine besondere tatbestandliche Ausformung erhalten haben, sind sie nur noch bei diesem speziellen Tatbestand zu prüfen und entfallen daher bei der Prüfung der Zuverlässigkeit, so *Eifert*, JuS 2004, 565, 567 m.w.Nw. zur Gegenansicht. Das Ergebnis ist freilich dasselbe. Anders gewendet besagt die besondere tatbestandliche Ausformung von Zuverlässigkeitselementen nur, worauf es dem Gesetz besonders ankommt und verdeutlicht damit den Schutzzweck der Norm.

¹¹³ Vgl. VG Frankfurt, WM 2008, 782, 784; in der Berufungsinstanz ordnete der Hessische Verwaltungsgerichtshof auch diese Variante freilich ausschließlich als einen Fall der Unzuverlässigkeit ein, s. WM 2011, 33 = ZIP 2010, 2234.

samkeit der Aufsicht beeinträchtigt ist, besteht auch keine Gewähr für eine ordnungsgemäße Erfüllung der Betriebspflicht.

3. Mittelherkunft aus einer objektiv rechtswidrigen Tat (§ 6 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 Fall 3 BörsG)

Da vorliegend keine Anhaltspunkte für eine Verletzung dieses Tatbestands vorliegen, wird er hier nicht näher behandelt.

4. Beeinträchtigung der Durchführung und angemessene Fortentwicklung des Börsenbetriebs (§ 6 Abs. 2 S. 1 Nr. 2 BörsG)

Dieser Tatbestand entlehnt seinen Wortlaut § 5 Abs. 1 S. 2 BörsG, der die Betriebspflicht des Börsenträgers definiert. Indem die Vorschrift damit auf den Grundtatbestand der Betriebspflicht Bezug nimmt, bringt sie um Ausdruck, dass jede Beeinträchtigung der Betriebspflicht tatbestandsrelevant ist, bezieht also den gesamten Inhalt der Betriebspflicht nach § 5 BörsG in den Tatbestand mit ein.¹¹⁴ Freilich müssen bereits die in § 6 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 BörsG genannten Personen aufgrund der dort geforderten Zuverlässigkeit Gewähr für die Erfüllung der Betriebspflicht bieten. „Hüh wie hott“ rechtfertigt daher eine mangelnde Gewährleistung der Erfüllung der Betriebspflicht die Untersagung des Beteiligungserwerbs. So gesehen kommt § 6 Abs. 2 S. 1 Nr. 2 BörsG kein eigenständiger Anwendungsbereich, sondern nur klarstellende Bedeutung zu.¹¹⁵ Ein eigenständiger Anwendungsbereich verbleibt allenfalls dann, wenn die Beeinträchtigung der Betriebspflicht von Personen ausgeht, die zwar durch den Beteiligungserwerb maßgeblichen Einfluss auf den Börsenträger gewinnen, die aber gleichwohl nicht zu dem von § 6 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 Fall 1 BörsG erfassten Personenkreis zählen (s. o. D. II. 1. b)).

5. Zwischenergebnis

Die verschiedenen Tatbestandsvarianten des § 6 Abs. 2 S. 1 BörsG überlappen sich stark. Eine trennscharfe Abgrenzung ist daher nicht möglich, allerdings auch nicht erforderlich, weil die Rechtsfolge stets dieselbe ist. Wie sich schon aus dem Sinn und Zweck der Vorschrift ergibt, kommt es maßgeblich darauf an, dass auch nach dem Beteiligungserwerb Gewähr für eine ordnungsgemäße Erfüllung der Betriebspflicht besteht. Dabei reichen auf Tatsachen gestützte, verhältnismäßig (nämlich im Ver-

¹¹⁴ Ebenso wohl *Beck* (Fn. 14), § 6 BörsG Rdn. 13; *Christoph*, WM 2004, 1856, 1858; *Groß*, Kapitalmarktrecht, 4. Aufl. 2009, § 5 BörsG Rdn. 14.

¹¹⁵ Ebenso *Christoph*, WM 2004, 1856, 1858 f.

hältnis zum geschützten Rechtsgut) geringfügige, plausible Zweifel, an der ordnungsgemäßen Erfüllung der Betriebspflicht aus, um eine Untersagungsverfügung zu rechtfertigen. In einem dritten und letzten Schritt sind daher nunmehr, Inhalt und Umfang der Betriebspflicht genauer zu untersuchen.

III. Betriebspflichten nach § 5 BörsG

1. Inhalt der Betriebspflicht nach § 5 Abs. 1 BörsG

§ 5 Abs. 1 BörsG geht auf § 1 Abs. 2 BörsG a.F. zurück, der durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz geschaffen wurde. In der Regierungsbegründung heißt es dazu:¹¹⁶

„Der neue Absatz 2 berücksichtigt, dass das Börsengesetz bislang nicht ausdrücklich zwischen der Börse und ihrem Träger differenziert hat. Mit der Neuregelung sollen die wesentlichen Rechte und Pflichten des Trägers auf eine gesetzliche Grundlage gestellt werden.

Nach Satz 1 ist der Träger mit der Erteilung der Genehmigung durch die Börsenaufsichtsbehörde zur Errichtung und zum Betrieb der Börse berechtigt. Die Genehmigung ist damit Teil der Errichtung der Börse als unselbständige öffentlich-rechtliche Anstalt. Gleichzeitig wird der Träger durch die in der Form der Beleihung zugewiesene Aufgabe verpflichtet, die genehmigte Börse als Veranstaltung künftig zu betreiben und zu erhalten. Die bereits nach jetziger Rechtslage bestehende, aus der Betriebsberechtigung folgende Betriebspflicht des beliehenen Unternehmens wird nunmehr durch Satz 2 konkretisiert. Danach ist der Träger verpflichtet, der Börse auf Anforderung der Geschäftsführung die zur Durchführung des Börsenbetriebs erforderlichen finanziellen, personellen und sachlichen Mittel zur Verfügung zu stellen. Diese Verpflichtung beschränkt sich nicht darauf, die Börse in ihrem einmal genehmigten Bestand zu erhalten. Der Träger hat darüber hinaus in einem Umfang einzutreten, der der Börse eine angemessene Fortentwicklung ermöglicht. Art und Umfang der Betriebspflicht werden sich daran zu orientieren haben, welchen konkreten Anforderungen der Betrieb der einzelnen Börse Rechnung zu tragen ist. Dies ist insbesondere für den zunehmenden Einsatz elektronischer Handelssysteme und Hilfseinrichtungen von Bedeutung, die stetig steigende Investitionen in den Börsenhandel erforderlich machen. Dabei wird der Träger aber nicht zu jeder Investition verpflichtet sein. Eine Leistungspflicht besteht nur insoweit, als sie eine angemessene Fortentwicklung des Börsenbetriebes ermöglicht.“

¹¹⁶ BT-Ds. 14/8017, S. 72.

Bemerkenswert ist ferner die Stellungnahme des Bundesrates, aufgrund der die Worte „und verpflichtet“ in den Gesetzestext eingefügt wurden. Dort heißt es u. a.:¹¹⁷

Nach Erteilung der Genehmigung ist der Börsenträger als Genehmigungsadressat nicht nur zur Errichtung und zum Betrieb der Börse berechtigt, sondern auch zur Erfüllung des öffentlichen Auftrags der Börse verpflichtet, der ihr als Anstalt des öffentlichen Rechts obliegt und der durch den Anstaltszweck konkretisiert wird. Dies wird durch die Hinzufügung der Worte „und verpflichtet“ klargestellt.

Von den in Absatz 2 Satz 1 und 2 normierten Verpflichtungen kann sich der Börsenträger nicht lösen. Der Börsenträger hat die Börse ordnungsgemäß und wettbewerbsfähig zu betreiben und zu erhalten. ... Die zum Betrieb erforderlichen – personellen, sachlich- technischen und finanziellen – Mittel sind der Börse auf deren Anforderung im notwendigen Umfang zur Verfügung zu stellen. Dazu zählt auch die Bereitstellung der elektronischen Systeme und ihre Instandhaltung in einem Zustand, der einen ordnungsgemäßen Börsenhandel gewährleistet.

Die Verpflichtung des Börsenträgers zur Bereitstellung der erforderlichen personellen, sachlich-technischen und finanziellen Mittel bezieht sich auf die Fortentwicklung eines wettbewerbsfähigen Börsenbetriebs.“¹¹⁸

Vorliegend kommt es entscheidend auf § 5 Abs. 1 S. 2 BörsG an. Die Vorschrift normiert zwei Pflichten,¹¹⁹ nämlich einerseits die gegenwartsbezogene Pflicht, die zur Durchführung des Börsenbetriebs erforderlichen Mittel, und andererseits die zukunftsbezogene Pflicht, die für eine angemessene Fortentwicklung erforderlichen Mittel zur Verfügung zu stellen, und zwar jeweils auf Anforderung der Geschäftsführung der Börse.

a) Zur Durchführung erforderliche Mittel

Die gegenwartsbezogene Pflicht bezieht sich auf die Erhaltung der Börse in ihrem jeweiligen Bestand. Das bedeutet zwar nicht, dass der „Status Quo“ in jedem Fall zu erhalten ist,¹²⁰ und zwar schon deswegen nicht, weil dies dem Fortentwicklungsauftrag widersprechen würde. Hält es die Geschäftsführung der Börse bspw. für opportun, unwirtschaftliche Geschäftszweige zugunsten anderer Geschäftszweige einzu-

¹¹⁷ BT-Ds. 14/8017, S. 146.

¹¹⁸ Durch das FRUG wurde § 1 Abs. 2 BörsG a.F. in § 5 Abs. 1 BörsG überführt. Dazu heißt es in der Regierungsbegründung: „Absatz 1 entspricht § 1 Abs. 2 a. F. und normiert die weiterhin bestehende Betriebspflicht des Börsenträgers als dem Adressat der Erlaubnis. Sie dient zugleich der Umsetzung des Artikels 36 Abs. 3 der Finanzmarktrichtlinie, welcher dem Betreiber des geregelten Marktes die Verantwortung für den ordnungsgemäßen Betrieb des Marktes auferlegt, und des Artikels 39 Buchstabe f der Finanzmarktrichtlinie, der vorschreibt, dass der geregelte Markt fortlaufend über ausreichende Finanzmittel für seinen Betrieb verfügen muss.“, BT-Ds. 16/4028, S. 82.

¹¹⁹ Beck (Fn. 14), § 5 BörsG Rdn. 3; Groß (Fn. 114) § 5 BörsG Rdn. 4.

¹²⁰ Beck (Fn. 14), § 5 BörsG Rdn. 7.

stellen, dann ist hiergegen unter dem Gesichtspunkt der Betriebspflicht nichts einzuwenden. Der Träger darf aber die Börse weder „aushungern“ oder „totsparen“ noch gar „ausschlachten“ etwa im Konzerninteresse zugunsten anderer Börsenplätze. Dementsprechend sieht der Hessische Verwaltungsgerichtshof im ersten Leitsatz der vorgenannten Entscheidung das Merkmal der Unzuverlässigkeit auch als erfüllt an, wenn „die Gefahr einer ‚Ausschlachtung‘ oder Zerschlagung des Instituts besteht.“¹²¹

Hierzu merkt *Hammen* zwar kritisch an, dass das KWG keine Pflicht enthalte, ein genehmigtes Institut ad infinitum zu betreiben. Vielmehr könne ein Institut unter Beachtung gewisser Modalitäten jederzeit auf seine Konzession verzichten, weswegen ein Erwerber im Rahmen der Regelungen des KWG auch planen dürfe, ein Institut „auszuschlachten“ oder zu „zerschlagen“. ¹²² Im Börsenrecht ist das jedoch gerade anders wie oben (D.I.4.b) bb), cc) aufgezeigt wurde: Den Träger trifft eine zeitlich unbegrenzte Betriebspflicht, der er sich nicht entziehen kann und auch nicht durch Deinvestitionen entziehen darf. Eine Börse darf daher weder ausgeschlachtet noch zerschlagen werden, weil dies seine Fähigkeit zu einer bestmöglichen Erfüllung seiner unabdingbaren Betriebspflicht beeinträchtigen würde.

Die vormaligen Pläne der DB AG eines Zusammenschlusses mit der LSE unter Verlagerung des Handels mit Standardwerten nach London wären deswegen auch nach heutigem Recht unzulässig. Auch einem „Outsourcing“ sind insoweit über § 5 Abs. 3 BörsG hinausgehende Grenzen gesetzt. Denkbar – und zwar gerade auch im vorliegenden Fall (s.u. E. I. 2. b)) – wäre nämlich, dass der Börsenträger alle zur Durchführung des Börsenbetriebs erforderlichen finanziellen, personellen und sachliche Mittel auf andere Konzernunternehmen überträgt, sich also auch selbst fast aller Mittel entkleidet, so dass die Börse ganz überwiegend auf die Dienstleistungen Dritter angewiesen ist. Dergleichen wäre mit der Betriebspflicht nicht vereinbar.

Das Merkmal der Erforderlichkeit ist im Sinne von „Notwendigkeit“ zu verstehen. Sein Sinn ist das Mindestmaß, nicht das Höchstmaß der Betriebspflicht festzulegen. ¹²³

Welche Mittel zur Durchführung des Börsenbetriebs erforderlich sind, bestimmt sich daher nach dem Zuschnitt der betreffenden Börse in ihrem jeweiligen Bestand. Erforderlich sind danach nicht nur die Mittel für den laufenden Betrieb, sondern auch Erhaltungs-, Ersetzungs- und ggf. sogar notwendige Erweiterungsinvestitionen und zwar jeweils unter Berücksichtigung der fortschreitenden Ansprüche an Ausstattung und Technik. Letzteres hat – wie sich auch aus der zitierten Stellungnahme des Bundesrates ergibt – noch nichts mit der Fortentwicklungspflicht zu tun. Das wird am Beispiel deutlich: Reichen die Systemkapazitäten nicht mehr aus, dann ist deren Er-

¹²¹ WM 2011, 33 = ZIP 2010, 2234.

¹²² WuB I L 1. § 2c KWG 1.11, S. 258.

¹²³ A.A. *Beck* (Fn. 14), § 5 BörsG Rdn. 4, 6, der es als Teil einer Verhältnismäßigkeitsprüfung ansieht, dazu sogleich im Text, s. auch u. bei Fn. 127.

weiterung zur ordnungsgemäßen Durchführung des Börsenhandels und nicht erst zu dessen Fortentwicklung erforderlich.¹²⁴

Das Höchstmaß der Pflichten bestimmt sich hingegen nach dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit, der als Ausfluss des Rechtsstaatsprinzips jedem staatlichen Handeln Grenzen setzt. Es ist daher geradezu eine Selbstverständlichkeit, dass die Geschäftsführung der Börse an ihren Träger keine Anforderungen stellen darf und dieser keine Anforderungen erfüllen muss, die für die Durchführung des Börsenbetriebs nicht geeignet sind oder eine unangemessene (der angestrebte Erfolg lässt sich auch mit weniger kostenintensiven Maßnahmen erreichen) oder übermäßige (die Kosten einer Maßnahme sind im Verhältnis zu dem erstrebten Erfolg zu hoch) Belastung des Börsenträgers darstellen.

Anders als bei der Fortentwicklungspflicht wird die Durchführungspflicht nicht durch die Leistungskraft des Börsenträgers beschränkt, da diese anders als jene nicht durch das Merkmal der „Angemessenheit“ ergänzt wird (s.u. D. III. 1. b)). Reicht die Leistungskraft des Börsenträgers nicht aus, um die für die Durchführung des Börsenbetriebs in seinem jeweiligen Bestand notwendigen („erforderlichen“) Mittel aufzubringen, und bestehen auch keine weniger kostenintensiven Möglichkeiten, dieser Pflicht zu genügen (Wahrung des Verhältnismäßigkeitsprinzips), so ist eine Aufhebung der Erlaubnis nach § 4 Abs. 5 S. 1 Nr. 2 i.V.m. § 4 Abs. 3 Nr. 1 und 4, § 5 Abs. 1 S. 2, Abs. 5 BörsG zu prüfen.

b) Zur angemessenen Fortentwicklung erforderliche Mittel

Die zukunftsbezogene Pflicht bezieht sich - wie es in der zitierten Stellungnahme des Bundesrates heißt - „auf die Fortentwicklung eines wettbewerbsfähigen Börsenbetriebs.“ Das bedeutet also, dass die Wettbewerbsfähigkeit des Börsenbetriebs zu fördern ist.¹²⁵ Der Börsenträger darf die Börse daher nicht „vor sich hindümpeln“ und „verkümmern“ lassen, sondern muss in Zusammenarbeit mit den Börsenorganen¹²⁶ beständig bestrebt sein, ihre Position im Wettbewerb zu verbessern. Da dies nur durch Innovation gelingen kann, hat er entsprechende Anstrengungen auf Anforderung der Börsengeschäftsführung zu unternehmen.

Das Mindestmaß der Fortentwicklungspflicht wird wiederum durch das Merkmal der Erforderlichkeit i.S.v. Notwendigkeit angegeben. Maßstab ist hier freilich nicht der Zuschnitt der Börse in ihrem jeweiligen Bestand, sondern eben ihre Wettbewerbsfähigkeit. Erforderlich sind daher solche Investitionen, denen es zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit bedarf.

¹²⁴ A.A. Beck (Fn. 14), § 6 BörsG Rdn. 6.

¹²⁵ Ebenso Groß (Fn. 114) § 5 BörsG Rdn. 6.

¹²⁶ S. Beck (Fn. 14), § 5 BörsG Rdn. 5.

