

# Kapitalmarktrecht

Groß

9. Auflage 2025  
ISBN 978-3-406-82844-7  
C.H.BECK

schnell und portofrei erhältlich bei  
[beck-shop.de](https://beck-shop.de)

Die Online-Fachbuchhandlung [beck-shop.de](https://beck-shop.de) steht für Kompetenz aus Tradition. Sie gründet auf über 250 Jahre juristische Fachbuch-Erfahrung durch die Verlage C.H.BECK und Franz Vahlen.

[beck-shop.de](https://beck-shop.de) hält Fachinformationen in allen gängigen Medienformaten bereit: über 12 Millionen Bücher, eBooks, Loseblattwerke, Zeitschriften, DVDs, Online-Datenbanken und Seminare. Besonders geschätzt wird [beck-shop.de](https://beck-shop.de) für sein umfassendes Spezialsortiment im Bereich Recht, Steuern und Wirtschaft mit rund 700.000 lieferbaren Fachbuchtiteln.

grunde liegenden Finanzinstrument erforderlich ist.<sup>2</sup> Das Gleiche gilt für eine Einstellung des Handels nach Absatz 1 Satz 1 Nummer 2.

(1b) Die Börsenaufsichtsbehörde und die Bundesanstalt sind von einer Aussetzung oder Einstellung des Handels nach Absatz 1 oder 1a unverzüglich in Kenntnis zu setzen.

(2) Widerspruch und Anfechtungsklage gegen die Aussetzung des Handels haben keine aufschiebende Wirkung.

(3) Für Maßnahmen nach Artikel 23 Absatz 1 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 gelten Absatz 1 Satz 2 und Absatz 2 entsprechend.

### Übersicht

	Rn.
I. Einleitung .....	1
II. Aussetzung des Handels .....	3
1. Begriff .....	3
2. Auswirkungen .....	4
3. Voraussetzungen .....	5
4. Entscheidung .....	7
III. Einstellung des Handels .....	8
IV. Rechtsmittel .....	9
1. Aussetzung des Handels .....	9
a) Rechtsnatur .....	9
b) Rechtsmittel .....	10
2. Einstellung des Handels .....	12
V. Amtshaftung .....	13

### I. Einleitung

§ 25 Abs. 1 und 2 entsprechen im Wesentlichen § 38 Abs. 1 und 2 iF vor dem FRUG. Die darin durch das FRUG vorgenommenen Änderungen dienen der Umsetzung von Art. 41 MiFID (Art. 52 MiFID II). So wurde § 38 Abs. 1 und 2 iF vor dem FRUG dahingehend angepasst, dass es nicht mehr um die Aussetzung oder Einstellung der Notierung, sondern des Handels geht, wodurch dann wieder, da ohne Handel keine Preise ermittelt werden können, die Notierung entfällt. Außerdem erfasst § 25 Abs. 1 sämtliche Finanzinstrumente und nicht nur Wertpapiere. § 25 Abs. 1a setzt Art. 52 Abs. 2 UAbs. 2 MiFID II um. § 25 Abs. 1 S. 2 aF wurde durch das 2. FiMaNoG v. 26.7.1994 (BGBl. 1994 I 1749) in den neuen Abs. 1b verschoben und setzt Art. 48 Abs. 5 MiFID II um.

Die Regelung zur Aussetzung und Einstellung des Handels – und damit auch der Notierung – aus dem Paragraphen herauszunehmen, der auch Widerruf und Rücknahme der Zulassung regelt, § 38 iF vor dem FRUG, ist systematisch richtig und zu begrüßen. § 38 iF vor dem FRUG regelte nämlich **zwei streng zu unterscheidende Komplexe**, die **Aussetzung** bzw. **Einstellung der Notierung** als die den Börsenhandel und die Preisermittlung betreffende Tätigkeit der Geschäftsführung einerseits und die „**Beendigung**“<sup>1</sup> **der Zulassung** durch die bis zur Änderung durch das FRUG

<sup>1</sup> Es wird hier bewusst untechnisch von der Beendigung gesprochen, da § 39 Abs. 1 ganz verschiedene Beendigungsmöglichkeiten nennt, Widerruf und Rücknahme nach dem

hierfür zuständige Zulassungsstelle andererseits. Bereits in dieser damals geltenden unterschiedlichen Zuständigkeit der Geschäftsführung für die Aussetzung/Einstellung der Notierung und der früher zuständigen Zulassungsstelle für die „Beendigung“ der Zulassung kam der Unterschied zwischen den beiden Materien zum Ausdruck.

