

# **Vorlesung Kapitalmarktrecht**

*Prof. Dr. Georg Bitter, Universität Mannheim*

# Gliederung der Vorlesung

1. Grundlagen
2. Recht des Primärmarktes
3. Recht des Sekundärmarktes
  - Rechtsverhältnis Anleger – Wertpapierdienstleister
  - Regeln für einen fairen Handel
4. Marktaustritt
5. Übernahmerecht

# Grundlagen

## 1. Einführung in das Kapitalmarktrecht

- Kapitalmarktrecht als Rechtsgebiet
- Begriff des Kapitalmarktes
- Funktion der Kapitalmärkte ⇔ Aufgabe des Kapitalmarktrechts
- Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

## 2. Die Produkte an den Kapitalmärkten im Überblick

## 3. Rechtliche Organisation der Börsen

# Kapitalmarktrecht als Rechtsgebiet

Bisher: Institutionelle Betrachtung  
= Anknüpfung an verschiedene Institutionen

**Bankrecht**

=

Vertragsrecht  
Kunde – Bank

**Börsenrecht**

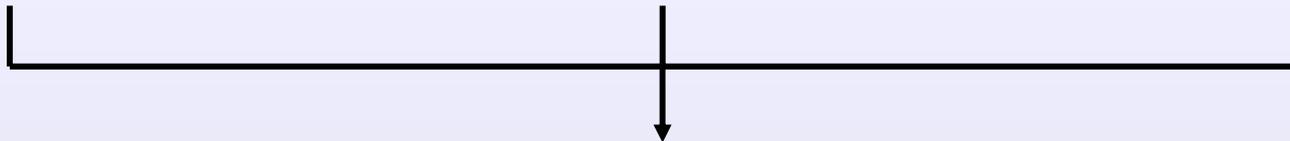
=

Organisationsrecht  
der Börsen

**Gesellschaftsrecht**

=

Organisationsrecht  
der Gesellschaften



**Kapitalmarktrecht**

Neu: Marktbezogene Betrachtung

# Kapitalmarkt

1. **Markt** = Ort, an dem Angebot und Nachfrage zusammentreffen (heute nicht mehr zwingend räumlich begrenzt)
2. **Kapital** im wirtschaftlichen Sinn = Geld oder geldwerte Titel, die Gewinn bringend einsetzbar sind
3. **Kapitalmarkt (i.e.S.)** = Teil des Finanzmarktes  $\Rightarrow$  Markt, auf dem sich insbesondere die Unternehmen Fremd- oder Eigenkapital beschaffen = Wertpapierfinanzierung (Securitization)
  - $\Leftrightarrow$  Bankkredit  $\Rightarrow$  Commercial Banking
  - $\Leftrightarrow$  Geldmarkt / Devisenmarkt / Derivatemarkt

# Finanzmärkte



## Devisenmarkt



Handel mit Guthaben in fremder Währung gegenüber Banken oder der Zentralbank im Heimatland der Währung



Sortengeschäft

=

Kauf von Banknoten und Münzen

## Geldmarkt



Handel mit Zentralbankguthaben (Interbankenhandel)



Handel mit verbrieften Forderungsrechten mit kurzer Laufzeit  
—  
i.d.R. ohne festen Zinsanspruch



Disagio

----->  
Fristigkeit

## Kapitalmarkt



Handel mit Aktien + Schuldverschreibungen  
=  
Wertpapiere mit unbestimmter bzw. längerer Laufzeit  
—  
variabler Dividendenanspruch bzw. fester Zinsanspruch

# Finanzmärkte

## Termin- / Derivatemarkt



Erfüllung des Geschäfts zu  
einem späteren Zeitpunkt  
(= Termin)



### Funktionen



Spekulation



Hedging



### Grundformen



Festpreisgeschäft  
(Future)



Option

## Kassamarkt



Unmittelbarer  
Austausch  
Geld gegen Papier



Erfüllung innerhalb  
von zwei  
Börsenarbeitstagen

# Kapitalmärkte i.e.S. (WP-Markt)

## Primärmarkt



Emissionsmarkt

=

Markt, auf dem ein Wertpapier  
das erste Mal platziert wird



## Selbstemission

z.B. bei Pfandbriefen  
von Pfandbriefbanken



## Fremdemission

i.d.R. bei Aktien  
und Anleihen

## Sekundärmarkt



Zirkulationsmarkt

=

Markt für den Erwerb bereits  
emittierter Wertpapiere  
(Wertpapierhandel)

§§ 30 ff. BörsG, WpPG



anwendbares  
Recht



WpHG

# Funktion der Kapitalmärkte

- ⇒ Allokationsfunktion
- **Kapitalsammel- bzw. Kapitalbündelungsfunktion**  
(Finanzierung mit Eigen- und Fremdkapital)
- **Kapitalverteilungsfunktion**  
(Das gesammelte Kapital soll innerhalb der Volkswirtschaft dort hinfließen, wo der jeweils dringendste Bedarf die höchste Rendite verspricht.)
- ⇒ Daneben Möglichkeit zur Kurssicherung und Spekulation  
(in erster Linie durch die Terminmärkte)

# Aufgaben des Kapitalmarktrechts

Zieldualismus: Funktionenschutz und (individueller) Anlegerschutz

## 1. Funktionenschutz

= allgemeines Interesse an effizienten Kapitalmärkten

- **Institutionelle Funktionsfähigkeit**  
= Maßnahmen zur Sicherung des Vertrauens der Anleger sowie zur Schaffung liquider, breiter und tiefer Märkte
- **Operationelle Funktionsfähigkeit**  
= Minimierung der Transaktionskosten (beim Emittent: Kosten von Zulassung + Folgepflichten; beim Anleger: Anlagekosten)