Die Fortentwicklungspflicht wird allerdings durch das Merkmal der Angemessenheit beschränkt. Man könnte meinen, hiermit sei der Grundsatz der Verhältnismäßigkeit angesprochen.¹²⁷ Dieser Grundsatz ist freilich ohnehin zu beachten, so dass dieses Merkmal dann nur klarstellende Bedeutung hätte. Wäre hiermit das Verhältnismäßigkeitsprinzip gemeint, wäre es zudem befremdlich, wieso das Merkmal der Angemessenheit bei der Durchführungspflicht keine Erwähnung gefunden hat. Also muss hiermit etwas anderes gemeint sein.

Dem Gesetzgeber ging es ersichtlich darum, die Fortentwicklungspflicht zu begrenzen, um den Börsenträger keinen unbeschränkten, seine finanzielle Leistungskraft überfordernden Investitionsanforderungen auszusetzen. Das ist sinnvoll. Die Fortentwicklungspflicht wird daher durch die Leistungskraft des Börsenträgers beschränkt.¹²⁸ Bestätigt wird dieser Befund durch § 5 Abs. 5 BörsG, wonach die Kapitalausstattung des Börsenträgers lediglich „für eine ordnungsgemäße Durchführung des Börsenbetriebs“, also nicht auch zu dessen Fortentwicklung ausreichen muss. Der Börsenträger ist also nur „nach besten Kräften“ zur Fortentwicklung des Börsenbetriebs verpflichtet. Diese aber muss er mobilisieren. Er hat hierfür erforderlichenfalls sein gesamtes, nicht für den Betrieb der Börse benötigtes Vermögen einzusetzen. Und das ist auch sachgerecht; denn zum einen nimmt er eine Staatsaufgabe wahr, die auch die Förderung des Finanzplatzes Deutschland umfasst (s. o. D. I. 4. b) ff)). Und zum anderen eröffnet die Beleihung mit dieser Aufgabe ihm erhebliche Gewinnmöglichkeiten, so dass man eine bestmögliche Erfüllung der Betriebspflicht gleichsam als Gegenleistung hierfür erwarten kann und muss. Es ist daher mitnichten so, dass der Börsenträger zur Erfüllung des Fortentwicklungsauftrags lediglich „notwendige und sinnvolle Investitionen geringeren Umfangs ... vornehmen muss“¹²⁹.

Zudem ginge es nicht an, wenn sich der Börsenträger „arm machen“ würde, indem er übermäßige Ausschüttungswünsche seiner Aktionäre bedient oder gar einen Gewinnabführungsvertrag schließt oder anderweitige Investitionen vornimmt, die seine Fähigkeit zur Fortentwicklung des Börsenbetriebs beeinträchtigen. Dem will auch § 5 Abs. 4 Nr. 1 BörsG vorbeugen, s.u. D. III. 3.

Beschränkt wird die Fortentwicklungspflicht schließlich durch den Grundsatz der Verhältnismäßigkeit. Der Börsenträger ist daher nur zu solchen Investitionen verpflichtet, die zur Fortentwicklung des Börsenbetriebs geeignet sind, die ferner erforderlich

¹²⁷ So Beck (Fn. 14), § 5 BörsG Rdn. 6, der daher zusammen mit dem Merkmal der Erforderlichkeit zu einer doppelten Verhältnismäßigkeitsprüfung kommt (ebenso Groß (Fn. 114) § 5 BörsG Rdn. 6), was freilich – wie seine Beispiele zeigen – keinerlei Sinn macht.

¹²⁸ Beck (Fn. 14), § 5 BörsG Rdn. 6; Baumbach/Hopt (Fn. 20), § 5 BörsG Rdn. 1.

¹²⁹ So aber Beck (Fn. 14), § 5 BörsG Rdn. 6, der zudem als Beispiel immer wieder notwendige Anpassungen der Systemkapazität nennt. Diese muss der Börsenträger freilich schon aufgrund der gegenwartsbezogenen Durchführungspflicht vornehmen, s. o. bei Fn. 124. Wie hier Baumbach/Hopt (Fn. 20), § 5 BörsG Rdn. 1 („sehr große Investitionen notwendig“).

sind, zu denen es also keine kostengünstigere ebenso erfolgversprechende Alternative gibt, und die ihn nicht übermäßig belasten, deren angestrebter Erfolg also nicht außer Verhältnis zu den hierfür benötigten Mitteln stehen.

All diese Anforderungen sind voll justiziabel und unterliegen der Rechtsaufsicht. Nur die Zweckmäßigkeit einer Maßnahme zu beurteilen, ist allein Sache der Börsengeschäftsführung, die entsprechende Anforderungen an den Börsenträger zu stellen hat. De jure hat der Börsenträger dabei kein Mitspracherecht und daher schon erst Recht keinen Beurteilungsspielraum¹³⁰.

2. Auslagerung wesentlicher Funktionen nach § 5 Abs. 3 BörsG

Diese Vorschrift beruht auf § 1 Abs. 3 BörsG a.F., die auf Anregung des Bundesrates mit folgender Begründung in das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz aufgenommen wurde:¹³¹

„Im Börsengesetz nicht geregelt war bisher die Übertragung solcher Funktionen und Tätigkeiten auf ein anderes Unternehmen, die für die Durchführung des Börsenbetriebs wesentlich sind. In Anlehnung an die Regelungen des § 33 Abs. 2 WpHG und des § 25a Abs. 2 KWG normiert Absatz 4a im Interesse der Sicherstellung der ordnungsgemäßen Durchführung des Börsenhandels, der Abwicklung und der Aufsicht die Voraussetzungen der Übertragung von solchen Funktionen und Tätigkeiten auf ein anderes Unternehmen, die für die Durchführung des Börsenbetriebs wesentlich sind. Hierzu gehören insbesondere für den Börsenhandel eingesetzte elektronische Handelssysteme und die Abwicklung der Börsengeschäfte. Um die Prüfungsrechte und Kontrollmöglichkeiten der Börsenaufsichtsbehörde nicht zu beeinträchtigen, hat sich der Börsenträger in jedem Fall die zur Ermöglichung von Prüfungen erforderlichen Weisungsrechte gegenüber dem Unternehmen, auf welches der betroffene Bereich ausgelagert wird, zu sichern. Die Anzeigepflicht nach Absatz 4a Satz 4 dient der unverzüglichen Unterrichtung der Börsenaufsichtsbehörde.“¹³²

Als erster Anhaltspunkt zur Konkretisierung der Pflichten nach § 5 Abs. 3 BörsG kann auf das Rundschreiben 15/2009 (BA) - Mindestanforderungen an das Risikoman-

¹³⁰ So aber Beck (Fn. 14), § 5 BörsG Rdn. 6. Praktisch ist dies freilich schon wegen der zumeist bestehenden Personalunion zwischen Börsengeschäftsführern und Trägervorstand kein Problem, s. auch Beck ebd. Rdn. 5.

¹³¹ BT-Ds. 14/8017, S. 146 f.

¹³² Durch das FRUG wurde § 1 Abs. 3 BörsG a.F. in § 5 Abs. 3 BörsG überführt. Dazu heißt es in der Regierungsbegründung: „Die Vorschrift entspricht dem bisherigen § 1 Abs. 3 mit der Ausnahme, dass eine terminologische Angleichung an die Formulierung des § 25a KWG erfolgt“, BT-Ds. 16/4028, S. 82.

gement – MaRisk, vom 14.08. 2009 zurückgegriffen werden, das u. a. die Anforderungen des § 25a Abs. 2 KWG präzisiert.¹³³ Dort heißt es unter AT 9 Outsourcing:

„5. Das Institut hat bei wesentlichen Auslagerungen im Fall der beabsichtigten Beendigung der Auslagerungsvereinbarung Vorkehrungen zu treffen, um die Kontinuität und Qualität der ausgelagerten Aktivitäten und Prozesse auch nach Beendigung zu gewährleisten.

6. Bei wesentlichen Auslagerungen ist im Auslagerungsvertrag insbesondere Folgendes zu vereinbaren:

a) Spezifizierung und gegebenenfalls Abgrenzung der vom Auslagerungsunternehmen zu erbringenden Leistung,

b) Festlegung von Informations- und Prüfungsrechten der Internen Revision sowie externer Prüfer,

c) Sicherstellung der Informations- und Prüfungsrechte sowie der Kontrollmöglichkeiten der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht,

d) soweit erforderlich Weisungsrechte,

e) Regelungen, die sicherstellen, dass datenschutzrechtliche Bestimmungen beachtet werden,

f) Kündigungsrechte und angemessene Kündigungsfristen,

g) Regelungen über die Möglichkeit und über die Modalitäten einer Weiterverlagerung, die sicherstellen, dass das Institut die bankaufsichtsrechtlichen Anforderungen weiterhin einhält,

h) Verpflichtung des Auslagerungsunternehmens, das Institut über Entwicklungen zu informieren, die die ordnungsgemäße Erledigung der ausgelagerten Aktivitäten und Prozesse beeinträchtigen können.

7. Das Institut hat die mit wesentlichen Auslagerungen verbundenen Risiken angemessen zu steuern und die Ausführung der ausgelagerten Aktivitäten und Prozesse ordnungsgemäß zu überwachen. Dies umfasst auch die regelmäßige Beurteilung der Leistung des Auslagerungsunternehmens anhand vorzuhaltender Kriterien. Für die Steuerung und Überwachung hat das Institut klare Verantwortlichkeiten festzulegen.“

Allerdings ist zu bedenken, dass den Börsenträger anders als ein Kreditinstitut eine dauerhafte und unabdingbare Betriebspflicht trifft. Deswegen müssen die Anforderungen insbesondere in Bezug auf die Einflussmöglichkeiten des Börsenträgers auf das Auslagerungsunternehmen sowie im Blick auf Vorkehrungen für den Fall einer Beendigung der Auslagerungsvereinbarung hier höher sein als dort. Anders gewendet muss eine Auslagerung nicht nur den Voraussetzungen des § 5 Abs. 3 BörsG

¹³³ Ebenso Beck (Fn. 14), § 5 BörsG Rdn. 14, der allerdings auch auf das veraltete Rundschreiben 11/2001 Bezug nimmt.

entsprechen, sondern ist nur zulässig, wenn sie weder der Betriebspflicht nach § 5 Abs. 1 BörsG, also auch der Fortentwicklungspflicht, noch den Pflichten nach § 5 Abs. 4 BörsG widerspricht.

Zu berücksichtigen sind daher auch Interessenkonflikte, die sich daraus ergeben können, dass sowohl die Trägergesellschaft als auch das Auslagerungsunternehmen abhängige Unternehmen innerhalb eines Konzerns sind (§ 5 Abs. 4 Nr. 1 BörsG). Betreibt das Auslagerungsunternehmen beispielsweise ein konzernweites Handelssystem, so kann dies dazu führen, dass die Weisungsbefugnis der Trägergesellschaft im Konzerninteresse faktisch eingeschränkt ist. Auch eine Kündigung der Auflösungsvereinbarung wegen Schlechtleistung des Auslagerungsunternehmens kann im Konzerninteresse faktisch ausgeschlossen sein.

Allerdings ist nicht zu verkennen, dass insbesondere die Auslagerung des Handelssystems auf ein Unternehmen, auf das der Träger keinen vollkommenen gesellschaftsrechtlich vermittelten Einfluss hat, stets eine gewisse faktische Abhängigkeit des Trägers von dem Auslagerungsunternehmen zur Folge hat, weil ein Handelssystem nicht beliebig austauschbar und daher ein Wechsel des Anbieters – falls es überhaupt einen weiteren Anbieter gibt – oder gar die Entwicklung eines eigenen Systems außerordentlich schwierig oder gar wirtschaftlich unmöglich ist. Zudem liegt es auf der Hand, dass ein Auslagerungsunternehmen, dessen Handelssystem von mehreren Börsen genutzt wird, nur eingeschränkt in der Lage ist, alle Kundenwünsche gleichermaßen zu berücksichtigen. Derlei generelle Probleme sind aber jedenfalls dann hinzunehmen, wenn die Auslagerung ohnehin alternativlos ist, insbesondere weil der Börsenträger nicht über die Leistungskraft zum Betrieb eines eigenen Handelssystems verfügt.

Verfügt der Börsenträger hingegen (unmittelbar oder mittelbar) über ein eigenes, leistungsstarkes und profitables Handelssystem, dann ist es fraglich, ob er dieses im Konzerninteresse aufgeben und sich in faktische Abhängigkeit von einem diesem Konzerninteresse dienenden Auslagerungsunternehmen begeben darf. Im Ergebnis ist die Frage zu verneinen, und zwar selbst dann, wenn die Auslagerungsvereinbarung die Voraussetzungen des § 5 Abs. 3 BörsG erfüllt; denn ein solches Vorhaben widerspräche sowohl der Betriebspflicht nach § 5 Abs. 1 BörsG als auch der Organisationspflicht nach § 5 Abs. 4 Nr. 1 BörsG. Darauf wird zurückzukommen sein (u. E. II.)

3. Organisatorische Pflichten insbesondere zur Verhinderung von Interessenkonflikten nach § 5 Abs. 4 Nr. 1 BörsG

§ 5 Abs. 4 BörsG wurde durch das FRUG in das Gesetz aufgenommen. Von Bedeutung ist hier vor allem die Regelung des § 5 Abs. 4 Nr. 1 BörsG, wonach der Börsenträger verpflichtet ist:

„Vorkehrungen zu treffen, um Konflikte zwischen Eigeninteressen des Börsenträgers oder dessen Eigentümern und dem öffentlichen Interesse am ordnungsgemäßen Betrieb der Börse zu erkennen und zu verhindern, soweit diese geeignet sind, sich nachteilig auf den Börsenbetrieb oder auf die Handelsteilnehmer auszuwirken, insbesondere soweit die der Börse gesetzlich übertragenen Überwachungsaufgaben betroffen sind“.

Dazu heißt es in der Regierungsbegründung:¹³⁴

„Nummer 1 setzt Artikel 39 Buchstabe a der Finanzmarktrichtlinie um und bestimmt, dass der Börsenträger Vorkehrungen und organisatorische Maßnahmen zu treffen hat, um Interessenkonflikte zwischen dem Börsenbetreiber oder dessen Eigentümern und dem öffentlichen Interesse an der Funktionsfähigkeit der Börse und dem ordnungsgemäßen Börsenhandel zu verhindern. Allerdings gilt dies nur, soweit die Erfüllung der öffentlichen Aufgaben der Börse durch die Interessenkonflikte beeinträchtigt oder Handelsteilnehmer benachteiligt werden könnten.“

a) Geschützte öffentliche Interessen

Das Gesetz definiert somit nur, welches die öffentlichen Interessen sind, die nicht beeinträchtigt werden dürfen, nämlich

- das Interesse an einem ordnungsgemäßen Betrieb der Börse, also die Betriebspflicht nach § 5 Abs. 1 BörsG einschließlich der Fortentwicklungspflicht; denn nur eine wettbewerbsfähige Börse ist auf Dauer funktionsfähig,
- die Interessen der Handelsteilnehmer sowie
- als Regelbeispiel¹³⁵ die der Börse gesetzlich übertragenen Überwachungsaufgaben.

b) Entgegenstehende private Interessen

Das Gesetz und seine Materialien besagen hingegen nicht, welche Interessen auf Seiten des Börsenträgers oder seiner Eigentümer geeignet sind, sich nachteilig auf

¹³⁴ BT-Ds. 16/4028, S. 82.

¹³⁵ Beck (Fn. 14), § 5 BörsG Rdn. 24.

die öffentlichen Interessen auszuwirken. Das Gesetz und seine Materialien enthalten auch keine diesbezüglichen Einschränkungen. Selbst die Verfolgung legitimer Interessen des Börsenträgers oder seiner Eigentümer (womit insbesondere die Anteilseigner des Börsenträgers gemeint sind) können daher einen zu verhindernden Interessenkonflikt begründen. Potentiell konflikträchtig ist daher jedes Interesse des Börsenträgers oder seiner Eigentümer, das nicht mit dem öffentlichen Interesse übereinstimmt. Das wird deutlich, wenn man sich die historische Entwicklung der Börsenorganisation vor Augen führt:¹³⁶

Ein weitreichender Interessengleichlauf zwischen Träger und Börse bestand, solange die örtlichen Industrie- und Handelskammern Träger der Börsen waren (erste Stufe); denn eine IHK ist als Körperschaft des öffentlichen Rechts dem öffentlichen Interesse in gleicher Weise verpflichtet wie die Börse als Anstalt des öffentlichen Rechts selbst. War hingegen ein Verein Träger der Börse, so verminderte sich diese die Interessenkongruenz schon ein wenig, da ein Verein als juristische Person des Privatrechts als solcher nicht dem öffentlichen Interesse verpflichtet ist (zweite Stufe). Erhebliche Interessenkonflikte bestanden freilich gleichwohl mangels Gewinnbeteiligung und daher mangels eigenwirtschaftlicher Interessen der Vereinsmitglieder nicht. Auch der Übergang der Trägerschaft auf eine Aktiengesellschaft ändert an diesem weitgehenden Interessengleichlauf nichts, wenn sich die Aktien in den Händen eines nicht gewinnorientierten Vereins oder des Staates befinden. Werden die Aktien jedoch an gewinnorientierte Aktionäre übertragen, so nimmt der Interessengleichlauf weiter ab (dritte Stufe). Aber auch in diesem Fall ist die Interessenkongruenz noch groß, soweit es sich bei den gewinnorientierten Gesellschaftern um Handelsteilnehmer handelt und die Stimmrechte unter ihnen einigermaßen gleich verteilt sind. Haben einzelne Handelsteilnehmer hingegen ein Übergewicht, gewinnen deren Sonderinteressen Raum (vierte Stufe). Weitgehend aufgehoben wird die Interessenkongruenz jedoch erst, soweit der Börse fernstehende Personen Aktionär der Trägergesellschaft werden, insbesondere die Trägergesellschaft börsennotiert ist (fünfte Stufe); denn wie sich gerade auch in der Historie der DB AG gezeigt hat, sind solche Aktionäre „*typischerweise eher an einer rentierlichen Entwicklung ihrer Investition interessiert (shareholder value), als ein Aktionär, der seine Einlage als Investition in einen Marktplatz begreift, auf dem er als Handelsteilnehmer sein eigentliches Betätigungsfeld sieht*“¹³⁷.

