

/ Wenn Aktien ohne Mitwirkung des Emittenten in den Freiverkehr einbezogen werden

23.09.2016

Aktien- & Kapitalmarktrecht | New York

Bisweilen wenden sich ausländische Unternehmen an uns, wenn sie feststellen, dass ihre Aktien im Freiverkehr einer deutschen Börse gehandelt werden. Für gewöhnlich haben diese Unternehmen einen solchen Handel nie veranlasst und fragen sich, welche Folgen er für sie hat (insbesondere Folgepflichten und Haftungsrisiken) und wie er verhindert oder beendet werden kann. Diese Fragen sollen in diesem Beitrag beleuchtet werden.

Was ist der Freiverkehr?

Beim Freiverkehr handelt es sich um ein Marktsegment der deutschen Börsen, das keiner allgemeinen Aufsicht durch eine staatliche Stelle untersteht. Sein Primärzweck besteht darin, den Handel mit Aktien und Optionsscheinen zu ermöglichen, die von ausländischen Unternehmen oder kleinen und mittleren deutschen Unternehmen emittiert wurden (und bereits zum Handel an anderen Börsen zugelassen sind). Anders als der regulierte Markt beruht dieses Marktsegment auf dem Privatrecht. Die rechtlichen Schwellen für die Einbeziehung von Wertpapieren in den Freiverkehr sind niedrig, wodurch der Zugang erleichtert wird.

Alle deutschen Freiverkehrsmärkte haben Teilbereiche, für die weitere Zulassungsvoraussetzungen und Folgepflichten bestehen (wie z.B. der Entry Standard der Frankfurter Börse und das Segment M:Access der Börse München). Sie werden als qualifizierte Freiverkehrsegmente bezeichnet. Bestimmte deutsche und europäische kapitalmarktrechtliche Vorschriften (z.B. die Pflicht zur Veröffentlichung von Insiderinformationen nach der Marktmissbrauchsverordnung) finden auch auf Emittenten Anwendung, deren Wertpapiere in diese Teilbereiche des Freiverkehrs einbezogen werden. Die Einbeziehung von Wertpapieren in qualifizierte Freiverkehrsegmente bedarf grundsätzlich der Zustimmung des Emittenten. Dieser Artikel bezieht sich nur auf den allgemeinen Freiverkehr an den deutschen Börsen.

Wie erfolgt die Einbeziehung von Wertpapieren in den Freiverkehr?

Nach den Allgemeinen Geschäftsbedingungen der diversen deutschen Börsen sind „Spezialisten“ (insbesondere Börsenhändler) berechtigt, die Einbeziehung von Wertpapieren in den Freiverkehr ohne Zustimmung oder Benachrichtigung des Emittenten zu beantragen. Ein Spezialist wird dies tun, wenn er bei deutschen oder europäischen Investoren eine ausreichende Nachfrage nach den Wertpapieren feststellt. Für den Emittenten gilt die Zulassung als ausschließlich vorteilhaft, da sie den Handel mit dem Wertpapier verstärkt und ggf. die Sichtbarkeit des Emittenten in Deutschland fördert.

Für eine Einbeziehung des Wertpapiers ohne Zustimmung des Emittenten muss ein Spezialist einen entsprechenden Antrag bei der Börse stellen und bestimmte Angaben zum Wertpapier und zum Emittenten machen. In manchen Fällen ist ein Exposé erforderlich, doch anders als im regulierten Markt und in den qualifizierten Freiverkehrsegmenten gibt es keine Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts. Der Spezialist ist verpflichtet, den Emittenten über die geplante Notierung zu benachrichtigen, ein Widerspruch des Emittenten ist jedoch unerheblich. Über die Einbeziehung entscheidet die Börse als Betreiberin des Freiverkehrs.

Ergeben sich aus der Einbeziehung in den Freiverkehr Pflichten für den Emittenten?

Durch die Einbeziehung in den Freiverkehr treffen den Emittenten keine Folgepflichten, da zwischen dem Emittenten und der Börse kein Vertragsverhältnis besteht. Der Emittent unterliegt damit in Bezug auf die Einbeziehung und die der Börse von dem Spezialisten übermittelten Informationen keiner Haftung. Es bestehen auch keine Pflichten zur Veröffentlichung kursrelevanter Informationen und zur Finanzberichterstattung, die über die gesetzlichen hinausgehen.

Ist ein Delisting der Wertpapiere aus dem Freiverkehr möglich?

Aus rechtlicher Sicht ist ein Delisting von Aktien, die in einen Freiverkehr einbezogen wurden, grundsätzlich möglich. Ein Kündigungsrecht in Bezug auf die Einbeziehung steht jedoch nur der Börse und dem Spezialisten zu. Falls zwischen dem Emittenten und dem Spezialisten, der die Zulassung veranlasst hat, kein Vertragsverhältnis besteht, kann der Emittent den Spezialisten nicht anweisen, die Beendigung der Börsennotierung zu veranlassen.

Bei der Überlegung, ob eine Notierung im Freiverkehr beendet werden soll, sollten ferner die folgenden Aspekte berücksichtigt werden. Erstens müsste der Emittent zur Beendigung der „deutschen Notierung“ nicht nur die Einbeziehung in den Freiverkehr einer Börse kündigen (dies wäre sehr wahrscheinlich die Frankfurter Börse), sondern auch die Einbeziehung in den Freiverkehr bei jeder anderen deutschen Börse. Zweitens könnte, selbst wenn dies erreicht wurde, jede als Spezialist zugelassene Bank ohne Zustimmung des Emittenten die Wiedereinbeziehung bei jeder Regionalbörse in Deutschland beantragen. Drittens besteht für den Spezialisten, der die Einbeziehung in den Freiverkehr veranlasst hat, ein Risiko, dass Anleger ihn ggf. wegen der Kündigung der Notierung in Anspruch nehmen, da ihre Aktien dadurch ihre Handelbarkeit über die deutschen Börsen verlieren, so dass viele Spezialisten zögern dürften, im Falle einer entsprechenden Aufforderung des Emittenten eine Kündigung in Betracht zu ziehen.

Unter bestimmten Voraussetzungen ist die Börse zur Kündigung der Einbeziehung berechtigt, z.B. wenn ein Handel im Freiverkehr aus technischen Gründen nicht möglich ist. Dies kann beispielsweise der Fall sein, wenn Börsengeschäfte mit dem einbezogenen Wertpapier nicht mehr über das deutsche Clearingsystem abgewickelt werden können.

Haben Sie Fragen? Kontaktieren Sie gerne: [Dr. Stephan Schulz](#)

Practice Group: [Aktien- & Kapitalmarktrecht](#)

Contact Person



Dr. Stephan Schulz

Mitglied der Practice Group Aktien- & Kapitalmarktrecht
Rechtsanwalt

T +49 40 3003970