

# **Kapitalmarktrecht**

Groß

7., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage 2020  
ISBN 978-3-406-74299-6  
C.H.BECK

schnell und portofrei erhältlich bei  
[beck-shop.de](http://beck-shop.de)

Die Online-Fachbuchhandlung beck-shop.de steht für Kompetenz aus Tradition. Sie gründet auf über 250 Jahre juristische Fachbuch-Erfahrung durch die Verlage C.H.BECK und Franz Vahlen.

beck-shop.de hält Fachinformationen in allen gängigen Medienformaten bereit: über 12 Millionen Bücher, eBooks, Loseblattwerke, Zeitschriften, DVDs, Online-Datenbanken und Seminare. Besonders geschätzt wird beck-shop.de für sein umfassendes Spezialsortiment im Bereich Recht, Steuern und Wirtschaft mit rund 700.000 lieferbaren Fachbuchtiteln.

durch das **Meistausführungsgebot** konkretisiert wurde. Der festzustellende Börsenpreis war demnach derjenige Preis, zu dem der größtmögliche Umsatz abgewickelt werden konnte, bei dem sich außerdem sämtliche unlimitierten Aufträge sowie alle über dem festzustellenden Börsenpreis limitierten Aufträge bzw. alle unter dem festzustellenden Börsenpreis limitierten Verkaufsaufträge ausführen ließen, Meistausführungsgebot. Man wird davon ausgehen können, dass diese Grundsätze durch die Neuregelung nicht beseitigt werden sollten, sondern der Begriff der wirklichen Marktlage im gleichen Sinne auszulegen ist.<sup>22</sup> Der durch das Gesetz zur Vermeidung von Gefahren und Missbräuchen im Hochfrequenzhandel (Hochfrequenzhandelsgesetz)<sup>23</sup> neu eingefügte Absatz 2a soll sicherstellen, dass eine ordnungsgemäße Preisfeststellung auch bei erheblichen Preisschwankungen in Folge Marktturbulenzen gewährleistet ist. Volatilitätsunterbrechungen, Wechsel des Marktmodells und Limitsysteme von Market-Makern sind damit in den Börsenordnungen vorzusehen.<sup>24</sup>

### 3. Transparenz und Chancengleichheit (Vorhandelstransparenz)

§ 24 Abs. 2 Satz 2 fordert darüber hinaus, dass den Handelsteilnehmern die Angebote zugänglich und die Annahme der Angebote möglich sein muss. Hierdurch soll die Information der Handelsteilnehmer über die vorhandene Angebotslage sichergestellt werden. Darüber hinaus soll den Handelsteilnehmern eine Reaktionsmöglichkeit eingeräumt werden. Dadurch wird gewährleistet, dass die Handelsteilnehmer zu jeder Zeit in den Preisbildungsprozess einbezogen werden und dass die Preisfeststellung nicht am Markt vorbei vollzogen werden kann.<sup>25</sup> Diese Vorhandelstransparenz wird für Aktien und Aktien vertretende Zertifikate in Titel III der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 speziell geregelt, so dass § 24 Abs. 2 Satz 2 insoweit seit dem Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz bzw. in der jetzt geltenden Fassung seit dem 2. FiMaNoG nur von eingeschränkter Bedeutung ist. Detailregelungen für die Vorhandelstransparenz enthalten die – auch in Deutschland unmittelbar geltenden – Bestimmungen in Titel III der Verordnung (EU) Nr. 600/2014.

### 4. Berücksichtigung von Referenzpreisen

Auf Anregung des Bundesrates,<sup>26</sup> gegen den Willen der Bundesregierung<sup>27</sup> und aufgrund des Berichts des Finanzausschusses<sup>28</sup> wurden durch das Vierte

<sup>22</sup> Wie hier *Beck* in Schwark/Zimmer, § 25 Rn. 22; iErg wohl ebenso *Kumpam* in Baumbach/Hopt § 24 BörsG Rn. 11.

<sup>23</sup> BGBl. I 2013, 1162.

<sup>24</sup> RegBegr. Hochfrequenzhandelsgesetz, BT-Drs. 17/11631, 11, 16.

<sup>25</sup> Zu den Auswirkungen, die sich hieraus für spezielle Handelssysteme, zB Xetra-BEST ergeben, vgl. *Beck* in Schwark/Zimmer, § 25 Rn. 17 ff.