Dementsprechend nennt *Beck* als Beispiel für einen zu verhindernden Interessenkonflikt den Fall, „*wenn der Börsenträger zur Aufrechterhaltung oder notwendigen Weiterentwicklung des Börsenbetriebs erforderliche Investitionen mit Rücksicht auf*

¹³⁶ S. zum Folgenden *Hammen*, AG 2001, 549, 554 ff.

¹³⁷ *Hammen*, AG 2001, 549, 556.

das Interesse seiner Anteilseigner an einer möglichst hohen Gewinnausschüttung unterlassen würde“ oder deswegen Einsparungen vornimmt, die zu Störungen des Börsenbetriebs führen.¹³⁸ Freilich hält er die rechtstatsächliche Wahrscheinlichkeit eines solchen Verhaltens für gering, weswegen er der Norm im Wesentlichen eine „Warnfunktion“ zumisst. Das ist freilich bei weitem zu kurz gegriffen.

Allerdings besteht auch auf der vorstehenden fünften Stufe noch insoweit ein Interessengleichlauf, als die Gewinninteressen der Aktionäre des Trägers von dem Wohlergehen der Börse abhängt. Entwickelt der Träger hingegen anderweitige geschäftliche Interessen, vermindert sich dementsprechend die Interessenskongruenz weiter, weil Investitionen in andere, möglicherweise gewinnträchtigere Geschäftsfelder umgeleitet werden (sechste Stufe). Allerdings verbreitert sich hierdurch auch die wirtschaftliche Grundlage des Trägers, was wiederum der Börse zugutekommen kann. Vollends gestört wird der Interessengleichlauf aber, wenn ein Aktionär maßgeblichen Einfluss auf den Träger gewinnen, der selbst eine anderweitige unternehmerische Interessenbindung hat (siebte Stufe); denn dadurch nimmt die Gefahr, dass der Aktionär seine (zumindest faktischen) Einfluss- und Informationsmöglichkeiten zum eigenen Vorteil nutzbar macht, erheblich zu. Diese Erkenntnis steht Pate für das Konzernrecht in seiner herkömmlichen, an dem Schutz der abhängigen Gesellschaft und der Minderheitsaktionäre orientierten Bedeutung.¹³⁹ Besteht nun aber die anderweitige unternehmerische Interessenbindung des herrschenden Aktionärs sogar in einer Konkurrenztaetigkeit, so verkehrt sich der gestörte Interessengleichlauf in einen Interessengegensatz (achte Stufe); denn der Erfolg des einen im selben Geschäftszweig tätigen Konzernunternehmens schmälert notwendigerweise den Erfolg oder zumindest die Erfolgsaussichten des anderen mit ihm konkurrierenden Konzernunternehmens, hier also der Trägergesellschaft. Eine Schädigung der abhängigen Trägergesellschaft ist nunmehr nahezu unausbleiblich; denn jede Wettbewerbsbehandlung des herrschenden Unternehmens oder der von ihm abhängigen anderen Konzerngesellschaften bedeutet letztlich die Wahrnehmung oder zumindest Schmälerung der geschäftlichen Chancen des Trägers. Dabei steht nicht nur zu befürchten, dass das herrschende Unternehmen seine Einfluss- und Informationsmöglichkeiten ausnutzt, um sich Know-how und Geschäftschancen des Trägers anzueignen, sondern auch, dass er den Träger im Konzerninteresse auf bestimmte Teilmärkte beschränkt und ihm andere Geschäftsfelder entzieht,¹⁴⁰ wie dies etwa im Falle des Zusammenschlussvorhabens der DB AG mit der LSE geplant war. Das Beispiel zeigt zugleich, dass derartige Interessengegensätze auf der Ebene der Trägergesellschaft

¹³⁸ Beck (Fn. 14), § 5 BörsG Rdn. 24.

¹³⁹ S. Begr. RegE zum Dritten Buch des AktG (Verbundene Unternehmen) bei Kropff, Aktiengesetz, 1965, S. 373.

¹⁴⁰ Zum Vorstehenden Burgard, FS Lutter, 2000, S. 1033, 1040 f.

erheblichen Einfluss auf die Börse haben können, nämlich weil und wenn der Konzern, in den der Träger eingebunden wird, im Geschäftszweig der Börse tätig ist.

Im faktischen Konzern sind dem Einfluss des herrschenden Unternehmens allerdings gewisse rechtliche Grenzen zum Schutz der abhängigen Gesellschaft und der Minderheitsaktionäre gesetzt (insb. §§ 311 ff. AktG), wengleich deren praktische Wirksamkeit unterschiedlich beurteilt wird¹⁴¹ und nach Ansicht des Verfassers eher gering ist¹⁴². Um seine Konzerninteressen ungehindert durchzusetzen, kann das herrschende Unternehmen jedoch zum einen den Squeeze-Out der Minderheitsaktionäre betreiben (neunte Stufe) und, um seinen Einfluss auch rechtlich abzusichern, zum anderen einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag mit der Trägergesellschaft schließen (zehnte Stufe). Hat es diese zehnte Stufe erreicht, kann das herrschende Unternehmen seine Konzerninteressen ungehindert durchsetzen, ohne auf die Interessen der Trägergesellschaft Rücksicht nehmen zu müssen. Zwar bleibt die Betriebspflicht des Trägers ungeschmälert bestehen. Darauf kommt es hier jedoch nicht an, weil § 5 Abs. 4 Nr. 1 BörsG den Börsenträger verpflichtet, Interessenkonflikte zwischen seinen Eigentümern, hier also dem herrschenden Unternehmen, und dem öffentlichen Interesse zu erkennen und zu verhindern. Durch die Zustimmung zum Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages tut der Träger jedoch das genaue Gegenteil: Er bewirkt, dass das herrschende Unternehmen sein Konzerninteresse ungehindert durchsetzen kann.

c) Verhinderungspflicht bei bloßer Eignung

Zu Recht betont *Beck*, dass in der börsenrechtlichen Pflicht, Interessenkonflikte nicht nur zu erkennen, sondern auch zu verhindern, ein erheblicher Unterschied zu vergleichbaren Vorschriften wie etwa den Wohlverhaltensregeln nach WpHG besteht, die ein gewisses Maß an Interessenkonflikten als unvermeidlich hinnehmen und insoweit lediglich eine Offenlegung und einen angemessenen Umgang mit unvermeidlichen Interessenkonflikten verlangen.¹⁴³ Der Grund dafür ist aber nicht, wie *Beck* nahezulegen scheint, dass der Gesetzgeber meint, es gäbe vorliegend weniger oder geringere Interessenkonflikte. Der Grund ist vielmehr, dass es vorliegend nicht um den Schutz privater Interessen im Rahmen privatrechtlicher Rechtsverhältnisse durch gewerberechtliche Verhaltensregeln, sondern um den Schutz öffentlicher Interessen vor privaten Interessen bei der Wahrnehmung eines öffentlichen Auftrags geht. Mit anderen Worten stellt § 5 Abs. 4 Nr. 1 BörsG klar, dass dem öffentlichen Interesse immer schon dann der Vorrang vor privaten Interessen gebührt, wenn diese auch nur

¹⁴¹ Ausf. *Hommelhoff* in Verhandlungen des 59. Deutschen Juristentages Hannover 1992, Band I Gutachten, S. G 1 ff.

¹⁴² S.u. E. I. 2 .a)) und b) cc).

¹⁴³ *Beck* (Fn. 14), § 5 BörsG Rdn. 25.

geeignet sind, sich nachteilig auf das öffentliche Interesse auszuwirken. Und das wiederum bedeutet, dass nachteilige Auswirkungen des Interessenkonflikts nicht feststehen müssen, sondern ein Interessenkonflikt bereits dann zu verhindern ist, wenn die nicht ganz fern liegende Möglichkeit einer Beeinträchtigung öffentlicher Interessen besteht.

d) Vorkehrungen

Damit bleibt die Frage zu beantworten, welche Vorkehrungen der Träger treffen muss, um seiner Verhinderungspflicht zu genügen. Hierzu findet sich in der Literatur nichts. Drei Ansatzpunkte sind – theoretisch – denkbar: Verhinderung des Interessenkonflikts selbst, Verhinderung der Durchsetzung der privaten Eigeninteressen oder Verhinderung der Eignung des Konflikts, sich nachteilig auf das öffentliche Interesse auszuwirken. Das Gesetz adressiert nur die erste Möglichkeit, und zwar, wie sich sogleich zeigen wird, mit gutem Grund:

Eine Verhinderung des Interessenkonflikts selbst durch eine klare Abgrenzung der Interessensphären denkbar wie etwa durch eine strikte Begrenzung der Ausschüttungen und eine Verhinderung von Wettbewerbslagen. Das Gegenteil davon ist die Einbindung der Trägergesellschaft in einen Börsenkonzern und der Abschluss eines Gewinnabführungsvertrages.

Eine Verhinderung der Durchsetzung der privaten Eigeninteressen ist kaum möglich. Erinnerung sei in diesem Zusammenhang an die Begründung zur Änderung von § 2b KWG im Dritten Finanzmarktförderungsgesetz, in der zu Recht festgestellt wurde, dass selbst eine Untersagung der Stimmrechtsausübung sich in der Praxis als nicht ausreichend erwiesen hat, weil der Inhaber einer bedeutenden Beteiligung auch ohne Stimmrechtsausübung seinen Einfluss zum Nachteil der Gesamtwirtschaft oder des Instituts durchsetzen kann.¹⁴⁴ Wenn aber selbst eine behördliche Untersagung der Stimmrechtsausübung nicht geeignet ist, den Einfluss des Inhabers einer bedeutenden Beteiligung wirksam zu begrenzen, welche Vorkehrungen kann dann der Träger treffen, um die Durchsetzung des Konzerninteresses zu verhindern? Durch den Abschluss eines Beherrschungsvertrages wird die Durchsetzung des Konzerninteresses jedenfalls erleichtert statt erschwert.

Eine Verhinderung der Eignung des Interessenkonflikts, sich nachteilig auf das öffentliche Interesse, namentlich die Betriebspflicht, auszuwirken, ist bei einem vorhandenen Interessenkonflikt und mangels Möglichkeit der Begrenzung des privaten Einflusses nur durch eine Begrenzung des Ausmaßes und der Dauer des Interessenkonflikts möglich. Auch insofern kann also nur bei dem Interessenkonflikt selbst

¹⁴⁴ BT-Ds. 13/9874, S. 139.

angesetzt werden. Jedenfalls zu vermeiden sind daher schwere und dauerhafte Interessenkonflikte, wie sie regelmäßig zwischen miteinander konkurrierenden Unternehmen im Konzern bestehen. Und keinesfalls darf diesen Interessenkonflikten auch noch etwa durch den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages Vorschub geleistet werden.

4. Mittelausstattung nach § 5 Abs. 5 BörsG

Auch § 5 Abs. 5 BörsG beruht auf dem FRUG und damit der MiFID. In der Regierungsbegründung ist dazu ausgeführt:¹⁴⁵

„Absatz 5 setzt Artikel 39 Buchstabe f der Finanzmarktrichtlinie um und schreibt eine angemessene Kapitalausstattung des Börsenbetreibers vor. Die Börsenaufsicht hat bei der Beurteilung der Höhe der angemessenen Eigenmittel die Höhe der Börsenumsätze und die Art der dort abgeschlossenen Geschäfte sowie der speziellen Risiken des Geschäftsmodells des Börsenbetreibers zu berücksichtigen.“

Ungeachtet dieser Begründung und der Tatsache, dass eine entsprechende Kapitalausstattung nach § 4 Abs. 2 S. 1 Nr. 1, Abs. 3 Nr. 1 BörsG Voraussetzung der Erlaubniserteilung ist, wird bestritten, dass die Börsenaufsichtsbehörde dem Träger im Rahmen der laufenden Aufsicht konkrete Vorgaben zu seiner Kapitalausstattung machen dürfe. Vielmehr sei sie darauf beschränkt, konkrete Sachverhalte einer Nichterfüllung der Betriebspflicht festzustellen und den Börsenträger zur Abhilfe aufzufordern.¹⁴⁶ Dem ist nicht zu folgen, weil die Vorschrift danach bedeutungslos wäre. Zuzugeben ist allerdings, dass die Ermittlung der Mindestanforderungen an eine angemessene Kapitalausstattung im Einzelfall durchaus erhebliche Schwierigkeiten bereiten kann. Allein schon deswegen wird die Börsenaufsichtsbehörde allenfalls eine offensichtlich unzureichende Kapitalausstattung rügen.

Nach dem Gesetzeswortlaut muss die Kapitalausstattung lediglich ausreichen, um eine *„ordnungsgemäße Durchführung des Börsenbetriebs“* gemessen an den Anforderungen des Einzelfalls zu gewährleisten. Dass die Kapitalausstattung auch für eine Fortentwicklung des Börsenbetriebs ausreichen muss, wird nicht gefordert. Das ist nach der hier vertretenen Auffassung konsequent, weil die Fortentwicklungspflicht (anders als die Durchführungspflicht) aufgrund des Merkmals der Angemessenheit durch die finanzielle Leistungskraft des Börsenträgers beschränkt wird (s. o. D. III. 1. b)).

Fraglich ist, ob ein Börsenträger auch dann noch über *„ausreichende finanzielle Mittel ... verfügt“*, wenn er einen Gewinnabführungsvertrag schließt. Bei einem Gewinn-

¹⁴⁵ BT-Ds. 16/4028, S. 82.

¹⁴⁶ So Beck (Fn. 14), § 5 BörsG Rdn. 28.

abführungsvertrag verpflichtet sich die Gesellschaft gemäß § 291 Abs. 1 S. 1 Fall 2 AktG, ihren ganzen Gewinn an ein anderes Unternehmen abzuführen, wobei sich der Höchstbetrag der Gewinnabführung nach § 301 AktG bestimmt und das andere Unternehmen nach § 302 Abs. 1 AktG jeden während der Vertragsdauer sonst entstehenden Jahresfehlbetrag auszugleichen hat. Da § 301 AktG nur die Auflösung gesetzlicher Rücklagen verhindert und § 302 AktG lediglich den Kapitalerhalt sichert, hält *Schwark* den Abschluss eines Gewinnabführungsvertrages für unzulässig.¹⁴⁷ Dem könnte man freilich entgegenhalten, dass die Erfüllung der Betriebspflicht den abzuführenden Gewinn von vornherein mindert und das herrschende Unternehmen zudem einen Jahresfehlbetrag ausgleichen muss, der etwa infolge der Erfüllung der Betriebspflicht entsteht. So gesehen könnte man meinen, dass die Erfüllung der Durchführungspflicht jedenfalls solange gesichert ist, solange das herrschende Unternehmen in der Lage ist, seiner Verlustausgleichspflicht zu genügen. Indes setzt § 5 Abs. 5 BörsG voraus, dass der Börsenträger selbst über ausreichende finanzielle Mittel zur Durchführung des Börsenbetriebs verfügen muss. Das ergibt sich aus dem systematischen Zusammenhang mit § 4 Abs. 2 S. 1 Nr. 1, Abs. 3 Nr. 1 BörsG, vgl. auch § 1 Abs. 1 der Hessischen Börsenverordnung vom 16.12.2008¹⁴⁸. Zwar begründet die Verlustausgleichspflicht einen – zudem in den Grenzen des § 302 Abs. 3 AktG unverzichtbaren – Anspruch des Börsenträgers, der ebenso wie jeder andere vollwertige Anspruch gegen Dritte seine finanzielle Leistungskraft erhöht. Das darf jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass der Abschluss eines Gewinnabführungsvertrages zu einer nahezu vollständigen finanziellen Abhängigkeit des Trägers von dem herrschenden Unternehmen führt. Das ist mit § 5 Abs. 5 BörsG nicht vereinbar, zumal dies die Schwierigkeiten der Börsenaufsichtsbehörde, über eine ausreichende Kapitalausstattung des Trägers zu wachen, vervielfachen würde. Da die finanzielle Leistungskraft des herrschenden Unternehmens im Konzern nämlich nicht zuletzt von der Finanzlage der Töchter abhängt, müsste die Behörde laufend die Finanzlage des gesamten Konzerns überwachen. Und das sieht das Gesetz nicht vor. Im Ergebnis ist daher der Ansicht von *Schwark* zuzustimmen. Der Abschluss eines Gewinnabführungsvertrages ist mit § 5 Abs. 5 BörsG nicht vereinbar.

IV. Zusammenfassung

Nach Wortlaut, Entstehungsgeschichte und Systematik des Gesetzes sowie nach der rechtlichen Verfassung von Börsen, ist es primärer Sinn und Zweck der börsenrechtlichen Anteilseignerkontrolle zu gewährleisten, dass der mit der Staatsaufgabe Bör-

¹⁴⁷ *Schwark*, WM 2000, 2517, 2526.

