

Tobias Fehr

**Recht des  
außerbörslichen Aktienhandels  
vor dem Hintergrund des Rechts  
des börslichen Aktienhandels**

Das Kapitalmarktszenario  
für kapitalmarktaktive Aktiengesellschaften,  
deren Unternehmensführungen und aktuelle  
und potentielle Aktionäre  
und für Wertpapierdienstleister



**PETER LANG**

Europäischer Verlag der Wissenschaften

# Inhaltsverzeichnis

<b>Abkürzungsverzeichnis .....</b>	<b>XIX</b>
<b>A. Einführung .....</b>	<b>1</b>
<b>B. Überblick über die Regelungsregime des börslichen und des außerbörslichen Aktienhandels.....</b>	<b>10</b>
<b>C. Einordnung des börslichen und außerbörslichen Aktienhandels und deren jeweiliger Regelungsregime in das (finanz-)wirtschaft- liche Gesamtgeschehen.....</b>	<b>19</b>
I. Aktien .....	19
II. Aktiengeschäfte auf börslichen und außerbörslichen Aktienmärkten.....	20
III. Aktiengeschäfte auf Primär- und Sekundärmärkten.....	20
IV. Aktiengeschäfte auf Kassa- und Terminmärkten.....	24
V. Aktiengesellschaft (Emittentin) - Aktionäre - Unternehmensführung.....	25
VI. Anlegergruppen - Aktionärstransparenz.....	37
VII. Aktienfonds als Alternative zur Aktiendirektanlage .....	41
VIII. Unmittelbare Hauptakteure beim Aktienhandel in Deutschland - Intermediation durch finanzgewerbliche Dienstleister .....	42
IX. Gründe für Aktienhandel an und außerhalb der Börse(n) - kein Börsenzwang - Reichweite des gesetzlichen Börsenvorrangs.....	47
1. Börsennotierte und nicht-börsennotierte Aktien .....	48
2. Wirtschaftswissenschaftliche Charakterisierung eines Sekundärmarktes mit Börsenfunktion - Gründe für börsliche Durchführung von Aktiengeschäften .....	50

3. Gründe für außerbörsliche Durchführung von Aktiengeschäften - Börsenvorrang, aber kein Börsenzwang.....	55
<b>D. Präzisierung des Untersuchungsgegenstands (in allgemeiner Form) .....</b>	<b>64</b>
<b>E. Zentrale Regelungsziele bezüglich des Aktienhandels.....</b>	<b>65</b>
<b>F. Allgemeine jüngere Kapitalmarktentwicklung und langfristige Trends .....</b>	<b>74</b>
I. Elektronisierung.....	74
II. Langfristig gestiegenes Aktienhandelsaufkommen - zwischenzeitlich Kapitalmarktboom und Aktienbaisse .....	78
III. Verhältnis von tatsächlichen Kapitalmarktentwicklungen und Recht.....	87
IV. Nationale Kapitalmärkte - Tendenzen zur Internationalisierung - Regulierungswettbewerb - europäische Rechtsangleichung .....	90
<b>G. Entwicklung des börslichen Aktienhandels .....</b>	<b>111</b>
I. Einführung (voll-)elektronischen Börsenhandels zusätzlich zum börslichen Präsenzhandel (Parketthandel).....	111
1. Präsenzhandel .....	111
a) Präsenzhandel in klassischer Form.....	111
b) Präsenzhandel in elektronisch unterstützter Form.....	111
2. (Voll-)Elektronischer Handel .....	112
II. „Börse“ im materiellen bzw. im formellen Sinn - geänderter materieller Börsenbegriff .....	119
1. Genehmigungsbedürftigkeit von Börsen - Börsenaufsicht .....	119

