

lässigkeit unterscheidet (siehe zB § 4a Abs. 1, § 15 Abs. 1 Satz 2, § 19 Abs. 5 BörsG).⁷⁰ Auch sind sie nicht mit der Leitung und Geschäftsführung der Trägergesellschaft betraut und dürfen eventuellen rechtswidrigen Weisungen nicht folgen,⁷¹ sodass ohnehin zweifelhaft erscheint, wie sich eine fehlende Fachkunde des Anteilseigners – für sich genommen – negativ auf die Pflichtenerfüllung des Börsenträgers auswirken können sollte.⁷²

Weiterhin ist eine Untersagung möglich, wenn der Anteilserwerber „aus anderen Gründen nicht den im Interesse einer soliden und umsichtigen Führung des Trägers der Börse zu stellenden Ansprüchen genügt“. Auch diese „anderen Gründe“ sind somit **personenbezogen** und zielen auf die Erfüllung der Betriebspflicht des Börsenträgers, dh sie dürfen diese nicht beeinträchtigen. Hierunter können insbesondere die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit und die fachliche Eignung subsumiert werden.⁷³ Die Argumente aus → Rn. 18 können hiergegen nur zum Teil in Stellung gebracht werden. Insbesondere die Einflussnahme auf die Führung des Börsenträgers ist näher zu beleuchten und auch mögliche Weisungsrechte in den Blick zu nehmen. Zunächst einmal ist allerdings festzuhalten, dass hierbei stets **auf den Einzelfall abzustellen** ist („des Trägers“, nicht „eines Trägers“). Es geht nicht darum, ob führungsrelevante Eigenschaften abstrakt-generell bei jedem bedeutenden Anteilseigner vorliegen, sondern nur bei solchen Anteilseignern, die die „Führung des Trägers“ beeinflussen können. Gibt es zB einen Mehrheitsaktionär wird eine Beteiligung von 10 % kaum eine solche Einflussnahme ermöglichen, dass man von einer „Führung des Trägers“ ausgehen könnte. Weiterhin ist zu bedenken, dass die Führung einer Gesellschaft in der Regel dem Leitungs- und Verwaltungsorgan übertragen ist, nicht einem Anteilseigner mit einer bedeutenden Beteiligung. Anders ist die Situation aber zB im Konzern, insbesondere wenn der Anteilseigner Weisungen erteilen kann, oder wenn der Börsenträger eine GmbH ist und der Anteilseigner die Mehrheit auf der Gesellschafterversammlung hat. In diesem Fall kann der Anteilseigner auf die Führung Einfluss nehmen, sodass auch die Eigenschaften Eignung und wirtschaftliche Leistungsfähigkeit vorliegen müssen.

„Andere Gründe“ liegen im Zweifel auch dann vor, wenn Tatsachen zu der Annahme führen, dass für den Erwerb der bedeutenden Beteiligung vorgesehenen Mittel aus einer **objektiv rechtswidrigen Tat** herrühren. Damit soll insbesondere verhindert werden, dass sich Personen aus der organisierten Kriminalität am Börsenträger beteiligen⁷⁴ oder inkriminierte Gelder in das Finanzsystem eingeschleust werden.⁷⁵ Dagegen stellen **Standortinteressen** keine „anderen Gründe“ dar.⁷⁶ Ebenso wenig kommen Belange einer **effektiven Börsenaufsicht** in Betracht.⁷⁷ Dies scheitert schon an deren fehlenden Personenbezogenheit. Schließlich kann von dem Anteilserwerber auch nicht gefordert werden, dass er über **angemessene geschäftliche Pläne** für die Fortsetzung und die Entwicklung des Börsenbetriebs verfügt.⁷⁸ Denn er will lediglich einen Anteil am Börsenträger erwerben und nicht die Erfüllung der Betriebspflicht selbst übernehmen.

Grundlage für die behördliche Entscheidung müssen nach Abs. 2 Satz 1 „Tatsachen“ sein. Bloße Annahmen, Vermutungen, Überlieferungen oder Ansichten der Entscheider, reichen somit als Grundlage nicht aus.⁷⁹ Tatsachen sind alle der äußeren Wahrnehmung und dem Beweis zugänglichen Geschehnisse und Zustände der Außenwelt und des menschlichen Innenlebens.⁸⁰ Diese müssen aus-

Börsenfusionen, 2007, S. 233; Christoph ZBB 2005, 82 (87); auch Hirschmann, Anteilseignerkontrolle im Versicherungs- und Kreditwirtschaftsrecht, 2000, S. 101 ff.

⁷⁰ Mayen FS Kirchner, 2014, S. 525 (534).

⁷¹ Dazu → Rn. 29.

⁷² Gurlit/Mülbert, Der Börsenträger im Spannungsfeld von Gemeinwohlaufrag und Privatinteresse, 2012, S. 101; siehe auch die entsprechende Ausführung bei Christoph, Börsenkooperationen und Börsenfusionen, 2007, S. 232 f.; Hirschmann, Anteilseignerkontrolle im Versicherungs- und Kreditwirtschaftsrecht, 2000, S. 103.

⁷³ Mayen FS Kirchner, 2014, S. 525 (534). Siehe auch Seehafer, Grenzüberschreitende Börsenkonzentrationen im deutschen und britischen Recht, 2009, S. 142 f. (wenn nach allgemeinen bilanzanalytischen Grundsätzen finanziell unsolid).

⁷⁴ RegE 4. FMFG, BT-Drs. 14/8017, S. 72 f.

⁷⁵ Bzgl. der Parallelnorm § 2c KWG (§ 2b KWG aF) FinA 3. FMFG, BT-Drs. 13/9874, S. 138; Schäfer in Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG CRR-VO, 5. Aufl. 2016, § 2c Rn. 2.

⁷⁶ Gegen die Berücksichtigung von Standortinteressen im Rahmen von § 6 ua Beck in Schwark/Zimmer KMRK, 4. Aufl. 2010, § 6 BörsG Rn. 17; Kumpan in Baumbach/Hopt, HGB, 38. Aufl. 2018, (14) BörsG § 6 Rn. 1; Hammen, Börsenerlaubnis, Anteilseignerkontrolle und Niederlassungsfreiheit bei der Fusion von Börsenorganisationen, 2013, S. 69; Burgard WM 2011, 1973 (1976); Christoph, Börsenkooperationen und Börsenfusionen, 2007, S. 228; Christoph ZBB 2005, 82 (90); Christoph BKR 2016, 499 (502); Merkt Gutachten G zum 64. DJT 2002, G 93; Seehafer, Grenzüberschreitende Börsenkonzentrationen im deutschen und britischen Recht, 2009, S. 144; wohl auch Lepczyk, Rechtliche Aspekte internationaler Börsenfusionen, 2009, S. 141; aA Fenchel DStR 2002, 1355 (1356).

⁷⁷ So aber Burgard WM 2011, 1973 (1982); auch Lepczyk, Rechtliche Aspekte internationaler Börsenfusionen, 2009, S. 62.

⁷⁸ So aber Burgard WM 2011, 1973 (1982).

⁷⁹ Groß, Kapitalmarktrecht, 6. Aufl. 2016, § 6 BörsG Rn. 12; Hammen, Börsenerlaubnis, Anteilseignerkontrolle und Niederlassungsfreiheit bei der Fusion von Börsenorganisationen, 2013, S. 87.

