

# Börsen- und kapitalmarktrechtliche Abhandlungen

Herausgegeben von Horst Hammen

Band 10

Karsten Fink

## Der Freiverkehr

Die rechtliche Organisation  
des Handelssegments  
Freiverkehr an deutschen Börsen



# Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis.....	17
Einleitung .....	21
Gegenstand und Gang der Untersuchung .....	21
<b>1. Kapitel</b>	
Allgemeine Grundlagen und historische Entwicklung des Freiverkehrs.....	23
I. Wertpapierhandel im Freiverkehr .....	23
1. Was ist Freiverkehr.....	23
2. Wesen des Freiverkehrshandels .....	24
a) Händlerveranlasste Einbeziehung .....	25
b) Emittentenveranlasste Einbeziehung.....	25
3. Historische Entwicklung .....	26
4. Existenzberechtigung des Freiverkehrs in der heutigen Börsenlandschaft – Freiverkehr als Relikt der Vergangenheit?.....	40
5. Gegenwärtige Motive zur Einbeziehung eines Wertpapiers in den Freiverkehr .....	44
II. Der Freiverkehr in Zahlen .....	46
1. Aktienhandel .....	46
2. Andere Kapitalmarktinstrumente .....	47
III. Begrenzte kapitalmarktrechtliche Bedeutung des Freiverkehrs aufgrund mangelnder Visibilität.....	47
<b>2. Kapitel</b>	
Rechtliche Grundlagen des Freiverkehrs.....	51
I. Der Freiverkehr im Kontext der Finanzmarktrichtlinie.....	51
1. Bilaterale Handelssysteme, insbesondere systematische Internalisierer .....	54
2. Geregelte Märkte .....	56

a) Multilaterales System, das die Interessen einer Vielzahl von Personen am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten zusammenbringt .....	58
b) Erfordernis der Zulassung von Finanzinstrumenten.....	58
c) Durch staatliche Stellen genehmigtes, geregeltes und überwachtes multilaterales System – taugliches Abgrenzungskriterium zu MTFs und Freiverkehr? .....	61
aa) Erlaubnisvorbehalt .....	62
bb) Regulierung.....	64
aaa) Regulierter Markt als öffentlich-rechtlich reguliertes Handelssystem .....	64
bbb) MTF als privatrechtlich reguliertes Handelssystem .....	65
ccc) Regulierung im Freiverkehr .....	66
(1) Parallele zu § 78 BörsG 1986 .....	68
(2) Der Freiverkehr im Regierungsentwurf zum Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz (FRUG).....	69
(3) Hintergrund der ursprünglich rein privatrechtlichen Regulierung im Freiverkehr... 72	
(4) Europäische Regulierungsvorgaben – Freiverkehr als „Regulated Market“ im Sinne der geltenden europäischen Richtlinien? .....	74
(a) Organisierter Markt gemäß Umsetzung von Art. 1 Nr. 13 der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie durch das Umsetzungsgesetz 1997 .....	74
(b) Organisierter Markt gemäß Umsetzung von Art. 4 Nr. 14 MiFID .....	77
d) Zusammenfassung und Fazit.....	81
 II. Freiverkehr als MTF sui generis .....	82
1. MTF als organisatorische Grundform eines multilateralen Handelssystems .....	83
2. Regulatorische Übereinstimmungen von Freiverkehr und MTF ..	84
3. Regulatorische und strukturelle Unterschiede zwischen Freiverkehr und MTF.....	86
a) Grundsätzliche Organisation.....	86
b) Einbeziehung von Wertpapieren .....	87

c) Kreditwesengesetzliche Vorgaben.....	87
d) Europäischer Pass .....	90
e) Betreiber der Handelsplattform.....	91
f) Primärnotierungen.....	93
g) Aufsicht.....	94
4. MTFs in der Praxis .....	95
5. Zusammenfassung .....	98
<b>III. Anwendung kapitalmarktrechtlicher Bestimmungen</b>	
im Freiverkehr.....	99
1. Überblick .....	99
2. Publizitätsobliegenheiten nicht börsennotierter Aktiengesellschaften.....	101
3. Insiderrecht und Ad-hoc-Berichterstattung.....	102
4. Mitteilungspflicht nach § 9 WpHG .....	106
<b>3. Kapitel</b>	
Der Tatbestand des § 48 BörsG im Einzelnen .....	107
<b>I. Zulassung eines Freiverkehrs .....</b>	108
1. Kompetenz der Börsengeschäftsführung .....	108
2. Zulassungsvoraussetzungen.....	110
a) Freiverkehrsregelwerke – Handelsordnung und die von der Geschäftsführung gebilligten Geschäftsbedingungen....	111
b) Gewährleistung der ordnungsgemäßen Durchführung des Handels und der Geschäftsabwicklung .....	114
3. Zulassungsvorbehalt im geltenden Börsenrecht und der heutigen Börsenpraxis.....	117
4. Schriftliche Erlaubnis durch die Börsenaufsichtsbehörde (§ 48 III S. 1 BörsG).....	120
5. Rechtswirkungen der Zulassung .....	121
6. Zusammenfassung und Fazit .....	122
<b>II. Marktorganisation im Freiverkehr durch das Börsengesetz und die Börse .....</b>	125
1. Anwendung des Börsengesetzes im Freiverkehr .....	125
2. Kompetenzen der Börsenorgane im Bereich des Freiverkehrs .....	127