<sup>26</sup> Stellungnahme des Bundesrates zum Gesetzentwurf der Bundesregierung für ein Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz), BT-Drs. 14/8017, 146, 151.

<sup>27</sup> Gegenäußerung der Bundesregierung zur Stellungnahme des Bundesrates, BT-Drs. 14/8017, 174, 176f.

<sup>28</sup> Abgedruckt bei *Reuschle*, S. 72f.

## BörsG § 24

### Börsenpreis

Finanzmarktförderungsgesetz in § 24 Abs. 2 die Sätze 4, jetzt Satz 3, und 5, jetzt Absatz 3 Satz 1, neu eingefügt. Danach können bei der Ermittlung des Börsenpreises auch **Preise einer anderen Börse** oder börsenähnlicher Einrichtungen im Inland aber selbst eines organisierten Marktes im Ausland berücksichtigt werden. Hierdurch soll vermieden werden, dass bei Berücksichtigung nur der Marktlage an der einzelnen Börse nicht marktgerechte Preise zustande kommen. Insbesondere bei ausländischen Wertpapieren kann nach der Begründung des Finanzausschusses die Einbeziehung der an der Heimatbörse des Wertpapiers ermittelten Preise unter Umständen sogar zwingend sein.

#### 5. Preis- und Umsatztransparenz (Nachhandelstransparenz)

- 10 Weitere Voraussetzung für eine wirkliche Transparenz ist die unverzügliche Information der Handelsteilnehmer über die Börsenpreise und die ihnen zugrunde liegenden Umsätze. Diese Nachhandelstransparenz, jetzt in § 24 Abs. 3 enthalten, wird durch die umfassenden Regelungen der – auch in Deutschland unmittelbar geltenden – Bestimmungen der Titel II der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 näher konkretisiert. Indem das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz in § 24 Abs. 3 Satz 1 die Möglichkeit eröffnet, Preise und Umsätze nur zu „angemessenen kaufmännischen Bedingungen“ zur Verfügung zu stellen,<sup>29</sup> schafft es eine neue Einkunftsquelle für die Börsen des § 17, nämlich die Vermarktung der Preise und Umsätze gegen Entgelt.<sup>30</sup> Die bis zum 2. FiMaNoG in §§ 30, 31 BörsG aF enthaltenen Regeln zur Vor- und Nachhandelstransparenz für Aktien und Aktien vertretende Zertifikate wurden gestrichen, da Titel II der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 insoweit unmittelbar geltende Regelungen enthält.

## V. Preisfeststellungsverfahren

### 1. Einleitung

- 11 Der erst durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz neu in das Börsengesetz eingefügte § 25 BörsG idF vor dem Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz wurde durch das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz wieder gestrichen mit der Begründung, er sei überholt und die in Anhang II der Verordnung (EG) Nr. 1287/2006 enthaltenen Modelle der börslichen Preisfeststellung seien umfassend.<sup>31</sup> Demnach geht es nicht mehr darum, ob die Preise entweder „im elektronischen Handel oder durch zur Feststellung des Börsenpreises zugelassene Unternehmen (Skontroführer)“, so § 25 BörsG idF vor dem Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, ermittelt werden. Dieses Gegensatzpaar und die Unterscheidung wurden zu Recht aufgegeben, da selbst im Präsenzhandel eine erhebliche elektronische Komponente vorhanden war und

<sup>29</sup> Ebenso jetzt auch Artikel 13 Verordnung (EU) Nr. 600/2014.

<sup>30</sup> So ausdrücklich RegBegr. Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drs. 16/4028, 86.

<sup>31</sup> RegBegr. zum Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drs. 16/4028, 86.

reine Präsenzbörsen in Deutschland nicht mehr existierten.<sup>32</sup> Entscheidend ist demnach jetzt nicht mehr die Unterscheidung zwischen der Preisermittlung durch Skontroführer oder elektronischem Börsenhandel. Vielmehr kommt es jetzt auf die einzelnen Systemtypen oder Handelssysteme und deren Unterschiede an, so wie sie in Tabelle 1 des Anhangs II der Verordnung (EG) Nr. 1287/2006 beschrieben werden. Dabei entscheidet die Börse sowohl darüber, ob die Preise im elektronischen Handel oder durch Skontroführer ermittelt werden sollen, als auch darüber, welche Art der Preisermittlung, konkret, welches der Systemtypen oder Handelssysteme angewendet werden soll.<sup>33</sup>

