

Börsenrecht

– Eine systematische Darstellung –

Von
Prof. Dr. Siegfried Kümpel
Universität Gießen
und
Prof. Dr. Horst Hammen
Universität Gießen

2., neu bearbeitete und erweiterte Auflage

ERICH SCHMIDT VERLAG

Bibliografische Information der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

1. Auflage 1996

2. Auflage 2003

ISBN 3 503 07448 1

Alle Rechte vorbehalten

© Erich Schmidt Verlag GmbH & Co., Berlin 2003

www.ESV.info

Dieses Papier erfüllt die Frankfurter Forderungen der Deutschen Bibliothek und der Gesellschaft für das Buch bezüglich der Alterungsbeständigkeit und entspricht sowohl den strengen Bestimmungen der US Norm Ansi/Niso Z 39.48-1992 als auch der ISO Norm 9706.

Satz: Peter Wust, Berlin

Druck: Bitter, Recklinghausen

Vorwort

Nach der Novellierung des Börsengesetzes durch das 2. Finanzmarktförderungsgesetz erschien die Zeit reif für eine nunmehr in zweiter Auflage vorliegende, systematische Kurzdarstellung des Börsenrechts. Im Mittelpunkt steht dabei das Börsengesetz, das in der Vergangenheit als eine der gedankenärmsten Kodifikationen der Gesetzgebungsperiode um die Jahrhundertwende mit ihrem In-Kraft-Treten des BGB und HGB eingestuft worden ist. Mittlerweile ist das Börsengesetz zur Stärkung des Finanzplatzes Deutschland und im Zuge der europäischen Rechtsvereinheitlichung fortgeschrieben und hierbei um eine Vielzahl kapitalmarktrechtlicher Regelungen angereichert worden.

Das Börsengesetz präsentiert sich heute als eine tragende Säule des Kapitalmarktrechts. Wenn als Kernstück des Kapitalmarktrechts gleichwohl das neugeschaffene Wertpapierhandelsgesetz bezeichnet wird, so dürfte sich dies mit dem spezifischen Regelungsansatz dieses Gesetzes erklären: Sicherung der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte als vorrangigem Schutzgut des Kapitalmarktrechts durch Schutz und Stärkung des Vertrauens der Anleger in die Integrität und Fairness der Märkte. Diesen Anlegerschutz hat aber auch das Börsengesetz im Auge. Sein Schwerpunkt liegt freilich in der Schaffung eines angemessenen Organisationsrahmens für den börsenmäßig organisierten Wertpapierhandel, an dem auch die Anleger als indirekte Marktteilnehmer ein starkes Interesse haben müssen.

Das 4. Finanzmarktförderungsgesetz, das am 1. Juli 2002 in Kraft getreten ist, hat das Börsengesetz an vielen Stellen weitreichend verändert. Die Betriebspflicht des Börsenträgers wird erstmalig in Grundzügen gesetzlich geregelt. Eingeführt wurde eine Kontrolle von Inhabern bedeutender Beteiligungen an dem Träger einer Börse. Die Zulassung der Emittenten zum Handel an der Börse und die Art der Preisermittlung wurden entkoppelt, wodurch zugleich die amtliche Notierung und mit ihr das Amt des Kursmaklers entfallen sind. Den Börsen wurde erlaubt, Teilbereiche erhöhter Qualität in ihren öffentlichrechtlichen Marktsegmenten einzurichten. Neu geschaffen wurden Bestimmungen über die Anzeige und Überwachung elektronischer Handelssysteme und börsenähnlicher Einrichtungen.

gen. Schließlich wurde das Recht der Börsentermingeschäfte wesentlich verändert und in das Wertpapierhandelsgesetz überführt. Dieses und einige wichtige Änderungen des Börsengesetzes durch das 3. Finanzmarktförderungsgesetz, z. B. die Einführung einer Regelung über das Delisting auf Antrag des Emittenten, erforderten eine umfassende Überarbeitung der 1. Auflage des vorliegenden Werks.