## II. Aussetzung des Handels

### 1. Begriff

- 3 Die in § 25 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 genannte **Aussetzung** ist die **vorübergehende Beendigung des Börsenhandels und damit der Notierung** in dem betreffenden Wirtschaftsgut oder Recht.<sup>2</sup> Ob daneben auch eine Rücknahme oder ein Widerruf des Handels nach §§ 48, 49 VwVfG zulässig ist,<sup>3</sup> hängt davon ab, ob man die Einführung als Verwaltungsakt ansieht (→ § 38 Rn. 2).

### 2. Auswirkungen

- 4 Die Aussetzung als zeitlich befristete Beendigung des Börsenhandels in dem betroffenen Wirtschaftsgut oder Recht<sup>4</sup> erfasst auch den elektronischen Börsenhandel.<sup>5</sup> Ob die Aussetzung auch den Abschluss von Geschäften ohne Vermittlung der Skontroführer, zB im Wege sog. Parkett- oder Direktgeschäfte, verbietet, wird unterschiedlich beurteilt.<sup>6</sup> Ein Handel außerhalb der Börse trotz Kursaussetzung wird dagegen allgemein als zulässig erachtet, selbst wenn daran Börsenmitglieder beteiligt sind.<sup>7</sup> Von der Aussetzung sind die Streichung und das Hinausschieben der Notierung zu unterscheiden. Wartet der Skontroführer im Einvernehmen mit der aufsichtsführenden Person mit der Notierung eine angemessene Zeit ab, wird die Notierung nur hinausgeschoben. Wenn ein Kurs aufgrund der aktuellen Orderlage nicht festgestellt werden kann, kann der skontroführende Börsenmakler den Kurs streichen.<sup>8</sup>

### 3. Voraussetzungen

- 5 Die Aussetzung des Handels setzt voraus, dass ein **ordnungsgemäßer Börsenhandel zeitweilig gefährdet** oder dies zum **Schutz des Publikums geboten** erscheint.<sup>9</sup> Eine Gefährdung des ordnungsgemäßen Börsen-

---

VwVfG, Widerruf wegen fehlender Gewährleistung des ordnungsgemäßen Börsenhandels, Widerruf wegen Verstoßes gegen die Zulassungsfolgepflichten sowie Widerruf auf Antrag des Emittenten.

<sup>2</sup> Begr. RegE Börsenzulassungs-Gesetz v. 16.12.1986, BT-Drs. 10/4296, 15; Schwark/Zimmer/Kumpan Rn. 2; Jaskulla WM 2002, 1093 (1094).

<sup>3</sup> Schäfer/Hamann/Gebhardt § 38 Rn. 2.

<sup>4</sup> Schäfer/Hamann/Gebhardt § 38 Rn. 2.

<sup>5</sup> Schwark/Zimmer/Kumpan Rn. 2; Jaskulla WM 2002, 1093 (1094).

<sup>6</sup> Nachw. Jaskulla WM 2002, 1093 (1094); s. auch Kümpel/Hammen BörsenR 243 f.; gegen ein allgemeines Handelsverbot Schwark/Zimmer/Kumpan Rn. 11; Hopt/Kumpan Rn. 4.

<sup>7</sup> So wohl auch Schwark/Zimmer/Kumpan Rn. 11.

<sup>8</sup> Jaskulla WM 2002, 1093 (1094).

<sup>9</sup> IE dazu Schäfer/Hamann/Gebhardt § 38 Rn. 9; Jaskulla WM 2002, 1093 (1095 ff.); Schwark/Zimmer/Kumpan Rn. 3 ff.

handels kann insbesondere dann vorliegen, wenn **ad-hoc-publizitätspflichtige Ereignisse iSd Art. 17 MAR** vorliegen, und diese noch nicht veröffentlicht sind. Ziel der Ad-hoc-Publizität ist gerade, durch die Veröffentlichung zu vermeiden, dass sich infolge mangelhafter oder fehlender Publizität inadäquate Marktpreise bilden und dadurch der Börsenhandel nicht mehr als ordnungsgemäß angesehen werden kann.<sup>10</sup>