## 2. Systemtypen oder Handelssysteme

Tabelle 1 des Anhang II der Verordnung (EG) Nr. 1287/2006 beschreibt **12** vier verschiedene Systemtypen oder Handelssysteme: Orderbuch-Handelssystem basierend auf einer fortdauenden Auktion (Orderbuch-Handelssystem); Market-Maker-Handelssystem, Handelssystem basierend auf periodischen Auktionen (Auktionssystem) und Handelssystem, das nicht unter die obigen drei Rubriken fällt (hybrides Handelssystem).

**a) Orderbuch-Handelssystem:** Ein System, das mittels eines Orderbuchs **13** und eines Handelsalgorithmus ohne menschliche Intervention Verkaufsorder mit Kaufordern auf der Grundlage des bestmöglichen Preises kontinuierlich zusammenführt.

**b) Market-Maker-Handelssystem:** Ein System, bei dem die Geschäfte **14** auf der Grundlage verbindlicher Kursofferten abgeschlossen werden, die den Teilnehmern kontinuierlich zur Verfügung gestellt werden, was die Market-Maker dazu anhält, ständig Kursofferten in einer Größenordnung zu halten, die das Erfordernis für Mitglieder und Teilnehmer, in einer kommerziellen Größenordnung zu handeln, mit den Risiken für die Market-Maker selbst in Einklang bringt.

**c) Auktionssystem:** Ein System, das Aufträge auf der Grundlage einer **15** periodischen Auktion und eines Handelsalgorithmus ohne menschliche Intervention zusammenführt.

**d) Hybrides Handelssystem:** Ein hybrides System, das unter zwei oder **16** mehr der drei obigen Rubriken fällt oder bei dem der Preisbildungsprozess anders geartet ist als bei den Systemtypen in den drei obigen Rubriken.

## § 25. Aussetzung und Einstellung des Handels

(1) <sup>1</sup>Die Geschäftsführung kann den Handel von Finanzinstrumenten, Wirtschaftsgütern oder Rechten

**1. aussetzen, wenn ein ordnungsgemäßer Börsenhandel zeitweilig gefährdet oder wenn dies zum Schutz des Publikums geboten erscheint; und**

<sup>32</sup> RegBegr. zum Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drs. 16/4028, 86.

<sup>33</sup> Kumpen in Baumbach/Hopt § 24 BörsG Rn. 3.

## BörsG § 25

### Aussetzung und Einstellung des Handels

2. einstellen, wenn ein ordnungsgemäßer Börsenhandel nicht mehr gewährleistet erscheint.

<sup>2</sup>Die Geschäftsführung ist verpflichtet, Maßnahmen nach Satz 1 zu veröffentlichen. <sup>3</sup>Nähere Bestimmungen über die Veröffentlichung sind in der Börsenordnung zu treffen.

(1a) <sup>1</sup>Betrifft die Aussetzung des Handels nach Absatz 1 Satz 1 Nummer 1 ein Finanzinstrument im Sinne von Anhang I Abschnitt C der Richtlinie 2014/65/EU, so setzt die Geschäftsführung auch den Handel von mit diesem Finanzinstrument verbundenen Derivaten im Sinne von Anhang I Abschnitt C Nummer 4 bis 10 dieser Richtlinie aus, wenn dies zur Verwirklichung der Ziele der Aussetzung des Handels mit dem zugrunde liegenden Finanzinstrument erforderlich ist. <sup>2</sup>Das Gleiche gilt für eine Einstellung des Handels nach Absatz 1 Satz 1 Nummer 2.

(1b) Die Börsenaufsichtsbehörde und die Bundesanstalt sind von einer Aussetzung oder Einstellung des Handels nach Absatz 1 oder 1a unverzüglich in Kenntnis zu setzen.

(2) Widerspruch und Anfechtungsklage gegen die Aussetzung des Handels haben keine aufschiebende Wirkung.

(3) Für Maßnahmen nach Artikel 23 Absatz 1 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 gelten Absatz 1 Satz 2 und Absatz 2 entsprechend.