2. Keine Legaldefinition der „Börse“ - in Schrifttum und Verwaltungspraxis heute herrschender Börsenbegriff .....	121
3. Börsenorgane .....	129
4. Börsenträger - rechtlich selbständige Betreibergesellschaft der Börse.....	131
5. Reformdiskussion .....	135
6. Börsliche Marktsegmente .....	137
7. Verschiedene Handelsmodelle im elektronischen Börsenhandelssystem Xetra.....	140
a) Xetra-Hauptmarkt .....	141
b) Besondere Xetra-Segmente .....	141
<b>H. Entwicklung des außerbörslichen Aktienhandels .....</b>	<b>144</b>
I. Block- bzw. Pakethandel und grenzüberschreitender Aktienhandel im freien Telefonhandel als hergebrachte Erscheinungsformen - außerbörsliche Unternehmenskäufe .....	146
II. Öffentliche (Übernahme-)Angebote.....	153
III. Außerbörsliche elektronische Handelssysteme .....	154
1. Elektronischer Handel innerhalb außerbörslicher elektronischer, vom Ausland aus betriebener, dort staatlich überwachter multilateraler Handelssysteme mit Börsenfunktion .....	154
2. Elektronischer Handel innerhalb außerbörslicher elektronischer, vom Inland aus betriebener multilateraler Handelssysteme mit Börsenfunktion - „börsenähnliche Einrichtungen“ als spezielle „elektronische Handelssysteme“ .....	156
3. Handel innerhalb neuartiger elektronischer, von Deutschland aus betriebener Handelseinrichtungen, die weder Börsen im formellen noch im materiellen Sinne sind, wie insbesondere bilaterale Systeme - „elektronische Handelssysteme“ .....	161

<b>J. Zwischenrésumé und Weiterführung</b> .....	<b>164</b>
<b>K. Das Recht des außerbörslichen Aktienhandels vor dem Hintergrund des Rechts des börslichen Aktienhandels im Einzelnen</b> .....	<b>176</b>
<b>I. Recht des börslichen Aktienhandels</b> .....	<b>177</b>
1. Börsenorgane .....	178
a) Börsenrat.....	178
aa) Wahl und Zusammensetzung.....	178
bb) Regelungsbefugnisse.....	179
cc) Sonstige Befugnisse.....	181
b) Börsengeschäftsführung .....	182
c) Zulassungsstelle.....	183
aa) Wahl und Zusammensetzung.....	183
bb) Aufgaben und Befugnisse.....	184
d) Handelsüberwachungsstelle .....	184
aa) Bestellung und Zusammensetzung .....	185
bb) Aufgaben und Befugnisse.....	185
e) Sanktionsausschuss.....	186
aa) Bestellung und Zusammensetzung .....	187
bb) Funktionen und Befugnisse.....	187
2. Börsenträger.....	188
3. Börsenaufsicht .....	189
4. Schiedsgericht.....	191
5. Börsengehandelte Aktien bzw. Unternehmen (Aktienemittenten) als Börsennutzer (mittelbare Börsenmarktteilnehmer).....	192
a) Rechnungslegung.....	192
b) Börsenrechtliche Voraussetzungen für die Zulassung zum bzw. Einbeziehung in den Börsenhandel .....	192
aa) Zulassung zum börslichen Marktsegment des amtlichen Marktes.....	193