## 2. Schutz des individuellen Anlegers

- ⇔ Abgrenzung zum Schutz des Anleger*publikums* (s.o.)
  - ⇒ wichtig für Schutzgesetzcharakter i.S.v. § 823 II BGB

# Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

## 1. Europäisches Recht

- Grundlagen, Ziele + Verfahren
  - ca. 80 % des nationalen Kapitalmarktrechts ist durch europäisches Recht veranlasst
  - Aktionsplan Finanzbinnenmarkt der EU von 1999: Ziel eines europäischen Kapitalmarktes; Verhinderung einer Aufsichtsarbitrage (race to the bottom)
  - Single-licence-Prinzip („Europass“)
  - Komitologie-Verfahren (= Festlegung von Regelungszielen + Eckdaten)
  - Einbeziehung des ESC (= European Securities Committee) + CESR (Committee of European Securities Regulators)

# Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

## 1. Europäisches Recht

- Beispiele für europäische Rechtsakte
  - Investmentfondsrichtlinie = OGAW-Richtlinie 85/611/EWG
  - Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG
    - Früher: Insiderrichtlinie 89/592/EWG
  - Prospektrichtlinie 2003/71/EG + Prospektverordnung (EG) Nr. 809/2004
    - Früher: Emissionsprospektrichtlinie 89/298/EWG
    - Daneben teilweise fortgeltend: Richtlinie für im amtlichen Handel zugelassene Wertpapiere 2001/34/EG
  - Markt- und Finanzdienstleistungsrichtlinie 2004/39/EG
    - Früher: Wertpapierdienstleistungsrichtlinie 93/6/EWG

# Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

## 2. Nationales Recht

- Geschäftsbesorgungsrecht des BGB (§§ 675 ff.)
- Börsengesetz (BörsG) von 2002 (1896)
  - Organisation der Börsen
  - Zulassung von Wertpapieren zum Handel
- Wertpapierprospektgesetz (WpPG) von 2005
  - Anforderungen an Prospekte beim öffentlichen Angebot + bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel
- Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) von 1994
  - Regeln für einen fairen Handel
- Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) von 2001
  - Regeln für öffentliche Übernahmeangebote

# Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

## 2. Fortsetzung: Nationales Recht

- Spezialgesetze, z. B.
  - Investmentgesetz (InvG)
  - Pfandbriefgesetz (PfandBG)
  - Depotgesetz (DepotG)

## 3. Sonstige Regelungen

- Börsenordnungen
- Allgemeine Geschäftsbedingungen (AGB)
  - AGB-Banken / AGB-Sparkassen
  - Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte
  - Sonderbedingungen für Termingeschäfte

# Definition Kapitalmarktrecht

- *Kümpel*: Gesamtheit der Gesetzesbestimmungen, Geschäftsbedingungen und anerkannten Standards, die die Organisation des Kapitalmarktes, die marktbezogenen Dienstleistungen der Wertpapierdienstleistungsunternehmen (Banken) sowie die marktbezogenen Verhaltenspflichten der Marktteilnehmer oder sonstiger Dritter regeln.

# Definition Kapitalmarktrecht

*Fleischer*: vier Teilgebiete (Gutachten 64. DJT, 2002, S. F 17)

## 1. Formelles Kapitalmarktrecht

- *Organisationsrecht*, insbes. Börsenorganisationsrecht, aber auch das von außerbörslichen Handelsplattformen
- *Wertpapieraufsichtsrecht* (BAFin)

## 2. Materielles Kapitalmarktrecht

- *Vertragsrecht* zwischen den Handelsteilnehmern und ihren Kunden
- *Materielle Verhaltensvorschriften* in Form von Ge- und Verboten zur Gewährleistung eines fairen Handels

# Produkte an den Kapitalmärkten (Überblick)

1. Grundzüge des Wertpapierrechts
2. Aktien
3. Anleihen
4. Finanzierungsinstrumente nach § 221 AktG
5. Derivate
6. Investmentfondsanteile

# Grundzüge des Wertpapierrechts

Es gibt nicht  
„das Wertpapierrecht“



Vielzahl von Regeln



§§ 793 ff. BGB

§§ 363 ff. HGB

WG / ScheckG

§§ 8 ff., 67 ff. AktG



Schuldver-  
schreibungen



Kaufmännische  
Oderpapiere



Wechsel bzw.  
Schecks



Aktien

# Grundzüge des Wertpapierrechts

h.L.: weiter Wertpapierbegriff

- Vorliegen einer Urkunde  $\Leftrightarrow$  Wertrecht
- Verbriefung eines Rechts  $\Leftrightarrow$  bloße  
Tatsachenbestätigung
- Verknüpfung zwischen Recht und Papier = zur  
Geltendmachung des verbrieften Rechts ist das  
Innehaben der Urkunde erforderlich  
(Präsentationszwang)

# Grundzüge des Wertpapierrechts

## Funktionen der Wertpapiere

1. Legitimationsfunktion
  - Emittent muss an Inhaber zahlen
2. Liberationsfunktion
  - Emittent wird durch Zahlung an Inhaber frei
3. Präsentationsfunktion
  - Berechtigung ist durch Vorlage nachzuweisen
4. Mobilisierungsfunktion
  - Steigerung der Umlauffähigkeit, u.a. durch Möglichkeit einredefreien Erwerbs