Als zweiter Autor ist Horst Hammen hinzugetreten. Der erste bis dritte Teil des Werkes liegt in der Verantwortung von Siegfried Kümpel. Für den vierten und fünften Teil ist Horst Hammen verantwortlich.

Das vorliegende Buch ist ein Sonderabdruck aus dem Loseblatt-Werk von Kümpel/Hammen/Ekkenga, Kapitalmarktrecht, Kennziff. 060.

Gießen, im Mai 2003

Siegfried Kümpel
Horst Hammen

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	5
1. TEIL	
Allgemeine Grundlagen (<i>Prof. Dr. Siegfried Kümpel</i>)	17
I. Bedürfnis nach Legaldefinition der Börse	18
1. Unvereinbarkeit des historischen Börsenbegriffs mit der Elektronisierung des Börsenhandels	20
a) Standort des Zentralrechners ungeeignetes Anknüpfungskriterium	20
b) „Örtlicher“ Anknüpfungspunkt für anwendbares Recht und Börsenaufsicht	21
aa) Maßgeblichkeit des Prinzips der Regionalbörse	21
bb) Dienstsitz der Börsenorgane im Zuständigkeitsbereich der Aufsichtsbehörde	24
2. Zentralisierung von Angebot und Nachfrage als untaugliches Abgrenzungsmerkmal gegenüber außerbörslichen Handelssystemen	26
3. Börsenspezifische Preisqualität als neues Abgrenzungsmerkmal	28
a) Qualität der Preisermittlung als konstitutives Begriffsmerkmal	29
b) Neutralität des Börsenpreises als Abgrenzungsmerkmal gegenüber außerbörslichen Handelssystemen	32
c) Transparenz als begriffsausfüllendes Merkmal	35
4. Neue Begriffsdefinition	36
a) Einklang mit europäischer Gesetzgebung	37
b) Flexibilisierung der Genehmigungspraxis	37
II. Viertes Finanzmarktförderungsgesetz ohne Definition des Börsenbegriffs	38

1. „Börsenähnliche Einrichtung“ als eigenständiger Rechtsbegriff	38
a) Abgrenzung zu den bilateralen Handelssystemen	39
b) Ermöglichung von Geschäftsabschlüssen als gemeinsames Merkmal mit dem Börsenbegriff	41
c) Ausdrücklicher Verzicht des Gesetzgebers auf Legaldefinition	42
2. Fortbestehendes Bedürfnis nach Legaldefinition	45
2. TEIL	
Berücksichtigung von Referenzpreisen zwecks marktgerechter Börsenpreise (Prof. Dr. Siegfried Kümpel)	47
I. Zunehmende Fragmentierung der Kapitalmärkte	48
1. Systematisierung außerbörslicher elektronischer Handelssysteme	49
2. Notwendigkeit von „Preisimporten“	52
II. Zulässigkeit von „Preisimporten“ nach dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz	53
1. Gesetzgebungsverfahren	54
a) Petitum des Bundesrates	55
b) Empfehlung der „Preisimporte“ durch Bundesrat und Bundestags-Finanzausschuss	56
2. Auslegungsbedürftiger Gesetzeswortlaut	56
III. Preisimporte aus (bilateralen) elektronischen Handelssystemen des Inlandes	59
1. Freiverkehr an den Wertpapierbörsen als geeigneter Referenzmarkt	59
2. Preisimporte aus Alternativen Handelssystemen (ATS)	62
a) Abgrenzung der multilateralen börsenähnlichen Einrichtungen (§ 59 BörsG) von den bilateralen Handelssystemen	63
b) Bilaterale Systeme als dominierende außerbörsliche Handelsart	67
aa) Internalisierungs-Systeme	68