⁸⁰ Stv. BGH JR 1977, 29; BaFin, Emittentenleitfaden, 4. Aufl. 2013, III.2.1.1 (S. 33); Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer KMRK, 4. Aufl. 2010, § 13 WpHG Rn. 8.

reichen, um die zu treffende Prognose zu stützen. Die **Beweislast** hinsichtlich des Vorliegens eines Untersagungsgrundes liegt bei der Behörde (dazu → § 4a Rn. 4),⁸¹ auch wenn der Anteilsinhaber anzeige- und begründungspflichtig ist, um der Aufsichtsbehörde eine Beweisführung zu ermöglichen.⁸² Anders ist die Beweislastverteilung dagegen in dem Fall, dass es sich bei den für den Erwerb verwendeten Finanzmitteln um inkriminierte Gelder handeln könnte; hier liegt die Beweislast beim Anzeigenden, dass dem nicht so ist.⁸³ Hinsichtlich der **Prognosewahrscheinlichkeit** wird keine Gewissheit erlangt,⁸⁴ andererseits reicht es nicht aus, dass ein Untersagungsgrund bloß „möglich“ ist oder „verhältnismäßig geringe“ Zweifel bestehen.⁸⁵ Vielmehr ist hier der Prüfungsmaßstab derselbe wie bei § 4 Abs. 3 Nr. 3, dh es ist wie dort auf „ernstliche Zweifel“ abzustellen (siehe → § 4 Rn. 17).⁸⁶ Denn die Prüfungsanforderungen bei Abs. 2 Satz 1 entsprechen denjenigen in § 4 Abs. 3 Nr. 3, sodass es naheliegt, dass auch der Maßstab derselbe ist.⁸⁷

- 22 **2. Beeinträchtigung der Durchführung und Fortentwicklung des Börsenbetriebs (Satz 1 Nr. 2).** Nach Absatz 2 Satz 1 Nr. 2 kann eine Untersagung außerdem erfolgen, wenn Tatsachen die Annahme rechtfertigen, dass die **Durchführung und angemessene Fortentwicklung des Börsenbetriebes** durch den Erwerbsvorgang beeinträchtigt würde. Diese Vorschrift wurde **von einigen** mit dem Argument **in Frage gestellt**, dass sie keinen eigenen Regelungsgehalt habe.⁸⁸ Sie sei neben Nr. 1 überflüssig und ohne eigenen Anwendungsbereich.⁸⁹ Mit der Regelung in Nr. 2 werde an die Betriebspflicht des Börsenträgers angeknüpft. Wenn der Beteiligungserwerber die Erfüllung der Betriebspflichten des Börsenträgers gefährde, müsse er als unzuverlässig eingeordnet werden,⁹⁰ so dass bereits Nr. 1 erfüllt sei. Wolle man der Regelung darüber hinaus einen eigenen Gehalt zuerkennen, fehle es ihr an der rechtsstaatlich erforderlichen Bestimmtheit.⁹¹ Dann bleibe unklar, welche Situationen hiermit erfasst werden würden, und die Anwendung der Vorschrift sei nicht mehr vorhersehbar.⁹² Insbesondere sei unklar, nach welchen Kriterien Entwicklungen beurteilt werden sollten und wie künftige Entwicklungen vorhergesagt werden könnten.⁹³ Die Börsenaufsicht hätte dann außerdem die Möglichkeit, ohne rechtliche Kriterien Börsen- und Standortpolitik zu betreiben, insbesondere Fusionsprojekte zu untersagen.⁹⁴ Das aber würde als diskriminierende Behinderung ausländischer Investoren gegen europarechtliche Grundfreiheiten verstoßen (Niederlassungsfreiheit nach Art. 49 AEUV und Kapitalverkehrsfreiheit nach Art. 63 AEUV).⁹⁵ Das gilt nicht nur für (potentielle) Anteilsinhaber aus EU-Mitgliedstaaten, sondern – jedenfalls im Hinblick auf die Kapitalverkehrsfreiheit und da ausdrücklich – auch für Personen aus Drittstaaten. Absatz 2 Satz 1 Nr. 2 habe im Hinblick auf den Fortentwicklungsauftrag auch keine gemeinschaftsrechtliche Grundlage in Art. 46 MiFID II (früher Art. 38 MiFID)⁹⁶ (siehe dazu und zu Gegenargumenten bereits → Rn. 6).

⁸¹ Gurlit/Mülbert, Der Börsenträger im Spannungsfeld von Gemeinwohlaufrag und Privatinteresse, 2012, S. 104; Hammen, Börsenerlaubnis, Anteilseignerkontrolle und Niederlassungsfreiheit bei der Fusion von Börsenorganisationen, 2013, S. 87. So zur Parallelnorm § 2c Abs. 1b KWG (§ 2b Abs. 1a KWG aF) FinA 3. FMFG, BT-Drs. 13/9874, S. 139. Allgemein BVerwGE 49, 154 (156); Heß GewArch 2009, 89 (90).

⁸² Zum Umfang der Anzeige- und Begründungspflicht → Rn. 14.

⁸³ Vgl. RegE 4. FMFG, BT-Drs. 14/8017, S. 115 (bzgl. § 2b KWG aF, jetzt § 2c KWG).

⁸⁴ Hammen, Börsenerlaubnis, Anteilseignerkontrolle und Niederlassungsfreiheit bei der Fusion von Börsenorganisationen, 2013, S. 87. Ähnlich zur Parallelnorm in § 2c Abs. 1b KWG HessVGH ZIP 2010, 2234 (2238) (geringeres Maß an Prognosesicherheit gerechtfertigt als bei klassischer Gewerbeaufsicht).

⁸⁵ Mayen, FS Kirchner, 2014, S. 525 (532); aA Burgard WM 2011, 1973 (1981) (verhältnismäßig geringe, auf Tatsachen gestützte und plausible Zweifel“).

⁸⁶ Ähnlich Gurlit/Mülbert, Der Börsenträger im Spannungsfeld von Gemeinwohlaufrag und Privatinteresse, 2012, S. 105 („begründete Zweifel“); Hammen, Börsenerlaubnis, Anteilseignerkontrolle und Niederlassungsfreiheit bei der Fusion von Börsenorganisationen, 2013, S. 87 („konkrete Anhaltspunkte“).

⁸⁷ So auch Mayen FS Kirchner, 2014, S. 525 (533).

⁸⁸ Christoph, Börsenkooperationen und Börsenfusionen, 2007, S. 227 ff.; Christoph WM 2004, 1856 (1858 f.).

⁸⁹ Christoph WM 2004, 1856 (1858 f.). Siehe auch Bopp, Fusionen und Kooperationen deutscher Börsen und ihrer Träger, 2015, S. 25.

⁹⁰ Christoph WM 2004, 1856 (1858); ihm folgend Bopp, Fusionen und Kooperationen deutscher Börsen und ihrer Träger, 2015, S. 25.

⁹¹ Christoph WM 2004, 1856 (1858 f.) (dagegen verstoße die Regelung nicht gegen Grundrechte, ausführlich dort 1859 ff.); außerdem Bopp, Fusionen und Kooperationen deutscher Börsen und ihrer Träger, 2015, S. 28. Zu rechtsstaatlichen Bedenken bei der Einführung der Parallelnorm im VAG seinerzeit Fricke NVersZ 2001, 97 (98).

⁹² Christoph WM 2004, 1856 (1859).

⁹³ Christoph WM 2004, 1856 (1858).

⁹⁴ Christoph WM 2004, 1856 (1857, 1859); vgl. auch Beck BKR 2002, 662 (665).

⁹⁵ Bopp, Fusionen und Kooperationen deutscher Börsen und ihrer Träger, 2015, S. 25 ff.; Christoph ZBB 2005, 82 (90). Auf den Streit, welche der beiden Grundfreiheiten vorrangig ist, kommt es hier nicht an. Für einen kurzen Überblick über den Streitstand Bopp, Fusionen und Kooperationen deutscher Börsen und ihrer Träger, 2015, S. 26. Der EuGH hält Kapitalverkehrsfreiheit und Niederlassungsfreiheit grundsätzlich nebeneinander anwendbar. Siehe EuGH Slg. 1999 I, 3099 Tz. 22.

⁹⁶ Beck in Schwark/Zimmer KMRK, 4. Aufl. 2010, § 6 BörsG Rn. 18 (die MiFID enthalte keine Öffnungsklauseln für strengere nationale Regelungen); Christoph, Börsenkooperationen und Börsenfusionen, 2007, S. 229; Christoph WM 2004, 1856 (1864).