**beck-shop.de**  
DIE FACHBUCHHANDLUNG

#### Übersicht

	Rn.
I. Einleitung .....	1
II. Aussetzung des Handels .....	3
1. Begriff .....	3
2. Auswirkungen .....	4
3. Voraussetzungen .....	5
4. Entscheidung .....	7
III. Einstellung des Handels .....	8
IV. Rechtsmittel .....	9
1. Aussetzung des Handels .....	9
a) Rechtsnatur .....	9
b) Rechtsmittel .....	10
2. Einstellung des Handels .....	12
VI. Amtshaftung .....	13

#### I. Einleitung

1 § 25 Abs. 1 und 2 entsprechen im Wesentlichen § 38 Abs. 1 und 2 BörsG idF vor dem Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz. Die darin durch das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz vorgenommenen Änderungen dienen der Umsetzung von Artikel 41 der Finanzmarktrichtlinie (Artikel 52 Richtlinie 2014/65/EU). So wurde § 38 Abs. 1 und 2 BörsG idF vor dem Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz dahingehend angepasst, dass es nicht mehr um die Aussetzung oder Einstellung der Notierung, sondern des Han-

## II. Aussetzung des Handels

### § 25 BörsG

dels geht, wodurch dann wieder, da ohne Handel keine Preis ermittelt werden können, die Notierung entfällt. Außerdem erfasst § 25 Abs. 1 sämtliche Finanzinstrumente und nicht nur Wertpapiere. § 25 Abs. 1a setzt Artikel 52 Abs. 2 Unterabsatz 2 Richtlinie 2014/65/EU um. § 25 Abs. 1 Satz 2 aF wurde durch das 2. FiMaNoG in den neuen Absatz 1b verschoben und setzt Artikel 48 Abs. 5 Richtlinie 2014/65/EU um.

Die Regelung zur Aussetzung und Einstellung des Handels – und damit auch der Notierung – aus dem Paragraphen heraus zu nehmen, der auch Widerruf und Rücknahme der Zulassung regelt, § 38 BörsG idF vor dem Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, ist systematisch richtig und zu begrüßen. § 38 BörsG idF vor dem Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz regelte nämlich **zwei streng zu unterscheidende Komplexe**, die **Aussetzung** bzw. **Einstellung der Notierung** als die den Börsenhandel und die Preisermittlung betreffende Tätigkeit der Geschäftsführung einerseits und die „**Beendigung**“<sup>1</sup> der **Zulassung** durch die bis zur Änderung durch das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz hierfür zuständige Zulassungsstelle andererseits. Bereits in dieser damals geltenden unterschiedlichen Zuständigkeit der Geschäftsführung für die Aussetzung/Einstellung der Notierung und der früher zuständigen Zulassungsstelle für die „Beendigung“ der Zulassung kam der Unterschied zwischen den beiden Materien zum Ausdruck.

## II. Aussetzung des Handels

### 1. Begriff

Die in § 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 genannte **Aussetzung** ist die **vorübergehende Beendigung des Börsenhandels und damit der Notierung** in dem betreffenden Wirtschaftsgut oder Recht.<sup>2</sup> Ob daneben auch eine Rücknahme oder ein Widerruf des Handels nach §§ 48, 49 VwVfG zulässig ist,<sup>3</sup> hängt davon ab, ob man die Einführung als Verwaltungsakt ansieht.<sup>4</sup>

### 2. Auswirkungen

Die **Aussetzung als zeitlich befristete Beendigung des Börsenhandels in dem betroffenen Wirtschaftsgut oder Recht**<sup>5</sup> erfasst auch den **elektronischen Börsenhandel**.<sup>6</sup> Ob die Aussetzung auch den Abschluss von Geschäften ohne Vermittlung der Skontroführer, zB im Wege sogenann-

<sup>1</sup> Es wird hier bewusst untechnisch von der Beendigung gesprochen, da § 39 Abs. 1 ganz verschiedene Beendigungsmöglichkeiten nennt, Widerruf und Rücknahme nach dem Verwaltungsverfahrensgesetz, Widerruf wegen fehlender Gewährleistung des ordnungsgemäßen Börsenhandels, Widerruf wegen Verstoßes gegen die Zulassungsfolgepflichten sowie Widerruf auf Antrag des Emittenten.

<sup>2</sup> Begründung des Regierungsentwurfs des Börsenzulassungs-Gesetzes vom 16.12.1986, BT-Drs. 10/4296, 15; *Jaskulla* WM 2002, 1093, 1094.