# Grundzüge des Wertpapierrechts

## Übertragung von Wertpapieren

1. **Inhaberpapier** = Berechtigter ist nicht benannt (Bsp.: Inhaberaktie)
    - Übertragung nach § 929 BGB (Das Recht aus dem Papier folgt dem Recht am Papier)
    - Möglichkeit gutgläubigen Erwerbs (§§ 932 ff., 935 II BGB, 366 HGB)
  2. **Oderpapier** = Berechtigter ist benannt (Bsp.: Namensaktie)
    - Übertragung nach § 929 BGB (s.o.) + Indossament
  3. **Rektapapier** = Berechtigter ist benannt (Bsp. Hypothekenbrief)
    - Abtretung des Rechts nach § 398 BGB; für das Eigentum an der Urkunde gilt § 952 BGB (Das Recht am Papier folgt dem Recht aus dem Papier)
- ⇒ Kapitalmarkt: nur fungible Wertpapiere (= Effekten) ⇔ Rektapapier

# Grundzüge des Wertpapierrechts

## Entmaterialisierung des Wertpapierrechts

- Problem Massenverkehr: Effektive Übertragung von Papieren ist kostspielig und risikogefährdet
- Lösung traditionell: Girosammelverwahrung (§§ 1 III, 5-9 DepotG)
  - ⇒ Miteigentum am Sammelbestand ⇒ Effektengiroverkehr
  - ⇔ Sonderverwahrung (§ 2 DepotG)
- 3. Weitere Entmaterialisierung: Sammelurkunde (§ 9a DepotG)
  - ggf. Ausschluss des Anspruchs auf Einzelverbriefung (§ 10 V AktG)
- 4. Endgültige Entmaterialisierung bei Wertrechten
  - Sammelschuldbuchforderung nach BWpVerwG

# Aktien

1. Deklaratorisches Wertpapier
  - Anspruch auf Einzelverbriefung i.d.R. ausgeschlossen (§ 10 V AktG)
2. Verbriefung der Mitgliedschaft
  - Inhaber = Aktionär mit allen Rechten (Mitwirkungs- und Vermögensrechten) und Pflichten
3. Nennbetragsaktien ⇔ Stückaktien (§ 8 AktG)
4. Inhaberaktien ⇔ Namensaktien (§ 10 AktG)
  - bei Namensaktie: Eintragung ins Aktienregister (§ 67 AktG)
  - bei Namensaktie: Vinkulierung möglich (§ 68 II AktG)
5. Stammaktien ⇔ Vorzugsaktien (§§ 12 I 2, 139 ff. AktG)

# Anleihen

## 1. Langfristige Schuldverschreibung

- Verbriefung eines Anspruchs auf eine Geldleistung (Darlehensrückzahlung + Zinsen)
- Tilgung i.d.R. am Ende der Laufzeit ohne Kündigung

## 2. Emittenten sind z.B.

- Bundesrepublik Deutschland + Bundesländer
- Landesbanken
- Pfandbriefbanken (Hypothekenbanken)
- Industrieunternehmen ⇨ Industriefinanzierung

## 3. Regelfall: Inhaberpapier

- Geltung der §§ 793 ff. BGB + Schuldverschreibungsg v. 1899

# Anleihen

## 4. Regelfall: festverzinsliches WP $\Rightarrow$ „Renten“

- Auszahlung i.d.R. jährlich  $\Leftrightarrow$  Zero-Bonds ( $\Rightarrow$  Laufzeitende)
- Früher: Verbriefung des Zinsanspruchs (§ 803 BGB)

## 5. Details in Anleihebedingungen

- AGB i.S.v. § 305 I BGB (BGHZ 119, 305, 312 ff.)
  - $\Rightarrow$  Inhaltskontrolle nach §§ 307 ff. BGB
- Keine Anwendung von § 305 II BGB (BGH BKR 2005, 323)

## 6. Sonderfall: Pfandbriefe gemäß PfandBG v. 22.5.2005

- Deckung des Rückzahlungsanspruchs durch
  - Hypotheken + Grundschulden (Hypothekenspfandbrief)
  - Ansprüche gegen die öffentliche Hand (Öffentliche Pfandbriefe)
  - Schiffshypotheken (Schiffspfandbriefe)

# Finanzierungsinstrumente nach § 221 AktG

## Überblick



§ 221 I 1 Alt. 1  
AktG



Wandelanleihe  
=

Schuldverschreibung mit  
Umtauschrecht

(Wandelschuldverschreibung i.e.S.)

§ 221 I 1 Alt. 2  
AktG



Optionsanleihe  
=

Schuldverschreibung mit  
Bezugsrecht

(Wandelschuldverschreibung i.w.S.)

§ 221 I 1 Alt. 3  
AktG



Gewinnschuldverschreibung  
(in der Praxis  
unbedeutend)

§ 221 III AktG



Genussrecht

# Finanzierungsinstrumente nach § 221 AktG

## 1. Grundlagen

- Keine Mitgliedschaft in der AG, aber Konkurrenz mit mitgliedschaftlichen Rechten der Aktionäre möglich
  - bei Wandel- und Optionsanleihe: Eingriff in die Beteiligungsstruktur (insbes. Verwässerungsgefahr)
  - bei Gewinnschuldverschreibung und Genussrecht: Eingriff in die Vermögensrechte (insbes. Dividendenbezugsrecht)
  - Einräumung von Mitwirkungs-/Kontrollrechten ist unzulässig
- Zustimmung der HV mit qualifizierter Mehrheit
- Bezugsrecht (§ 221 IV AktG ⇒ § 186 AktG)