¹⁴⁸ GVBl. I 2008, 1061, zuletzt geändert durch Verordnung vom 13.01.2010, GVBl. I 2010, S. 14.

senbetrieb beliehene Börsenträger seine Betriebspflicht regelgerecht und nach besten Kräften erfüllt.

Dieser teleologische Befund wird durch die Untersuchung der verschiedenen, sich aber stark überschneidenden Tatbestandsvarianten des § 6 Abs. 2 S. 1 BörsG bestätigt. Maßgeblich kommt es darauf an, dass auch nach dem Beteiligungserwerb Gewähr für eine ordnungsgemäße Erfüllung der Betriebspflicht besteht. Rechtfertigen Tatsachen die Annahme, dass die Leistungsfähigkeit oder Leistungsbereitschaft des Börsenträgers zur Erfüllung seiner Betriebspflicht beeinträchtigt wird, kann die Behörde den Beteiligungserwerb untersagen. Angesichts der Bedeutung des geschützten Rechtsguts (nämlich der FWB als einer überragend wichtigen Infrastruktureinrichtung des Kapitalmarkts) reichen hierfür verhältnismäßig geringfügige, plausible Zweifel an einer ordnungsgemäßen Pflichterfüllung aus. Solche Zweifel gehen zu Lasten des Anteilserwerbers.

Den Inhalt der Betriebspflicht beschreibt § 5 BörsG. Danach hat der Börsenträger:

1. der Börse die zur Durchführung des Börsenbetriebs notwendigen Mittel zur Verfügung zu stellen, § 5 Abs. 1 S. 2 Fall 1 BörsG. Diese gegenwartsbezogene Durchführungspflicht verlangt prinzipiell die Erhaltung der Börse in ihrem jeweiligen Bestand einschließlich etwaig notwendiger Erweiterungsinvestitionen. Sie wird nur durch den Grundsatz der Verhältnismäßigkeit, nicht aber durch die Leistungsfähigkeit des Börsenträgers begrenzt, wie auch § 5 Abs. 5 BörsG verdeutlicht. Verboten ist danach etwa ein „Aushungern“, „Totsparen“ oder gar ein „Ausschlachten“ der Börse im Konzerninteresse.

2. der Börse die zu einer angemessenen Fortentwicklung notwendigen Mittel zur Verfügung zu stellen, § 5 Abs. 1 S. 2 Fall 2 BörsG. Diese zukunftsbezogene Fortentwicklungspflicht verlangt eine beständige Förderung der Wettbewerbsfähigkeit des Börsenbetriebs. Anders als die Durchführungspflicht wird die Fortentwicklungspflicht allerdings nicht nur durch den Grundsatz der Verhältnismäßigkeit, sondern auch durch die Leistungskraft des Börsenträgers begrenzt, was § 5 Abs. 5 BörsG ebenfalls verdeutlicht. Der Börsenträger ist also nur „nach besten Kräften“ zur Fortentwicklung des Börsenbetriebs verpflichtet. Diese aber muss er mobilisieren. Erforderlichenfalls hat er hierfür sein gesamtes, nicht für den Börsenbetrieb benötigtes Vermögen einzusetzen. Zudem darf sich der Träger nicht „arm machen“, indem er etwa übermäßige Ausschüttungswünsche seiner Aktionäre bedient oder gar einen Gewinnabführungsvertrag schließt oder anderweitige Investitionen vornimmt, die seine Fähigkeit zur Fortentwicklung des Börsenbetriebs beeinträchtigen.

3. sicherzustellen, dass durch ein Outsourcing weder seine Durchführungspflicht noch die Aufsicht über die Börse beeinträchtigt wird, § 5 Abs. 3 BörsG. Zudem darf das Outsourcing weder der Fortentwicklungspflicht nach § 5 Abs. 1 Satz 2 Fall 2

BörsG noch den Organisationspflichten nach § 5 Abs. 4 BörsG widersprechen. Unzulässig ist ein Outsourcing daher auch dann, wenn hierdurch Interessenkonflikte im Sinne des § 5 Abs. 4 Nr. 1 BörsG befördert werden.

4. Konflikte zwischen den Eigeninteressen des Börsenträgers oder seiner Anteilseigner und dem öffentlichen Interesse an einer ordnungsgemäßen Erfüllung der Betriebspflicht nach § 5 Abs. 1 BörsG zu erkennen und zu verhindern, wenn diese geeignet sind, sich nachteilig auf den Börsenbetrieb, d. h. sowohl auf seine Durchführung als auch auf seine angemessene Fortentwicklung, oder auf die Handelsteilnehmer auszuwirken § 5 Abs. 4 Nr. 1 BörsG. Damit bringt das Gesetz zum Ausdruck, dass den genannten öffentlichen Interessen stets der Vorrang vor den privaten Interessen des Börsenträgers oder seiner Anteilseigner gebührt, und zwar auch dann, wenn diese privaten Interessen durchaus legitim sind. Dabei müssen die öffentlichen Interessen keineswegs aktuell beeinträchtigt werden. Vielmehr hat der Börsenträger bereits eine potentielle Beeinträchtigung zu verhindern. Aufgezeigt wurden zehn Stufen eines fortschreitenden Auseinanderfallens der Interessen des Börsenträgers bzw. seiner Anteilseigner und der Börse bis hin zu dem Entstehen eines Interessengegensatzes, nämlich bei der Einbindung des Börsenträgers in einen Konzern, der im Geschäftszweig der Börse tätig ist. Dabei ist die zehnte Stufe erreicht, wenn der Träger durch Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages vollkommen den Konzerninteressen des herrschenden Unternehmens unterworfen wird. Dementsprechend darf der Träger einer solchen Entwicklung keineswegs Vorschub leisten.

5. über ausreichende finanzielle Mittel für eine ordnungsgemäße Durchführung des Börsenbetriebs in seinem jeweiligen Bestand zu verfügen. Dem widerspricht, wie aufgezeigt wurde, der Abschluss eines Gewinnabführungsvertrages.

Vor diesem Hintergrund ist nunmehr das hier zu untersuchende Zusammenschlussvorhaben zu würdigen.

E. Vorliegen der Voraussetzungen des § 6 Abs. 2 S. 1 BörsG

Fraglich ist, welche Tatsachen, die die Annahme rechtfertigen könnten, dass

- die Holdco oder einer ihrer gesetzlichen oder satzungsmäßigen Vertreter nicht zuverlässig sind, d. h. keine Gewähr für eine ordnungsgemäße Erfüllung der Betriebspflicht der DB AG in Bezug auf die FWB bieten,
- die Holdco oder einer ihrer gesetzlichen oder satzungsmäßigen Vertreter aus sonstigen Gründen nicht den im Interesse einer soliden und umsichtigen Führung der DB AG zu stellenden Ansprüchen genügt,
- die Durchführung und angemessene Fortentwicklung des Börsenbetriebs der FWB durch die DB AG beeinträchtigt wird.

Solche Tatsachen könnten vorliegend insbesondere sein:

1. Die beabsichtigte Einbindung der DB AG in einen internationalen Börsenkonzern unter Leitung der Holdco mit oder ohne Abschluss eines Beherrschungsvertrages oder eines kombinierten Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages.
2. Die dem Vernehmen nach wahrscheinlich beabsichtigte Aufgabe des Handelssystems Xetra zugunsten der Universal-Handelsplattform (UTP) der NYSE Euronext unter Auslagerung auf ein von der Holdco unmittelbar oder mittelbar abhängiges Unternehmen.
3. Die möglicherweise geplante Schaffung einer einheitlichen, grenzüberschreitenden Wertpapier- und/oder Derivatebörse, bei der die Eigenständigkeit der nationalen Börsen lediglich als „Marke“ erhalten bleibt.
4. Die mögliche Beeinträchtigung einer wirksamen Aufsicht infolge des Zusammenschlusses, der geplanten Vereinheitlichung der Handelssysteme oder der möglicherweise geplanten Schaffung einer einheitlichen, grenzüberschreitenden Wertpapier- und/oder Derivatebörse.

Diese Tatsachen gilt es nun im Blick auf die Erfüllung der Tatbestandsvoraussetzungen des § 6 Abs. 2 S. 1 BörsG zu prüfen.

I. Die Einbindung der DB AG in einen internationalen Börsenkonzern unter Leitung der Holdco mit oder ohne Abschluss eines Beherrschungsvertrages oder eines kombinierten Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages

Nach der Angebotsunterlage soll die Holdco alleiniger Aktionär der NYSE Euronext und – nach einem nunmehr höchst wahrscheinlich möglichen Squeeze-Out – alleiniger Aktionär der DB AG werden. Sie würde damit herrschendes Unternehmen eines internationalen Börsenkonzerns bestehend aus mehreren Kassa- und Deriva-

temärkten, die bis dahin, nämlich einerseits unter dem Dach der DB AG und andererseits unter dem Dach der NYSE Euronext, miteinander konkurrieren.¹⁴⁹ Um gleichwohl eine Integration zu erreichen, haben die Vertragsparteien eine ausgefeilte Führungsstruktur vereinbart, die Vertretern der DB AG auf bestimmte Zeit zwar ein zahlenmäßiges Übergewicht von 60:40 sichert, Vertretern der NYSE Euronext dafür aber zentrale Schlüsselpositionen einräumt.¹⁵⁰ Nach dem Vollzug des Zusammenschlusses soll der Börsenkonzern über fünf weltweit operierende Geschäftsbereiche verfügen. Einer dieser Geschäftsbereiche sind die Kassamärkte („Global Cash Trading and Listings“) zu denen auch die FWB zählt und der von New York aus geleitet werden sollen.¹⁵¹ Hinsichtlich der DB AG besteht ferner ausdrücklich das „Ziel ... innerhalb der rechtlich vorgegebenen Grenzen, einen möglichst weitgehenden beherrschenden Einfluss auszuüben“.¹⁵² Hierzu sollen nicht nur verbleibende Minderheitsaktionäre im Wege eines Squeeze-Out ausgeschlossen werden.¹⁵³ Vielmehr ist auch der Abschluss eines Beherrschungsvertrages oder sogar eines kombinierten Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages geplant.¹⁵⁴ Dabei haben Vorstand und Aufsichtsrat der DB AG sowohl dem Squeeze-Out als auch dem Abschluss eines Beherrschungsvertrages bzw. eines kombinierten Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages bereits grundsätzlich zugestimmt.¹⁵⁵

1. Meinungsstand

Ob und inwieweit die Einordnung der DB AG in einen internationalen Börsenkonzern unter der Leitung eines anderen Unternehmens zulässig oder unzulässig ist, war bereits anlässlich des Zusammenschlussvorhabens mit der LSE im Jahr 2000 Gegenstand dreier Rechtsgutachten¹⁵⁶ und ist auch seither in der börsenrechtlichen Diskussion präsent¹⁵⁷. Wenngleich sich die Rechtslage seit damals nicht unerheblich geändert hat, sind die damaligen Argumente weiterhin beachtenswert. Wie so oft stehen sich drei Ansichten gegenüber: Befürworter, Gegner und eine gewissermaßen vermittelnde Ansicht.

¹⁴⁹ Angebotsunterlage, z.B. S. 47, 49, A-158.

¹⁵⁰ Angebotsunterlage, S. A-162 ff.

¹⁵¹ Angebotsunterlage, S. 51.

¹⁵² Angebotsunterlage, S. 52.

¹⁵³ Angebotsunterlage, S. 52, 55 f..

¹⁵⁴ Angebotsunterlage, S. 52 ff., A-124 ff.

¹⁵⁵ Angebotsunterlage, S. 53.

¹⁵⁶ *Kümpel/Hammen* (Fn. 7), 3 ff.; *Schneider/Burgard* (Fn. 7), 24 ff.; *Schwark*, WM 2000, 2517 ff.

¹⁵⁷ Insbes. *Christoph* (Fn. 32); *ders.*, ZBB 2005, 82 ff.; auch *Beck* (Fn. 14), § 6 BörsG Rdn. 14; *Hammen*, ZBB 2001, 84 ff.; *ders.*, Der Konzern 2008, 269; *Hauk*, ZfgKw 2005, 675 ff.; *Müller*, Der Konzern 2008, 263; *Posegga*, WM 2002, 2402 ff.

a) Zulässigkeit

Die Befürworter der Zulässigkeit einer Konzernierung von Trägergesellschaften unterscheiden zunächst zwischen der Einbindung des Trägers in einen faktischen Konzern und einen Vertragskonzern.

aa) Einbindung in einen faktischen Konzern

Die Einbindung des Trägers in einen faktischen Konzern hält diese Ansicht schon deswegen für unproblematisch, weil die Rechtstellung einer bloß faktisch abhängigen Tochtergesellschaft nach §§ 311 ff. AktG sehr stark sei.¹⁵⁸ Insbesondere verfüge das herrschende Unternehmen über keine Konzernleitungsmacht. Vielmehr bleibe die Eigenverantwortung der abhängigen Gesellschaft unberührt. Nachteilige Veranlassungen des herrschenden Unternehmens müsse der Tochtervorstand nicht folgen, sondern sogar ablehnen, wenn der Nachteil entweder nicht ausgleichsfähig oder mit einem zureichenden Nachteilsausgleich nicht zu rechnen sei. Auch einem übermäßigen Abzug von Liquidität etwa durch cash-management-Systeme oder überhöhten Gewinnausschüttungen könne und müsse die abhängige Gesellschaft von Rechts wegen entgegenreten, wobei all diese Ge- und Verbote durch Haftungsnormen abgesichert seien. Und diese Rechtslage dürfe man auch nicht als Bibliotheksrecht abtun, wenngleich man natürlich nicht verkennen dürfe, dass der Vorstand einer 100%igen Tochtergesellschaft „*geneigt sein kann, Einflussnahmen des herrschenden Unternehmens tunlichst nachzukommen*“.¹⁵⁹

bb) Einbindung in einen Vertragskonzern

Ganz anders sei demgegenüber die gesellschaftsrechtliche Rechtslage bei Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages zu beurteilen. Diese sei nämlich gekennzeichnet durch eine umfassende Leitungsmacht aufgrund des Beherrschungsvertrages und eine ebenso umfassende finanzielle Dominanz aufgrund des Gewinnabführungsvertrages des herrschenden Unternehmens. Allerdings finde die Leitungsmacht ihre Grenze in gesetzlichen Ge- und Verboten. Das herrschende Unternehmen dürfe daher dem Träger keine Weisungen erteilen und dieser keine Weisungen befolgen, durch die die Betriebspflicht verletzt werde.¹⁶⁰ Deswegen sei auch gegen den Abschluss eines Beherrschungsvertrages börsenrechtlich nichts einzuwenden.¹⁶¹ Problematisch sei allein der Abschluss eines Gewinnabführungsvertra-

¹⁵⁸ So *Schwark*, WM 2000, 2517, 2523; ebenso *Merkt* (Fn. 62), G 120.

¹⁵⁹ *Schwark*, WM 2000, 2517, 2524.

¹⁶⁰ Ebenso *Beck* (Fn. 14), § 6 BörsG Rdn. 14; *Christoph*, ZBB 2005, 82, 91

¹⁶¹ A.A. *Merkt* (Fn. 62), G 120: Die Einbindung in einen Vertragskonzern stelle wegen der umfassenden Leitungsbefugnis und der finanziellen Dominanz eine Gefährdung der Betriebspflicht dar.

ges, nicht aber eines Teilgewinnabführungsvertrages.¹⁶² Und selbst diese Einschränkung lassen offenbar nicht alle gelten: Die Gefahr einer finanziellen Austrocknung berechtige die Börsenaufsichtsbehörde erst dann zum Einschreiten, wenn die Erfüllung der Betriebspflicht nicht mehr gewährleistet erscheint, d. h. erst wenn die abstrakte Gefahr in eine konkrete Gefährdung der Börse umschlage.¹⁶³

An diesem Befund änderten auch Gesichtspunkte wie der Schutz der guten Ordnung am Kapitalmarkt oder der Schutz des Finanzplatzes Deutschland nichts,¹⁶⁴ weil diese in erster Linie Sache des Gesetzgebers seien. Auch der Hinweis auf die Gefahr einer Ausschachtung der Börse durch Verlagerung von Handelssegmenten gehe fehl, weil die Entscheidung hierüber nicht der Börsenträger, sondern die Börse zu treffen habe. Und eine öffentlich-rechtliche Treuepflicht des Börsenträgers gebe es ebenso wenig wie gesellschaftsrechtliche Wettbewerbsverbote bei 100%igen Tochtergesellschaften.¹⁶⁵ Eine Konzernierung des Trägers sei daher börsenrechtlich zulässig, solange diese nicht in eine konkrete Beeinträchtigung der Aufsicht resultiere.¹⁶⁶

b) Unzulässigkeit

Gegen die Zulässigkeit der Konzernierung eines Börsenträgers werden vor allem folgende Argumente vorgebracht: Die §§ 311 ff. AktG enthielten nicht nur Vorschriften zum Schutz der abhängigen Gesellschaft, ihrer Minderheitsaktionäre und Gläubiger, sondern privilegierten auch das herrschende Unternehmen. Zwar habe der Vorstand die Gesellschaft gemäß § 76 AktG in eigener Verantwortung zu leiten, wobei er weder Weisungen eines Mehrheitsaktionärs noch des Aufsichtsrats unterliege. Zu Recht gehe das Gesetz aber in § 17 AktG davon aus, dass ein Mehrheitsaktionär (und erst Recht ein Alleinaktionär) beherrschenden Einfluss auf die Gesellschaft ausüben können, was das Gesetz „Abhängigkeit“ nenne.