<sup>3</sup> *Gebhardt* in Schäfer/Hamann, KMG, § 38 BörsG Rn. 2.

<sup>4</sup> → BörsG § 38 Rn. 2.

<sup>5</sup> *Gebhardt* in Schäfer/Hamann, KMG, § 38 BörsG Rn. 2.

<sup>6</sup> *Jaskulla* WM 2002, 1093, 1094.

## BörsG § 25

### Aussetzung und Einstellung des Handels

ter Parkett- oder Direktgeschäfte, verbietet, wird unterschiedlich beurteilt.<sup>7</sup> Ein Handel außerhalb der Börse trotz Kursaussetzung wird dagegen allgemein als zulässig erachtet, selbst wenn daran Börsenmitglieder beteiligt sind.<sup>8</sup> Von der Aussetzung sind die **Streichung** und das **Hinausschieben der Notierung** zu unterscheiden. Wartet der Skontroführer im Einvernehmen mit der aufsichtsführenden Person mit der Notierung eine angemessene Zeit ab, wird die Notierung nur hinausgeschoben. Wenn ein Kurs aufgrund der aktuellen Orderlage nicht festgestellt werden kann, kann der skontroführende Börsenmakler den Kurs streichen.<sup>9</sup>

#### 3. Voraussetzungen

- 5 Die Aussetzung des Handels setzt voraus, dass ein **ordnungsgemäßer Börsenhandel zeitweilig gefährdet** oder dies zum **Schutz des Publikums geboten** erscheint.<sup>10</sup> Eine Gefährdung des ordnungsgemäßen Börsenhandels kann insbesondere dann vorliegen, wenn **ad-hoc-publizitätspflichtige Ereignisse iSd § Artikels 17 MMVO** vorliegen, und diese noch nicht veröffentlicht sind. Ziel der Ad-hoc-Publizität ist gerade, durch die Veröffentlichung zu vermeiden, dass sich infolge mangelhafter oder fehlender Publizität inadäquate Marktpreise bilden und dadurch der Börsenhandel nicht mehr als ordnungsgemäß angesehen werden kann.<sup>11</sup>
- 6 Ein solchermaßen nicht ordnungsgemäßer Börsenhandel führt auch dazu, dass eine **Kursaussetzung zum Schutze des Publikums geboten** ist. Da die Banken bei der kommissionsrechtlichen Ausführung ihrer Kundenaufträge die ihnen von ihren Kontrahenten in Rechnung gestellten Preise ihren Kunden weitergeben, diese Preise aber gerade aufgrund der Informationsdefizite keine ordnungsgemäßen Börsenpreise sind, besteht die Gefahr eines Schadens der Kunden und damit des Publikums.<sup>12</sup>

#### 4. Entscheidung

- 7 Die Entscheidung über die Aussetzung des Handels im regulierten Markt ist eine **Ermessensentscheidung der Börsengeschäftsführung**.<sup>13</sup> Dabei bezieht sich das Ermessen nicht nur auf die Frage, **ob eine Aussetzung erfolgen**, sondern auch, **wie lange diese Aussetzung dauern soll**.<sup>14</sup> Bei der

<sup>7</sup> Nachw. *Jaskulla* WM 2002, 1093, 1094; s. a. *Kümpel/Hammen*, Börsenrecht, S. 243f.; gegen ein allg. Handelsverbot *Kumpan* in Baumbach/Hopt § 25 BörsG Rn. 4.

<sup>8</sup> So wohl auch *Beck* in Schwark/Zimmer, § 25 BörsG Rn. 12.

<sup>9</sup> *Jaskulla* WM 2002, 1093, 1094.

<sup>10</sup> IE dazu *Gebhardt* in Schäfer/Hamann, KMG, § 38 BörsG Rn. 9; *Jaskulla* WM 2002, 1093, 1095 ff.; *Beck* in Schwark/Zimmer, § 25 BörsG Rn. 4ff.

<sup>11</sup> Wie hier, *Beck* in Schwark/Zimmer, § 25 BörsG Rn. 7; *Kümpel/Hammen*, Börsenrecht, S. 245 f.

<sup>12</sup> Eher einschränkend *Beck* in Schwark/Zimmer, § 25 BörsG Rn. 6, der meint, der Verlust beim Publikum verlange keine Handelsaussetzung.