# Finanzierungsinstrumente nach § 221 AktG

## 2. Wandelanleihe i.e.S. („convertible bond“)

- Anleihe = langfristige Schuldverschreibung
- Recht des Obligationärs, statt Rückzahlung die Lieferung junger Aktien zu verlangen (aus bedingter Kapitalerhöhung gemäß § 192 II Nr. 1 AktG)  
⇒ Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital
- Rechtsnatur: Ersetzungsbefugnis des Gläubigers (h.L.)
- Sonderform 1: Pflichtwandelanleihe
- Sonderform 2: Anleihe mit Rückzahlungswahlrecht des Emittenten ⇔ Aktienanleihe („reverse convertible bond“)

# Finanzierungsinstrumente nach § 221 AktG

## 3. Optionsanleihe („bond with stock purchase warrant“)

- zusammengesetzt aus 2 Elementen:
  - Normale festverzinsliche Anleihe (i.d.R. günstiger Zins)
  - Optionsschein zum Erwerb von jungen Aktien des Emittenten zu einem vorher festgelegten Preis (aus bedingter Kapitalerhöhung gemäß § 192 II Nr. 1 AktG)
    - ⇒ Zufluss von Eigenkapital
- unterschiedliche Fälligkeit von Anleihe + Option möglich
  - ⇒ Inhaber wird ggf. Aktionär + Gläubiger des Emittenten
- Trennung von Anleihe + Optionsschein nach der Emission i.d.R. möglich ⇒ gesonderter Handel

# Finanzierungsinstrumente nach § 221 AktG

## 3. Gewinnschuldverschreibung

- Anleihe = langfristige Schuldverschreibung
- Zinszahlung in Abhängigkeit vom Gewinn des Emittenten
  - Festzins + gewinnabhängiger Zins (Zusatzzins), oder
  - begrenzter Gewinnanspruch ohne festen Zins

## 4. „sonstiges“ Genussrecht (dazu BGHZ 119, 305; 120, 141)

- sehr variantenreich ⇨ aktionärsähnliche Rechte erforderlich, z.B.
  - Bezugsrechte oder Benutzungsrechte
  - Eigenkapitalinstrumente (Vermögensrechte + Verlustbeteiligung)
  - Gewinnbezugsrecht ohne wertpapiermäßige Verbriefung

# Derivate

1. Begriff: „derivativ“ = abgeleitet  
⇒ Anbindung an einen Basiswert (underlying)
2. Gesetzliche Definition: § 2 II WpHG
3. Zwei Grundformen
  - Termingeschäft = An-/Verkauf von Wertpapieren (z.B. Aktien), Währungen etc. zu einem heute festgelegten Preis mit Erfüllung zu einem späteren Zeitpunkt (= Termin)  
**Beachte:** keine wertpapiermäßige Verbriefung
  - Option = Einseitiges Recht, einen Kaufvertrag über Wertpapiere, Währungen etc. zu heute festgelegten Konditionen in der Zukunft zustande zu bringen; Gegenleistung = Optionsprämie des Optionsinhabers an den sog. Stillhalter  
**Beachte:** Der Optionsschein selbst wird als Kassageschäft erworben

# Derivate

## 4. Arten von Optionsscheinen

- unselbständiger Optionsschein
  - Optionsschein gemäß § 221 I 1 Alt. 2 AktG (s.o.)
  - bei Ausübung: Zufluss an Eigenkapital durch junge Aktien
- selbständiger Optionsschein („naked warrant“)
  - Optionsrecht gegenüber dem Emittent des Basiswertes (bei Option auf Lieferung junger Aktien ⇒ Genussrecht – Zulässigkeit z.T. str.; vgl. § 292 II Nr. 3 AktG), oder
  - Optionsrecht gegenüber einem Dritten
    - ⇒ Ausübung einer Option auf Aktien führt zu keiner Änderung im Kapitalbestand der AG ⇒ Aktie wechselt den Eigentümer
  - „gedeckte“ und „ungedeckte“ Optionsscheine

# Derivate

## 5. Arten von Optionen

### ➤ Call-Option = Ankaufsrecht

Beispiel: Die X-Aktie steht am 1.1. bei 100 €. Optionserwerber O zahlt an den Stillhalter S für das Recht, die X-Aktie (Basiswert) bis zum 31.12. für 120 € (Ausübungspreis) erwerben zu können, einen Optionspreis von 2 €

⇒ Ausübung bei über 120 € steigendem Aktienkurs

### ➤ Put-Option = Verkaufsrecht

Beispiel: Die X-Aktie steht am 1.1. bei 100 €. Optionserwerber O zahlt an den Stillhalter S für das Recht, die X-Aktie bis zum 31.12. für 80 € verkaufen zu können, einen Optionspreis von 2 €

⇒ Ausübung bei unter 80 € fallendem Aktienkurs

# Derivate

## 6. Funktionen von Termingeschäften + Optionen

### ➤ **Hedging** (= Sicherung gegen Kurzschwankungen)

Beispiel: Aktionär A besitzt X-Aktien, die derzeit bei 100 € notieren. Er hat Sorge vor fallenden Aktienkursen.