Ein solchermaßen nicht ordnungsgemäßer Börsenhandel führt auch dazu, **6** dass eine **Kursaussetzung zum Schutze des Publikums geboten ist**. Da die Banken bei der kommissionsrechtlichen Ausführung ihrer Kundenaufträge die ihnen von ihren Kontrahenten in Rechnung gestellten Preise ihren Kunden weitergeben, diese Preise aber gerade aufgrund der Informationsdefizite keine ordnungsgemäßen Börsenpreise sind, besteht die Gefahr eines Schadens der Kunden und damit des Publikums.<sup>11</sup>

#### 4. Entscheidung

Die Entscheidung über die Aussetzung des Handels im regulierten Markt **7** ist eine **Ermessensentscheidung der Börsengeschäftsführung**.<sup>12</sup> Dabei bezieht sich das Ermessen nicht nur auf die Frage, **ob eine Aussetzung erfolgen**, sondern auch, **wie lange diese Aussetzung dauern soll**.<sup>13</sup> Bei der Ermessensentscheidung sind verschiedene Kriterien zu berücksichtigen: Zum einen ist dies der **Anstaltszweck der Börse, der im Börsenhandel und nicht in** der Aussetzung des Handels besteht; zum anderen führt die Kursaussetzung nach **Nr. 8 Abs. 2 der Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte**<sup>14</sup> zum **Erlöschen sämtlicher Kundenaufträge**. Auch dies hat die Geschäftsführung bei ihrer Entscheidung zur berücksichtigen.<sup>15</sup> Beides spricht dafür, dass die **Aussetzung nur dann erfolgen sollte**, wenn sie tatsächlich eine angemessene Reaktion auf die bekannt gewordenen neuen Tatsachen darstellt, dh wenn sie verhältnismäßig ist und **nicht durch andere Maßnahmen vermieden werden kann**. Zu einer solchen Maßnahme gehört auch die **frühzeitige Ad-hoc-Publizität**. Ist das „ob“ der Kursaussetzung entschieden, ist darauf zu achten, dass die **Kursaussetzung nur für kurze Zeit**, möglichst nur für einen Zeitraum von ca. 1–1,5 Stunden<sup>16</sup> erfolgt. Rein praktisch wird die für die Entscheidung der Geschäftsführung der Börse erforderliche Überlegungsfrist bei Ad-hoc-Mitteilungen durch die systemimmanente Verzögerung von 30 Minuten nach Eingabe der Ad-hoc-Mitteilung in das Verbreitungssystem, der dann unmittelbar erfolgenden Unterrichtung der Börsen und der BaFin und der idR<sup>17</sup> dann erst 30 Minuten später erfolgenden Veröffentlichung der Ad-hoc-Information sicher gestaltet.

<sup>10</sup> Wie hier Schwark/Zimmer/Kumpan Rn. 7; Kümpel/Hammen BörsenR 245 f.

<sup>11</sup> Schwark/Zimmer/Kumpan Rn. 11.

<sup>12</sup> Schwark/Zimmer/Kumpan Rn. 5.

<sup>13</sup> Kümpel/Hammen BörsenR 251; Schäfer/Hamann/Gebhardt § 30 Rn. 10 ff.

<sup>14</sup> Jütten BuB Rn. 7/59.

<sup>15</sup> Schwark/Zimmer/Kumpan Rn. 5.

<sup>16</sup> Ausf. hierzu Kümpel/Hammen BörsenR 251 ff.

<sup>17</sup> In Absprache mit der Geschäftsführung der Börse kann die 30-Minuten-Frist verkürzt und sogar gänzlich aufgehoben werden. Das ist uU bei accelerated bookbuildings sinnvoll, wenn aufgrund zeitlicher Enge unmittelbar nach Entscheidung des Emittenten die Investorenansprache erfolgen soll.