Gegen das Argument der Unbestimmtheit von Absatz 2 Satz 1 Nr. 2 (→ Rn. 22) sind mit Blick auf die Entstehungsgeschichte überzeugende Einwände erhoben worden: Die Regelung ist seinerzeit in Folge des gescheiterten Fusionsprojekts „iX“ der Deutsche Börse AG eingeführt worden, in dessen Rahmen die Deutsche Börse AG als Trägerin der Frankfurter Wertpapierbörse zu einer Tochtergesellschaft einer in London ansässigen Holding werden sollte.⁹⁷ Hier wurde die Gefahr gesehen, dass nach der Einbindung in die Konzernstruktur die Ausstattung der Trägergesellschaft längerfristig beeinträchtigt werden könnte, wenn die Konzernholding ihre umfassende Leitungsbefugnis zum Nachteil der Trägergesellschaft ausüben würde. Das hätte zur Folge gehabt, dass die Trägergesellschaft irgendwann ihre Betriebspflicht nicht mehr hätte erfüllen können.⁹⁸ Diese spezifische Gefährdung war der Grund für die Einführung von Absatz 2 Satz 1 Nr. 2.⁹⁹ Denn mit dem Untersagungstatbestand der Unzuverlässigkeit lässt sie sich nicht adäquat erfassen, weil es sich um eine andere rechtliche Gefährdungskategorie handelt. Denn der Tatbestand der Unzuverlässigkeit knüpft an ein missbilligtes Verhalten an, während Absatz 2 Satz 1 Nr. 2 generell die negativen Auswirkungen auf den Börsenbetrieb im Blick hat. Erfasst wird dabei auch rechtlich zulässiges Verhalten¹⁰⁰ sowie Beeinträchtigungen, die nicht auf personenbezogenen Umständen beruhen. „**Börsenbetrieb**“ meint in diesem Zusammenhang nicht den operativen Börsenhandel, auf den der Börsenträger keinen unmittelbaren Einfluss hat;¹⁰¹ vielmehr kann es hier wegen der spezifischen Ausrichtung auf den Börsenträger nur um die Erfüllung von dessen (abstrakter, nach § 5 Abs. 1 Satz 2 BörsG näher bestimmter) Betriebspflicht gehen.¹⁰² Es geht also darum, ob ein Beteiligungserwerb zu einer **Gefährdung** der Erfüllung der **Betriebspflicht** durch den Träger der Börse führen könnte.¹⁰³ Damit hat diese Regelung einen eigenständigen Anwendungsbereich und ist auch ausreichend bestimmt.

Da es bei der Prüfung im Hinblick auf Satz 1 Nr. 2 um die Gefährdung der Erfüllung der Betriebspflicht geht und der Anteilserwerb der Grund für die diesbezügliche Erwerberkontrolle ist, ist die **Aufsichtsbehörde in ihrer Prüfung beschränkt**: Sie hat nur zu prüfen, ob der **konkret beabsichtigte Anteilserwerb** für eine Beeinträchtigung der Betriebspflicht und damit letztlich des Börsenbetriebs kausal werden kann. Das heißt, es müssen nachvollziehbare Gründe zu der Prognose führen, dass dieser Anteilserwerb **maßgeblicher Grund für eine Beeinträchtigung des Börsenbetriebs** sein kann. Das bedeutet zum einen, dass die Aufsichtsbehörden die Erwerberkontrolle nicht zu einer allgemeinen Ausforschung nutzen darf. Zum anderen kann sie sich auch nicht auf andere, in Satz 1 nicht genannte Erwägungen, wie etwa die Notwendigkeit einer effektiven Börsenaufsicht, stützen. Letzteres wäre schon wegen der Grundrechts- und Gesetzesbindung der Verwaltung verfassungswidrig.¹⁰⁴ Auch als Mittel der Umsetzung von Industrie- und Standortinteressen, die in Satz 1 Nr. 2 nicht aufgeführt sind, kann sie nicht herangezogen werden,¹⁰⁵ wobei der Standort der Börse durch den Anteilserwerb ohnehin nicht einmal unmittelbar berührt wird.

Auch im Fall von Satz 1 Nr. 2 muss die Behörde eine auf Tatsachen basierende **Prognose** aufstellen (siehe schon → Rn. 21). Diese muss sich zum einen auf die „**Durchführung**“ und zum anderen auf die „angemessene Fortentwicklung“ des Börsenbetriebes beziehen. Während es bei ersterem darum geht, ob der **Status quo** gehalten werden kann, geht es bei der „**Fortentwicklung**“ um Änderungen und Anpassungen an **künftige neue Entwicklungen**, die zum Zeitpunkt der Behördenentscheidung

⁹⁷ Christoph, Börsenkooperationen und Börsenfusionen, 2007, S. 225; Christoph WM 2004, 1856 (1857); Führoff/Schuster BKR 2003, 134 (138); Merkt FS Hoffmann-Becking, 2013, S. 793 (796). Zum Fusionsprojekt „iX“ insbesondere Kumpel/Hammen WM 2000, Sonderbeilage Nr. 3, 3; Schneider/Burgard WM 2000, Sonderbeilage Nr. 3, 24; Schwark WM 2000, 2517.

⁹⁸ Merkt Gutachten G für den 64. DJT 2002, G 120; Leder mann in Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, Bd. 2, Losebl., 2. Aufl., 1. Lfg. 01/2006, § 3 BörsG Rn. 8. Siehe auch Schneider/Burgard WM 2000, Sonderbeilage Nr. 3, 24 (44); Kumpel/Hammen WM 2000, Sonderbeilage Nr. 3, 3 (12); Schwark WM 2000, 2517 (2531) (Aufsicht könne allerdings dagegen vorgehen).

⁹⁹ Christoph, Börsenkooperationen und Börsenfusionen, 2007, S. 225; Merkt FS Hoffmann-Becking, 2013, S. 793 (797).

¹⁰⁰ Merkt FS Hoffmann-Becking, 2013, S. 793 (797).

¹⁰¹ Dazu → § 2 Rn. 26.

¹⁰² Gurlit/Mülbart, Der Börsenträger im Spannungsfeld von Gemeinwohlaufrag und Privatinteresse, 2012, S. 112; im Ergebnis auch Hammen, Börsenerlaubnis, Anteilseignerkontrolle und Niederlassungsfreiheit bei der Fusion von Börsenorganisationen, 2013, S. 74.

¹⁰³ Beck in Schwark/Zimmer KMRK, 4. Aufl. 2010, § 6 BörsG Rn. 13; Hammen, Börsenerlaubnis, Anteilseignerkontrolle und Niederlassungsfreiheit bei der Fusion von Börsenorganisationen, 2013, S. 74; Beck BKR 2002, 662 (665); Christoph WM 2004, 1856 (1858) (der dafür aber Nr. 1 als ausreichend ansieht).

¹⁰⁴ Zur Gesetzesbindung der Verwaltung stv. Sachs in Stelkens/Bonk/Sachs, VwVfG, 9. Aufl. 2018, § 40 Rn. 12; Schwarz in Fehling/Kastner/Störmer, Verwaltungsrecht, 4. Aufl. 2016, § 35 VwVfG Rn. 9 ff.