- Möglichkeit 1: A veräußert die Aktien auf Termin zum Festpreis von 100 € (sinnvoll, wenn A die Aktien jetzt noch benötigt, sie aber zu dem Termin ohnehin in Geld umsetzen will)
- Möglichkeit 2: A erwirbt gegen Geld eine Put-Option (sinnvoll, wenn A die Aktie langfristig behalten, sich aber gegen mögliche Kursverluste absichern will)

### ➤ **Spekulation**

Beispiel: A besitzt keine X-Aktien und tätigt die o.g. Geschäfte

# Derivate

## 7. Chancen und Risiken bei der Spekulation

- Optionsscheine
  - Chance: Hebeleffekt (leverage effect), wenn der Ausübungspreis während der Optionszeit erreicht wird
  - Risiko: Verlust des vollen Kaufpreises für den Optionsschein, wenn der Ausübungspreis nicht erreicht wird
- Termingeschäft („Future“)
  - Chance: ohne aktuellen Geldeinsatz begründete Möglichkeit eines Gewinns bei günstiger Differenz zwischen Festpreis und Marktpreis zum Fälligkeitszeitpunkt (Termin)
  - Risiko: „Nachschusspflicht“ bei ungünstiger Differenz zwischen Festpreis und Marktpreis zum Fälligkeitszeitpunkt (Termin)
- Informationspflicht des § 37d WpHG

# Investmentfondsanteile

1. Rechtsgrundlage: Investmentgesetz vom 15.12.2003 (InvG)
  - Ablösung des KAGG und AuslInvestG
  
2. Investmentfonds = Sondervermögen, das von einer Kapitalanlagegesellschaft für Rechnung der Anleger verwaltet wird (§ 2 I, II InvG)
  - Der Fonds erwirbt Vermögensgegenstände (Wertpapiere etc.)
  - Der Anleger erwirbt einen Anteilsschein (§ 33 InvG)
    - ⇒ Verbriefung des rechnerischen Anteils am Sondervermögen (Treuhandlösung), bzw.
    - ⇒ Verbriefung des rechtlichen Anteils am Sondervermögen (Miteigentumslösung - § 33 II InvG)

# Investmentfondsanteile

3. Kapitalanlagegesellschaft = Kreditinstitut (§ 2 VI InvG)
  - AG oder GmbH mit Aufsichtsrat (§ 6 InvG)
  - Mindestkapital ab 730.000 € (§ 11 InvG)
  
4. Depotbank = Verwahrer des Investmentvermögens (§ 20 InvG)
  - Von der KAG verschiedenes Kreditinstitut
    - Mindestkapital: 5 Mio. €
    - Keine Personenidentität in KAG + Depotbank (§ 22 InvG)
  
5. Anteilswert
  - Investmentanteile sind nicht börsenfähig ⇒ kein Börsenkurs
  - börsentägliche Wertermittlung durch KAG + Depotbank (§ 36 InvG)
  - Anspruch auf Auszahlung gegen Rückgabe des Anteils (§ 37 InvG)

# Rechtliche Organisation der Börsen

- Börsenbegriff
- Binnenorganisation der Börse
- Börsensegmente und außerbörslicher Handel
- Börsen- und Kapitalmarktaufsicht

# Börsenbegriff

- Keine Definition im BörsG (vgl. § 1 BörsG)
- Definition in Anlehnung an PrOVG von 1898 (OVGE 34, 315):
  - Regelmäßige Veranstaltung an einem bestimmten Ort
  - unter staatlicher Aufsicht
  - zum Zwecke zentralisierter Abschlüsse von Handelsgeschäften zu einheitlichen Geschäftsbedingungen
  - in vertretbaren Handelsgegenständen
  - zwischen einer Vielzahl von Anbietern und Nachfragern (*Zusammenführung von Angebot und Nachfrage*),
  - die Kaufleute sind (insbes. WP-Dienstleister).
- Örtliche Bindung aufgehoben durch elektronische Order
- Heute wesentlich: geordnete Preisbildung

# Binnenorganisation der Börse

duale Organisationsstruktur

## **Börse**

(§ 1 I BörsG)



öffentlichrechtliche Organisation:  
Anstalt des öff. Rechts



faktischer Marktveranstalter

## **Börsenträger**

(§ 1 II 1 BörsG)



privatrechtliche Organisation:  
AG oder e.V.  
Bsp. Frankfurt: Deutsche Börse AG



