



Friedemann Kieth

Rechtsbeziehungen
zwischen Marktbetreibern
und Börsenbenutzern

Vertragsrecht
oder öffentliches Recht?



A: Einleitung

I. Problemstellung und Ziel der Arbeit

Die vorliegende Arbeit untersucht die Schwachstellen des ehemaligen Handelssegments Neuer Markt der Deutschen Börse AG. Sie vergleicht die damalige mit der heutigen Marktorganisation.

Im März 1997 errichtete die Deutsche Börse AG den Neuen Markt als neues Handelssegment.¹ Im Jahr 1999 und in den ersten beiden Quartalen des Jahres 2000 fand dort eine Hausse statt, die in kürzester Zeit zu einer Marktkapitalisierung von 234 Milliarden Euro führte.²

Aus rechtlicher Sicht stellte sich die Frage, ob der Neue Markt privatrechtlich oder öffentlichrechtlich organisiert war. Die Antwort darauf hing davon ab, welchem Handelssegment der Neue Markt zuzuordnen war. Das bis zum November 2007 geltende Börsengesetz unterteilte die Börse in drei Handelssegmente, den amtlichen Markt, den geregelten Markt und den Freiverkehr. Der amtliche und der geregelte Markt unterlagen einem öffentlichrechtlichen Regime, der Freiverkehr war hingegen privatrechtlich organisiert.³

Die Zulassung von Wertpapieren zum Handel im Neuen Markt erfolgte nach den Vorschriften des Regelwerks Neuer Markt (RNM). Dem RNM zufolge mußten die Emittenten einen Zulassungsantrag zum geregelten Markt stellen, der durch Verwaltungsakt beschieden wurde.⁴ Unverzüglich verzichteten die Emittenten auf eine Notierung am geregelten Markt und beantragten statt dessen die Aufnahme in den Neuen Markt.⁵ Die Frage nach der Zugehörigkeit des Neuen Marktes zum Privatrecht oder öffentlichem Recht wurde mit einem kryptischen Hinweis auf den „Mischcharakter des Zulassungsverfahrens“⁶ umgangen. Einerseits war zuerst eine öffentlichrechtliche Zulassung erfolgt. Andererseits wurden

1 Mitental/Anders, DSStR 2003, 1893 [1893].

2 Witte/Rafiqpoor, BB 2002, 2615 [2616].

3 Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 8.192, 8.206 und 8.209.

4 Witte/Rafiqpoor, BB 2002, 2615 [2616].

5 Bachmann, WM 2001, 1793 [1794]. Die Zulassung zum geregelten Markt führte dazu, daß unter anderem die Vorschriften über Prospekthaftung und ad-hoc Publizität anwendbar wurden. Allerdings mußte eine Doppelnotierung im geregelten Markt und im Neuen Markt vermieden werden.

6 Witte/Rafiqpoor, BB 2002, 2615 [2617].

gerade auf die Notierung am öffentlichrechtlichen geregelten Markt verzichtet, die Notierung im Freiverkehr aufgenommen und über die gesetzlichen Anforderungen herausgehende Zulassungs- und Zulassungsfolgepflichten vereinbart, so daß der privatrechtliche Anteil der Regelung dominierte.⁷ Im Ergebnis wurde der Neue Markt dem Privatrecht zugeordnet.⁸ Der Neue Markt stellte somit ein eigenständiges Handelssegment im Rahmen des Freiverkehrs dar.⁹ Das Regelwerk Neuer Markt wurde ganz überwiegend als Allgemeine Geschäftsbedingungen im Sinne von § 305 BGB angesehen.¹⁰

Im September 2000 begann mit der Insolvenz der Gigabell AG eine Baisse,¹¹ die in Ausmaß und Geschwindigkeit dem vorherigen Aufschwung nicht nachstand. Kurse mehrerer Unternehmen notierten am Neuen Markt mit weniger als einem Euro. Da der Mindestausgabebetrag für Aktien (§ 8 Abs. 2, 3 AktG) ein Euro beträgt, deckte die börsliche Bewertung des Unternehmens nicht mehr das ursprüngliche Grundkapital.¹²

Als Reaktion auf diesen Mißstand änderte die Deutsche Börse AG mit Wirkung zum 1.10.2001 das Regelwerk Neuer Markt, um zwei Kategorien von Unternehmen vom Neuen Markt auszuschließen:¹³ Erstens sollten Unternehmen mit Aktienkursen von unter einem Euro und einer Marktkapitalisierung von unter 20 Millionen Euro während eines bestimmten Zeitraums das Handelssegment verlassen (Penny-Stock-Klausel). Zweitens sollten Emittenten, über deren Vermögen ein Insolvenzverfahren eröffnet wurde oder bei denen die Einleitung eines Insolvenzverfahrens mangels Masse abgelehnt wurde, aus dem Neuen Markt ausgeschlossen werden (Insolvenzklausele). Die vom Ausschluß bedrohten Unternehmen wehrten sich im Wege des einstweiligen Rechtsschutzes erfolgreich gegen die Änderung des Regelwerks Neuer Markt.¹⁴ Im Anschluß setzte eine lebhafte Diskussion um die rechtliche Bewertung der Vorgänge ein. Im Kern wurde das Recht der Deutschen Börse AG, einseitig das Regelwerk Neuer Markt zu ändern und Zulassungen zum Handel im Neuen Markt zu widerrufen, diskutiert und bezweifelt.