Diese Abhängigkeit beruht, wie zur Erläuterung angemerkt sei, letztlich auf der Möglichkeit des Mehrheitsaktionärs über die Besetzung des Aufsichtsrats auf die Besetzung des Vorstands Einfluss zu nehmen. Deswegen ist der Vorstand einer abhängigen Gesellschaft geneigt, Vorstellungen des Mehrheitsaktionärs zu folgen.

Dabei gebe es im Rahmen des unternehmerischen Ermessens zahlreiche Entscheidungen, die der Vorstand der abhängigen Gesellschaft, ohne pflichtwidrig zu handeln, in der einen oder anderen Weise treffen könne. In diesem Rahmen könne er mithin auch Vorgaben des herrschenden Unternehmens befolgen und damit Entscheidungen treffen, die nicht allein im Interesse der Gesellschaft, sondern auch im

¹⁶² Schwark, WM 2000, 2517, 2526.

¹⁶³ So Christoph, ZBB 2005, 82, 91.

¹⁶⁴ So auch Christoph, ZBB 2005, 82, 90.

¹⁶⁵ Schwark, WM 2000, 2517, 2527 f.

¹⁶⁶ Christoph, ZBB 2005, 82, 91.

Interesse des Mehrheitsaktionärs lägen. Darüber hinaus erlaube ihm das Gesetz, sogar nachteiligen Veranlassungen Folge zu leisten, solange nur der Nachteilsausgleich gesichert sei.¹⁶⁷

Hierbei bleibe das Gesetz allerdings noch nicht stehen. Vielmehr vermute es in § 18 Abs. 1 S. 3 AktG, dass ein abhängiges Unternehmen mit dem herrschenden Unternehmen einen (Unterordnungs-)Konzern bilde, d. h. gemäß § 18 Abs. 1 S. 1 AktG unter der einheitlichen Leitung des herrschenden Unternehmens stehe. Trotz der Grenzen der §§ 311 ff. AktG vermute das Gesetz also bereits bei einer auf einer bloßen Mehrheitsbeteiligung beruhenden Abhängigkeit, dass das herrschende Unternehmen zentrale Leitungsfunktionen übernehme, wodurch der Konzern zu einer wirtschaftlichen Einheit, d. h. insbesondere zu einer Finanzierungs-, Investitions-, Liquiditäts- und Risikoeinheit sowie zu einer Informationseinheit werden könne.¹⁶⁸ Das gelte zumal die Konzernrechtslage von der Konzernwirklichkeit vielfach überholt werde¹⁶⁹ und das Konzernrecht vielfältige Probleme der Konzernwirklichkeit gar nicht erfasse¹⁷⁰. So könne die einheitliche Leitung im Personalbereich dazu führen, dass zentrale Leistungsträger zu anderen Konzernunternehmen geschickt werden („personelle Austrocknung“), die einheitliche Leitung im technischen Bereich dazu führen, dass technische Kernkompetenzen an andere Konzernunternehmen abgegeben werden („technische Austrocknung“) und die einheitliche Leitung im finanziellen Bereich dazu führen, dass Finanzmittel innerhalb des Konzerns umverteilt werden („finanzielle Austrocknung“).¹⁷¹

Gleichwohl sei die bloße Einbindung der Trägergesellschaft in einen faktischen Unterordnungskonzern nur dann zwingend unzulässig, wenn eine Personenidentität zwischen dem Vorstand des Trägers und der Geschäftsführung der Börse bestehe, weil dadurch die Börse selbst in den Konzernverbund einbezogen werde, was anstaltsrechtlich unzulässig sei.¹⁷² Anstaltsrechtlich unzulässig sei es ferner, den Träger durch Abschluss eines Beherrschungsvertrages den Weisungen eines herrschenden Unternehmens zu unterwerfen, das nicht denselben öffentlich-rechtlichen Bindungen wie der Träger selbst unterliege.¹⁷³ Nach dem Gutachten von *Merkt* zum 64. DJT ist selbst die Einbindung einer rein privaten Börse in einen Vertragskonzern

¹⁶⁷ *Schneider/Burgard* (Fn. 7), 24, 30.

¹⁶⁸ *Schneider/Burgard* (Fn. 7), 24, 30 f.

¹⁶⁹ *Schneider/Burgard* (Fn. 7), 24, 31.

¹⁷⁰ *Schneider/Burgard* (Fn. 7), 24, 35.

¹⁷¹ *Schneider/Burgard* (Fn. 7), 24, 35, ebenso *Ledermann* in Schäfer/Hamann (Hrsg.), *Kapitalmarktgesetze*, 2. Aufl., 4. Lief. 2009, § 3 BörsG Rdn. 8.

¹⁷² *Schneider/Burgard* (Fn. 7), 24, 32.

¹⁷³ *Schneider/Burgard* (Fn. 7), 24, 31.

unzulässig, weil die umfassende Leitungsmacht und die finanzielle Dominanz des herrschenden Unternehmens eine Gefährdung der Betriebspflicht darstelle.¹⁷⁴

Zu bedenken sei schließlich, dass der Träger vorliegend in einen internationalen Börsenkonzern „aus konkurrierenden Börsen- und Handelssystemen“¹⁷⁵ eingebunden werden solle. Zwar bestehe gegenüber einer 100%igen Tochtergesellschaft kein Wettbewerbsverbot. Das ändere jedoch nichts an den schweren, dauerhaften und nicht auflösbaren Interessenkonflikten, die hierdurch hervorgerufen würden, weil innerhalb des Konzerns Interessengegensätze bestünden, die das herrschende Unternehmen bei Ausübung seiner Leitungsmacht zu Lasten der einen oder anderen Tochtergesellschaft und damit fallweise auch mittelbar zu Lasten der FWB entscheiden müsse. Das Eingehen eines solchen Interessenkonflikts sei mit den öffentlich-rechtlichen Pflichten des Trägers nicht vereinbar, der sich hierdurch disqualifiziere.¹⁷⁶

c) Vermittelnde Ansicht

Die vermittelnde Ansicht hatte zwar ebenfalls schwere Bedenken gegen die Zulässigkeit des geplanten Zusammenschlusses zwischen der DB AG und der LSE, versuchte diese jedoch auftragsgemäß durch eine ganze Reihe von Kautelen auszuräumen, da dem berechtigten Bedürfnis nach grenzüberschreitenden Börsenzusammenschlüssen bei der rechtlichen Beurteilung Rechnung zu tragen sei¹⁷⁷:

Erstens bestünde infolge der geplanten Verlagerung der DAX-30-Werte an die LSE zwar die Gefahr der Verkümmern des Handels an der FWB, was weder die Börse noch ihr Träger hinnehmen dürfe. Dieses Hindernis könne jedoch durch eine Modifizierung des Anstaltszwecks in der Börsenordnung beseitigt werden.¹⁷⁸

Zweitens ließe die Einbindung der Trägergesellschaft der FWB in einen internationalen Börsenkonzern das Bedürfnis nach zusätzlichen Überwachungsbefugnissen und Einflussmöglichkeiten der Börsenaufsicht gegenüber der Börsengeschäftsführung ratsam erscheinen, um die internationale Wettbewerbsfähigkeit der FWB abzusichern. Auch diesem Bedürfnis könne durch eine Ergänzung des Anstaltszwecks Rechnung getragen werden.¹⁷⁹ Zugleich sollte diese Ergänzung zur Grundlage der Bestellung der Geschäftsführer der Börse und zum Inhalt ihres Anstellungsvertrages gemacht werden, um eine möglw. erforderliche spätere Abberufung der Geschäftsfüh-

¹⁷⁴ Merkt (Fn. 62), S. G 120.

¹⁷⁵ Seifert, Börsen-Zeitung vom 6.7.2000; gleichsinnig Howard Davies, damals Chairman der FSA, FAZ vom 29.7.2000.

¹⁷⁶ Schneider/Burgard (Fn. 7), 24, 34; ebenso Ledermann (Fn. 171) § 3 BörsG Rdn. 8.

¹⁷⁷ Kümpel/Hammen (Fn. 7), 3, 7 f.

¹⁷⁸ Kümpel/Hammen (Fn. 7), 3, 6 f.

¹⁷⁹ Kümpel/Hammen (Fn. 7), 3, 8 f.

rer zu erleichtern, wenn diese nicht im ausreichenden Maße die internationale Wettbewerbsfähigkeit der FWB sicherstellen.¹⁸⁰

Drittens sei eine Personenidentität zwischen Börsengeschäftsführung und Trägervorstand zu vermeiden, was Aufnahme in den ohnehin erforderlichen öffentlich-rechtlichen Vertrag zwischen der Börsenaufsicht und der Trägergesellschaft finden könne.¹⁸¹

Viertens ließe es der geplante Börsenverbund ratsam erscheinen, dass der Träger der FWB bestimmte zusätzliche Verpflichtungen übernimmt, damit die internationale Wettbewerbsfähigkeit der FWB auch auf Ebene des Börsenträgers abgesichert werde. Dies sollte in einem öffentlich-rechtlichen Vertrag zugunsten Dritter (§ 328 BGB) geschehen, damit die FWB selbst die ordnungsgemäße Erfüllung dieser Verpflichtungen von ihrem Träger verlangen könne. Dabei ergebe sich die Befugnis der Börsenaufsichtsbehörde zu einem solchen Vorgehen aus dem starken öffentlichen Interesse.¹⁸²

Fünftens müsse berücksichtigt werden, dass in einem internationalen Börsenkonzern Interessengegensätze zwischen den Konzernunternehmen bestünden, die das herrschende Unternehmen berücksichtigen müsse. Deswegen sei es empfehlenswert, die Betriebspflicht des Trägers der FWB durch zusätzliche Verpflichtungen des herrschenden Unternehmens abzusichern, um auf diese Weise erstens eine finanzielle Austrocknung des Trägers (insbesondere, aber nicht nur bei Abschluss eines Gewinnabführungsvertrages) zu verhindern und zweitens seinen Bestand zu sichern. Dies ließe sich durch eine atypische harte Patronatserklärung, die auch eine Bestandsgarantie zugunsten des Trägers der FWB beinhalte, erreichen.

Sechstens sei für den Fall vorzusehen, dass das herrschende Unternehmen beschließe, den Träger der FWB aufzulösen, indem der Auflösungsbeschluss durch eine Stimmrechtsvereinbarung an die Zustimmung der Börsenaufsichtsbehörde gebunden würde.¹⁸³

Siebtens sei es bedenklich, dass eine von dem herrschenden Unternehmen abhängige Gesellschaft, auf die der Träger der FWB keinerlei Einfluss besitze, das Marketing für alle, auch die untereinander konkurrierenden Konzerngesellschaften übernehmen solle; denn hierdurch bestünde die Gefahr, dass der FWB Wettbewerbschancen vorenthalten bzw. genommen würden, was zu ihrer Verkümmern führen

¹⁸⁰ Kümpel/Hammen (Fn. 7), 3, 9 f.

¹⁸¹ Kümpel/Hammen (Fn. 7), 3, 10.

¹⁸² Kümpel/Hammen (Fn. 7), 3, 10 f.

¹⁸³ Kümpel/Hammen (Fn. 7), 3, 12 ff.

könnte. Dem sei durch eine Kombination von gesellschaftsrechtlichen und aufsichtsrechtlichen Maßnahmen vorzubeugen.¹⁸⁴

Achtens könnten auch sonstige wettbewerbsrelevante Aktivitäten des herrschenden Unternehmens oder seiner Tochtergesellschaften dazu führen, dass der vereinbarte Ausbau des Neuen Marktes zu einem europäischen Markt für Wachstumswerte gefährdet würde. Deswegen bedürfe es einer bindenden Zusage des herrschenden Unternehmens derartige Aktivitäten zu unterlassen (Wettbewerbsverbot).¹⁸⁵

Vorstehende Verpflichtungen des Trägers der FWB sollten in einem öffentlich-rechtlichen Vertrag, die Verpflichtungen des herrschenden Unternehmens dagegen in einem privatrechtlichen Vertrag zugunsten Dritter, nämlich teils zugunsten der FWB, teils zugunsten der Börsenaufsichtsbehörde festgeschrieben werden.¹⁸⁶

2. Stellungnahme

Rückblickend darf zunächst einmal festgestellt werden, dass damals ebenso wie heute befremdlicherweise fast keine öffentliche Diskussion über dieses gesamtwirtschaftlich hoch bedeutende Zusammenschlussvorhaben stattgefunden hat. Rückblickend darf zweitens festgestellt werden, dass angesichts des baldigen Zusammenbruchs des Neuen Marktes das Scheitern des Zusammenschlusses mit der LSE ein gesamtwirtschaftlicher Segen war. Rückblickend darf drittens festgestellt werden, dass die vorstehenden Gutachten damals weitgehend juristisches Neuland betreten haben. Und rückblickend darf viertens festgestellt werden, dass die dort zum Ausdruck gebrachten Ansichten und Bedenken teilweise Wiederhall im Gesetz gefunden haben. Das darf bei dessen Auslegung und Anwendung nicht unberücksichtigt bleiben.

Dies vorausgeschickt werden nunmehr in einem ersten Schritt die vorstehenden Meinungen bewertet, bevor in einem zweiten Schritt der heute in Frage stehende Zusammenschluss an dem geltenden Recht gemessen wird.

a) Zum Meinungsstand

aa) Hinsichtlich der Einbindung eines Börsenträgers in einen faktischen Konzern verkennen die Befürworter erstens die – auch vom Gesetz anerkannte (vgl. §§ 17 f. AktG) – faktische Macht des herrschenden Unternehmens, zweitens das Ausmaß seiner rechtlichen Privilegierung (s. §§ 311 ff. AktG), drittens die Weite der Ermes-

¹⁸⁴ Kümpel/Hammen (Fn. 7), 3, 15 ff.

¹⁸⁵ Kümpel/Hammen (Fn. 7), 3, 17 ff.

¹⁸⁶ Kümpel/Hammen (Fn. 7), 3, 19 ff.

sensspielräume des Vorstands der abhängigen Gesellschaft (vgl. § 93 Abs. 1 S. 2 AktG) und viertens die Wirksamkeit der gesetzlichen Haftungsnormen, die ein rechtmäßiges Verhalten der Beteiligten gewährleisten sollen. §§ 317, 318 AktG sind nämlich weitgehend totes Recht.¹⁸⁷ Überdies anerkennt auch der Gesetzgeber, dass es bei der Anteilseignerkontrolle im Blick auf Konzernlagen nicht allein auf die Buchstaben des Gesetzes ankommen kann, s. o. D. I. 1. b)) und c)). Und das ist auch sachgerecht, weil es um Gefahrenabwehr geht, s. o. D. II. 1. a)).

Was den Abschluss eines Beherrschungsvertrages anbelangt, so ist es zwar richtig, dass das herrschende Unternehmen keine rechtswidrigen Weisungen erteilen darf. Eine auch praktisch relevante Grenze ist dies freilich nur dort, wo sich die Rechtswidrigkeit verhältnismäßig einfach feststellen lässt. Bei so diffizilen Geboten wie der Betriebspflicht, deren genauer Inhalt keineswegs allgemein anerkannt feststeht, und bei dem, was die Zweckmäßigkeit von Maßnahmen anbelangt, zudem ein unternehmerisches Ermessen besteht, geht hiervon jedoch kaum eine Beschränkung aus. Bedenkt man ferner, dass der Abschluss eines Beherrschungsvertrages es dem herrschenden Unternehmen erleichtert, seine Interessen durchzusetzen - das ist ja gerade Sinn dieses Vertrages -, so ist in seinem Abschluss auch ein Verstoß gegen § 5 Abs. 4 Nr. 1 BörsG zu sehen. Und schließlich kann es auch anstandsrechtlich nicht angehen, den Träger Weisungen eines herrschenden Unternehmens zu unterwerfen, das nicht denselben öffentlich-rechtlichen Bindungen wie der Träger selbst unterliegt.¹⁸⁸ Das wäre auch ein Verstoß gegen das Demokratieprinzip, s. o. D. I. 4. b) bb)).

Fast allgemein anerkannt ist hingegen, dass der Träger nicht zur Abführung seines gesamten Gewinns verpflichtet werden darf. Dass die Gefahr einer finanziellen Austrocknung die Börsenaufsichtsbehörde erst bei deren Konkretisierung zum Einschreiten berechtigen soll, findet im Gesetz keine Stütze. Vielmehr sollen namentlich die §§ 4 Abs. 3 Nr. 3, 6 Abs. 2 S. 1 BörsG gerade einer Gefährdung der Betriebspflicht präventiv vorbeugen.¹⁸⁹ Dasselbe gilt für die Gefahr einer Ausschachtung, s. o. D. III. 1. a)).

Schließlich verkennen die Befürworter vollends, welche erheblichen und dauerhaften Gefahren für die Börse und ihren Träger von einer Wettbewerbstätigkeit des herrschenden Unternehmens und/oder anderer Konzernunternehmen ausgeht.

bb) Was die vermittelnde Ansicht anbelangt, so beeindruckt auf den ersten Blick die Kreativität der Autoren zur Abwendung der vielfältigen, von ihnen zu Recht beschriebenen Gefahren, die von einer Einbindung des Trägers in einen Börsenkonzern aus-

¹⁸⁷ S. Habersack in Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 6. Aufl. 2010, § 317 Rdn. 3, § 318 Rdn. 2.

¹⁸⁸ Schneider/Burgard (Fn. 7), 24, 31.