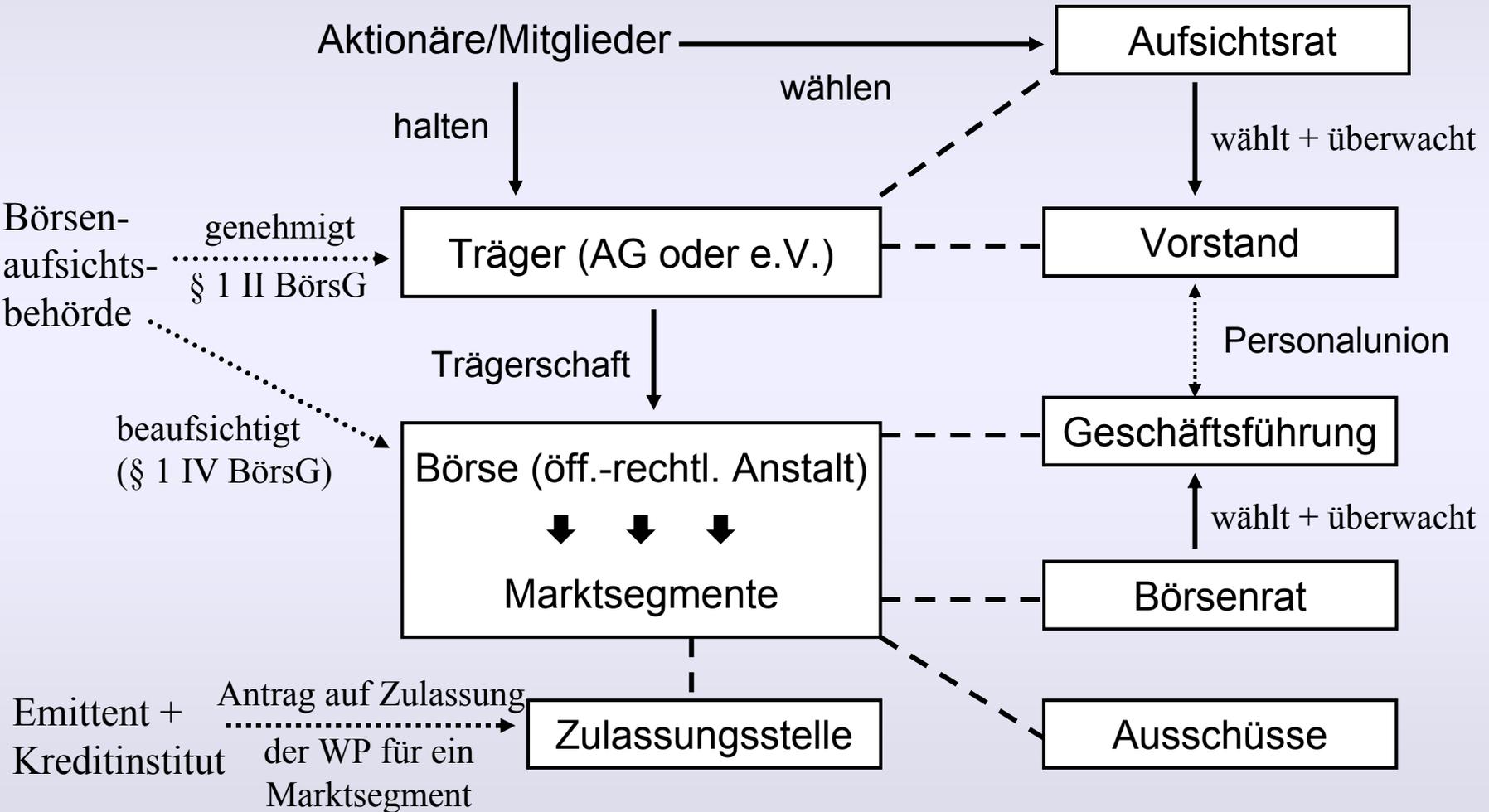
Eigentümer der Einrichtungen  
und Arbeitgeber  
des Personals

Überlassung  
für den Börsenbetrieb  
(§ 1 II 2 BörsG)

# Binnenorganisation der Börse

1. Öffentlichrechtliche Organisation der Börse ⇔ Börsenträger
  - Einrichtung + Ausgestaltung börsenmäßiger Märkte als öffentliche (Verwaltungs-)Aufgabe
2. Vorteile der öffentlichrechtlichen Organisation
  - „Gütesiegel“: Steigerung des Vertrauens
  - Erleichterung der Aufsicht
  - Möglichkeit einseitiger Änderung der Grundregeln
    - ⇒ Börsenordnung = Satzung (§ 13 BörsG) = materielles Gesetz
    - ⇔ privater Vertrag → Vertragsänderung wäre erforderlich (§ 311 I BGB)
3. Zulassung = Verwaltungsakt
  - Zulassung der Marktteilnehmer (§ 16 BörsG)
  - Zulassung der Wertpapiere zum Handel (s.u.)

# Börsenstruktur im Überblick



# Organe der Börse

## 1. Geschäftsführung (§ 12 BörsG)

- Leitung und Vertretung
- i.d.R. Personalunion mit Vorstand des Börsenträgers
- Zulassung der Marktteilnehmer (§ 16 BörsG)

## 2. Börsenrat (§§ 9, 13, 14 BörsG)

- Rechtssetzung
  - Erlass der Börsenordnung (= Satzung)
  - Erlass der Gebührenordnung
  - Erlass der Handelsbedingungen = AGB (Börsenusancen)
- Aufsicht
  - Bestellung + Abberufung der Geschäftsführung (mit Behörde)
  - Überwachung der Geschäftsführung

# Organe der Börse

## 3. Zulassungsstelle (§ 31 BörsG)

- Zulassung von Wertpapieren (§§ 50 ff. BörsO FWB)

## 4. Ausschüsse

- z.B. Gutachterausschuss (§ 49a BörsO FWB): Prüfung der Lieferbarkeit von Wertpapieren

## 5. Handelsüberwachungsstelle (§ 4 BörsG)

- Aufsichtsorgan der Börse, das den Handel und die Geschäftsbwicklung überwacht ⇒ Datenerfassung zur Gewährleistung der Ordnungsmäßigkeit der Kursfeststellung und Preisbildung