¹⁰⁵ Kritisch bzgl. der Nutzung von § 6 zu protektionistischem Schutz von Standortinteressen auch Beck in Schwark/Zimmer KMRK, 4. Aufl. 2010, § 6 BörsG Rn. 17; Kumpan in Baumbach/Hopt, HGB, 38. Aufl. 2018, (14) BörsG § 6 Rn. 1; Hammen, Börsenerlaubnis, Anteilseignerkontrolle und Niederlassungsfreiheit bei der Fusion von Börsenorganisationen, 2013, S. 69; Burgard WM 2011, 1973 (1976); Christoph, Börsenkooperationen und Börsenfusionen, 2007, S. 228; Christoph ZBB 2005, 82 (90); Christoph BKR 2016, 499 (502); Merkt Gutachten G zum 64. DJT 2002, G 93; Sehafer, Grenzüberschreitende Börsenkonzentrationen im deutschen und britischen Recht, 2009, S. 144; wohl auch Lepczyk, Rechtliche Aspekte internationaler Börsenfusionen, 2009, S. 141; aA Fendel DStR 2002, 1355 (1356).

häufig noch nicht absehbar sind. Über diese Änderungen und Anpassungen entscheidet allerdings die Börse, nicht der Träger (→ § 2 Rn. 26). Dieser hat nur in der Folge auf Anforderung der Börse die entsprechenden Mittel bereitzustellen. Die Aufsichtsbehörde hat ebenfalls die Entscheidung der Börse zu respektieren, sie kann sie im Rahmen ihrer Rechtsaufsicht (→ § 3 Rn. 10) nur auf ihre Rechtmäßigkeit, insbesondere ihre Vereinbarung mit dem Börsengesetz, kontrollieren. Solange die Börsen allerdings noch keine Entscheidungen bzgl. der Fortentwicklung getroffen hat, kann die Aufsichtsbehörde sie auch nicht ihrer Prognoseentscheidung zugrunde legen oder gar eigene diesbezügliche Überlegungen für ihre Entscheidung heranziehen. Damit fehlt ihr in diesem Fall die entsprechende Tatsachengrundlage. Soweit es andererseits Tatsachenmaterial gibt, muss sich die Börsenaufsichtsbehörde nicht völlige Gewissheit für ihre Prognoseentscheidung verschaffen und ihre Annahme unter Beweis stellen; vielmehr soll es genügen, dass Tatsachen vorliegen, die eine solche Annahme rechtfertigen.¹⁰⁶ Welches **Maß an Gewissheit** seitens der Börsenaufsichtsbehörde bestehen muss, wird auch im Hinblick auf Satz 1 Nr. 2 weder im Wortlaut noch in der Begründung des Gesetzes angesprochen. Auch diesbezüglich ist es daher naheliegend, an § 4 Abs. 3 anzuknüpfen und auf **ernsthafte Zweifel** abzustellen.

- 26 **3. Anwendung von Abs. 2 auf die Konzernierung des Börsenträgers.** Mit der Einführung von Satz 1 Nr. 2 sollte insbesondere der Fall der Konzernierung des Börsenträgers erfasst werden (vgl. dazu → Rn. 23). Von einigen wird hier die Gefahr gesehen, dass der Börsenträger als abhängige Gesellschaft „auf mittlere Sicht durch die herrschende Gesellschaft ihrer Substanz und damit ihrer Lebensfähigkeit beraubt“¹⁰⁷ werde und daher die Erfüllung seiner börsenaufsichtsrechtlichen Pflichten „bei einer rein gesellschafts- bzw. aktienkonzernrechtlichen Betrachtung durchaus gefährdet sein“ könnte.¹⁰⁸ Das lässt sich jedoch nicht generell annehmen. Das Börsengesetz enthält jedenfalls **kein allgemeines Konzernierungsverbot**: Ein solches lässt sich weder aus der Pflicht zur Interessenkonfliktvermeidung nach § 5 Abs. 4 Nr. 1 BörsG herleiten (siehe dazu → § 5 Rn. 31) noch aus § 6 Abs. 2.¹⁰⁹ Im Gegenteil lässt sich § 6 entnehmen, dass eine Konzerneinbindung des Börsenträgers zulässig ist, weil der Gesetzgeber den Erwerb einer bedeutenden Beteiligung am Börsenträger und sogar den Erwerb der Kontrolle¹¹⁰ (siehe Absatz 1 Satz 6) nur einer Anzeigepflicht unterworfen hat.¹¹¹ Wäre es von Anfang an rechtlich unzulässig, die Kontrolle über einen Börsenträger zu erwerben, wäre insbesondere die in Absatz 2 vorgesehene Möglichkeit einer – in diesem Fall nochmaligen – Untersagung unverständlich, ebenso die sich aus § 6 Abs. 5 Satz 1 ergebende Möglichkeit für die Anteilseigner, ihre Kontrolle aufzugeben.¹¹² Lediglich im Ausnahmefall, wenn die Voraussetzungen von § 6 Abs. 2 erfüllt sind, kann die Aufsichtsbehörde den Beteiligungserwerb untersagen. Auch die einzelnen Nummern von § 6 Abs. 2 beinhalten keine Strukturvorgaben oder pauschale Konzernierungsverbote für Börsenträger. So führt etwa eine geplante Konzerneinbindung des Börsenträgers mittels Abschluss eines Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrages **nicht** dazu, dass der Anzeigepflichtige schon allein deshalb als **unzuverlässig** nach Satz 1 Nr. 1 anzusehen wäre, weil der Erwerber den Börsenträger zum Abschluss eines solchen Vertrags anhalte.¹¹³ Ein solches pauschales Urteil ließe sich nur dann fällen, wenn das Börsengesetz den Abschluss eines solchen Vertrages generell verbieten würde, sodass dieser Pflichtenverstoß die Prognose erlauben würde, dass mit künftigen Verstößen gegen börsenrechtliche Vorschriften zu rechnen ist.¹¹⁴ Ein derartiges Verbot existiert jedoch nicht, sodass sich aus der Konzernierung auch nicht die Unzuverlässigkeit des Erwerbers ableiten lässt. Weiterhin lässt sich Satz 1 Nr. 2 entnehmen, dass die Einbindung in einen Konzern als solche ebenfalls nicht gegen diese Vorschrift verstößt, weil sie für sich genommen die **Durchführung** und die **Fortentwicklung** des Börsenbetriebs **nicht beeinträchtigt**.¹¹⁵ Denn auch in diesem Zusammenhang müssen der Vorschrift zufolge Tatsachen vorliegen, die die Annahme einer solchen Beeinträchtigung rechtfertigen; dementsprechend muss die Aufsichtsbehörde auch in diesem Zusammenhang den Einzelfall prüfen.
- 27 Im Rahmen der **Einzelfallprüfung der Konzerneinbindung** eines Börsenträgers ist zunächst einmal das Konzernrecht zu prüfen – im Fall eines deutschen Börsenträgers **stets das deutsche Recht**, auch bei ausländischen Muttergesellschaften.¹¹⁶ Die Einbindung des Börsenträgers in einen

¹⁰⁶ Beck in Schwark/Zimmer KMRK, 4. Aufl. 2010, § 6 BörsG Rn. 14.

¹⁰⁷ Merkt FS Hoffmann-Becking, 2013, S. 793 (803); ähnlich Burgard WM 2011, 2021 (2030).

¹⁰⁸ Merkt FS Hoffmann-Becking, 2013, S. 793 (804).

¹⁰⁹ Auch das Demokratieprinzip kann nicht dagegen in Stellung gebracht werden. Dazu Hammen, Börsenerlaubnis, Anteilseignerkontrolle und Niederlassungsfreiheit bei der Fusion von Börsenorganisationen, 2013, S. 101 ff.

¹¹⁰ Dazu → Rn. 11.

¹¹¹ So auch Gurlit/Mülbert, Der Börsenträger im Spannungsfeld von Gemeinwohlauftrag und Privatinteresse, 2012, S. 118.

¹¹² Hammen, Börsenerlaubnis, Anteilseignerkontrolle und Niederlassungsfreiheit bei der Fusion von Börsenorganisationen, 2013, S. 51 ff. mit weiteren Ausführungen.

¹¹³ So aber Burgard WM 2011, 2021 (2029 f.).

¹¹⁴ Mayen FS Kirchner, 2014, S. 525 (540).

¹¹⁵ Mayen FS Kirchner, 2014, S. 525 (543).