¹⁸⁹ So zu § 2c KWG bzw. § 2b KWG a.F. VGH Hessen, WM 2011, 33, 38 = ZIP 2010, 2234, 2239.

gehen. Nicht zu folgen ist ihnen allerdings in ihrem Ausgangspunkt, nämlich dass dem Bedürfnis nach grenzüberschreitenden Börsenzusammenschlüssen bei der rechtlichen Beurteilung Rechnung zu tragen sei. Das Gesetz bietet nämlich hierfür keinerlei Anhaltspunkte. Auch die Fortentwicklungspflicht kann so nicht verstanden werden, weil das hieße den Teufel mangelnder internationaler Wettbewerbsfähigkeit mit dem Beelzebub schwerer und dauerhafter Interessenkonflikte auszutreiben. Vor allem aber dürfen derartige wettbewerbspolitische Erwägungen ebenso wenig zu der Gestattung eines Zusammenschlussvorhabens wie zu seiner Untersagung führen.¹⁹⁰

Der erste Vorschlag läuft darauf hinaus, einen Mangel zur Tugend zu erheben. Er ist heutzutage zudem nicht mit der durch die Börsenordnung nicht abdingbaren Förderpflicht vereinbar.

Der zweite und vierte Vorschlag entspricht der Sache nach der Fortentwicklungspflicht nach § 6 Abs. 1 S. 2 Fall 2 BörsG, die ja gerade eine Förderung der Wettbewerbsfähigkeit verlangt, s. o. D. III. 1. b)).

Von dem dritten Vorschlag darf man sich nicht viel versprechen, weil in einem Börsenkonzern die Börsengeschäftsführung zu einer Beförderungsstelle im Rahmen des konzernweiten Personalmanagements wird, so dass es keiner Personenidentität bedarf, um die unbotmäßige Entscheidungen der Börsengeschäftsführung zu vermeiden.

Der fünfte Vorschlag läuft auf die rechtsgeschäftliche Vereinbarung einer Verlustausgleichspflicht hinaus und greift in unverhältnismäßiger Weise in die Rechte des herrschenden Unternehmens ein, dem dadurch nämlich Risiken aufgebürdet würden, die es nicht vollends beherrschen kann (eine finanzielle Schiefelage des Trägers kann auch auf Ursachen beruhen, die nicht auf der Beherrschung beruhen) und für deren Übernahme es zudem keine Gegenleistung erhält.

Der sechste Vorschlag ist überflüssig, weil ein Auflösungsbeschluss, der eine Beendigung der Betriebspflicht bezweckt, ohnehin rechtsmissbräuchlich wäre. Außerdem könnte die Behörde in diesem Fall nach § 6 Abs. 4 S. 1 Nr. 1 BörsG vorgehen.

Im Blick auf den siebten und achten Vorschlag könnte die Behörde heute ebenfalls nach § 6 Abs. 4 S. 1 Nr. 1 BörsG vorgehen, wenn die Fortentwicklungspflicht durch unmittelbare oder mittelbare Wettbewerbshandlungen des herrschenden Unternehmens beeinträchtigt wird. Eine ganz andere Frage ist allerdings, ob die Börsenaufsichtsbehörde tatsächlich Willens und in der Lage ist, das Wettbewerbsverhalten eines Konzerns insofern zu überwachen und zu untersuchen. Das darf bezweifelt werden, schon weil die Börsenaufsichtsbehörden auf die Wahrnehmung einer solchen Aufgabe nicht ausgelegt sind.

¹⁹⁰ S.o. Fn. 54.

cc) Der Verfasser hält damit an seiner bisherigen Einschätzung fest. Die Konzernierung eines Börsenträgers ist problematisch, vor allem bei dem Zusammenschluss von Wettbewerbern. Grundsätzlich unzulässig ist die Einbindung in einen Vertragskonzern. Das bedeutet jedoch nicht, dass jeder Börsenzusammenschluss unzulässig wäre, wohl aber, dass der Zusammenschluss so gestaltet sein muss, dass an einer ordnungsgemäßen Erfüllung der Betriebspflicht, insbesondere an einer angemessenen Fortentwicklung der Börse kein Zweifel besteht.

b) Zum vorliegenden Zusammenschlussvorhaben

aa) Abschluss eines Beherrschungsvertrages

Der geplante Abschluss eines Beherrschungsvertrages ist eine Tatsache, und zwar ungeachtet der Frage, ob diese Absicht verwirklicht wird, s. o. A. II. Fraglich ist, ob diese Tatsache die Annahme rechtfertigt, dass die Holdco oder ihre gesetzlichen oder satzungsmäßigen Vertreter nicht zuverlässig i.S.d. § 6 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 Fall 1 BörsG sind. Unzuverlässig ist ein Anteilserwerber, der keine Gewähr für eine ordnungsgemäße Erfüllung der Betriebspflicht nach § 5 BörsG bietet, wobei auch die Verletzung anderer relevanter Normen die Unzuverlässigkeit begründen kann. Angesichts der Bedeutung des geschützten Rechtsguts, nämlich hier des Betriebs der FWB als einer überragend wichtigen Infrastruktureinrichtung des deutschen Kapitalmarkts, und des Sinn und Zwecks der Norm, nämlich Gefahrenabwehr, reichen relativ geringe, auf Tatsachen gestützte Zweifel an einer künftig ordnungsgemäßen Erfüllung der Betriebspflicht aus, um den Tatbestand der Unzuverlässigkeit zu erfüllen und damit eine Untersagungsverfügung zu begründen, s.o. D. II. 1. a).

Inhalt, Sinn und Zweck eines Beherrschungsvertrages ist es, der Holdco zu ermöglichen, der DB AG auch nachteiligen Weisungen im Konzerninteresse geben zu können. Die Holdco soll also das Recht haben, das Konzerninteresse unbeschränkt gegen das Interesse der DB AG durchzusetzen. Da das Interesse der DB AG maßgeblich durch das Interesse der FWB bestimmt wird, werden hierdurch auch die Interessen der FWB verletzt.¹⁹¹ Verletzt werden insbesondere die Fortentwicklungspflicht nach § 5 Abs. 1 S. 2 Fall 2 BörsG (dazu i) und die Verhinderungspflicht nach § 5 Abs. 4 Nr. 1 BörsG (dazu ii). Außerdem ist der Abschluss eines Beherrschungsvertrages anstandsrechtlich unzulässig (dazu iii). Schließlich sind auch die Tatbestandsvoraussetzungen des § 6 Abs. 2 S. 1 Nr. 2 BörsG erfüllt (dazu iv).

(i) Zwar wären Weisungen, die der Betriebspflicht der DB AG direkt widersprechen, etwa die Anweisung, berechtigten Anforderungen der Börsengeschäftsführung i.S.d. § 5 Abs. 1 S. 2 BörsG nicht nachzukommen, rechtswidrig, so dass der Vorstand der

¹⁹¹ Zutr. Merkt (Fn. 62), G 120.

DB AG solchen Weisungen nicht nachkommen dürfte. Es gibt jedoch zahlreiche nachteilige Maßnahmen, die zwar jede für sich betrachtet nicht oder nicht eindeutig der Betriebspflicht widersprechen, in ihrer Gesamtheit aber sehr wohl geeignet sind, die Wettbewerbsfähigkeit der FWB zu beeinträchtigen bzw. die DB AG darin zu behindern, die Wettbewerbsfähigkeit der FWB in dem gebotenen Maße zu fördern. So könnte das beherrschungsvertragliche Weisungsrecht dazu genutzt werden die DB AG auszuschlachten. Derartige Absichten finden sich zwar nicht explizit in der Angebotsunterlage. Es ist jedoch plausibel, dass die geplante divisionale Führungsstruktur des Konzerns mittelfristig auch gesellschaftsrechtlich abgebildet wird. Folge wäre, dass die DB AG aller ihrer nicht mit dem Kassamarkt befassten Tochtergesellschaften und damit eines Großteils ihrer Ertragskraft beraubt würde. Und das würde ihre Fähigkeit, die Wettbewerbsfähigkeit der FWB zu fördern, ganz erheblich einschränken, zumal die Margen im Kassageschäft infolge des hohen Konkurrenzdrucks kontinuierlich stark sinken¹⁹².

Ferner ist zu bedenken, dass die DB AG Teil eines Börsenkonzerns werden soll, so dass es zu den Aufgaben der Konzernleitung gehören wird, die Wettbewerbschancen innerhalb des Konzerns aufzuteilen. Eben darauf ist auch die Führungsstruktur ausgelegt (z. B. gemeinsame Leitung aller Kassamärkte in New York). Dabei könnte die FWB zwar auch zu den Gewinnern gehören. Sie könnte jedoch auch zu den Verlierern zählen. Das lässt sich nicht absehen. Für letzteres spricht immerhin heute schon, dass sie dem Vernehmen nach im Konzerninteresse ihr Handelssystem aufgeben soll (dazu näher u. E. II.). Dies ist zugleich ein Beispiel für die vielfältigen Möglichkeiten abseits einer Ausschachtung der DB AG wie durch nachteilige Weisungen ihre Leistungskraft und damit ihre Fähigkeit, die Betriebspflicht zu erfüllen, beeinträchtigt werden kann.

(ii) Da ein Beherrschungsvertrag die Durchsetzung von Konzerninteressen fördert und Konzerninteressen nicht identisch sind mit dem öffentlichen Interesse an dem Betrieb der FWB und da dieser Interessenkonflikt - zumal angesichts des Zusammenschlusses von Wettbewerbern - auch geeignet ist, sich nachteilig auf den Betrieb und die Wettbewerbsfähigkeit der FWB auszuwirken, steht die Absicht zum Abschluss eines solchen Vertrages im Gegensatz zu der Verhinderungspflicht des § 5 Abs. 4 Nr. 1 BörsG (s.o. D. III. 3. c)). Insofern liegt eine gegenwärtige Pflichtverletzung aller Organmitglieder der DB AG und der NYSE Euronext vor, die diesem Vorhaben zugestimmt haben. Zugleich begründet dies auch die Unzuverlässigkeit der Holdco und ihrer gesetzlichen und satzungsmäßigen Vertreter, und zwar auch ihrer künftigen (s. o. D. II. 1. b)), die dieses Vorhaben mit initiiert haben.

¹⁹² Angebotsunterlage, S. A-238.

(iii) Überdies ist der Abschluss eines Beherrschungsvertrages anstaltsrechtlich unzulässig, weil ein Anstaltsträger nicht den Weisungen eines Unternehmens unterworfen werden darf, dass nicht denselben öffentlich-rechtlichen Bindungen wie der Träger selbst unterliegt.¹⁹³

(iv) Die Absicht zum Abschluss eines Beherrschungsvertrages ist nach den vorstehenden Ausführungen daher eine Tatsache, die die Annahme rechtfertigt, dass die Durchführung und vor allem die angemessene Fortentwicklung des Börsenbetriebs der FWB durch die DB AG beeinträchtigt wird (§ 6 Abs. 2 S. 1 Nr. 2 BörsG). Dagegen lässt sich nicht einwenden, dass eine solche Beeinträchtigung gegenwärtig gar nicht absehbar sei. Denn die Anteilseignerkontrolle soll bereits im Vorfeld eine Gefährdung verhindern, weswegen es keines festgestellten Fehlverhaltens in der Vergangenheit bedarf.¹⁹⁴ Deswegen reichen plausible Zweifel aus, die, wenn sie nicht ausgeräumt werden können, zu Lasten des Anteilserwerbers gehen.

Die Absicht des Abschlusses eines Beherrschungsvertrages erfüllt mithin die Voraussetzungen des § 6 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 Fall 1, Nr. 2 BörsG auch i.V.m. § 5 Abs. 4 Nr. 1 BörsG.

bb) Abschluss eines kombinierten Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages

Oben (D.III.4.) wurde ausgeführt, dass der Abschluss eines Gewinnabführungsvertrages zu einer nahezu vollständigen finanziellen Abhängigkeit des Trägers von dem herrschenden Unternehmen führt und daher nicht mit § 5 Abs. 5 BörsG vereinbar ist. Die Ankündigung des Abschlusses eines solchen Vertrages ist damit zugleich der praktisch seltene Fall, dass das Vorhaben einer finanziellen Austrocknung von vornherein erkennbar ist,¹⁹⁵ was die Erfüllung der Betriebspflicht nach § 5 Abs. 1 BörsG als zweifelhaft erscheinen lässt. Überdies leistet der Abschluss eines Gewinnabführungsvertrages einem Interessenkonflikt i.S.d. § 5 Abs. 4 Nr. 1 BörsG Vorschub, so dass eine dahingehende Absicht der dort normierten Verhinderungspflicht widerspricht (s.o. D. III. 3. c)). Die Absicht des Abschlusses eines kombinierten Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages erfüllt daher die Voraussetzungen des § 6 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 Fall 1, Nr. 2 BörsG auch i.V.m. § 5 Abs. 1, Abs. 4 Nr. 1, Abs. 5 BörsG.

Diese Absicht dokumentiert zudem eindrucksvoll, dass die DB AG nach dem Willen der Beteiligten zu einer bloßen Betriebsabteilung innerhalb eines integrierten Börsenkonzerns werden soll, bei dem die Eigenständigkeit der nationalen Börsen ledig-

¹⁹³ *Schneider/Burgard* (Fn. 7), 24, 31.

¹⁹⁴ VGH Hessen, WM 2011, 33, 37 = ZIP 2010, 2234, 2238.

¹⁹⁵ *Beck* (Fn. 14), § 6 BörsG Rdn. 14.

lich als „Marke“ erhalten bleibt (dazu auch u. E. III.). Dementsprechend werden die Pflichten der DB AG nach § 5 Abs. 1 und § 5 Abs. 4 Nr. 1 BörsG als Risiken beschrieben, die sich nachteilig auf die Geschäfte der Holdco auswirken können.¹⁹⁶ Daher ist zu erwarten, dass die Holdco versuchen wird, diese „Risiken“ im Konzerninteresse auf ein Minimum zu reduzieren. Auch das weckt erhebliche Zweifel an der künftigen vom Konzerninteresse bestimmten Leistungsfähigkeit und Leistungsbereitschaft der DB AG zur Erfüllung ihrer Betriebspflichten nach § 5 Abs. 1, Abs. 4 Nr. 1 BörsG.

Zweifel an der Zuverlässigkeit werden ferner dadurch bestärkt, dass die Bedeutung der genannten „Risiken“ dadurch relativiert werden, dass sie völlig ungewichtet in eine lange Aufzählung¹⁹⁷ von ganz unterschiedlichen oft gar nicht absehbaren oder einschätzbaren Risiken wie Gesetzesänderungen¹⁹⁸ oder einer erhöhten Terrorismusgefahr¹⁹⁹ eingereiht werden. Zwar wird in der rund 900seitige Angebotsunterlage auf einer Seite auch kurz das Verhältnis von Börse und Börsenträger beschreiben.²⁰⁰ Selbst dabei fehlen jedoch klare Hinweise, dass die Trägerpflichten der DB AG den Integrationsplänen erhebliche Grenzen setzen. Solche finden sich auch nicht bei der Beschreibung der rechtlichen Risiken der geplanten Strukturmaßnahmen²⁰¹ – obwohl der Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages nach ganz herrschender Meinung börsenrechtlich unzulässig ist²⁰² – oder bei der Beschreibung der Risiken des Integrationsprozesses,²⁰³ obwohl sonst, wie gesagt, alle möglichen Risiken aufgezählt werden. Vielmehr wird überall der Eindruck erweckt, als stünde die Börsenveranstaltung zumindest weitgehend zur Disposition der DB AG und damit künftig zur Disposition der Holdco.

cc) Faktischer Konzern

Sollten die Beteiligten die Absicht des Abschlusses eines Beherrschungsvertrages bzw. eines kombinierten Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages nachträglich aufgeben, so entfallen die vorstehenden Untersagungsgründe hierdurch nicht; denn zum einen erfüllt die Ankündigung rechtswidrigen Verhaltens selbst den Tatbestand der Unzuverlässigkeit. Und zum anderen bliebe das Ziel, auf die DB AG „in-

¹⁹⁶ Angebotsunterlage, S. A-55.

¹⁹⁷ Genannt werden insgesamt 57 Risiken, die sich ihrerseits überwiegend aus einer Vielzahl von Risikofaktoren zusammensetzen, s. Angebotsunterlage, S. A-27 bis A-61

¹⁹⁸ Angebotsunterlage, S. A-49 ff.

¹⁹⁹ Angebotsunterlage, S. A-42.

²⁰⁰ S. A-379 f.

²⁰¹ Angebotsunterlage, S. A-28 f..

²⁰² *Merkt* (Fn. 62), G 120; *Schneider/Burgard* (Fn. 7), 24, 31; grds. im Blick auf einen Gewinnabführungsvertrag auch *Kümpel/Hammen* (Fn. 7), 3, 12 ff.; allein für Unzulässigkeit eines Gewinnabführungsvertrages *Schwark*, WM 2000, 2517, 2526; a.A. wohl nur *Christoph*, ZBB 2005, 82, 91.

²⁰³ Angebotsunterlage, S. A-29 f.

nerhalb der rechtlich vorgegebenen Grenzen, einen möglichst weitgehenden beherrschenden Einfluss auszuüben,²⁰⁴ unberührt. Zwar würden sich ohne den Abschluss eines Beherrschungsvertrages diese rechtlichen Grenzen zugunsten der DB AG verschieben. Das Ziel, „*einen möglichst weitgehenden beherrschenden Einfluss auszuüben*“, bliebe aber bestehen. Dieses Ziel widerspricht der Pflicht gemäß § 5 Abs. 4 Nr. 1 BörsG, Interessenkonflikte zwischen dem Konzerninteresse der Holdco und dem öffentlichen Interesse an einem ordnungsgemäßen Börsenbetrieb zu verhindern, da dieser Interessenkonflikt, wie sogleich nochmals aufgezeigt wird, geeignet ist, sich nachteilig auf den Betrieb und die Wettbewerbsfähigkeit der FWB auszuwirken.