bb)	Zulassung zum börslichen Marktsegment des geregelten Marktes .....	193
cc)	Einbeziehung in den geregelten Markt .....	194
dd)	Einbeziehung in den Freiverkehr .....	194
ee)	Bedeutung der allgemeinen Primärmarktpublizität für in den Börsenhandel einbezogene Aktien.....	195
c)	Prospekthaftung .....	196
aa)	Neue gesetzliche Prospekthaftung bei fehlendem Prospekt .....	196
bb)	Gesetzliche Prospekthaftung.....	196
cc)	Allgemeine zivilrechtliche Prospekthaftung.....	196
d)	Börsenrechtliche Zulassungsfolgepflichten .....	196
aa)	Amtlicher Markt.....	196
bb)	Geregelter Markt .....	197
cc)	Freiverkehr .....	197
e)	Kapitalmarktrechtliche Börsenzulassungsfolgepflichten bzw. Einbeziehungsfolgepflichten - bundesweite Überwachung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) .....	197
aa)	Verbot der Marktmanipulation .....	197
bb)	Insiderrecht.....	198
cc)	Ad hoc-Publizität hinsichtlich Insiderinformationen.....	198
dd)	Schadensersatzansprüche wegen Verstoßes gegen die Ad hoc- Mitteilungspflicht.....	198
ee)	Außenhaftung der Organe nach § 826 BGB - aktienrechtliche Organhaftung (Innenhaftung) - Gesetzentwurf zur Einführung einer allgemeinen Kapitalmarktinformationshaftung einschließlich Außenhaftung für Organe .....	198
ff)	Führung von Insiderverzeichnissen - Aufklärungspflicht des Emittenten gegenüber Insidern .....	199
gg)	Veröffentlichungspflichten hinsichtlich bestimmter Geschäfte von Verwaltungsmitgliedern von Emittenten.....	199
hh)	Stimmrechtsanteilspublizität.....	199
ii)	Jährliches Informationsdokument.....	200

jj) Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten .....	200
6. Börsenhandelsteilnehmer als Börsennutzer (unmittelbare Börsenmarktteilnehmer) .....	200
a) Gesetzliches Börsenzulassungserfordernis - allgemeine Zulassungsvoraussetzungen für Unternehmen als Handelsteilnehmer - bankaufsichtsrechtliche Zulassung der wichtigsten Handelsteilnehmer .....	200
b) Besondere Zulassungsvoraussetzungen zum elektronischen Börsenhandel (Xetra-Hauptmarkt) .....	202
c) Börsenrechtliche Zulassung der (natürlichen) Personen, die für ein börsenzugelassenes Unternehmen (Handelsteilnehmer) handeln (Börsenhändler, -makler) .....	203
d) Prüfung der verschiedenen Zulassungsvoraussetzungen .....	204
e) Börsenrechtliche Voraussetzungen für Sicherheitsleistungen der Börsenhandelsteilnehmer .....	204
f) Besondere Zulassung als Skontrofführer im Präsenzhandel .....	206
g) Besondere Zulassung als Designated Sponsor im elektronischen Handel (Xetra-Hauptmarkt) .....	207
h) Besondere Zulassung als Handelsteilnehmer im Blockhandelssegment Xetra XXL .....	208
i) Besondere Zulassung als Best Executor innerhalb Xetra Best Execution .....	208
j) Bankaufsichtsrechtliche und kapitalmarktrechtliche Pflichten der Börsenhandelsteilnehmer .....	208
aa) Fortlaufende Bankaufsicht über die wichtigsten Handelsakteure .....	208
bb) Mitgliedschaft in einer Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungseinrichtung .....	209
cc) Kapitalmarktrechtliche Meldepflichten für die wichtigsten Börsenhandelsteilnehmer als Wertpapierdienstleistungsunter- nehmen hinsichtlich Geschäften mit börsennotierten Aktien .....	209

dd) Kapitalmarktrechtliche Aufzeichnungspflicht.....	209
ee) Verhinderung von Geldwäsche.....	209
ff) Kapitalmarktrechtliche Anzeigepflicht bei Verdacht des Insiderhandels oder der Marktmanipulation.....	210
gg) Kapitalmarktrechtliche Wohlverhaltenspflichten und vertrags- rechtliche Pflichten der wichtigsten Börsenhandelsteilnehmer als Wertpapierdienstleistungsunternehmen .....	210
hh) Organisationspflichten .....	210
ii) Wertpapieranalysen.....	210
jj) Anzeigepflicht (Wertpapieranalysen).....	211
kk) Verbot der Marktmanipulation .....	211
7. Ablauf des Börsenhandels im Präsenzhandel und im elektronischen Handel - vor- und nachbörsliche Transparenz - Börsenpreise - verschiedene Handelsmodelle bzw. -segmente im elektronischen Handel.....	211
a) Präsenzhandel .....	212
b) Elektronischer Handel (Xetra) - verschiedene Handelsmodelle .....	214
aa) Auktion, fortlaufender Handel, fortlaufende Auktion .....	215
bb) Multilaterales Händlermodell - Market-Making durch Designated Sponsors.....	216
cc) Besonderes Blockhandelssegment Xetra XXL - Crossing-System (Auktionsmodell).....	217
dd) Besonderes Handelssegment Xetra Best Execution (bilaterale Händlermodell - Market-Making durch Best Executor).....	217
c) Erfüllung von Börsengeschäften .....	218
<b>II. Recht des außerbörslichen Aktienhandels.....</b>	<b>218</b>
1. Elektronische Handelssysteme .....	218