¹¹⁶ Das „Konzernstatut“ folgt dem Gesellschaftsstatut der abhängigen Gesellschaft. Siehe Kindler in MüKoBGB, Bd. 12, 7. Aufl. 2018, Int. Handels- und GesR Rn. 681; auch Koch in Hüffer/Koch, AktG, 13. Aufl. 2018, § 311

faktischen Konzern als solche macht es dem Börsenträger nicht unmöglich, seiner Betriebspflicht nachzukommen.¹¹⁷ Das gilt auch dann, wenn die Muttergesellschaft Einfluss auf die Gewinnausschüttung nimmt oder ein konzernweites Cash-Pooling einrichtet.¹¹⁸ Bei Börsenträgern die – wie zumeist – Aktiengesellschaften sind, ist die **Muttergesellschaft verpflichtet**, die Vorgaben der §§ 311 ff. AktG (insbesondere den Nachteilsausgleich¹¹⁹ etwa im Fall des Abflusses von Finanzmitteln an das herrschende Unternehmen) sowie die für den Börsenträger geltenden Pflichten nach § 5 BörsG zu beachten. Insbesondere muss sie die öffentlich-rechtliche Betriebspflicht des Börsenträgers respektieren.¹²⁰ Andernfalls wäre sie nach § 317 AktG analog zum Schadensersatz verpflichtet.¹²¹ Zudem hat der **Vorstand der abhängigen Gesellschaft** dieselben Pflichten wie der Vorstand eines unabhängigen Unternehmens, insbesondere muss er die Gesellschaft in eigener Verantwortung leiten;¹²² bei rechtswidrigem Handeln macht er sich gegenüber der Gesellschaft nach § 93 Abs. 2 AktG schadensersatzpflichtig. Dem Vorstand ist es also – trotz der Pflicht der herrschenden Gesellschaft zum Nachteilsausgleich – möglich, jede nachteilige Einflussnahme der herrschenden Gesellschaft abzulehnen.¹²³ Er darf sie sogar nicht befolgen, wenn die Veranlassung rechtswidrig ist, weil sie eine gesetzes-, sitten- oder satzungswidrige Maßnahme zum Ziel hat.¹²⁴ Das gilt auch bezüglich Einflussnahmen der herrschenden Gesellschaft, die die Lebensfähigkeit der abhängigen Gesellschaft bedrohen.¹²⁵ Bei einem Börsenträger kommt hier hinzu, dass er für die Erfüllung seiner Pflichten ausreichende finanzielle Mittel benötigt, sodass eine finanzielle Ausplünderung des Trägers auch insofern zu einem Verstoß gegen dessen Betriebspflicht führen würde.¹²⁶

Dass **rechtswidrige Einflussnahmen** im faktischen Konzern **faktisch möglich** sind,¹²⁷ reicht für sich genommen für eine Untersagung nach Abs. 2 nicht aus.¹²⁸ Denn es gibt keinen allgemeinen Erfahrungssatz, dass es bei faktischen Konzernen flächendeckend zur Missachtung der konzernrechtlichen Regelungen kommt.¹²⁹ Daher kann die Aufsichtsbehörde den Anteilerwerb nur untersagen, wenn es für eine solche Einflussnahme im konkreten Einzelfall konkrete Anzeichen gibt. Auch Sorgen, ein konzernierter Börsenträger habe einen **geringeren Anreiz** als ein unabhängiger Träger, den **Börsenbetrieb fortzuentwickeln**, gehen fehl. Sie berücksichtigen nicht, dass es nicht Aufgabe des Börsenträgers ist, den Börsenbetrieb fortzuentwickeln, sondern die Aufgabe der Börse (dazu → § 2 Rn. 26).¹³⁰

Im Rahmen eines **Vertragskonzerns** ist der Schutz des Börsenträgers als Tochtergesellschaft aufgrund der durch das Weisungsrecht nach § 308 AktG abgesicherten Konzernleitungsmacht¹³¹ zwar geringer. Aber das herrschende Unternehmen ist zum Ausgleich von Verlusten der Tochter verpflichtet (§ 302 Abs. 1 AktG). Zudem unterliegt auch hier die Herrschaft der Muttergesellschaft rechtlichen Grenzen. So dürfen ihre Weisungen im Rahmen eines **Beherrschungsvertrages** nicht dazu führen, dass der Börsenträger, wenn sein Vorstand weisungsgemäß handelt, gegen seine gesetzlichen Pflichten, insbesondere seine Betriebspflicht, verstoßen würde.¹³² Weisungen, die den Börsen-

Rn. 9. Auch wer darauf abstellt, dass es darauf ankommt, wer der Hauptbetroffene einer Regelung ist (so *Windbichler* in Hirte/Mülbert/Roth, GroßkommAktG, Band 1, 5. Aufl. 2017, Vor §§ 15 ff. Rn. 71; *Schwark* WM 2000, 2517, 2521), kommt vorliegend zur Anwendbarkeit des deutschen Rechts, weil es darum geht, ob der Börsenträger (die Tochtergesellschaft) hinreichend selbstständig agieren kann. So schon *Schwark* WM 2000, 2517, 2521.

¹¹⁷ Dagegen *Schneider/Burgard* WM 2000, Sonderbeilage Nr. 3, 24 (44), denen zufolge das Konzernrecht nur einen unzureichenden Schutz gegen die Auszehrung des Börsenträgers biete.

¹¹⁸ *Gurlit/Mülbert*, Der Börsenträger im Spannungsfeld von Gemeinwohlaufrag und Privatinteresse, 2012, S. 120; vgl. in diesem Zusammenhang auch *Schwark* WM 2000, 2517 (2526).

¹¹⁹ Dazu ausführlich *Emmerich/Habersack*, Konzernrecht, 10. Aufl. 2013, § 25 Rn. 1 ff.

¹²⁰ *Gurlit/Mülbert*, Der Börsenträger im Spannungsfeld von Gemeinwohlaufrag und Privatinteresse, 2012, S. 120; vgl. auch *Schwark* WM 2000, 2517 (2525).

¹²¹ *Schwark* WM 2000, 2517 (2526).

¹²² *Emmerich/Habersack*, Konzernrecht, 10. Aufl. 2013, § 24 Rn. 17.

¹²³ *Emmerich/Habersack*, Konzernrecht, 10. Aufl. 2013, § 25 Rn. 40; *Seehafer*, Grenzüberschreitende Börsenkonzentrationen im deutschen und britischen Recht, 2009, S. 190; *Schwark* WM 2000, 2517 (2522).

¹²⁴ *Emmerich/Habersack*, Konzernrecht, 10. Aufl. 2013, § 25 Rn. 42; mit Blick auf den Börsenträger *Beck* in *Schwark/Zimmer KMRK*, 4. Aufl. 2010, § 6 Rn. 14; *Seehafer*, Grenzüberschreitende Börsenkonzentrationen im deutschen und britischen Recht, 2009, S. 197; *Schwark* WM 2000, 2517 (2526).

¹²⁵ *Emmerich/Habersack*, Konzernrecht, 10. Aufl. 2013, § 25 Rn. 42.

¹²⁶ *Schwark* WM 2000, 2517 (2526).

¹²⁷ *Seehafer*, Grenzüberschreitende Börsenkonzentrationen im deutschen und britischen Recht, 2009, S. 190 Fn. 249; *Burgard* WM 2011, 2021 (2029); *Merkel* FS Hoffmann-Becking, 2013, S. 793 (812) (der bei der Prüfung daher zu Recht auf den konkreten Einzelfall abstellen will); siehe auch *Schneider/Burgard* WM 2000, Sonderbeilage Nr. 3, 24 (31).

¹²⁸ Siehe auch *Gurlit/Mülbert*, Der Börsenträger im Spannungsfeld von Gemeinwohlaufrag und Privatinteresse, 2012, S. 120 f.

¹²⁹ *Gurlit/Mülbert*, Der Börsenträger im Spannungsfeld von Gemeinwohlaufrag und Privatinteresse, 2012, S. 121.