In diesem Zusammenhang ist auch zu bedenken, dass die Beteiligten von ihren Rechtsberatern gewiss über wesentliche Risiken des Zusammenschlussvorhabens aufgeklärt wurden. Dabei wurden sie gewiss auch darauf hingewiesen, dass die Konzernierung des Trägers der FWB schon in der Vergangenheit auf erhebliche rechtliche Bedenken gestoßen ist, und zwar vor allem bei einer engen Einbindung in einen Börsenkonzern. Wenn diesen Bedenken bei der Planung des Zusammenschlusses gleichwohl keine Rechnung getragen wurde, dann deutet dies darauf hin, dass das Ziel, „*einen möglichst weitgehenden beherrschenden Einfluss auszuüben*“, für den Erfolg des Zusammenschlusses aus der Sicht der Beteiligten konzeptionell unverzichtbar ist, wofür vielerlei Anzeichen, darunter auch die geplante divisionale Führungsstruktur und die geplante Reduzierung der Handelssysteme spricht.

Überdies zeigt das Hinwegsetzen über rechtliche Bedenken, dass die Beteiligten willens sind, rechtliche Grenzen auszureizen. Das mag zwar bei einem gewöhnlichen Privatunternehmen angehen. Bei einem mit einem öffentlichen Auftrag beliehenen Träger einer unselbständigen Anstalt mit Rechtsetzungsbefugnis muss jedoch eine erhöhte Rechtstreue erwartet werden, denn es muss die Gewähr (!) für eine ordnungsgemäße Erfüllung des öffentlichen Auftrags bestehen. Im Blick hierauf hat die Anteilseignerkontrolle präventive Funktion. Wer von Anfang an deutlich macht, dass er rechtliche Grenzen auszureizen gedenkt, der bietet keine Gewähr für ihre Einhaltung (sondern muss sie ständig aufgezeigt bekommen, s.o. bei Fn. 106.²⁰⁵)

Ein solches Ausreizen rechtlicher Grenzen war auch im Vorfeld des Abschlusses des Vertrages über den Unternehmenszusammenschluss zu beobachten. Ausweislich der Angebotsunterlage (S. A-71 ff.) wurden die Verhandlungen am 02.08.2010 aufgenommen. Der Board of Directors der NYSE Euronext wurde hierüber bereits am 15.09.2010 und danach fortlaufend unterrichtet. Demgegenüber hat der Vorstand der

²⁰⁴ Angebotsunterlage S. 52.

²⁰⁵ Nicht besser wäre es übrigens, wenn man annehmen wollte, die Beteiligten würden die rechtlichen Bedenken, die schon in der Vergangenheit gegen solche Zusammenschlussvorhaben vorgetragen wurden, nicht kennen. Dafür würde immerhin sprechen, dass diese Bedenken keinerlei Erwähnung in der Angebotsunterlage gefunden haben. Unterstellt man eine solche Rechtsunkenntnis, würde dies ebenfalls Zweifel an der Zuverlässigkeit wecken.

DB AG den Aufsichtsrat erstens erst sehr spät in das Vorhaben eingebunden, nämlich am 24.01.2011, obwohl § 8 Abs. 3 der Geschäftsordnung für den Vorstand der DB AG und § 3 Abs. 2 S. 2 der Geschäftsordnung für den Aufsichtsrat der DB AG in solchen Fällen eine unverzügliche Unterrichtung des Aufsichtsratsvorsitzenden verlangt. Überdies erfolgte die Information selektiv. Unterrichtet wurden am 24.01. und 01.02.2011 nur der Aufsichtsratsvorsitzende und einige andere Aufsichtsratsmitglieder. Alle übrigen Aufsichtsratsmitglieder erfuhren von dem Vorhaben erst am 09.02.2011 aus der Presse, obwohl § 3 Abs. 2 S. 3 der Geschäftsordnung für den Aufsichtsrat in solchen Fällen eine unverzügliche Unterrichtung des gesamten Aufsichtsrats durch seinen Vorsitzenden verlangt. Tatsächlich wurde der Gesamtauf-sichtsrat erst am 14.02.2011 unterrichtet. Sodann fand nur eine einzige Aufsichtsratssitzung zu dem Thema statt, nämlich bereits am folgenden Tag, dem 15.02.2011. Die Zustimmung der Mehrheit stand dabei offenbar von vornherein fest, da die Unterzeichnung des Vertrages noch am selben Tag erfolgte. Dieses Vorgehen ist aktienrechtlich bedenklich. Es verstößt jedenfalls gegen die genannten Bestimmungen der Geschäftsordnungen. Und es ist auch nicht mit Ziff. 3.4 DCGK vereinbar, ja geradezu das Gegenteil einer guten Corporate Governance.

Vor diesem Hintergrund ist auch die Prognose der Einhaltung der §§ 311 ff. AktG schlecht. Die Vorschriften eröffnen – zumal wenn das herrschende Unternehmen Alleinaktionär ist – ohnehin erheblich Spielräume zur Durchsetzung des Konzerninteresses, s.o. E. I. 2. a). Werden diese voll ausgenutzt und möglicherweise noch etwas ausgedehnt, dann nivelliert sich der Unterschied zum Vertragskonzern wie an einem Beispiel deutlich wird: Die wahrscheinlich geplante Aufgabe von Xetra ist konzernrechtlich betrachtet eine nachteilige Maßnahme, die, weil die DB AG damit zugleich grundlegende technischen Fähigkeiten aufgibt, nicht ausgleichsfähig ist²⁰⁶ und daher nur bei Bestehen eines Beherrschungsvertrages, nicht aber im faktischen Konzern ergriffen werden dürfte. Abgesehen davon, dass man über die Frage der Ausgleichsfähigkeit natürlich streiten kann,²⁰⁷ gibt es in einer 100%igen Tochtergesellschaft praktisch keinen „Kläger“ und damit keinen „Richter“, der die Einhaltung dieser Grenze durchsetzt. Ob Vertragskonzern oder faktischer Konzern ist daher aus der Sicht der Holdco fast einerlei.

So könnte die Holdco auch im faktischen Konzern die DB AG ohne weiteres ausschalten. Vielleicht noch schamhaft verbrämt unter dem Motto „Konzentration auf die Kernkompetenz“ könnte die DB AG veranlasst werden, alle Tochtergesellschaften, die kein Kassageschäft betreiben, an andere Konzerngesellschaften der Holdco zu veräußern. Geschieht dies zu Marktpreisen, dann müsste man darin nicht einmal

²⁰⁶ Stein, ZGR 1988, 163, 181 f.

²⁰⁷ S. Habersack in Emmerich/Habersack (Fn. 187), § 311 AktG Rn. 43, 51, 57a, 58, 65.

eine nachteilige Maßnahme sehen. Die Erlöse könnte sich die Holdco dann als Gewinnausschüttungen (zurück-)holen.

Da die DB AG eine 100%ige Tochter der Holdco werden soll, bedarf es zudem keines Gewinnabführungsvertrages, um alle Gewinne an die Holdco auszukehren.²⁰⁸

Anderes gewendet: Auch wenn kein Gewinnabführungsvertrag geschlossen werden sollte, so ändert das nichts an der Absicht und der Möglichkeit zur Abführung des gesamten Gewinns. So gesehen ist die DB AG daher in einem faktischen Konzern sogar noch schlechter gestellt als in einem Vertragskonzern, weil sie dann nicht einmal durch die Verlustausgleichspflicht des § 302 AktG geschützt ist.

Schließlich ist darauf hinzuweisen, dass das Bestehen eines bloßen faktischen Konzerns natürlich auch nichts an dem Wettbewerbsverhältnis zwischen den Konzerngesellschaften und den hierauf beruhenden schweren und dauerhaften Interessenkonflikten innerhalb des Konzerns ändert. Zwar dürfen Wettbewerbschancen im faktischen Konzern de jure nicht ohne Weiteres umher geschoben werden. In der Praxis wird das jedoch meist anders gehandhabt. Und dass dergleichen möglicherweise tatsächlich intendiert ist, erweist die Absicht zur „Konsolidierung von Liquiditätspools“²⁰⁹. Übrigens zeigt auch die ausgeklügelte personelle Führungsstruktur, dass selbst die Parteien davon ausgehen, dass sich das Wettbewerbsverhältnis zwischen den Konzerngesellschaften durch den Zusammenschluss nicht plötzlich „in Luft“ auflöst.

c) Ergebnis

Viele Details der Angebotsunterlage fügen sich zu dem Gesamtbild, dass die DB AG mit der FWB eine bloße Betriebsabteilung („Marken“)²¹⁰ innerhalb des internationalen Börsenkonzerns werden soll, und zwar ganz unabhängig davon, ob ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag geschlossen wird oder nicht; denn das Ziel auf die DB AG „*innerhalb der rechtlich vorgegebenen Grenzen, einen möglichst weitgehenden beherrschenden Einfluss auszuüben*“,²¹¹ kann auch im faktischen Konzern verfolgt und erreicht werden. Ein solch weitgehender beherrschender Einfluss erstreckt sich insbesondere auf die Konzernfinanzierung und die Wahrnehmung von Wettbewerbschancen. Deswegen kann heute zwar noch nicht beurteilt werden, wie

²⁰⁸ Die Pflicht zur Einstellung von 5 % des Jahresüberschusses in die gesetzliche Rücklage nach § 150 Abs. 2 AktG endet, sobald die gesetzliche Rücklage zusammen mit den Kapitalrücklagen nach § 272 Abs. 1 bis 3 HGB 10% des Grundkapitals (oder den in der Satzung bestimmten höheren Anteil) erreicht haben, eine Pflicht zur weiteren Erhöhung der Rücklage besteht nicht; vgl. statt aller Kropff in MünchKommAktG 2. Aufl. 2003, § 150 AktG Rdn. 16; Hüffer AktG § 150 Rdn. 6. Auch §§ 58 Abs. 3, 300 AktG zur Einstellung eines höheren Anteils am Jahresüberschuss greifen hier nicht ein.

²⁰⁹ Angebotsunterlage, S. A-89.

²¹⁰ Angebotsunterlage, S.

²¹¹ Angebotsunterlage, S. 52.

sich die wirtschaftliche Eingliederung der DB AG auf die Leistungsfähigkeit und Leistungsbereitschaft der DB AG zur Erfüllung ihrer Betriebspflicht, insbesondere zur Förderung der Wettbewerbsfähigkeit der FWB tatsächlich auswirken wird. Schon aufgrund der geplanten divisionalen Führungsstruktur liegt es jedoch auf der Hand, dass künftig die Konzernleitung entscheiden wird, welche Börse welche Wettbewerbschancen wie wahrnimmt. Dabei geht aus der Angebotsunterlage nicht hervor, dass der Konzernleitung besonders die Wettbewerbsfähigkeit der FWB am Herzen läge. In dem unvermeidlichen Verteilungskampf innerhalb des Konzerns wird die DB AG und damit die FWB daher ein ums andere Mal das Nachsehen haben. Paradigma hierfür ist, dass dem Vernehmen nach Xetra aufgegeben werden soll.

Die geplante enge Einbindung der DB AG in den von der Holdco zentral geleiteten Börsenkonzern ist daher eine Tatsache, die die Annahme rechtfertigt, dass die Holdco und ihre gesetzlichen und satzungsmäßigen Vertreter keine Gewähr für eine ordnungsgemäße Erfüllung der Betriebspflicht, insbesondere eine uneingeschränkte Erfüllung der Fortentwicklungspflicht bieten, weil Inhalt, Art und Ausmaß der Förderung der FWB künftig von den wettbewerblichen Interessen des Gesamtkonzerns abhängen. Überdies zählt zu der Betriebspflicht auch die Verhinderungspflicht nach § 5 Abs. 4 Nr. 1 BörsG gegen die die Beteiligten verstoßen, indem sie einem Konflikt zwischen dem öffentlichen Interessen und dem Konzerninteresse Vorschub leisten, der geeignet ist, sich nachteilig auf den Börsenbetrieb, insbesondere die Wettbewerbsfähigkeit der FWB, sowie auf die Handelsteilnehmer auszuwirken. Damit ist der Tatbestand des § 6 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 Fall 1 BörsG erfüllt, zumal angesichts der Bedeutung von Börsen im Allgemeinen und der FWB im Besonderen bereits verhältnismäßig geringe, auf Tatsachen gestützte und plausible Zweifel an einer künftig ordnungsgemäßen Erfüllung der Betriebspflicht ausreichen, um den Tatbestand der Unzuverlässigkeit zu begründen.²¹²

Zugleich rechtfertigen diese Tatsachen die Annahme, dass die angemessene Fortentwicklung des Börsenbetriebs der FWB beeinträchtigt wird, weil die DB AG infolge der Konzerneinbindung nicht mehr in der Lage sein wird, die FWB „nach besten Kräften“ zu fördern bzw. diese Kräfte im Konzerninteresse erheblich geschwächt werden. Zwar steht eine solche Entwicklung noch keineswegs fest. Sie ist jedoch nach dem Gesagten hinreichend plausibel.

Zudem gibt es hierfür bereits ein erstes Anzeichen, nämlich die in Aussicht gestellte Sonderdividende. Sie entspricht der Höhe nach (620 Mio. Euro)²¹³ fast dem gesamten prognostizierten Jahresgewinn der Holdco (628 Mio. Euro), die sie aus den Ge-

²¹² S.o. D. II. 1. a)).

²¹³ Ad hoc-Mitteilungen der DB AG vom 7.6.2011

winnausschüttungen der DB AG und der NYSE Euronext erwartet²¹⁴. Zugleich hat Herr Francioni öffentlich klargestellt, dass die Aktionäre der Holdco auch eine reguläre Dividende zu erwarten hätten.²¹⁵ Da die Holdco (abseits ihrer Anteile an der DB AG und der NYSE Euronext) über kein nennenswertes eigenes Vermögen verfügt, muss diese Doppelzahlung letztlich aus dem Vermögen ihrer Tochtergesellschaften finanziert werden. Dabei erfolgt die Zahlung der Sonderdividende allein im Konzerninteresse, nämlich um die Zustimmung einiger kritischer Aktionäre der NYSE Euronext zum Zusammenschluss zu erhalten.²¹⁶

II. Die wahrscheinlich beabsichtigte Aufgabe des Handelssystems Xetra zugunsten der Universal-Handelsplattform (UTP) der NYSE Euronext unter Auslagerung auf ein von der Holdco unmittelbar oder mittelbar abhängiges Unternehmen

Beabsichtigt ist, die Handelsplattformen der DB AG und der NYSE Euronext zusammenzuführen, und zwar zunächst auf eine Plattform für das zusammengeschlossene Kassageschäft und eine Plattform für das zusammengeschlossene Derivategeschäft, wobei eine dieser Plattformen von der DB AG und eine von der NYSE Euronext sein soll. Mittelfristig ist sogar die Migration auf eine einzige Plattform geplant. Welches Handelssystem hinsichtlich der Kassamärkte und welches hinsichtlich der Derivatemarkte aufgegeben und welches zunächst beibehalten werden soll, wird hingegen nicht gesagt.²¹⁷ Dem Vernehmen nach soll jedoch Xetra als Handelssystem für den Kassamarkt aufgegeben und durch die Universal-Handelsplattform der NYSE Euronext ersetzt werden. Dafür sprechen auch die Ausführungen auf S. A-289 der Angebotsunterlage.²¹⁸ Dies wird die Börsenaufsichtsbehörde näher zu hinterfragen haben. Wäre es umgekehrt, würde also das Handelssystem Eurex für den Derivatehandel aufgegeben, würden die nachfolgenden Überlegungen freilich in gleicher Weise für die Eurex-Börse gelten.

Oben (D.III.2.) wurde bereits ausgeführt, dass die Zulässigkeit der Auslagerung wesentlicher Funktionen nicht nur an den Voraussetzungen des § 5 Abs. 3 BörsG, deren Erfüllung hier unterstellt werden kann, sondern auch an den Pflichten nach § 5 Abs. 1 und 4 BörsG zu messen ist.

²¹⁴ Angebotsunterlage, S. 99.

²¹⁵ FAZ vom 20.7.2011, Nr. 166, S 13.

²¹⁶ Handelsblatt Online vom 24.6.2011, <http://www.handelsblatt.com/finanzen/aktien/aktien-im-fokus/sonderdividende-sorgt-fuer-vergleich/4321686.html>, zuletzt abgerufen am 17.8.2011.

²¹⁷ Angebotsunterlage, S. A-144, A-145.

²¹⁸ Zudem ist es jedenfalls bis zum Jahre 2008 wegen Bedenken der SEC nicht möglich gewesen, Xetra-Handelsbildschirme in den USA aufzustellen, Francioni, Der Konzern 2008, 260, 262.

Vorliegend fragt sich daher erstens, ob die Aufgabe eines technologisch führenden²¹⁹, profitablen²²⁰ und eigenen Handelssystems des Börsenträgers und seine Ersetzung durch ein anderes, weniger bewährtes und fremdes System mit dem Fortentwicklungsauftrag vereinbar ist. Das darf bezweifelt werden. Zwar mag es sein, dass durch die Reduzierung der Anzahl unterschiedlicher Handelssysteme die Wettbewerbsfähigkeit des geplanten Börsenkonzerns insgesamt verbessert wird. Darauf kommt es hier indes nicht an. Fraglich ist allein, was dieser Vorgang für die Wettbewerbsfähigkeit der FWB bedeutet, die fortzuentwickeln Pflicht der DB AG ist. Um dies beurteilen zu können, wäre allerdings ein detaillierter Vergleich der Vor- und Nachteile beider Handelssysteme erforderlich, der hier nicht geleistet, aber von der Börsenaufsichtsbehörde erfragt werden kann. Immerhin liegt es jedoch auf der Hand, dass der Einfluss der FWB auf die Fortentwicklung der Universal-Handelsplattform, die im Konzerninteresse erfolgt, geringer sein wird als es ihr Einfluss auf Xetra ist, das allein im Interesse der FWB entwickelt wurde.