a) Für alle inländischen elektronischen Handelssysteme geltende Bestimmungen .....	218
b) Börsenähnliche Einrichtungen als besondere elektronische Handelssysteme .....	219
c) Ausländische elektronische Handelssysteme .....	220
d) Europaweite Regulierung elektronischer Handelssysteme durch die novellierte Wertpapierdienstleistungsrichtlinie .....	222
2. Für den außerbörslichen Handel bedeutsame rechtliche Vorgaben für Aktien bzw. Unternehmen (Aktienemittenten) .....	223
a) Rechnungslegungspublizität für börsennotierte und nicht-börsennotierte Emittenten .....	223
aa) Jahresabschluss .....	224
1) Bilanz .....	224
2) Gewinn- und Verlustrechnung .....	225
3) Anhang .....	225
bb) Lagebericht .....	225
cc) Internationale Rechnungslegungsstandards .....	226
dd) Abschlussprüfung .....	226
ee) Offenlegung .....	226
ff) Prüfung durch BaFin und u. U. Prüfstelle .....	227
b) Kapitalmarktrechtliche Primärmarktpublizität (nicht-börsenzugelassene Werte) .....	230
aa) Prospektpflicht bei erstmaligem öffentlichem Angebot .....	230
bb) Ausnahmen von der Prospektpflicht - Rechtsbegriff des „qualifizierten Anlegers“ .....	231
cc) Prospektinhalt - Zusammenfassung neuer Pflichtbestandteil .....	232
dd) Prüfung und Billigung des Prospekts durch BaFin .....	237
ee) Veröffentlichung des Prospekts .....	237
ff) Aufbewahrung des Prospekts durch BaFin .....	238
gg) Gültigkeitsdauer des Prospekts - Aktualisierungserfordernis .....	238
hh) Angebote mit Auslandsbezug .....	239
ii) Werbung .....	239
c) Außerbörslich gehandelte börsenzugelassene bzw. in den Börsenhandel einbezogene Werte .....	240

aa) Nutzen der Börsenzulassungspublizität und der Primärmarkt- publizität beim außerbörslichen Handel auch börsengehandelter Aktien .....	240
1) Zum amtlichen Markt einer Börse zugelassene Aktien .....	240
(a) Allgemeine Zulassungsvoraussetzungen .....	240
(b) Prospektpflicht - Ausnahmen - Prospektinhalt .....	241
(c) General Standard - Prime Standard.....	242
(d) Widerruf der Zulassung zum General Standard oder zum Prime Standard des amtlichen Marktes .....	243
2) Zum börslichen Marktsegment des geregelten Marktes zugelassene Aktien .....	244
(a) Allgemeine Zulassungsvoraussetzungen .....	244
(b) Prospektpflicht .....	245
(c) General Standard - Prime Standard.....	245
(d) Widerruf der Zulassung zum General Standard oder zum Prime Standard des geregelten Marktes .....	245
3) In den geregelten Markt einbezogene Aktien.....	245
(a) Einbeziehungsvoraussetzungen .....	245
(b) Widerruf der Einbeziehung .....	245
4) In den Freiverkehr einbezogene Aktien .....	246
5) Bedeutung der allgemeinen Primärmarktpublizität beim außerbörslichen Handel mit in den Börsenhandel einbezogenen Aktien .....	246
 bb) Prospekthaftung .....	247
1) Neue gesetzliche Prospekthaftung bei fehlendem Prospekt.....	247
2) Gesetzliche Prospekthaftung für fehlerhafte Prospekte .....	248
3) Allgemeine zivilrechtliche Prospekthaftung .....	253
 d) Börsenrechtliche Zulassungsfolgepflichten .....	253
aa) Amtlicher Markt - zusätzliche Folgepflichten im Prime Standard.....	253
bb) Geregelter Markt- zusätzliche Folgepflichten im Prime Standard.....	256
cc) Freiverkehr .....	257
 e) Kapitalmarktrechtliche Zulassungsfolgepflichten bzw. Einbeziehungsfolgepflichten .....	257
aa) Verbot der Marktmanipulation .....	257
bb) Insiderrecht.....	265
1) Allgemeines Insiderrecht .....	265
2) Insiderrecht beim Pakethandel .....	268