### III. Einstellung des Handels

- 8 Die in § 25 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 genannte **Einstellung des Handels** ist die auf **längere Sicht wirkende Beendigung des Börsenhandels und der Notierung** in dem betreffenden Wertpapier.<sup>18</sup> Sie ist Voraussetzung für den Widerruf der Zulassung nach § 39 Abs. 1 und hat erhebliche negative Auswirkungen auf den Emittenten, aber auch auf die Anleger. Deshalb ist sie nur unter strengen Voraussetzungen zulässig, etwa bei Eröffnung eines Insolvenzverfahrens, bei dem ein ordnungsgemäßer Börsenhandel für die Zukunft ausgeschlossen erscheint oder zumindest für einen längeren Zeitraum nicht mehr stattfinden kann. In der Praxis kann aber auch bei einem noch laufenden Insolvenzverfahren ein weiterer Handel durchaus geboten sein, zB bis etwa aufgrund einer entsprechenden Mitteilung des Insolvenzgerichts die Vermögenslosigkeit der betreffenden Gesellschaft definitiv feststeht; das ist auch der Hintergrund für den durch das TUG eingefügten § 43. Dies entspricht auch der ständigen Praxis der Geschäftsführung, die nicht bereits bei Eröffnung des Insolvenzverfahrens eine Einstellung des Handels vornimmt, sondern erst bei dessen Abschluss oder bei der oben genannten Mitteilung.<sup>19</sup>

### IV. Rechtsmittel

#### 1. Aussetzung des Handels

- 9 **a) Rechtsnatur.** Zur Kursaussetzung vertrat die wohl überwiegende Auffassung die Ansicht, dies sei ein Verwaltungsakt.<sup>20</sup> Das wird man auch für die Aussetzung des Handels annehmen müssen,<sup>21</sup> da das FRUG hier materiell nichts verändert hat. Dass Anknüpfungspunkt jetzt nicht mehr die Notierung, sondern der Handel als solcher ist, ändert materiell nichts, da der Handel Voraussetzung für eine Preisermittlung ist.
- 10 **b) Rechtsmittel.** Gemäß § 25 Abs. 2 haben Widerspruch und Anfechtungsklage keine aufschiebende Wirkung. Eine Anfechtungsklage des Emittenten ist damit zwar grundsätzlich möglich, allerdings aufgrund der zeitlichen Gegebenheiten eher ungewöhnlich. Die Natur der Aussetzung liegt in ihrer kurzen Dauer, weshalb sie sich schnell durch Zeitablauf erledigt hat mit der Folge, dass Widerspruch und Anfechtungsklage mangels Rechtsschutzbedürfnis unzulässig sein dürften.<sup>22</sup>
- 11 Die – soweit ersichtlich – einstimmige Auffassung in der Literatur lehnte bei der **Aussetzung der Notierung** nach **§ 38 Abs. 1 Nr. 1** idF vor dem FRUG zwar die Widerspruchs- und Anfechtungsbefugnis des einzelnen

<sup>18</sup> Schäfer/Hamann/Gebhardt § 36 Rn. 3; Schäfer/Hamann/Gebhardt § 38 Rn. 25: endgültige Maßnahme.

<sup>19</sup> Vgl. dazu ausf. Weber ZGR 2001, 422 (449 ff.); Grub/Streit BB 2004, 1397 (1397 ff.); Schäfer/Hamann/Gebhardt § 38 Rn. 29: in der Praxis finde die Einstellung erst beim Erlöschen des Emittenten infolge eines Insolvenzverfahrens und beim erfolgten Squeeze-out Anwendung.

<sup>20</sup> Für die Kursaussetzung im Terminhandel OLG Frankfurt a. M. Urt. v. 18.1.2001 – 1 U 209/99, ZIP 2001, 730 (732); Schäfer/Hamann/Gebhardt § 38 Rn. 5.

<sup>21</sup> Schwark/Zimmer/Kumpan Rn. 15, der die Verwaltungsaktqualität § 25 Abs. 2 entnimmt.

<sup>22</sup> Jaskulla WM 2002, 1093 (1101); Schwark/Zimmer/Kumpan Rn. 15.