Damit stellt sich zweitens die Frage, ob sich die DB AG ohne Not in die technologische Abhängigkeit (s. o. D. III. 2.) von einem im Konzerninteresse betriebenen fremden Handelssystem begeben darf, obwohl dadurch Interessenkonflikte zwischen dem Konzerninteresse und dem öffentlichen Interesse an einer Fortentwicklung des Börsenbetriebs der FWB vorprogrammiert sind, etwa weil sich die Geschäftsführung der FWB bestimmte Fortentwicklungen des Systems wünscht, die mit dem neuen System nicht möglich oder zu kostenintensiv sind oder die nicht im Konzerninteresse liegen oder jedenfalls aus Sicht des Konzerns nicht prioritär sind. Nach § 5 Abs. 4 Nr. 1 BörsG ist die Frage zu verneinen, weil solche Interessenkonflikte geeignet sind, sich nachteilig auf den Börsenbetrieb auszuwirken.

Schließlich ist drittens zu bemerken, dass der Wechsel des Handelssystems allein im Konzerninteresse erfolgt, also der Wechsel selbst bereits auf einem nach § 5 Abs. 4 Nr. 1 BörsG zu verhindernden Interessenkonflikt beruht. Verhindert die DB AG den Systemwechsel nicht, hat dies zudem nachteilige Auswirkungen auf die Handelsteilnehmer, nämlich wenigstens in Form der erforderlichen Umstellungskosten. Das wiederum kann dazu führen, dass nicht alle Handelsteilnehmer bereit sind, den Wechsel nachzuvollziehen und zu anderen Börsenplätzen abwandern, was sich wiederum nachteilig auf den Börsenbetrieb der FWB auswirken würde.²²¹ Auch aus diesen Gründen wäre daher ein Systemwechsel mit § 5 Abs. 4 Nr. 1 BörsG nicht vereinbar.

²¹⁹ Francioni, Der Konzern 2008, 260261.

²²⁰ S. Angebotsunterlage, S. A-187, A-238 f.

²²¹ Dabei ist zu bedenken, dass 48% des Handelsvolumens von Xetra auf die 10 größten Handelsteilnehmer entfallen, Angebotsunterlage S. A-45.

Da ein solcher Systemwechsel geplant ist (nämlich, was wahrscheinlicher ist, hinsichtlich von Xetra und der FWB, sonst hinsichtlich von Eurex) wären damit die Tatbestandsvoraussetzungen des § 6 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 Fall 1 (Unzuverlässigkeit der Holdco mangels Gewährleistung der Betriebspflicht nach § 5 Abs. 1 S. 2 Fall 2, Abs. 4 Nr. 1 BörsG) und § 6 Abs. 2 S. 1 Nr. 2 BörsG erfüllt.

III. Die möglicherweise geplante Schaffung einer einheitlichen, grenzüberschreitenden Wertpapier- und/oder Derivatebörse, bei der die Eigenständigkeit der nationalen Börsen lediglich als „Marke“ erhalten bleibt

Ausgesprochen unklar äußert sich die Angebotsunterlage zu der Frage des Zusammenwirkens und des Zusammenwachsens der verschiedenen unter der einheitlichen Leitung der Holdco stehenden Kassa- und Derivatemärkte. Manche Ausführungen deuten darauf hin, dass dabei auch an eine Zentralisierung von Handelsaktivitäten zur Vergrößerung der Liquidität gedacht ist („Konsolidierung von Liquiditätspools“)²²², die sogar auf die Schaffung einer einheitlichen, grenzüberschreitenden Wertpapier- und/oder Derivatebörse hinauslaufen könnte („weltweit größter Börsenplatz“²²³, „globale Börse für verschiedene Anlageklassen“²²⁴, „weltweit größter Börsenplatz für Kapitalbeschaffung“²²⁵) bei der die Eigenständigkeit der nationalen Börsen lediglich als „Marke“²²⁶ erhalten bleibt. Dies wäre nicht nur unter Liquiditätsgesichtspunkten, sondern generell im Blick auf die Erzielung möglichst großer Synergien ein logischer nächster Schritt nach der Vereinheitlichung der Handelsplattformen (und der Regelwerke, s. o. bei Fn. 11). Die insofern bestehenden Pläne der Beteiligten wird die Börsenaufsichtsbehörde näher zu hinterfragen haben.

Unterstellt man beispielsweise, dass der Handel mit Standardwerten gepoolt werden soll und von der FWB an einen anderen Standort abwandern würde, so würde dies den Plänen des gescheiterten Zusammenschlussvorhabens der DB AG mit der LSE im Jahre 2000 entsprechen, die bereits damals einhellig kritisch beurteilt wurden.²²⁷ Nach heutiger Rechtslage würde dergleichen der Durchführungs- und Fortentwicklungspflicht nach § 5 Abs. 1 S. 2 BörsG widersprechen, da hierdurch sowohl der Bestand als auch die Wettbewerbsfähigkeit der FWB beeinträchtigt würde. Ein solches Vorhaben verwirklichte damit zugleich die Tatbestandsvoraussetzungen des § 6 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 Fall 1 (Unzuverlässigkeit der Holdco mangels Gewährleistung der Betriebspflicht) und § 6 Abs. 2 S. 1 Nr. 2 BörsG.

²²² Angebotsunterlage, S. A-89.

²²³ Angebotsunterlage, S. A-78.

²²⁴ Angebotsunterlage, S. A-82.

²²⁵ Angebotsunterlage, S. A-83.

²²⁶ Angebotsunterlage, S. 51.

²²⁷ Eindeutig ablehnend *Schneider/Burgard* (Fn. 7), 24, 38 ff.; kritisch aber auch *Kümpel/Hammen* (Fn. 7), 3, 6 ff.; *Schwark*, WM 2517, 2529 ff., 2532.

IV. Beeinträchtigung einer wirksamen Aufsicht infolge des Zusammenschlusses, der geplanten Vereinheitlichung der Handelssysteme oder der Schaffung einer einheitlichen, grenzüberschreitenden Wertpapier- oder Derivatebörse

Soweit infolge der genannten Sachverhalte die Zuständigkeit mehrerer europäischer Aufsichtsbehörden berührt ist, mag sich durch die erforderliche internationale Zusammenarbeit der Behörden die Beaufsichtigung umständlicher, langwieriger und arbeitsintensiver gestalten. Eine Beeinträchtigung der Wirksamkeit der Aufsicht ist jedoch nicht zu besorgen. Anders könnte dies im Verhältnis zur SEC sein. Eine mangelnde Beaufsichtigung kann man der SEC allerdings nicht nachsagen, eher eine mangelnde Kooperation, nämlich insofern als sie recht unflexibel auf ihren eigenen Rechtsvorstellungen beharrt, mögen diese auch aus europäischer Sicht nicht immer nachvollziehbar sein. Unterstellt man, was – abseits der Schaffung eines einheitlichen, auch für die NYSE geltenden Regelwerks (s. o. nach Fn. 13) – keineswegs ausgemacht ist, sondern einer hier nicht zu leistenden Prüfung bedarf, dass die SEC infolge eines der genannten Sachverhalte Aufsichtsbefugnisse hinsichtlich von Sachverhalten beansprucht, die auch die Aufsicht über die FWB betreffen, so könnten aufgrund dieser mangelnden Kooperationsbereitschaft zweierlei Konflikte entstehen. Zum einen könnte die SEC ein bestimmtes Tun oder Unterlassen der FWB für zulässig oder gar geboten halten, das nach deutschem Recht unzulässig ist. Hierdurch würde eine wirksame Beaufsichtigung der FWB jedoch nicht beeinträchtigt, weil die Börsenaufsichtsbehörde nicht an die Rechtsansicht der SEC gebunden ist und daher nicht gehindert wäre, das deutsche Recht durchzusetzen. Sollte die SEC allerdings versuchen, eine nach ihrer Ansicht bestehende Handlungs- oder Unterlassungspflicht durchzusetzen, so könnte hierdurch der Börsenbetrieb beeinträchtigt werden. Ob diese Gefahr eine Untersagungsverfügung nach § 6 Abs. 2 S. 1 BörsG rechtfertigt, hängt mithin von der Wahrscheinlichkeit der Verwirklichung dieser Gefahr und dem Ausmaß des möglichen Schadens für den Börsenbetrieb ab. Dasselbe gilt zum anderen im umgekehrten Fall: Die SEC hält ein bestimmtes Tun oder Unterlassen für unzulässig, das nach deutschem Recht zulässig oder gar geboten ist. Auch hierdurch würde nicht die Wirksamkeit der deutschen Börsenaufsicht, sondern allenfalls der Börsenbetrieb beeinträchtigt.

Weitere Konflikte können auf der Ebene der Holdco, ihrer Tochtergesellschaften, also auch der DB AG, und ihren „Direktoren“ entstehen, nämlich soweit eine Gesellschaft sowohl in den USA als auch in Europa Geschäfte betreibt oder ein „Direktor“ für beide Märkte zuständig ist und damit beiden Regelungsregimen unterliegt.²²⁸ Auch solche Konflikte können sich zwar nicht negativ auf die Beaufsichtigung, wohl aber negativ auf den Betrieb der FWB auswirken.

²²⁸ S. Angebotsunterlage, S. A-396.

Schließlich sind Konflikte auf der Ebene der Anleger, Emittenten und Handelsteilnehmer hinsichtlich allgemeiner kapitalmarktrechtlicher Pflichten z.B. nach WpHG denkbar. Auch solche Konflikte beeinträchtigen nicht die Aufsicht über die FWB, können aber erhebliche Auswirkungen auf das Verhalten der genannten Verkehrskreise und damit mittelbar auf den Betrieb der FWB haben. Eine seriöse Einschätzung ist diesbezüglich derzeit nicht möglich, da über die genauen Zukunftspläne der Beteiligten nichts bekannt ist. Würde tatsächlich andernorts eine „globale Börse“ geschaffen, dann wären unausweichliche Konflikte mit der SEC allerdings das geringste Problem der FWB.

F. Rechtsfolgen des § 6 Abs. 2 BörsG

I. Gesetzliche Ausgangslage

Nach § 6 Abs. 2 S. 1 BörsG „*kann*“ die Börsenaufsichtsbehörde den Erwerb der Beteiligung untersagen. Bei Erfüllung der Tatbestandsvoraussetzungen steht die Untersagung also im pflichtgemäßen Ermessen der Behörde. Von diesem Ermessen hat sie entsprechend dem Zweck der Ermächtigung (o. D. I.) unter Beachtung des Grundsatzes der Verhältnismäßigkeit Gebrauch zu machen. Sie kann den Verwaltungsakt daher auch mit einer Nebenbestimmung, insbesondere einer Auflage nach § 36 Abs. 2 Nr. 4 HeVwVfG versehen.

Allerdings kann sich das Ermessen der Behörde reduzieren, und zwar im Einzelfall sogar auf Null. An eine Ermessensreduzierung auf Null sind jedoch strenge Maßstäbe zu setzen. Das ist ein Gebot der Respektierung des vom Gesetz gewollten Handlungsspielraums der Verwaltung.²²⁹ Eine solche Ermessensreduzierung kommt unter anderem bei einer schweren Gefahr für ein wichtiges Rechtsgut in Betracht oder wenn wegen des Grundsatzes der Verhältnismäßigkeit keine andere Entscheidung möglich ist, etwa weil es keine andere geeignete Maßnahme gibt.²³⁰ Anders gewendet ist eine Ermessensreduzierung anzunehmen, wenn entweder aufgrund des Gesetzeszwecks (sog. Tatbestandsintensivierung) oder aufgrund höherrangigem Rechts (Gleichbehandlungsgrundsatz, Rechtsstaatsprinzip, europäisches Recht usw.) keine andere Entscheidung in Betracht kommt.²³¹

Nun ist zwar die Funktionsfähigkeit der Börse, zumal angesichts der Bedeutung der FWB, zweifellos ein wichtiges Rechtsgut. Auch begründet der Zusammenschluss schwerwiegende Gefahren insbesondere für deren Fortentwicklung. Ob jedoch der Tatbestand des § 6 Abs. 2 S. 1 BörsG hier derart intensiv verletzt ist, dass von einer Ermessensreduzierung ausgegangen werden muss, darf bezweifelt werden. Jedenfalls wäre es nicht ratsam, den Verwaltungsakt derart zu begründen, weil es ihn leichter angreifbar machen würde.

Fraglich ist daher des Weiteren, ob andere geeignete Maßnahmen in Betracht kommen, dem Gesetzeszweck Geltung zu verschaffen. In Betracht kommt hier entweder, den Verwaltungsakt mit Auflagen zu versehen, oder anstelle des Verwaltungsakts einen öffentlich-rechtlichen Vertrag mit der Holdco zu schließen, § 54 HeVwVfG.

²²⁹ *Aschke* in Bader/Ronellenfisch (Hrsg.), Beck'scher Online-Kommentar, VwVfG, Stand 1.4.2011, § 42 VwVfG Rdn. 73.

²³⁰ *Aschke* (Fn. 229), § 40 VwVfG Rdn. 74.

²³¹ *Gern*, DVBl. 1987, 1194, 1198 f.

II. Denkbare Auflagen

Als Auflagen kommen in Betracht:

1. Kein Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages

Es wurde aufgezeigt, dass die Bedenken gegen den Zusammenschluss nicht oder kaum geringer sind, wenn kein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag geschlossen wird. Eine solche Auflage allein wäre daher ungeeignet, den Gesetzeszweck zu erreichen.

2. Erhalt und wettbewerbsfähige Fortentwicklung von Xetra

Eine Auflage, das Handelssystem Xetra (und Eurex) zu erhalten und wettbewerbsfähige fortzuentwickeln, würde stark in die wirtschaftliche Handlungsfreiheit eingreifen und gleichwohl nur einen Untersagungsgrund beseitigen. Auch dieser Auflage fehlt daher die Geeignetheit bzw. Erforderlichkeit.

3. Wettbewerbsverbot

Denkbar wäre ferner eine Auflage, die es der Holdco ganz allgemein verböte, Maßnahmen zu ergreifen oder zu dulden, durch die die Wettbewerbsfähigkeit oder die Fortentwicklung der Wettbewerbsfähigkeit der FWB beeinträchtigt wird. Wird die Fortentwicklung der Wettbewerbsfähigkeit der FWB beeinträchtigt, kann die Behörde freilich ohnehin nach § 6 Abs. 4 S. 1 Nr. 1 BörsG vorgehen. Insofern bringt auch eine solche Auflage nichts. Vielmehr liegt die praktische Schwierigkeit darin, wie die Börsenaufsichtsbehörde das Wettbewerbsverhalten eines Konzerns daraufhin überwachen will, ob hierdurch die Wettbewerbsfähigkeit der FWB beeinträchtigt wird. Im Rahmen der laufenden Aufsicht erscheint das geradezu unmöglich, weswegen sie bei einem schweren und dauerhaften Interessenkonflikt wie im vorliegenden Fall zum Instrument der Untersagungsverfügung im Interesse einer präventiven Gefahrenabwehr greifen sollte.

4. Gesamtbewertung und Prozessrisiko

Kümpel/Hammen haben weitere denkbare Möglichkeiten erörtert.²³² Soweit sie nicht vom Gesetzgeber zwischenzeitlich aufgegriffen wurden, führen sie ebenfalls nicht

²³² WM 2000, Sonderbeilage Nr. 3, 3 ff.

weiter. Sinnvolle Auflagen sind mithin nicht ersichtlich. Überdies ist das Risiko, dass Auflagen angefochten werden, relativ hoch.

III. Öffentlich-rechtlicher Vertrag

Das Prozessrisiko auszuschließen wäre der Vorteil eines öffentlich-rechtlichen Vertrages mit der Holdco. Geeignete, weiterführende Inhalte sind jedoch nach dem zuvor Gesagten nicht ersichtlich.

IV. Untersagungsverfügung

Mangels geeigneter Alternativen hat die Behörde daher eine Untersagungsverfügung gemäß § 6 Abs.2 S. 1 zu erlassen. Ihre Begründung ergibt sich aus den vorstehenden Erwägungen. Das Anfechtungsrisiko ist gering, da im Falle einer Untersagungsverfügung die Vollzugsbedingung gemäß Ziff. 14.1. lit f (vii) des Angebots nicht eingetreten ist, was gemäß Ziff. 14.3 zum Erlöschen des Tauschangebots führt (auflösende Bedingung). Mit dem Erlass einer Untersagungsverfügung wäre das Zusammenschlussvorhaben daher gescheitert. Auch Amtshaftungsansprüche (§ 839 BGB i.V.m. Art. 34 GG) muss die Behörde nicht befürchten; denn solange sie sich bei der Auslegung und Anwendung des Gesetzes im Rahmen des Vertretbaren hält, liegt keine Amtspflichtverletzung (geschweige denn ein schuldhaftes Handeln) vor.²³³

²³³ Vgl. LG Berlin, Urteil vom 2.9.1998, Az. 23 O 61/98, und dazu VG Berlin, Urteil vom 31.8.1998, Az. 25 A 87.94.