¹³⁰ *Gurlit/Mülbert*, Der Börsenträger im Spannungsfeld von Gemeinwohlaufrag und Privatinteresse, 2012, S. 119 f.

¹³¹ Dazu *Emmerich/Habersack*, Konzernrecht, 10. Aufl. 2013, § 24 Rn. 17.

¹³² *Gurlit/Mülbert*, Der Börsenträger im Spannungsfeld von Gemeinwohlaufrag und Privatinteresse, 2012, S. 52, 126; *Hammen*, Börsenerlaubnis, Anteilseignerkontrolle und Niederlassungsfreiheit bei der Fusion von Börsenorganisationen, 2013, S. 75 (so auch bzgl. der Satzung zuwiderlaufenden Weisungen); *Lepczyk*, Rechtliche Aspekte interna-

träger zu einem Rechtsverstoß veranlassen, sind unzulässig.¹³³ Der Vorstand der beherrschten Gesellschaft darf ihnen nicht folgen.¹³⁴ Gleiches gilt für Weisungen, die seine Existenz bedrohen.¹³⁵ Kommt es dennoch zu solchen Weisungen, darf der Vorstand des Börsenträgers diesen nicht folgen und könnte bei fortgesetzten unzulässigen Weisungen den Beherrschungsvertrag nach § 297 AktG aus wichtigem Grund kündigen.¹³⁶

- 30** Bei **Gewinnabführungsverträgen** ist die Situation differenzierter. Ein Vertrag, der zur **Abführung des gesamten Gewinns** verpflichtet, wird von einem Teil der Literatur als unzulässig angesehen.¹³⁷ Dadurch werde die Leistungsmöglichkeiten des Börsenträgers beschränkt und seine Investitionskraft geschwächt, was sich auf seine Fähigkeit zur Erfüllung seiner Betriebspflicht auswirken würde.¹³⁸ § 5 Abs. 5 BörsG kann dies nicht verhindern, weil sich diese Vorschrift nur auf die Durchführung, nicht auf die Fortentwicklung des Börsenbetriebs bezieht. Auch die Verlustausgleichspflicht kann eine Beeinträchtigung nicht ausschließen, weil sie lediglich einen Bilanzverlust ausgleichen soll, aber keinen sicheren Anspruch auf jederzeitige Liquidität gewährt. Andere argumentieren, dass die konzernrechtlichen Befugnisse der herrschenden Gesellschaft auch im Hinblick auf den Gewinnabführungsvertrag durch die börsengesetzlichen Pflichten des Börsenträgers beschränkt seien.¹³⁹ Eine generelle Unzulässigkeit von Gewinnabführungsverträgen erscheint jedenfalls zu weitgehend, insbesondere angesichts der Möglichkeit der Aufsichtsbehörde, jederzeit Auflagen zur Börsenerlaubnis zu erlassen oder Maßnahmen nach § 6 Abs. 4 BörsG anzudrohen, um die finanzielle Leistungsfähigkeit des Börsenträgers auch nach Abschluss eines Gewinnabführungsvertrages sicherzustellen.¹⁴⁰ Dennoch müssen sie im Einzelfall genauer untersucht werden. Im Fall von Teilgewinnabführungsverträgen bestehen diese Besorgnisse nicht; diese sind daher in jedem Fall zulässig.¹⁴¹
- 31** Auch bei einem Unternehmensvertrag sind **faktische Beeinträchtigungen** der Tochtergesellschaft durch die Muttergesellschaft nicht auszuschließen. Daher erwägen einige in der Literatur, auch bei einem Beteiligungserwerb mit geplantem anschließendem Abschluss eines Unternehmensvertrages, darauf abzustellen, was „praktisch stattfindet“.¹⁴² Denn wenn die herrschende Gesellschaft die ihr zustehenden Möglichkeiten voll ausnutze, könnten die börsenrechtlichen Pflichten des Börsenträgers durchaus gefährdet werden.¹⁴³ Die rechtlichen Grenzen des Weisungsrechts führten hier praktisch kaum zu Beschränkungen.¹⁴⁴ Mit dieser Argumentation wird auf die bloße Gefahr eines rechtswidrigen Verhaltens abgestellt.¹⁴⁵ Das aber würde gegen Abs. 2 verstoßen, wo ausdrücklich verlangt wird, dass Tatsachen vorliegen müssen, die die Annahme einer Beeinträchtigung rechtfertigen. Ohne konkrete Anhaltspunkte darf die Behörde ein rechtswidriges Verhalten nicht

tionaler Börsenfusionen, 2009, S. 182; Burgard WM 2011, 2021 (2030); Mayen FS Kirchner, 2014, S. 525 (541); Schwark WM 2000, 2517 (2526); siehe auch Beck in Schwark/Zimmer KMRK, 4. Aufl. 2010, § 6 Rn. 14; zur Modifizierung der Instrumente der Konzernleitung durch die Betriebspflicht des Börsenträgers auch Merkt Gutachten G für den 64. DJT 2002, G 120; für Beherrschungsverträge allgemein Emmerich/Habersack, Konzernrecht, 10. Aufl. 2013, § 23 Rn. 38 ff.

¹³³ Burgard WM 2011, 2021 (2030); Mayen FS Kirchner, 2014, S. 525 (541); Schwark WM 2000, 2517 (2526). Allgemein BGHZ 125, 366 (372).

¹³⁴ Siehe schon → Rn. 27; außerdem im Zusammenhang mit Börsenträgern Hammen, Börsenerlaubnis, Anteilseignerkontrolle und Niederlassungsfreiheit bei der Fusion von Börsenorganisationen, 2013, S. 76.

¹³⁵ Allgemein bzgl. abhängigen Gesellschaften Emmerich/Habersack, Konzernrecht, 10. Aufl. 2013, § 23 Rn. 41 ff.

¹³⁶ Mayen FS Kirchner, 2014, S. 525 (541).

¹³⁷ Seehafer, Grenzüberschreitende Börsenkonzentrationen im deutschen und britischen Recht, 2009, S. 216 f.; Schwark WM 2000, 2517 (2526); ebenso Burgard WM 2011, 2021 (2026); aA Gurlit/Mülbert, Der Börsenträger im Spannungsfeld von Gemeinwohlaufrag und Privatinteresse, 2012, S. 124 f.; Hammen, Börsenerlaubnis, Anteilseignerkontrolle und Niederlassungsfreiheit bei der Fusion von Börsenorganisationen, 2013, S. 77 ff.; Mayen FS Kirchner, 2014, S. 525 (541) (allerdings unter der Prämisse, dass dadurch die Betriebspflicht des Börsenträgers nicht beeinträchtigt wird).

¹³⁸ Seehafer, Grenzüberschreitende Börsenkonzentrationen im deutschen und britischen Recht, 2009, S. 216; Burgard WM 2011, 2021 (2030). Siehe grds. auch Gurlit/Mülbert, Der Börsenträger im Spannungsfeld von Gemeinwohlaufrag und Privatinteresse, 2012, S. 123; Hammen, Börsenerlaubnis, Anteilseignerkontrolle und Niederlassungsfreiheit bei der Fusion von Börsenorganisationen, 2013, S. 77.

¹³⁹ Mayen FS Kirchner, 2014, S. 525 (541).

¹⁴⁰ Siehe außerdem die Erwägungen bei Hammen, Börsenerlaubnis, Anteilseignerkontrolle und Niederlassungsfreiheit bei der Fusion von Börsenorganisationen, 2013, S. 77 ff. (ua ggf. könne die Finanzsituation des abhängigen Unternehmens durch einen Gewinnabführungsvertrag sogar verbessert werden; außerdem stehe es dem Träger frei, wie er seine Investitionen finanziere, dies müsse nicht mittels Rücklagen geschehen).

¹⁴¹ Schwark WM 2000, 2517 (2526).