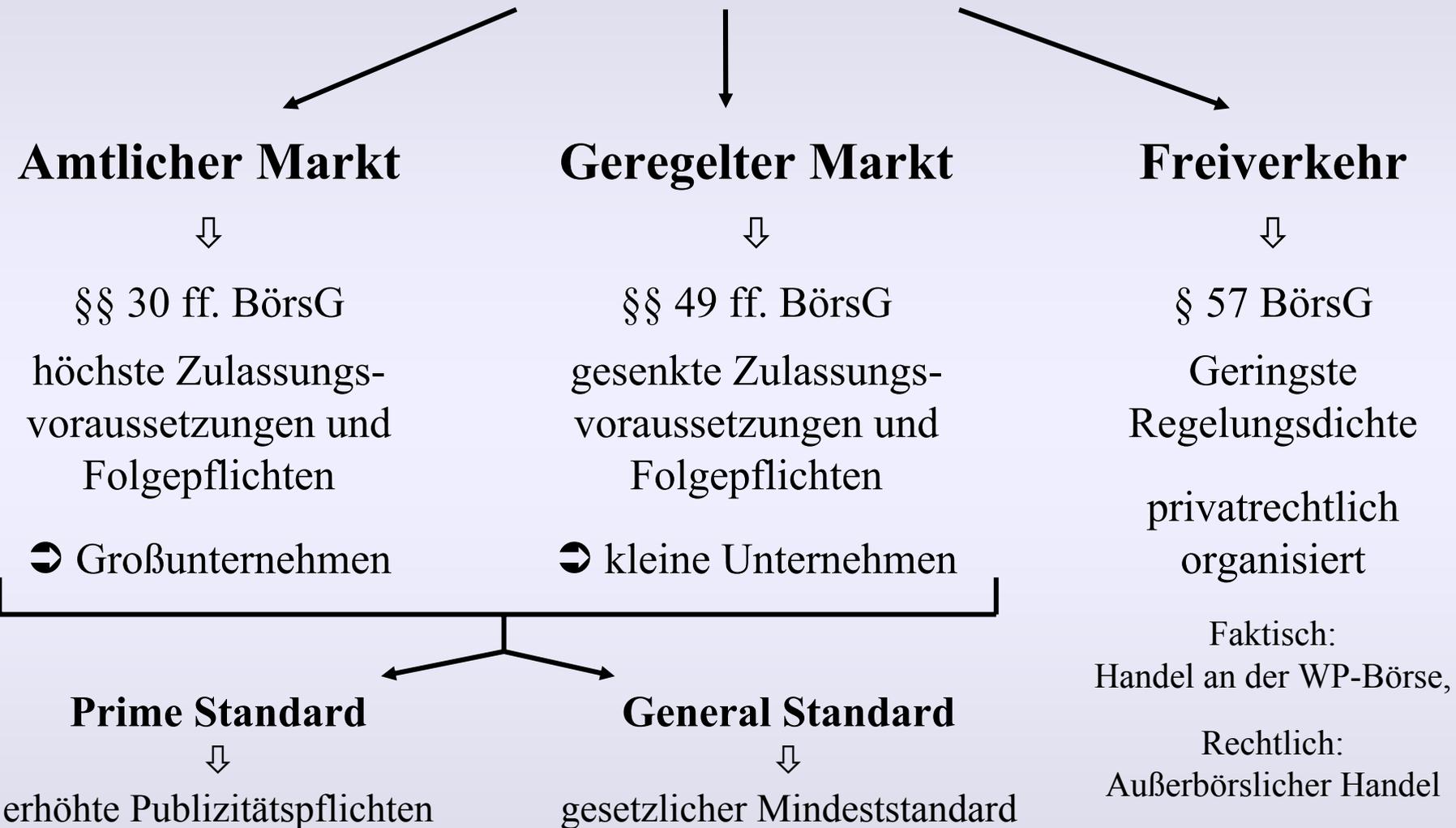
## 6. Schiedsgericht

- regelt Streitigkeiten zwischen Marktteilnehmern über Zustandekommen und Ausführung von Geschäften (§ 49 BörsO FWB)

# Marktteilnehmer

1. Zulassung erforderlich (§ 16 BörsG) = Verwaltungsakt
  - Sicherung der Bonität (wichtig wegen Kontrahierungszwang)
  - Zulassung gilt für alle Marktsegmente
    - ↔ Wertpapiere: Verbot der Doppelnotierung
  - Begründung öffentlichrechtlichen Benutzungsverhältnisses
  
2. Voraussetzung: Gewerbsmäßige Tätigkeit (§ 15 BörsO FWB)
  - Händler, Kommissionär oder Makler
  - Skontroführer ⇒ Preisfeststellung (§ 25 BörsG; § 27 BörsO FWB)
    - Neutralitätspflicht (§ 27 BörsG; § 36 BörsO FWB)
    - Ziel der Preisfestsetzung: größtmöglicher Umsatz (§ 32 BörsO FWB)
    - gesonderte Zulassung erforderlich (§ 26 BörsG; § 39a BörsO FWB)

# Börsensegmente



# Börsensegmente

## 1. Erleichterungen beim geregelten Markt

- Dauer des Bestehens als Unternehmen nicht zwingend 3 Jahre (§ 69 III Nr. 1 BörsO FWB: „soll“)
- Möglichkeit der Zulassung nur eines Teils der Gattung/Emission (§ 69 III Nr. 2 BörsO FWB)
- Geringere Anforderungen an die Streuung der Aktien (§ 69 III Nr. 3 BörsO FWB erklärt § 9 BörsZulV für unanwendbar)
- keine generelle obligatorische Zwischenberichterstattung (§ 54 S. 1 BörsG verweist nicht auf § 40 BörsG)  
Aber: § 71 BörsO FWB erklärt bei Aktien §§ 53 ff. BörsG für anwendbar
- geringere Gebühren