Anlegers ab,<sup>23</sup> gewährte ihm jedoch im Falle einer Verletzung des § 38 Abs. 1 Nr. 1 idF vor dem FRUG Amtshaftungsansprüche.<sup>24</sup> Das war inkonsistent, weil ein Anspruch aus Amtshaftung nach § 839 BGB die Verletzung einer auch den Anspruchsteller schützenden Amtspflicht voraussetzt.<sup>25</sup> Drittschutz und Widerspruchs- bzw. Anfechtungsbefugnis sind, jedenfalls soweit es um den Schutz vor Verwaltungsakten geht, gleich zu beurteilen.<sup>26</sup> Deshalb hätte man grundsätzlich auch von einer Widerspruchs- und Anfechtungsbefugnis des Anlegers gegen die Kursaussetzung ausgehen müssen. Das 4. FinFMG hat aber insofern in § 12 Abs. 3 idF vor dem FRUG, der insoweit § 15 Abs. 6 aF, jetzt § 15 Abs. 8, entspricht, ausdrücklich geregelt, dass die Geschäftsführung die ihr nach diesem Gesetz zugewiesenen Aufgaben und Befugnisse „nur im öffentlichen Interesse“ wahrnimmt (→ § 15 Rn. 13 f., dort auch mwN zu den entsprechenden Regelungen für andere Börsenorgane). Hält man diese Regelung und ihre Konsequenz, den Ausschluss von Amtshaftungsansprüchen nicht unmittelbar Betroffener, für verfassungsrechtlich zulässig, dann dürfte auch ein Amtshaftungsanspruch und damit dann auch konsequenterweise eine Widerspruchs- und Anfechtungsbefugnis des Anlegers bei Aussetzung der Notierung ausscheiden.<sup>27</sup> Widerspruchs- und klagebefugigt ist damit nicht der einzelne Anleger, wohl aber sind es die Handelsteilnehmer.<sup>28</sup>

## 2. Einstellung des Handels

Zur Einstellung des Handels gilt das zur Aussetzung des Handels Ausgeführte (→ Rn. 9 ff.).<sup>29</sup>

## V. Amtshaftung

Zur Amtshaftung der Geschäftsführung bei Aussetzung und Einstellung des Handels gilt § 15 Abs. 8 mit der Folge, dass Amtshaftungsansprüche der Adressaten der jeweiligen Maßnahmen in Betracht kommen, während die der betroffenen Anleger mangels sie umfassender Amtspflicht, hält man die entsprechende, durch das 4. FinFMG eingefügte Regelung für zulässig und wirksam<sup>30</sup>, ausscheiden dürften. Eine Haftung gegenüber dem

<sup>23</sup> Schwark, BörsG, 2. Aufl. 1994, § 43 Rn. 11.

<sup>24</sup> Vgl. nur Schwark, BörsG, 2. Aufl. 1994, § 43 Rn. 12.

<sup>25</sup> Darauf weist das OLG Frankfurt a. M. Ur. v. 18.1.2001 – 1 U 209/99, ZIP 2001, 730 (732) zu Recht hin.

<sup>26</sup> OLG Frankfurt a. M. Ur. v. 18.1.2001 – 1 U 209/99, ZIP 2001, 730 (732).

<sup>27</sup> VGH Mannheim Beschl. v. 3.4.2020 – 6 S 1637/19, ZIP 2020, 973 m. zust. Anm. Hell EWiR 2020, 619; OLG Frankfurt a. M. Ur. v. 18.1.2001 – 1 U 209/99, ZIP 2001, 730 (731 f.); Schwark/Zimmer/Kumpan Rn. 15; Jaskulla WM 2002, 1093 (1103 f.); ebenso Schäfer/Hamann/Gebhardt § 38 Rn. 34 f.

<sup>28</sup> Schwark/Zimmer/Kumpan Rn. 15; Hopt/Kumpan Rn. 4; OLG Frankfurt a. M. Ur. v. 18.1.2001 – 1 U 209/99, ZIP 2001, 730 (731 f.); Hell EWiR 2020, 619 (620).

<sup>29</sup> Ebenso Schwark/Zimmer/Kumpan Rn. 15.

