

Karsten Fink

Der Freiverkehr

Die rechtliche Organisation
des Handelssegments
Freiverkehr an deutschen Börsen



Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis.....	17
Einleitung	21
Gegenstand und Gang der Untersuchung	21
1. Kapitel	
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
2. Kapitel	
Rechtliche Grundlagen des Freiverkehrs.....	51
I. Der Freiverkehr im Kontext der Finanzmarktrichtlinie.....	51
1. Bilaterale Handelssysteme, insbesondere systematische Internalisierer	54
2. Geregelter 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
 III. Anwendung kapitalmarktrechtlicher Bestimmungen	
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
 3. Kapitel	
Der Tatbestand des § 48 BörsG im Einzelnen	107
 I. Zulassung eines Freiverkehrs	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
 II. Marktorganisation im Freiverkehr durch das Börsengesetz und die Börse	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 Geschäftsbedingungen.....	143
IV. Die Geschäftsbedingungen des Freiverkehrs	143
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 Geschäftsbedingungen im Sinne der §§ 305 ff. BGB.....	157
aa) Inter-partes Wirkung von Allgemeinen Geschäftsbedingungen.....	157
bb) Einbeziehungswille des Trägers	158
cc) Verflechtung mit der Börsenordnung	160
c) Ergebnis	160
5. Die einseitige Änderung eines in Allgemeine 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 (Vorbehaltsskontrolle) ...	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 Wertpapierbörse	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. Kontrahierungszwang 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