<sup>13</sup> *Beck* in Schwark/Zimmer, § 25 BörsG Rn. 11.

<sup>14</sup> *Kümpel/Hammen*, Börsenrecht, S. 251; *Gebhardt* in Schäfer/Hamann, KMG, § 30 BörsG Rn. 10ff.

Ermessensentscheidung sind verschiedene Kriterien zu berücksichtigen: Zum einen ist dies der **Anstaltszweck der Börse, der im Börsenhandel und nicht in** der Aussetzung des Handels besteht; zum anderen führt die Kursaussetzung nach **Nr. 8** Abs. 2 der **Sonderbedingungen für Wertpapierge- schäfte**<sup>15</sup> zum **Erlöschen sämtlicher Kundenaufträge**. Beides spricht dafür, dass die **Aussetzung nur dann erfolgen sollte**, wenn sie tatsächlich eine angemessene Reaktion auf die bekannt gewordenen neuen Tatsachen darstellt, dh wenn sie verhältnismäßig ist und **nicht durch andere Maßnahmen vermieden werden kann**. Zu einer solchen Maßnahme gehört auch die **frühzeitige Ad-hoc-Publizität**.

Ist das „ob“ der Kursaussetzung entschieden, ist darauf zu achten, dass die **Kursaussetzung nur für kurze Zeit**, möglichst nur für einen Zeitraum von ca. 1–1,5 Stunden<sup>16</sup> erfolgt.

### III. Einstellung des Handels

Die in § 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 genannte **Einstellung des Handels** ist die **8 auf längere Sicht wirkende Beendigung des Börsenhandels und der Notierung** in dem betreffenden Wertpapier.<sup>17</sup> Sie ist Voraussetzung für den Widerruf der Zulassung nach § 39 Abs. 1 und hat erhebliche negative Auswirkungen auf den Emittenten, aber auch auf die Anleger. Deshalb ist sie nur unter strengen Voraussetzungen zulässig, etwa bei Eröffnung eines Insolvenzverfahrens, bei dem ein ordnungsgemäßer Börsenhandel für die Zukunft ausgeschlossen erscheint oder zumindest für einen längeren Zeitraum nicht mehr stattfinden kann. In der Praxis kann aber auch bei einem noch laufenden Insolvenzverfahren ein weiterer Handel durchaus geboten sein, zB bis etwa aufgrund einer entsprechenden Mitteilung des Insolvenzgerichts die Vermögenslosigkeit der betreffenden Gesellschaft definitiv feststeht; das ist auch der Hintergrund für den durch das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz eingefügten § 43. Dies entspricht auch der ständigen Praxis der Geschäftsführung, die nicht bereits bei Eröffnung des Insolvenzverfahrens eine Einstellung des Handels vornimmt, sondern erst bei dessen Abschluss oder bei der o. g. Mitteilung.<sup>18</sup>

## IV. Rechtsmittel

### 1. Aussetzung des Handels

**a) Rechtsnatur.** Zur Kursaussetzung vertrat die wohl überwiegende Auffassung die Ansicht, dies sei ein Verwaltungsakt.<sup>19</sup> Das wird man auch für die

<sup>15</sup> Jüttin in BuB Rn. 7/59.

<sup>16</sup> Ausführlich hierzu Kiimpel/Hammen, Börsenrecht, S. 251 ff.

<sup>17</sup> Gebhardt in Schäfer/Hamann, KMG, § 36 BörsG Rn. 3; § 38 BörsG Rn. 25: endgültige Maßnahme.

<sup>18</sup> Vgl. dazu ausführlich Weber ZGR 2001, 422, 449 ff.; Grub/Streit BB 2004, 1397, 1397 ff.; Gebhardt in Schäfer/Hamann, KMG, § 38 BörsG Rn. 29: In der Praxis finde die Einstellung erst beim Erlöschen des Emittenten infolge eines Insolvenzverfahrens und beim erfolgten Squeeze-out Anwendung.

<sup>19</sup> Für die Kursaussetzung im Terminhandel OLG Frankfurt aM, Urt. v. 18.1.2001 – 1 U 209/99 ZIP 2001, 730, 732; Gebhardt in Schäfer/Hamann, KMG, § 38 BörsG Rn. 5.