¹⁴² Merkt FS Hoffmann-Becking, 2013, S. 793 (812); Seehafer, Grenzüberschreitende Börsenkonzentrationen im deutschen und britischen Recht, 2009, S. 190 Fn. 249; in diese Richtung wohl auch Kümpel/Hammen WM 2000, Sonderbeilage. Nr. 3, 3 (12).

¹⁴³ Lepczyk, Rechtliche Aspekte internationaler Börsenfusionen, 2009, S. 181; Merkt FS Hoffmann-Becking, 2013, S. 793 (803).

¹⁴⁴ Burgard WM 2011, 2021 (2029).

¹⁴⁵ So Burgard WM 2011, 1973 (1980).

unterstellen, sondern muss zunächst einmal von einem rechtmäßigen Verhalten der Betroffenen ausgehen.¹⁴⁶

4. Nicht maßgebliche Aspekte bei der Anteilseignerkontrolle. Aufgrund der Globalisierung des Wertpapierhandels und der zunehmenden Konkurrenz durch außerbörsliche Wertpapierhandelsysteme kommt es zunehmend zu grenzüberschreitenden Verbindungen von Börsen (zB Euronext, Nasdaq OMX).¹⁴⁷ Das gilt auch für deutsche Börsen, die grenzüberschreitend aktiv sind (zB die Deutsche Börse AG mit ihrem internationalen Netzwerk oder die Börse Berlin mit ihrem System Equiduct). Damit gewinnt auch die Möglichkeit umfänglicher internationaler Beteiligungen an deutschen Börsenträgern zunehmend an Bedeutung. Das haben nicht zuletzt die zurückliegenden Bemühungen der Deutsche Börse AG um ein Zusammengehen mit internationalen Partnern, insbesondere der London Stock Exchange, gezeigt. Für die Börsenaufsicht führt diese Entwicklung zu gewissen Herausforderungen, denn sie kann im Ausland keine hoheitlichen Maßnahmen durchsetzen (sog. Territorialitätsprinzip).¹⁴⁸ Dennoch ist das **Sitzland des Erwerbers** für die Anteilseignerkontrolle nach Absatz 2 **ohne Bedeutung**, weil Absatz 2 keine entsprechende Differenzierung vorsieht und die **Regelung in Absatz 2 abschließend** ist.¹⁴⁹ Die Behörde darf sich selbst ohnehin keine neuen Eingriffsbefugnisse schaffen. Das kann auch nicht über eine extensive Auslegung von Absatz 2 erreicht werden: Satz 1 Nr. 1 bezieht sich auf individuell-persönliche Eigenschaften des Erwerbers.¹⁵⁰ Eine allgemeine Einordnung nach der Zugehörigkeit zu einer bestimmten Personengruppe knüpft hingegen gerade nicht individuell an. Auch unter Satz 1 Nr. 2 lässt sich der Fall der ausländischen Herkunft nicht subsumieren, weil allein die Herkunft nicht zu einer Beeinträchtigung des Börsenhandels führt. Zudem würde eine Unterscheidung nach dem Herkunftsland des Erwerbers gegen die europäische Kapitalverkehrsfreiheit und ggf. die europäische Niederlassungsfreiheit sowie das europäische Diskriminierungsverbot verstoßen.¹⁵¹ Abs. 2 Satz 1 intendiert dementsprechend, wie erwähnt, **keinen Schutz vor ausländischer Einflussnahme oder andere standortpolitische Erwägungen**.¹⁵² Dies wären sachfremde Erwägungen, die nach deutschem (Verwaltungs-)Recht zu einer fehlerhaften Gesetzesanwendung führen würden.¹⁵³

Solche **Regelungen** finden sich im **Bank- und im Versicherungsaufsichtsrecht** in § 2c Abs. 1b Satz 1 Nr. 2 KWG und § 18 Abs. 1 Nr. 2 VAG (Beeinträchtigung der Aufsicht wegen Struktur des Beteiligungsgeflechtes oder mangelhafter wirtschaftlicher Transparenz) und in § 2c Abs. 1b Satz 1 Nr. 3 KWG und § 18 Abs. 1 Nr. 3 VAG (Abhängigkeit von einem Unternehmen aus einem Drittstaat mit fehlender oder nicht kooperativer Aufsicht). Dabei handelt es sich um besondere Regelungen im Bank- und Versicherungsrecht, die im Börsenrecht keinen Niederschlag gefunden haben.¹⁵⁴ Eine analoge Anwendung im Börsenrecht scheidet aus, weil es angesichts der zahlreichen Überarbeitungen des Börsenrechts, die häufig in bewusster Anknüpfung an Regelungen des KWG erfolgten,¹⁵⁵ in Kenntnis dieser bank- und aufsichtsrechtlichen Regelungen¹⁵⁶ an einer planwidrigen Regelungslücke fehlt.¹⁵⁷ Zudem würde eine analoge Anwendung darauf hinauslaufen, dass sich die

¹⁴⁶ Schwark WM 2000, 2517 (2524); ebenso Hammen, Börsenerlaubnis, Anteilseignerkontrolle und Niederlassungsfreiheit bei der Fusion von Börsenorganisationen, 2013, S. 88 (dort und auf den Folgeseiten auch zu weiteren Argumenten im Zusammenhang mit dem seinerzeit gescheiterten Zusammengehen von Deutsche Börse AG und NYSE Euronext); vgl. auch Christoph ZBB 2005, 82 (89).

¹⁴⁷ Zum Phänomen grenzüberschreitender Börsenkonzentrationen stv. Seehafer, Grenzüberschreitende Börsenkonzentrationen im deutschen und britischen Recht, 2009, S. 36.

¹⁴⁸ Lehmann in MüKoBGB, Bd. 12, 7. Aufl. 2018, Internationales Finanzmarktrecht A. Grundlagen Rn. 113.

¹⁴⁹ → Rn. 15.

¹⁵⁰ Mayen FS Kirchner, 2014, S. 525 (544).

¹⁵¹ Siehe in diesem Zusammenhang Hammen, Börsenerlaubnis, Anteilseignerkontrolle und Niederlassungsfreiheit bei der Fusion von Börsenorganisationen, 2013, S. 103 ff. Zu den genannten Grundfreiheiten und zum Diskriminierungsverbot stv. Sedlacek/Züger in Streinz, EUV/AEUV, 3. Aufl. 2018, Art. 63 AEUV Rn. 1 ff.; Bröhmer in Callies/Ruffert, EUV/AEUV, 5. Aufl. 2016, Art. 63 AEUV Rn. 1 ff.; Schön in FS Roth, 2015, S. 551. Zum europarechtlichen Diskriminierungsverbot zB von Bogdandy in Grabitz/Hilf/Nettesheim, Das Recht der Europäischen Union, Losebl, 62. EL, Juli 2017, Art 18 AEUV Rn. 35; Streinz in Streinz, EUV/AEUV, 3. Aufl. 2018, Art. 18 AEUV Rn. 45 ff.

¹⁵² Beck in Schwark/Zimmer KMRK, 4. Aufl. 2010, § 6 BörsG Rn. 17; Kumpan in Baumbach/Hopt, HGB, 38. Aufl. 2018, (14) BörsG § 6 Rn. 1; Burgard WM 2011, 1973 (1976); Christoph, Börsenkooperationen und Börsenfusionen, 2007, S. 228; Christoph ZBB 2005, 82 (90).

¹⁵³ Burgard WM 2011, 1973 (1976).

¹⁵⁴ Hammen, Börsenerlaubnis, Anteilseignerkontrolle und Niederlassungsfreiheit bei der Fusion von Börsenorganisationen, 2013, S. 49, 60; Christoph BKR 2016, 499 (501).

¹⁵⁵ Siehe dazu bspw. RegE 4. FMFG, BT-Drs. 14/8017, S. 73 (BörsG) und S. 115 (zu entsprechenden Regelung im damaligen § 2b Abs. 1a Satz 1 Nr. 2 KWG aF).