3) Sonderproblem: Insiderrechtliche und aktienrechtliche Pflichtenbindungen bei der Gestaltung der due diligence durch einen Großaktionär seitens des Vorstands im Vorfeld eines Unternehmenskaufs .....	269
ce) Ad hoc-Publizität hinsichtlich Insiderinformationen.....	272
dd) Schadensersatzansprüche wegen Verstoßes gegen die Ad hoc-Mitteilungspflichten .....	278
ee) Außenhaftung der Organe nach § 826 BGB - aktienrechtliche Organhaftung (Innenhaftung) - Gesetzentwurf zur Einführung einer allgemeinen Kapitalmarktinformationshaftung einschließlich Außenhaftung für Organe .....	280
1) Außenhaftung der Organe nach § 826 BGB .....	280
2) Novellierte Haftung der Organe gegenüber dem Emittenten im Innenverhältnis .....	281
3) Gesetzentwurf zur Einführung einer allgemeinen Kapitalmarktinformationshaftung einschließlich Außenhaftung für Organe.....	283
ff) Führung von Insiderverzeichnissen - Aufklärungspflicht des Emittenten gegenüber Insidern.....	286
gg) Veröffentlichungspflichten hinsichtlich bestimmter Geschäfte von Verwaltungsmitgliedern von Emittenten .....	287
hh) Stimmrechtsanteilspublizität.....	289
ii) Jährliches Informationsdokument.....	291
jj) Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten.....	291
e) Nicht-börsennotierte Aktien bzw. Emittenten.....	294
3. Pflichtenbindungen der Handelsakteure im außerbörslichen Bereich.....	296
a) Allgemeines Bankaufsichtsrecht .....	296
b) Börsenzulassung .....	296
c) Mitgliedschaft in einer Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungseinrichtung .....	296

d) Kapitalmarktrechtliche Meldepflichten für Wertpapierdienstleistungsunternehmen hinsichtlich Geschäften mit börsennotierten Aktien .....	297
e) Kapitalmarktrechtliche Aufzeichnungspflicht .....	298
f) Verhinderung von Geldwäsche .....	299
g) Kapitalmarktrechtliche Anzeigepflicht bei Verdacht des Insiderhandels oder der Marktmanipulation.....	299
h) Kapitalmarktrechtliche Wohlverhaltenspflichten und vertragsrechtliche Pflichten für Wertpapierdienstleistungsunternehmen - vertragsrechtliche Konstruktionen beim Pakethandel.....	300
i) Organisationspflichten.....	311
j) Wertpapieranalysen .....	312
k) Anzeigepflicht (Wertpapieranalysen).....	312
l) Verbot der Marktmanipulation .....	313
m) Pflichtenbindungen der Handelsakteure im außerbörslichen Bereich hinsichtlich nicht-börsennotierter Werte.....	313
4. Öffentliche Wertpapiererwerbs- und Übernahmeangebote - Squeeze-out.....	313
<b>L. Ergebnis.....</b>	<b>320</b>
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>325</b>