## BörsG § 25

### Aussetzung und Einstellung des Handels

Aussetzung des Handels annehmen müssen,<sup>20</sup> da das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz hier materiell nichts verändert hat. Dass Anknüpfungspunkt jetzt nicht mehr die Notierung, sondern der Handel als solcher ist, ändert materiell nichts, da der Handel Voraussetzung für eine Preisermittlung ist.

- 10 **b) Rechtsmittel.** Gemäß § 25 Abs. 2 haben Widerspruch und Anfechtungsklage keine aufschiebende Wirkung. Eine Anfechtungsklage des Emittenten ist damit zwar grundsätzlich möglich, allerdings aufgrund der zeitlichen Gegebenheiten eher ungewöhnlich. Die Natur der Aussetzung liegt in ihrer kurzen Dauer, weshalb sie sich schnell durch Zeitablauf erledigt hat mit der Folge, dass Widerspruch und Anfechtungsklage mangels Rechtsschutzbedürfnis unzulässig sein dürften.<sup>21</sup>
- 11 Die – soweit ersichtlich – einstimmige Auffassung in der Literatur lehnte bei der **Aussetzung der Notierung** nach § 38 Abs. 1 Nr. 1 BörsG idF vor dem Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz zwar die Widerspruchs- und Anfechtungsbefugnis des einzelnen Anlegers ab,<sup>22</sup> gewährte ihm jedoch im Falle einer Verletzung des § 38 Abs. 1 Nr. 1 BörsG idF vor dem Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz Amtshaftungsansprüche.<sup>23</sup> Das war inkonsistent, weil ein Anspruch aus Amtshaftung nach § 839 BGB die Verletzung einer auch den Anspruchsteller schützenden Amtspflicht voraussetzt.<sup>24</sup> Drittschutz und Widerspruchs- bzw. Anfechtungsbefugnis sind, jedenfalls soweit es um den Schutz vor Verwaltungsakten geht, gleich zu beurteilen.<sup>25</sup> Deshalb hätte man grundsätzlich auch von einer Widerspruchs- und Anfechtungsbefugnis des Anlegers gegen die Kursaussetzung ausgehen müssen. Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz hat aber insofern in § 12 Abs. 3 BörsG idF vor dem Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, der insoweit § 15 Abs. 6 BörsG aF, jetzt § 15 Abs. 8, entspricht, ausdrücklich geregelt, dass die Geschäftsführung die ihr nach diesem Gesetz zugewiesenen Aufgaben und Befugnisse „nur im öffentlichen Interesse“ wahrnimmt.<sup>26</sup> Hält man diese Regelung und ihre Konsequenz, den Ausschluss von Amtshaftungsansprüchen nicht unmittelbar Betroffener, für verfassungsrechtlich zulässig, dann dürfte auch ein Amtshaftungsanspruch und damit dann auch konsequenterweise eine Widerspruchs- und Anfechtungsbefugnis des Anlegers bei Aussetzung der Notierung ausscheiden.<sup>27</sup>

<sup>20</sup> Beck in Schwark/Zimmer, § 25 BörsG Rn. 20, der die Verwaltungsaktqualität § 25 Abs. 2 entnimmt.

<sup>21</sup> Jaskulla WM 2002, 1093, 1101; Beck in Schwark/Zimmer, § 25 BörsG Rn. 20.

<sup>22</sup> Schwark, BörsG, 2. Aufl. 1994, § 43 Rn. 11.

<sup>23</sup> Vgl. nur Schwark, BörsG, 2. Aufl. 1994, § 43 Rn. 12.

<sup>24</sup> Darauf weist das OLG Frankfurt aM, Urt. v. 18.1.2001 – 1 U 209/99 ZIP 2001, 730, 732 zu Recht hin.

<sup>25</sup> OLG Frankfurt aM, Urt. v. 18.1.2001 – 1 U 209/99 ZIP 2001, 730, 732.

<sup>26</sup> Vgl. dazu → BörsG § 15 Rn. 13f., dort auch mit weiteren Nachweisen zu den entsprechenden Regelungen für andere Börsenorgane.

<sup>27</sup> OLG Frankfurt aM, Urt. v. 18.1.2001 – 1 U 209/99 ZIP 2001, 730, 731f.; Jaskulla WM 2002, 1093, 1103f.; ebenso Gebhardt in Schäfer/Hamann, KMG, § 38 BörsG Rn. 34f. Beck in Schwark/Zimmer, § 25 BörsG Rn. 21.