bb) Xetra-Best-System der Frankfurter Wertpapierbörse	68
c) Überwachung inländischer bilateraler Handelssysteme durch Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ...	71
aa) Geschäftsabschlüsse der Systembetreiber als „Eigenhandel für andere“	72
bb) Abgrenzung vom traditionellen Interbankenhandel ..	72
d) Mindestanforderungen an die Preisermittlung	75
e) Tauglichkeit als Referenzmarkt durch angemessene Regulierung	75
aa) Publikumsoffene ATS	77
(1) ATS mit kommissionsrechtlichen Ausführungsgeschäften	78
(2) ATS für Deckungsgeschäfte anlässlich kommissionsrechtlicher Selbsteintritte	80
bb) Publikumsverschlossene ATS	81
IV. Organisierte Märkte im Ausland	82
1. Ausländische Börsen	83
2. Außerbörsliche Märkte und elektronische Handelssysteme	83
a) Erfordernis eines „organisierten“ Marktes	84
b) Mindestanforderungen für die Zulässigkeit von Preisimporten	86
V. Regelungen der Preisimporte in der Börsenordnung	86

3. TEIL:

Rechtliche Grundstrukturen des Börsenwesens

<i>(Prof. Dr. Siegfried Kümpel)</i>	89
---	----

I. Trägerschaft für Börse und Marktveranstaltung als duales System

1. Gesetzliche Aufteilung der Aufgaben aus der Betriebspflicht auf Börsenträger und Börse	89
a) Börsenträger als Beauftragter des Sitzlandes der Börse ...	90
b) Marktveranstaltende Börse und ihre Organe als gesetzlich bestellte Substitute des Börsenträgers	91

aa) Organisationshoheit der Börse	92
bb) Vorliegen der Substitutionsmerkmale	94
cc) ATS und Freiverkehr ohne duales System	96
2. Parallele zum aktienrechtlichen Betriebsführungsvertrag (§ 292 Abs. 1 Nr. 3 AktG)	96
a) Börsenträger als „Besitz“gesellschaft	98
b) Marktveranstaltende Börse als „Geschäftsbesorger“	98
c) Handeln der Börse „für Rechnung“ des Börsenträgers ...	100
3. Public-Private-Partnership zwischen Börse und ihrem Träger	101
a) Adäquate Rechtsform für die Börse als faktischen Marktveranstalter	102
b) Gesteigertes öffentliches Interesse an funktionsfähigen Börsen	104
c) Funktionsfähiger Börsenhandel als staatliche Aufgabe ...	105
d) Öffentliche Organisationsstruktur kein Hindernis für grenzüberschreitende Kooperationen	107
II. Rechtsstellung des Börsenträgers	108
1. Börsenträger als beliehenes Unternehmen	108
a) Betriebspflicht des Börsenträgers als schlichte Hoheitsverwaltung	109
b) Öffentlichrechtliches Auftragsverhältnis zum genehmigenden Bundesland	111
c) Grenzen der Betriebspflicht des Börsenträgers	114
aa) Konkretisierung der Betriebspflicht bei Genehmigungserteilung	114
bb) Unzulässigkeit eines Genehmigungsverzichts	116
d) Verstärkte Einflussnahme auf das Finanzgebaren der marktveranstaltenden Börse	117
aa) Mitgliedschaft im Börsenrat	117
bb) Mitwirkung bei Erlass der Gebührenordnung	118
e) Anteilseignerkontrolle bei Börsenträger	118
aa) Anzeigepflicht	119
bb) Einwände gegen Anteilseignerkontrolle	120