¹⁵⁶ Es war sogar überlegt worden, entsprechende Regelung in das Börsengesetz zu übernehmen. Siehe Diskussionsentwurf zum 4. FMFG, ZBB 2001, 398 (403).

¹⁵⁷ Hierzu auch Hammen, Börsenerlaubnis, Anteilseignerkontrolle und Niederlassungsfreiheit bei der Fusion von Börsenorganisationen, 2013, S. 49 f.

Behörde Eingriffsbefugnisse unzulässigerweise selbst schaffen bzw. erweitern würde, was mit der Gesetzesbindung der Verwaltung nicht zu vereinbaren wäre.¹⁵⁸

- 34 Diese bank- und versicherungsrechtlichen Regelungen lassen sich auch **nicht über Abs. 2 Satz 1 Nr. 2**¹⁵⁹ bzw. einen **dort verankerten spezifischen börsenrechtlichen Effektivitätsgrundsatz**¹⁶⁰ – der über die allgemeinen Anforderungen an eine effektive Verwaltung hinausginge und verankert wäre – in das Börsenrecht überführen. Bei Nr. 2 geht es um Beeinträchtigungen des Börsenbetriebs, nicht um Beeinträchtigungen der Börsenüberwachung; dies lässt sich nicht gleichsetzen.¹⁶¹ Auch darf der Anspruch an eine effektive Börsenaufsicht nicht dahin gehend missverstanden werden, dass dies als Begründung für eine Absenkung der gesetzlichen Anforderungen für Aufsichtsmaßnahmen herangezogen und so die Eingriffsmöglichkeiten erweitert werden könnten. Auch das wäre mit der Gesetzmäßigkeit der Verwaltung nicht zu vereinbaren. Selbst wenn man den Gedanken einer effektiven Börsenaufsicht im Rahmen der Anteilseignerkontrolle eines ausländischen Beteiligungserwerbers heranziehen wollte, muss jedenfalls für Erwerber aus der EU/dem EWR neben den Grundfreiheiten¹⁶² berücksichtigt werden, dass Art. 79 ff. MiFID II umfangreiche Regelungen zur Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden bei der Kapitalmarktaufsicht, insbesondere auch bzgl. geregelter Märkte, enthalten. Damit wird im Rahmen der EU/dem EWR eine effektive Aufsicht und Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden rechtlich gewährleistet.¹⁶³ Aber auch eine fehlende oder unzureichende Beaufsichtigung eines Anteilserwerbers in dessen Heimatland könnte nicht automatisch zu einem negativen Zuverlässigkeitsurteil führen, es sei denn, diese hätten zu konkreten Verhaltensdefiziten dieses Erwerbers geführt – etwa im Fall eines Börsenträgers beim Betrieb seiner „bisherigen“ Börse(n).¹⁶⁴
- 35 Auch das **Konzept des „Finanzplatzes Deutschland“** erlaubt es der Behörde nicht, einen Untersagungsgrundes wegen Beeinträchtigung einer wirksamen Börsenaufsicht zu schaffen.¹⁶⁵ Zwar wird es in Gesetzestiteln genannt,¹⁶⁶ es findet sich jedoch nicht im Aufsichtsrecht verankert. Auch geht es dabei allgemein um den deutschen Finanzmarkt, während Abs. 2 den einzelnen konkreten Börsenträger betrifft.¹⁶⁷

IV. Untersagung der Stimmrechtsausübung und der Verfügung über Anteile (Absatz 4)

- 36 Die Vorschrift räumt der Börsenaufsichtsbehörde **Eingriffsbefugnisse** bei bereits **bestehenden Beteiligungen** ein. Dem Inhaber einer bedeutenden Beteiligung sowie den von ihm kontrollierten Unternehmen kann die Ausübung der Stimmrechte untersagt werden und es kann ferner angeordnet werden, dass über die Anteile nur mit Zustimmung der Börsenaufsichtsbehörde verfügt werden kann. Damit kann die über die Stimmrechte rechtlich vermittelte Einflussnahme auf den Börsenträger unterbunden und verhindert werden, dass unzuverlässige Anteilseiner bzw. deren (unzuverlässige) Vertreter die Stimmrechtsausübung beeinflussen.¹⁶⁸ Im **Vergleich der beiden Maßnahmen** stellt das Ruhen der Stimmrechte gegenüber der Verfügungsbeschränkung das mildere Mittel dar und muss

¹⁵⁸ Zur Gesetzesbindung der Verwaltung stv. *Sachs* in Stelkens/Bonk/Sachs, VwVfG, 9. Aufl. 2018, § 40 Rn. 12; Schwarz in Fehling/Kastner/Störmer, Verwaltungsrecht, 4. Aufl. 2016, § 35 VwVfG Rn. 9 ff.

¹⁵⁹ So Gurlit/Mülbart, Der Börsenträger im Spannungsfeld von Gemeinwohlaufrag und Privatinteresse, 2012, S. 102; siehe auch *Mues* ZBB 2001, 353 (357), der diese Fallgruppen wohl als in Abs. 2 verankert sieht. Für eine Berücksichtigung dieser Gründe im Rahmen von Abs. 2 Satz 1 Nr. 1 Fall 2 *Burgard* WM 2011, 1973 (1982).

¹⁶⁰ Zu diesem Grundsatz so *Burgard* WM 2011, 1973 (1982); *Seehafer*, Grenzüberschreitende Börsenkonzentrationen im deutschen und britischen Recht, 2009, S. 544 f.

¹⁶¹ *Mayen* FS Kirchner, 2014, S. 525 (544).

¹⁶² Dazu schon → Rn. 32.

¹⁶³ Siehe in diesem Zusammenhang auch *Hammen*, Börsenerlaubnis, Anteilseignerkontrolle und Niederlassungsfreiheit bei der Fusion von Börsenorganisationen, 2013, S. 60 f. Im Hinblick auf Nicht-EU/EWR-Staaten kann darauf abgestellt werden, ob entsprechende Memoranda of Understanding mit den jeweiligen Aufsichtsbehörden vereinbart wurden bzw. ob der Abschluss eines solchen verweigert wurde. Aber auch das für sich genommen würde nicht reichen, um einen Anteilserwerb eines Staatsangehörigen des entsprechenden Staates den Anteilserwerb zu untersagen. Bzgl. Memoranda of Understanding siehe bspw. das Memorandum of Understanding zwischen der BaFin und der US-amerikanischen Securities and Exchange Commission vom 26.4.2007: Memorandum of Understanding Concerning Consultation, Cooperation and the Exchange of Information Related to Market Oversight and the Supervision of Financial Firms, abrufbar unter https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_bilateral/germany_reg-coop.pdf (Stand 20.2.2018). Zu Memoranda of Understanding zB *Cadmus* 33 Fordham Int. L.J. 1800 (2011).

¹⁶⁴ *Christoph* ZBB 2005, 82 (89).

¹⁶⁵ *Hammen*, Börsenerlaubnis, Anteilseignerkontrolle und Niederlassungsfreiheit bei der Fusion von Börsenorganisationen, 2013, S. 73; *Schwark* WM 2000, 2517 (2519); aA *Burgard* WM 2011, 1973 (1979).

¹⁶⁶ Siehe Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (3. Finanzmarktförderungsgesetz vom 24.3.1998, BGBl. I S. 529, 4. Finanzmarktförderungsgesetz vom 21.6.2002, BGBl. I S. 2010).

¹⁶⁷ Mit Blick auf die § 6 Abs. 2 zugrunde liegende Norm Art. 38 Abs. 3 MiFID (nun Art. 46 Abs. 3 MiFID II) *Hammen*, Börsenerlaubnis, Anteilseignerkontrolle und Niederlassungsfreiheit bei der Fusion von Börsenorganisationen, 2013, S. 73.

¹⁶⁸ Zur Parallelnorm im KWG RegE 4. KWG-Novelle, BT-Drs. 12/3377, S. 28; *Schäfer* in Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG CRR-VO, 5. Aufl. 2016, § 2c Rn. 31.