<sup>30</sup> Ausf. Nachweise zu dieser Thematik Hopt/Hopt Bankgeschäfte Rn. A/5; der EuGH hat die im früheren § 6 Abs. 4 KWG enthaltene vergleichbare Regelung für europarechtlich unbedenklich erklärt, EuGH Ur. v. 12.10.2004 – C-222/02, ZIP 2004, 2039, der BGH hat einen Verstoß des früheren § 6 Abs. 4 KWG (jetzt § 4 Abs. 4 FinDAG) gegen das GG verneint, BGH Ur. v. 20.1.2005 – III ZR 48/01, ZIP 2005, 287 (291 f.); dem haben sich jüngst das OLG Frankfurt, das LG Wuppertal und LG Frankfurt angeschlossen, OLG Frankfurt Beschl. v. 6.2.2023 – 1 U 173/22 Wirecard, WM 2023, 1077, 1082 unter ausdrücklichem Verweis auf Ur. v. 6.2.2020 – 1 U 83/19, WM 2020, 2338 zu § 4 Abs. 4 FinDAG;

Emittenten und gegenüber den Handelsteilnehmern bleibt dagegen möglich.<sup>31</sup>

## § 26 Verleitung zu Börsenspekulationsgeschäften

(1) Es ist verboten, gewerbsmäßig andere unter Ausnutzung ihrer Un-  
erfahrenheit in Börsenspekulationsgeschäften zu solchen Geschäften oder  
zur unmittelbaren oder mittelbaren Beteiligung an solchen Geschäften  
zu verleiten.

(2) Börsenspekulationsgeschäfte im Sinne des Absatzes 1 sind insbeson-  
dere

1. An- oder Verkaufsgeschäfte mit aufgeschobener Lieferzeit, auch wenn  
sie außerhalb einer inländischen oder ausländischen Börse abgeschlos-  
sen werden, und
2. Optionen auf solche Geschäfte,  
die darauf gerichtet sind, aus dem Unterschied zwischen dem für die  
Lieferzeit festgelegten Preis und dem zur Lieferzeit vorhandenen Börsen-  
oder Marktpreis einen Gewinn zu erzielen.

- 1 § 26 entspricht im Wesentlichen § 89 idF vor dem 4. FinFMG und § 23  
idF vor dem FRUG, wobei eine Trennung zwischen der jetzt in § 26  
enthaltenen Bezugsnorm und der entsprechenden Strafnorm in § 49 erfolgt,  
während § 89 idF vor dem 4. FinFMG noch beides enthielt. § 49 enthält  
jetzt die Rechtsfolge des in § 26 geregelten Verstoßes. § 26 und § 49 zu-  
sammen sind identisch mit § 89 idF vor dem 4. FinFMG.<sup>1</sup>
- 2 **Börsenspekulationsgeschäfte** sind **An- oder Verkaufsgeschäfte**, die  
deshalb abgeschlossen werden, um aus **zwischenzeitlichen Preisunter-  
schieden** einen Gewinn zu ziehen, der dann durch ein Gegengeschäft  
realisiert werden soll.<sup>2</sup> § 26 Abs. 2 umschreibt<sup>3</sup> den Begriff des Börsenspeku-  
lationsgeschäfts in Anlehnung an § 764 BGB aF.<sup>4</sup> Nicht zu den Börsenspeku-  
lationsgeschäften gehören Geschäfte, die der Preissicherung dienen, sog.  
Hedgeschäfte.<sup>5</sup>
- 3 Voraussetzung einer Strafbarkeit nach § 26 iVm § 49 ist, dass der Täter  
einen anderen **zum Spekulationsgeschäft verleitet hat**. Das setzt voraus,  
dass ein Geschäft tatsächlich abgeschlossen wurde.<sup>6</sup> Verleiten bedeutet erfolg-

---

Wuppertal Urt. v. 10.9.2021 – 2 O 441/20, WM 2022, 179 m. zust. Anm. Hammen WuB  
§ 839 BGB 04/2022, 166; LG Frankfurt Urt. v. 19.1.2022 – 2-04 O 531/20, BKR 2022,  
323 m. krit. Anm. Schürger BKR 2022, 323 (328 ff.); sehr krit. und letztendlich die Europar-  
rechtskonformität von § 4 Abs. 4 FinDaG – und damit wohl auch des § 3 Abs. 3 BörsG und  
anderer vergleichbarer Bestimmungen (§ 12 Abs. 6 für den Börsenrat, § 15 Abs. 8 für die  
Börsengeschäftsführung, § 22 Abs. 2 S. 3 für den Sanktionsausschuss) – verneinend Schürger  
BKR 2021, 601 (604 ff.); ebenso Schürger BKR 2022, 328 (329 f.) Anm. zu LG Frankfurt  
Urt. v. 19.1.2022 – 2-04 O 531/20, BKR 2022, 323.