# Börsensegmente

2. Hohe Anforderungen im Prime Standard (§§ 42, 54 S. 2 BörsG)
- Abschluss nach IFRS oder US-GAAP in Deutsch + Englisch (§ 62 bzw. § 77 BörsO FWB)
  - Quartalsberichte in Deutsch + Englisch; bei Auslandsgesellschaft u.U. nur in Englisch (§ 63 bzw. § 78 BörsO FWB)
  - Unternehmenskalender in Deutsch + Englisch mit wesentlichen Terminen des Emittenten (§ 64 bzw. § 79 BörsO FWB)
  - jährliche Analystenveranstaltung (§ 65 bzw. § 80 BörsO FWB)
  - Ad-hoc-Mitteilungen auch in Englisch (§ 66 bzw. § 81 BörsO FWB)

IFRS = International Financial Reporting Standards

US-GAAP = US-amerikanische Generally Accepted Accounting Principles

# Börsensegmente

## 3. Niedrige Anforderungen im Freiverkehr

- keine öffentlich-rechtliche Zulassung
  - ⇒ Einbeziehung erfordert die Zustimmung des Emittenten nicht
  - ⇒ Regelungsautonomie der jeweiligen Börse: Richtlinien für den Freiverkehr erlässt die Deutsche Börse AG = Börsenträger (§ 89 II 1 BörsO FWB)
  - ⇒ Aber: Einfluss der Börsengeschäftsführung (§ 89 II 2 BörsO FWB) + Börsenaufsichtsbehörde (§ 57 III BörsG)
- keine Zwischenberichtserstattung
- keine Ad-hoc-Publizität (vgl. § 15 WpHG: „an einem inländischen *organisierten* Markt zugelassen“)
  - ⇒ Aber: Insiderhandelsverbot (§ 14 WpHG) und Marktmanipulationsverbot (§ 20a WpHG) sind anwendbar

# Außerbörslicher Handel

1. Außerbörsliche Handelsplattformen (§§ 58-60 BörsG)
  - Elektronisches Handelssystem (§ 58 BörsG) ⇒ weiter Begriff
    - nicht als Börse genehmigt ⇔ XETRA = Handelsart einer Börse
  - Börsenähnliche Einrichtung (§ 59 BörsG) ⇒ enger Begriff
    - Betreiber = Kredit- oder Finanzdienstleistungsinstitut
    - Zusammenführung von Angebot und Nachfrage
2. OTC-Handel („over the counter“)
  - Außerhalb der Börse und des BörsG
  - z.B. Telefonhandel zwischen Kreditinstituten
3. „Grauer Kapitalmarkt“
  - z.B. Anteile an geschlossenen Immobilienfonds

# Börsen- und Kapitalmarktaufsicht

## Aufsichtsbehörden

1. Bundesebene: Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht (BAFin)
  - Sitz: Bonn + Frankfurt
  - Allfinanzaufsicht (FinDAG v. 2002)
    - ⇔ Bundesaufsichtsamt (BA) für das Kreditwesen, BA für das  
Versicherungswesen, BA für den Wertpapierhandel
2. Landesebene: Börsenaufsicht (§ 1 BörsG)
  - Für FWB: Hessisches Wirtschaftsministerium
3. Ebene der Börse: Handelsüberwachungsstelle (s.o.)

# Börsen- und Kapitalmarktaufsicht

## Beispielhafte Aufgaben der BAFin

1. Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)
  - § 4 – Marktüberwachung + Anordnungsbefugnisse
  - § 9 – Meldepflichten
    - ⇒ „gläserner“ Wertpapiermarkt ⇒ Untersuchung von Auffälligkeiten
2. Übernahmerecht (WpÜG)
  - § 4 – Aufsicht + Anordnungsbefugnisse
  - § 40 – Ermittlungsbefugnisse
3. Wertpapierprospektgesetz (WpPG)
  - § 13 – Billigung von Prospekten
  - § 21 – Anordnungsbefugnisse

# Börsen- und Kapitalmarktaufsicht

## Problem: Marktaufsicht + Haftung

1. Akt: BGH befürwortet Drittwirkung der Amtspflicht
  - BGHZ 74, 144 = NJW 1979, 1354 (Wetterstein)
    - Kl. erwirbt Wertbrief von Gesellschaft, die unerlaubt Bankgeschäfte betreibt ⇒ Verlust wegen Konkurs
    - vorher Anfrage an BAKred hinsichtlich Bonität der Gesellschaft
  - BGHZ 75, 120 = NJW 1979, 1879 (Herstatt)
    - Schaden eines Einlagegläubigers im Konkurs der Herstatt-Bank
    - Hinweise des BAKred über „unvertretbare“ Devisenhandelspraxis
2. Akt: § 6 IV KWG ⇒ § 4 IV FinDAG
  - Wahrnehmung der Aufgaben und Befugnisse „nur im öffentlichen Interesse“

# Börsen- und Kapitalmarktaufsicht

## Problem: Marktaufsicht + Haftung

3. Akt: Rechtsprechung stützt den Haftungsausschluss
- EuGH NJW 2004, 3479 (BVH-Bank)
    - EG-Recht gebietet keine Staatshaftung wegen fehlerhafter Aufsicht, wenn die Entschädigung nach der EG-Richtlinie zur Einlagensicherung gewährleistet ist
  - BGHZ 162, 49 = NJW 2005, 742 (BVH-Bank)
    - § 6 IV KWG bzw. § 4 IV FinDAG ist mit EG-Recht und Verfassungsrecht vereinbar ⇒ Keine Amtshaftung bei unterlassener Aufsicht
  - BGH ZIP 2005, 1168 = WM 2005, 1362
    - Ausschluss der Amtshaftung gilt auch bei Schäden durch fehlerhaft ergriffene Aufsichtsmaßnahmen