7 Wolf, WM 2001, 1785 [1786].

8 Neubauer, Zulässigkeit und Grenzen der einseitigen Änderung des Regelwerks Neuer Markt durch die Deutsche Börse AG, 10.

9 Merkt/Rosbach, JuS 2003, 217 [223]; Wolf, WM 2001, 1785 [1785 f.].

10 Neubauer, Zulässigkeit und Grenzen der einseitigen Änderung des Regelwerks Neuer Markt durch die Deutsche Börse AG, 21 ff.

11 Witte/Rafiqpoor, BB 2002, 2615 [2616].

12 Wolf, WM 2001, 1785 [1790].

13 Bachmann, WM 2001, 1793 [1793].

14 Z.B. OLG Frankfurt, NJW 2002, 1958 ff.; vgl. die Übersicht zu Rechtsprechung über die Delisting-Regelungen in FB 2002, 126.

Die Deutsche Börse AG schaffte Fakten, indem sie am 5.6.2003 den Neuen Markt schloß. Der Neue Markt wurde das Opfer einer geplatzten Spekulationsblase, betrügerischer Machenschaften bei mehreren gelisteten Unternehmen – und auch seiner suboptimalen juristischen Ausgestaltung. Jedoch hinterläßt der Neue Markt Fragen nach der optimalen Börsenorganisation, mit der der Börsenbetreiber (oder ein Repräsentativgremium der Börsenbenutzer) wirkungsvoll auf Mißstände reagieren kann.

Nach dem Scheitern des Neuen Marktes wurde der rechtliche Rahmen des Börsenhandels in zweierlei Hinsicht geändert. Einerseits trat am 1. November 2007 ein neues Börsengesetz in Kraft. Nach dem seit November 2007 geltenden Börsengesetz existieren zwei getrennte Handelsplätze:¹⁵ Erstens besteht ein öffentlichrechtlich organisierter regulierter Markt, in welchem der ehemalige amtliche Markt und der ehemalige geregelte Markt im November 2007 aufgegangen sind.¹⁶ Zweitens kann die Börse den privatrechtlichen Betrieb eines Freiverkehrs durch den Börsenträger zulassen, § 48 BörsG. Der Freiverkehr gilt inzwischen als multilaterales Handelssystem und daher nicht mehr als börsliches Handelssegment.¹⁷

Andererseits beschloß der Börsenrat der Frankfurter Wertpapierbörse eine neue Struktur für den Kassahandel: Zum 1.1.2003 entstanden im regulierten Markt zwei Teilbereiche, der Prime Standard und der General Standard.¹⁸ Durch die Einbettung von Prime Standard und General Standard in den regulierten Markt gehören die neuen Teilbereiche dem öffentlichen Recht an und unterliegen dem Börsengesetz sowie der Börsenordnung.¹⁹ Das Börsengesetz schreibt einen verbindlichen Rahmen für alle Börsen in Deutschland vor. Der Börsenrat nutzte Gestaltungsspielräume, um den Börsenhandel an der Frankfurter Wertpapierbörse innerhalb des vorgegebenen Rahmens weiter auszudifferenzieren.

Sofort wurde die Frage aufgeworfen, ob der Deutschen Börse AG aufgrund der Neuorganisation inzwischen weitere Handlungsspielräume zur Verfügung

15 Gomber/Hirschberg, AG 2006, 777 [779].

16 Grunewald/Schlitt, Einführung in das Kapitalmarktrecht, 189.

17 Gomber/Hirschberg, AG 2006, 777 [779].

18 Merkt/Rossbach, JuS 2003, 217 [223]. Damals entstanden im amtlichen Markt und im geregelten Markt jeweils die Teilbereiche Prime Standard und General Standard. Trotz Trennung der Handelssegmente waren die Teilbereiche inhaltlich identisch. Die Differenzierung von amtlichem und geregeltem Markt wirkte sich im wesentlichen nur noch auf das Zulassungsverfahren aus (Mindestdauer des Bestehens des Emittenten, Fehlen eines Mindeststrebensbesitzes), Rundschreiben Listing 06/2002 vom 22.11.2002, verfügbar unter www.deutsche-boerse.com {24.03.2009}.