<sup>31</sup> Schäfer/Hamann/Gebhardt § 38 Rn. 35; → § 15 Rn. 13 f., dort auch zu § 5  
Abs. 6.

<sup>1</sup> Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Worms § 9 Rn. 1 m. ausf. Begr. für die Neuregelung in  
Rn. 3 ff.

<sup>2</sup> Schwark/Zimmer/Böse § 49 Rn. 3 f.

<sup>3</sup> Nicht abschließend und entwicklungssoffen Schwark/Zimmer/Kumpan Rn. 2.

<sup>4</sup> Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Worms § 9 Rn. 7.

<sup>5</sup> Schwark/Zimmer/Böse § 49 Rn. 5.

<sup>6</sup> Schwark/Zimmer/Böse § 49 Rn. 6.

reiche Willensbeeinflussung im Sinne einer kausalen Einwirkung.<sup>7</sup> Ein solches Verleiten kann im Falle des unerlaubten Erstkontakts per Telefon bei einem unerfahrenen Anleger vorliegen.

Weitere Voraussetzung einer Strafbarkeit nach § 26 ist, dass die Tathandlung **unter Ausnutzung der Unerfahrenheit** des Anlegers erfolgt ist. Unerfahrenheit liegt dann vor, wenn mangels geschäftlicher Einsicht die Tragweite einer Unternehmung nicht genügend erfasst werden kann. Die in § 26 geforderte Unerfahrenheit bezieht sich nicht generell auf den Geschäftsverkehr, sondern speziell nur auf Börsengeschäfte.<sup>8</sup> Dabei wird man wegen der besonderen Unübersichtlichkeit und Undurchschaubarkeit der Börsenspekulationsgeschäfte erst dann von einem erfahrenen Anleger ausgehen können, wenn er verlässliche generelle Kenntnisse über Funktionsweise, Chancen und Risiken besitzt und außerdem die Tragweite des Geschäfts im Einzelfall ausreichend zu überblicken vermag.

§ 26 ist Schutzgesetz iSv § 823 Abs. 2 BGB.<sup>9</sup>

### § 26a Order-Transaktions-Verhältnis

**<sup>1</sup>Die Handelsteilnehmer sind verpflichtet, ein angemessenes Verhältnis zwischen ihren Auftragsangaben, -änderungen und -löschungen und den tatsächlich ausgeführten Geschäften (Order-Transaktions-Verhältnis) zu gewährleisten, um Risiken für den ordnungsgemäßen Börsenhandel zu vermeiden. <sup>2</sup>Das Order-Transaktions-Verhältnis ist dabei jeweils für ein Finanzinstrument und anhand des zahlenmäßigen Volumens der jeweiligen Aufträge und Geschäfte innerhalb eines Tages zu bestimmen. <sup>3</sup>Ein angemessenes Order-Transaktions-Verhältnis liegt insbesondere dann vor, wenn dieses auf Grund der Liquidität des betroffenen Finanzinstruments, der konkreten Marktlage oder der Funktion des handelnden Unternehmens wirtschaftlich nachvollziehbar ist. <sup>4</sup>Die Börsenordnung muss nähere Bestimmungen zum angemessenen Order-Transaktions-Verhältnis für bestimmte Gattungen von Finanzinstrumenten treffen.**

Die durch das Gesetz zur Vermeidung von Gefahren und Missbräuchen im Hochfrequenzhandel (**Hochfrequenzhandelsgesetz**) v. 7.5.2013 (BGBl. 2013 I 1162) eingefügten, in § 26a S. 2 (der Bezugszeitraum wurde von einem Monat auf einen Tag verkürzt) und in § 26b durch einen neuen S. 3 jeweils durch das 2. FiMaNoG v. 26.7.1994 (BGBl. 1994 I 1749) erweiterten § 26a und § 26b dienen der Eindämmung insbesondere der möglichen Folgen des Hochfrequenzhandels für den ordnungsgemäßen Börsenhandel. Bei der Festlegung eines angemessenen Order-Transaktions-Verhältnisses soll insbesondere berücksichtigt werden, ob dieses aufgrund der Liquidität des betroffenen Finanzinstruments, der konkreten Marktlage oder der Funktion des handelnden Unternehmens wirtschaftlich nachvollziehbar ist. Dabei soll im angemessenen Rahmen die Möglichkeit bestehen bleiben, bei der Fest-

<sup>7</sup> Schwark/Zimmer/Kumpan Rn. 15; Hopt/Kumpan Rn. 1; Schwark/Zimmer/Böse § 49 Rn. 7. Ob darüber hinaus auch noch ein Element der Unlauterkeit erforderlich ist, ist str., vgl. Kumpel WM 1989, 1494; abl. Hopt/Kumpan Rn. 1; Schwark/Zimmer/Böse § 49 Rn. 7.