2. Verhältnis zur marktveranstaltenden Börse	121
a) Keine Einflussmöglichkeiten auf innere Börsenangelegenheiten	122
b) Wirtschaftliches Management der Börse durch Börsenträger	123
III. Marktveranstaltende Börse als Anstalt des öffentlichrechtlichen Rechts	125
1. Marktveranstaltung als mittelbare Staatsverwaltung	127
a) Selbstverwaltungsrecht der Börse	128
b) Verleihung autonomer Rechtssetzungsbefugnis	128
2. Teilrechtsfähigkeit der Börse	129
a) Praktikabilität der Teilrechtsfähigkeit	131
aa) Beteiligungsfähigkeit im Verwaltungsverfahren	132
bb) Parteifähigkeit in Verwaltungsgerichtsverfahren	132
b) Fehlendes Bedürfnis nach Vollrechtsfähigkeit	133
3. Haftungsrechtliche Aspekte	133
a) Wegfall der Staathaftung durch Viertes Finanzmarktförderungsgesetz	135
b) Haftungsrechtliche Gleichstellung der Börsenorgane mit staatlicher Aufsichtsbehörde	137
c) Haftung des Börsenträgers	139
4. Börsenorgane	140
a) Börsengeschäftsführung	140
aa) Geschäftsführung mit Behördenstatus	141
bb) Umfassender Zuständigkeitskatalog	142
cc) Sicherstellung eines ordnungsgemäßen Börsenhandels	142
b) Börsenrat	143
c) Zulassungsstelle	145
d) Handelsüberwachungsstelle	146
e) Sanktionsausschuss	148

IV. Vorzüge der öffentlichrechtlichen Rechtsform der marktveranstaltenden Börse	148
1. Autonome Gesetzgebungsbefugnis der Börsen im Rahmen der Börsenselbstverwaltung	151
2. Größtmögliche Flexibilität der Börsengesetzgebung	152
3. Einseitige regulatorische Gestaltungsbefugnisse der Börse	154
V. Bedenken gegen eine privatrechtliche Organisation der Börse	155
1. Das Börsenregelwerk	156
a) Problematik einseitiger Gestaltungsbefugnis bei privatrechtlicher Organisationsstruktur	157
aa) Grundsätzliche Bedenken gegen die Zulässigkeit eines Leistungsbestimmungsrechts (§ 315 BGB)	160
bb) Verstoß gegen das Transparenzgebot bei AGB-Klauseln	162
cc) Fehlende Praktikabilität einer einvernehmlichen Änderung	163
b) Integration des Regelwerkes in die Satzung der als Aktiengesellschaft organisierten Börse?	166
c) Einräumung einer privatrechtlichen Rechtsetzungsbefugnis?	167
d) Rechtsetzungsbefugnis im Wege der öffentlichrechtlichen Beleihung?	169
e) Erlass des Regelwerkes durch Rechtsverordnung?	170
f) Zwischenergebnis	171
2. Börsenorgane	171
a) Börsenrat	171
b) Börsengeschäftsführung	173
c) Zulassungsstelle	173
d) Handelsüberwachungsstelle	174
3. Ergebnis	175

4. TEIL:

Das Benutzungsverhältnis der Börse zu den

Handelsteilnehmern und Emittenten (*Prof. Dr. Horst Hammen*) 177

I. Das Leistungsverhältnis zwischen der Börse und ihren Benutzern 179

II. Benutzungsverhältnis der Börse mit den Handelsteilnehmern 182

1. Öffentlichrechtliches Leistungsverhältnis 183

a) Hoheitliche Eingriffsbefugnisse der Börsenorgane gegenüber dem einzelnen Handelsteilnehmer 185

b) Börsengebühren als öffentlichrechtliches Entgelt 187

aa) Äquivalenzprinzip als Gebührenmaßstab 188

bb) Zusätzliche privatrechtliche Nutzungsentgelte 190

2. Beendigung des Benutzungsverhältnisses mit den Handelsteilnehmern 192

a) Rücknahme, Widerruf und Ruhen der Zulassung 192

b) Erlöschen der Zulassung durch Verzicht des zugelassenen Unternehmens 193

III. Benutzungsverhältnis zwischen Börse und Emittenten 194

1. Anspruch auf Einführung in den Börsenhandel 196

2. Öffentlichrechtliche Ausgestaltung des Leistungsverhältnisses 196

3. Beendigung des Benutzungsverhältnisses 198

a) Erlöschen der Zulassung kraft Gesetzes 198

b) Rücknahme und Widerruf der Zulassung 199

c) Beendigung des Benutzungsverhältnisses auf Initiative des Emittenten 200

aa) Entgegenstehendes öffentliches Interesse wegen Beeinträchtigung schutzwürdiger Anlegerinteressen . 204