19 Rundschreiben Listing 06/2002 vom 22.11.2002, verfügbar unter www.deutsche-boerse.com {24.03.2009}.

stehen.²⁰ Juristen pflegen eine solche Frage nach Verfahren und Inhalt aufzuteilen: Das Verfahren betrifft die laufende Verwaltung der Benutzungsverhältnisse und des Börsenhandels. Diese Verwaltung soll einfach und für alle Benutzer einheitlich erfolgen. Der Börsenbetreiber möchte unilateral neue Regelwerke in die bestehenden Nutzungsverhältnisse einführen können. Inhaltlich geht es um die eigentlichen Änderungen der Benutzungsverhältnisse. Der Börsenbetreiber möchte die Benutzungsverhältnisse einseitig gestalten können und benötigt dazu möglichst starke Eingriffsbefugnisse. Die juristische Konstruktion soll dem Betreiber ermöglichen, den Börsenbenutzern auch nachteilige Regelungen auferlegen zu können. Die Änderungen sollen möglichst geringer gerichtlicher Inhaltskontrolle unterliegen.

Das Ziel der vorliegenden Arbeit besteht darin, die aus Sicht eines neutralen Dritten für eine Börse am besten geeignete rechtliche Struktur zu bestimmen. Mehrere rechtliche Konstruktionen im Privatrecht und öffentlichen Recht werden miteinander verglichen. Gesucht wird diejenige Struktur, die bei möglichst hoher Rechtssicherheit ein einfaches Änderungsverfahren vorsieht und weitreichende Änderungen der Benutzungsbedingungen ermöglicht.

II. Gang der Untersuchung

Als Ausgangsbasis wird die Struktur der deutschen Börsenlandschaft erläutert. Zuerst wird die rechtliche Struktur deutscher Börsen mit ihrem Dualismus von Börse (zum Beispiel Frankfurter Wertpapierbörse) und Börsenträger (zum Beispiel Deutsche Börse AG) vorgestellt. Außerdem werden die Handelsplätze regulierter Markt (§§ 32 – 47 BörsG) und Freiverkehr (§ 48 BörsG) dargestellt. Sodann wird die aktuelle Aufteilung des Aktienhandels an der Frankfurter Wertpapierbörse in die Teilbereiche Prime Standard, General Standard und Entry Standard erläutert. Der weitere Gang der Untersuchung führt in das Rechtsverhältnis zwischen Börse und Börsenträger, die bisherige Diskussion über eine Börsenreform, den damaligen Neuen Markt, seine juristische Ausgestaltung und das verhängnisvolle Problem bei der einseitigen Abänderung des Regelwerks Neuer Markt.

Der erste Schwerpunkt der Arbeit liegt auf der unilateralen Einbeziehung eines neuen Regelwerks in alle bestehenden Nutzungsverhältnisse. Für Börsenbenutzungsverhältnisse stehen gemäß dem Baukastenprinzip prinzipiell alle Gestaltungsformen des Zivilrechts und des öffentlichen Rechts zur Verfügung. Im Zivilrecht sind die Vereinbarung eines einseitigen Leistungsbestimmungsrechts

20 Witte/Rafiqpoor, BB 2002, 2615 [2618]; Wolf, WM 2001, 1785 [1792].

gemäß § 315 BGB, einer Änderungsklausel in Allgemeinen Geschäftsbedingungen nach § 308 Nr. 4 BGB oder mitgliederschaftlicher Rechtsbeziehungen (Verein oder Gesellschaft bürgerlichen Rechts) denkbar. Im öffentlichen Recht liegt die Organisation in Form einer öffentlichrechtlichen Anstalt nahe. Jede der genannten Gestaltungsformen wird auf ihre Tauglichkeit für die einseitige Einbeziehung neuer Regelwerke in bestehende Nutzungsverhältnisse untersucht.

Der zweite Schwerpunkt der Arbeit besteht darin, die Maßstäbe für eine Inhaltskontrolle einseitiger Änderungen von Regelwerken zu untersuchen. Jede Variante der Änderung ohne individuellen und aktuellen, sondern mit standardisiertem und antizipiertem Konsens schützt den Börsenbenutzer durch eine Inhaltskontrolle der jeweiligen Änderung. Jede rechtliche Konstruktion, die eine einseitige Änderung des Regelwerks ermöglicht, sieht eine eigene Generalklausel als Prüfungsmaßstab für die Änderung vor. So muß die Änderung einer öffentlichrechtlichen Satzung der Verhältnismäßigkeit entsprechen. Die Ausübung eines einseitigen Leistungsbestimmungsrechts im Sinne von § 315 BGB muß nach billigem Ermessen erfolgen. Deshalb werden zuerst die Maßstäbe der Generalklauseln analysiert und dann, soweit möglich, miteinander verglichen. Gesucht wird diejenige Generalklausel, die den größten Spielraum für Änderungen beläßt.