a) Börsengeschäftsführung (§ 15 BörsG).....	128
aa) Kompetenzen in Bezug auf den Freiverkehrshandel.....	128
bb) Regelmäßige Überprüfung der Freiverkehrs-Geschäftsbedingungen.....	128
cc) Kompetenzzuweisung in den Teilbereichen.....	130
b) Handelsüberwachungsstelle (§ 7 BörsG) .....	131
c) Sanktionsausschuss (§ 22 BörsG).....	132
d) Börsenrat (§ 12 BörsG) .....	136
3. Handelsordnung für den Freiverkehr.....	137
a) Rechtsform der Handelsordnung .....	138
b) Schranken des Satzungsrechts.....	138
 III. Marktorganisation durch den Börsenträger .....	140
1. Ausschließliche Kompetenz .....	140
2. Organisationsaufgaben im Bereich des Freiverkehrs.....	142
a) Bereitstellung der Handelsinfrastruktur .....	142
b) Gestaltung des Freiverkehrs durch die Geschäftsb	
Geschäftsbedingungen.....	143
 IV. Die Geschäftsb	
1. Inhalt .....	144
2. Rechtsnatur .....	145
3. Rechtsnatur des Freiverkehrsregelwerks de lege ferenda? .....	147
4. Rechtsform.....	151
a) Freiverkehrsgeschäftsbedingungen als private Rechtsnormen .....	153
b) Freiverkehrsgeschäftsbedingungen als Allgemeine Geschäftsb	
Geschäftsbedingungen im Sinne der §§ 305 ff. BGB .....	157
aa) Inter-partes Wirkung von Allgemeinen Geschäftsb	
Geschäftsbedingungen.....	157
bb) Einbeziehungswille des Trägers .....	158
cc) Verflechtung mit der Börsenordnung .....	160
c) Ergebnis .....	160
5. Die einseitige Änderung eines in Allgemeine Geschäftsb	
Geschäftsbedingungen gekleideten marktorganisierenden Regelwerks.....	161
a) Einleitung .....	161
b) Praktische Relevanz .....	161

c) Untauglichkeit von Änderungsverträgen.....	163
d) Varianten einer einseitigen Vertragsänderung.....	165
aa) Überblick .....	165
aaa) Änderungsvorbehalt.....	166
bbb) Genehmigungsfiktion .....	166
ccc) Änderungsvorbehalt unter Vorbehalt der Billigung durch die Börsenaufsichtsbehörde.....	167
bb) Vereinbarkeit eines Änderungsvorbehalts mit den Grundsätzen des AGB-Rechts (Vorbehaltskontrolle) ...	168
aaa) Inhaltskontrolle nach § 307 BGB.....	168
(1) Unangemessene Benachteiligung des Vertragspartners bei Verletzung des Transparenzgebots .....	172
(2) Maximal denkbare Konkretisierung eines börsenrechtlichen Änderungsvorbehalts .....	175
(3) Niedrigere Transparenzstufe aufgrund der besonderen Gegebenheiten des Handelsverkehrs.....	178
(4) Ausnahmen von der Klauseltransparenz.....	179
(5) Überwiegendes Interesse des Verwenders börsenrechtlicher Allgemeinen Geschäftsbedingungen trotz mangelnder Klauseltransparenz.....	180
(a) Allgemeine Interessen der an einem Wertpapierhandelssystem partizipierenden Personenkreise.....	182
(b) Gefahr des Missbrauchs eines einseitigen Änderungsrechts unter besonderer Berücksichtigung börsenrechtlicher Strukturen .....	185
(6) Zusammenfassung und Ergebnis .....	187
bbb) Billigkeitskontrolle nach § 315 BGB (Ausübungskontrolle) .....	189
cc) Änderung der Geschäftsbedingungen auf Grundlage einer formularmäßigen Genehmigungsfiktion.....	191
aaa) Anforderungen an die Inhaltskontrolle .....	191
bbb) Kündigungsrecht als Folge eines Widerspruchs .....	193