bb) Going Private 206

cc) Konzentration der Börsenzulassung auf eine inländische Wertpapierbörse 207

dd) Vollständiger Rückzug ausländischer Emittenten von deutschen Wertpapierbörsen 209

5. TEIL:

Marktorganisation (<i>Prof. Dr. Horst Hammen</i>)	215
I. Kassahandel	215
1. Meistausführungsprinzip beim Einheitskursverfahren	216
2. Kassahandel mit fortlaufender (variabler) Notierung	217
a) Kassageschäft als einheitlicher Geschäftstyp	219
b) Zwangsregulierung der Börsengeschäfte	219
3. Abgrenzung vom Handel in Geldmarktpapieren	220
II. Marktsegmente des Kassahandels	221
1. Vorbemerkung	222
2. Amtlicher Markt (§§ 30 ff. BörsG)	223
3. Geregelter Markt (§§ 49 ff. BörsG)	225
a) Öffentlichrechtlich organisiertes Marktsegment mit verminderten Zulassungsbedingungen	225
b) Erleichterter Zugang für Emittenten	226
c) Rechtliche Integrierung in die Börse	227
4. Teilbereiche	228
5. Freiverkehr an der Wertpapierbörse (§ 57 BörsG)	232
a) Privatrechtlich organisierter Handel	232
b) Handelsrichtlinien für den Freiverkehr	234
III. Ermittlung der Börsenpreise (Notierung)	235
1. Erfordernis eines ordnungsgemäßen Zustandekommens der Notierungen	236
2. Pflicht der Skontroführer zur Neutralität	238
3. Freiverkehrspreise als Börsenpreise	241
IV. Kursaussetzung (§ 38 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 BörsG)	241
1. Reichweite des Tatbestands in § 38 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 BörsG	243
2. Vorübergehende Unterbrechung des Börsenhandels	243
3. Voraussetzung der Kursaussetzung	245
a) Gefährdung der Ordnungsmäßigkeit des Börsenhandels	245
b) Schutz des Anlegerpublikums	246
4. Ermessensentscheidung der Börsengeschäftsführung	246

a) Keine Kursaussetzung bei nicht-kursrelevanten Tatsachen	249
b) Absehen von der Kursaussetzung bei frühzeitiger Ad-hoc-Publizität	250
5. Dauer der Kursaussetzung	251
a) Rücksichtnahme auf institutionelle Großanleger	252
b) Abhängigkeit der Derivate von der Kursfestsetzung	253
c) Berücksichtigung der Aussetzungspraxis ausländischer Börsen	254
d) Erfordernis einer ausreichenden Bearbeitungsfrist für das Effektengeschäft	254
e) Vermeidung von Kassakursen am selben Börsentag	254
V. Finanzterminhandel (Börsenterminhandel)	255
1. Abgrenzung des Kassageschäfts vom Finanztermingeschäft	255
2. Überblick über die Regulierung der Finanztermingeschäfte ..	257
a) Funktionsweise der Finanztermingeschäfte	257
b) Entwicklung der Gesetzgebung	259
3. Terminmärkte	261
a) OTC-Termingeschäfte	261
b) Derivate als Handelsobjekte der Wertpapierbörsen	262
c) Eurex Deutschland	263
d) Vollelektronische Börse	263
e) Unterscheidung zwischen Börsen- und Clearingmitgliedern	264
4. Verknüpfung der Kassamärkte mit den Terminmärkten	265
 Literaturverzeichnis	 267
 Stichwortverzeichnis	 283