<sup>8</sup> Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Worms § 9 Rn. 15; Schwark/Zimmer/Kumpan Rn. 8; Schwark/Zimmer/Böse § 49 Rn. 8; Hopt/Kumpan Rn. 1.

<sup>9</sup> Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Worms § 9 Rn. 40.

legung des Order-Transaktions-Verhältnisses die unterschiedliche Liquidität von Finanzinstrumenten, die Belange von Liquiditätsspendern und die konkrete Marktlage ausreichend zu berücksichtigen. Die Handelsüberwachungsstellen sind gemäß § 7 zuständig, die entsprechenden Vorgaben zu überwachen. Verstöße können nach § 19 und § 22 mit einem Ruhen oder einem Widerruf der Zulassung sowie mit Sanktionen des Sanktionsausschusses geahndet werden. Dient § 26a einer Eindämmung der Anzahl und Größe der eingestellten Orders, verfolgt § 26b den Zweck, immer kleinere Mindestpreisänderungsgrößen und damit einer unangemessenen Erhöhung des Order-Transaktions-Verhältnisses durch vermehrte Aktivitäten von Hochfrequenzhändlern einzudämmen.<sup>1</sup>

### § 26b Mindestpreisänderungsgröße

<sup>1</sup>Die Börse ist verpflichtet, eine angemessene Größe der kleinstmöglichen Preisänderung bei den gehandelten Finanzinstrumenten festzulegen, um negative Auswirkungen auf die Marktintegrität und -liquidität zu verringern. <sup>2</sup>Bei der Festlegung der Mindestgröße nach Satz 1 ist insbesondere zu berücksichtigen, dass diese den Preisfindungsmechanismus und das Ziel eines angemessenen Order-Transaktions-Verhältnisses im Sinne des § 26a nicht beeinträchtigt. <sup>3</sup>Wegen der einzelnen Anforderungen an die Festlegung der Mindestpreisänderungsgröße wird auf die Delegierte Verordnung (EU) 2017/588 der Kommission vom 14. Juli 2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards für das Tick-Größen-System für Aktien, Aktienzertifikate und börsengehandelte Fonds (ABl. L 87 vom 31.3.2017, S. 411) in der jeweils geltenden Fassung verwiesen. <sup>4</sup>Nähere Bestimmungen kann die Börsenordnung treffen.

1 Zur Kommentierung → § 26a Rn. 1.

### § 26c Market-Making-Systeme

(1) Die Börsenordnung muss Bestimmungen enthalten über die Zulassung von Wertpapierdienstleistungsunternehmen durch die Geschäftsführung, die an der Börse eine Market-Making-Strategie im Sinne des § 80 Absatz 5 des Wertpapierhandelsgesetzes verfolgen.

(2) <sup>1</sup>Die Börse trifft geeignete Vorkehrungen, um sicherzustellen, dass eine ausreichende Zahl an Wertpapierdienstleistungsunternehmen als Market Maker zugelassen wird, die feste und wettbewerbsfähige Preise stellen, wodurch dem Markt in stetiger und verlässlicher Weise Liquidität zugeführt wird (Market-Making-Systeme). <sup>2</sup>Dies gilt nicht, soweit die in Artikel 5 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/578 der Kommission vom 13. Juni 2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Finanzinstrumente durch technische Regulierungsstandards zur Angabe von Anforderungen an Market-Making-Vereinbarungen und -Systeme (ABl. L 87 vom 31.3.2017, S. 183), in der jeweils geltenden Fassung, geregelte Ausnahme greift oder soweit eine solche Anforderung nach Art und Umfang des

<sup>1</sup> Begr. RegE Hochfrequenzhandelsgesetz, BT-Drs. 17/11631, 11 (16 f.).