dd) Vorschlag für eine Klausel für nachträgliche Änderungen der Geschäftsbedingungen für den Freiverkehr.....	195
V. Rechtsbeziehungen im Freiverkehr .....	198
1. Vertragsverhältnis zwischen Freiverkehrsträger und Handelsteilnehmer betreffend die Handelszulassung im Freiverkehr.....	198
2. Vertragsverhältnis zwischen Freiverkehrsträger und Handelsteilnehmer betreffend Teilnahme am Handel im Freiverkehr.....	199
3. Vertragsverhältnis zwischen Freiverkehrsträger und Handelsteilnehmer betreffend die Einbeziehung eines Wertpapiers.....	200
4. Vertragsverhältnisse zwischen Freiverkehrsträger und Emittent .....	202
5. Besondere Vertragsverhältnisse zwischen Freiverkehrsträger und bestimmten einzelnen Handelsteilnehmern .....	203
a) Skontroführer.....	203
b) Designated Sponsor.....	204
c) Spezialist .....	205
d) Deutsche-Börse-Listing-Partner .....	207
e) Zusammenfassung .....	207
6. Vertragsverhältnis zwischen Handelsteilnehmer und Emittent .....	207
4. Kapitel	
Einbeziehung von Wertpapieren in den Freiverkehr .....	209
I. Einbeziehung von Aktien .....	209
1. Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörs.....	210
a) Allgemeine Einbeziehungsvoraussetzungen im Open Market.....	211
b) Einbeziehungsvoraussetzungen im First Quotation Board der FWB.....	212
c) Prospektpflicht im Freiverkehr.....	214
d) Rechtsfolgen der Einbeziehung .....	218
2. Der Freiverkehr an der Börse München.....	219

3. Der Freiverkehr an der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse .....	220
4. Einbeziehung in Teilbereiche des Freiverkehrs .....	221
a) Differenzierte Anforderungen an Emittenten durch Schaffung von Teilbereichen .....	221
b) Ausgewählte Teilbereiche an deutschen Börsen.....	223
aa) Entry Standard an der Frankfurter Wertpapierbörse....	223
bb) Der M:access an der Börse München .....	225
cc) Freiverkehr Plus an der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse .....	226
c) Einbeziehungsvoraussetzungen .....	227
aa) Entry Standard .....	227
bb) M:access.....	229
cc) Freiverkehr Plus.....	229
d) Einbeziehungsfolgepflichten.....	230
aa) Entry Standard .....	230
bb) M:access.....	231
cc) Freiverkehr Plus.....	232
5. Zusammenfassung .....	232
6. Anhang: Neugliederung des Open Market an der FWB zum 01.07.2012 .....	235
a) Quotation Board.....	235
b) Entry Standard .....	236
 II. Einbeziehung von Strukturierten Produkten .....	238
1. Organisationsstruktur der EUWAX.....	241
a) Listingvoraussetzungen .....	242
b) Handelsablauf und Liquiditätsmaßnahmen .....	243
c) Folgepflichten.....	245
2. Organisationsstruktur von Scoach.....	245
a) Listingvoraussetzungen .....	248
b) Handelsablauf .....	248
 5. Kapitel	
Ausgewählte rechtliche Probleme im Bereich der Einbeziehung von Wertpapieren in den Freiverkehr.....	251
I. Anspruch auf Einbeziehung.....	251
1. Kontrahierungzwang bei Verstoß gegen das AGG.....	253

2. Kontrahierungszwang bei Monopolmissbrauch (§ 826 BGB) ...	253
3. Kontrahierungszwang bei Diskriminierung nach § 20 I GWB ..	254
a) Anspruchsberechtigte .....	256
b) Der Freiverkehrsveranstalter als marktbeherrschendes Unternehmen (§ 19 II GWB) .....	257
c) Folgenbeseitigung und zu Kontrahierungszwang .....	262
 II. Widerspruch gegen die Einbeziehung —_Anspruch des Emittenten auf Unterlassung der Einbeziehung seiner Wertpapiere durch einen Handelsteilnehmer .....	263
1. Ausgangslage .....	263
2. Unterlassungsanspruch aus § 1004 I BGB .....	267
a) Verletzung des Rechts am eingerichteten und ausgeübten Gewerbebetrieb .....	268
b) Verletzung des allgemeinen Persönlichkeitsrechts .....	269
c) Analoge Anwendung von § 1004 I BGB.....	271
 III. Wechsel des Marktsegments	
Delisting/Downgrade.....	273
a) Downgrade in Teilbereich eines Freiverkehrs .....	274
b) Partielle Abkehr von „Macrotron“? .....	279
aa) Geringere Verkehrsfähigkeit von Aktien im Freiverkehr? .....	280
bb) Zusammenfassung .....	283
c) Beendigung der Einbeziehung in den Freiverkehr .....	284
 6. Kapitel .....	287
Zusammenfassung in Thesen .....	287
 Anhang	
Fassungen des Freiverkehrstatbestandes von 1896 bis heute .....	291
Literaturverzeichnis.....	295