

Freiverkehr: gesetzliche Rahmenbedingungen und Börsenordnungen

Dr. Olaf Müller-Michaels ist Partner, Johannes Wecker anwaltlicher Mitarbeiter im Düsseldorfer Büro von Hölters & Elsing, Rechtsanwälte.

I. Einleitung

Dem Freiverkehr kam bisher in der deutschen Börsenlandschaft nur eine untergeordnete Bedeutung zu. Dies hatte mehrere Gründe. Ein großer Teil der im Freiverkehr gehandelten Unternehmen sind ausländische Gesellschaften ohne besonderen Bekanntheitsgrad in Deutschland. Die Einbeziehung ihrer Wertpapiere in den Freiverkehr erfolgte ohne ihre Zustimmung. Transparenzpflichten, die den Anlegern die zuverlässige Beurteilung der Wertpapiere ermöglichen, bestanden weder aufgrund gesetzlicher Vorschriften noch nach den einzelnen Börsenordnungen.

Es mehren sich jedoch die Anzeichen, nach denen dem Freiverkehr eine Renaissance bevorsteht. Auf der einen Seite hellt sich das Börsenumfeld wieder auf. Zum anderen steigen die Eigenkapitalanforderungen an die Unternehmen. In dieser Situation können die sog. Exchange Regulated Markets den kleineren und mittelständischen Unternehmen ein Börsenlisting mit niedrigen Eintrittsbarrieren und an das Segment angepassten Publizitätspflichten bieten. Man spricht hier auch von „Mini-IPO's“¹⁾.

Seit einiger Zeit verfolgt die Börse München mit ihrem neuen Freiverkehrssegment M:access die Strategie einer Börse für den Mittelstand. Auch andere Börsen haben ihre Regelwerke zum Freiverkehr in letzter Zeit modernisiert. Zuletzt hat die FWB mit dem „Entry Standard“ ein qualitativ anspruchsvolles Teilsegment innerhalb des Freiverkehrs eingerichtet.

Vor diesem Hintergrund sollen im Folgenden zunächst die gesetzlichen Rahmenbedingungen für Exchange Regulated Markets dargestellt werden. Danach werden die Regelungen einiger Börsenordnungen vorgestellt. Der Beitrag schließt mit einer Darstellung der Vorteile für Unternehmen und Anleger.

II. Gesetzliche Rahmenbedingungen

1. Freiverkehr: kein organisierter Markt

a) Rechtsgrundlage § 57 Abs. 1 BörsG

Rechtsgrundlage für die Einrichtung des Freiverkehrssegments an den Börsen ist § 57 Abs. 1 BörsG. Danach kann die Börse für Wertpapiere, die weder zum Amtlichen noch zum Geregelteten Markt zugelassen sind, einen Freiverkehr einrichten, wenn durch börseninterne Handelsrichtlinien die ordnungsgemäße Durchführung des Handels und der Geschäftsabwicklung gewährleistet erscheint. Die rechtliche Grundlage der Einbeziehung der Wertpapiere in den Freiverkehr bilden daher ausschließlich die Freiverkehrsrichtlinien der einzelnen Börsen. Diese Richtlinien müssen den Anforderungen des § 57 Abs. 1 BörsG genügen, das heißt, durch sie muss ein ordnungsgemäßer Börsenhandel gewährleis-

tet werden. Dies setzt z.B. voraus, dass die Anleger über bevorstehende Hauptversammlungen, Dividendenzahlungen, Kapitalveränderungen und sonstige, für die Bewertung ihrer Wertpapiere bedeutsame Umstände informiert werden²⁾. Bei Missständen muss die Börsengeschäftsführung den Handel im Freiverkehr untersagen können³⁾. Eine „Letztkontrollbefugnis“⁴⁾ steht darüber hinaus gem. § 57 Abs. 3 BörsG der Börsenaufsichtsbehörde zu. Die Börsenaufsichtsbehörde, gem. § 1 Abs. 1 BörsG eine oberste Landesbehörde, ist zumeist beim jeweiligen Wirtschaftsminister oder -senator angesiedelt⁵⁾. Die tatsächliche Zulassung von Wertpapieren zum Freiverkehr erfolgt jedoch nicht durch hoheitliche Zulassung, sondern aufgrund eines privatrechtlichen Vertrags zwischen dem Antragsteller und der Börse.

Da der Freiverkehr von der jeweiligen Börse intern durch die jeweiligen Freiverkehrsrichtlinien geregelt wird und grundsätzlich keine Regulierung und Überwachung durch staatlich anerkannte Stellen stattfindet, ist er kein geregelter Markt i.S.v. Art. 1 Nr. 13 der EG-Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie⁶⁾ und daraus abgeleiteter deutscher Rechtsvorschriften, in denen synonym der Begriff des organisierten Markts verwandt wird. Die Voraussetzungen an einen geregelten Markt erfüllen momentan nur der Amtliche Markt und der Geregeltete Markt⁷⁾. Sämtliche gesetzlichen Vorschriften für organisierte Märkte sind daher auf den Freiverkehr nicht anwendbar. Das hat zur Folge, dass in den Freiverkehr einbezogene Unternehmen eine ganze Reihe von kapitalmarkt- und bilanzrechtlichen Vorschriften unbeachtet lassen können, die für zum Amtlichen oder Geregelteten Markt zugelassene Unternehmen gelten.

b) Publizitäts- und Transparenzvorschriften nach dem WpHG

In diesem Zusammenhang an erster Stelle zu nennen sind die Publizitäts- und Transparenzvorschriften des WpHG. Der Verpflichtung zur Veröffentlichung von Insiderinformationen nach § 15 WpHG unterliegen nur Emittenten von Wertpapieren, die zum Handel an einem inländischen organisierten Markt zugelassen sind. Hiervon erfasst sind alle Arten von Wertpapieren, die zum Amtlichen oder Geregelteten Markt zugelassen sind, nicht dagegen Wertpapiere, die in den Freiverkehr einbezogen worden sind (vgl.

1) Vgl. z. B. Müller-Michaels, BZ v. 4. 1. 2005 S. 18.

2) Vgl. von Rosen, in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 2, Rdn. 182.

3) Vgl. Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rdn. 17.625.

4) Begr. RegE 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017 S. 83.

5) Vgl. Beck, in: Schwark, Kapitalmarktrechts-Kommentar, § 1 BörsG, Rdn. 32.

6) ABLEG Nr. L 141 v. 11. 6. 1993 S. 27.

7) Darüber hinaus war der inzwischen wieder abgeschaffte Neue Markt ein organisierter Markt i.S.v. Art. 1 Nr. 13 der EG-Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie.

§ 2 Abs. 5 WpHG⁸⁾. Die Ausklammerung des Freiverkehrs aus dem Anwendungsbereich des § 15 WpHG ist nach dem erklärten Willen des Gesetzgebers im Interesse der internationalen Wettbewerbsfähigkeit der inländischen Börsen erfolgt⁹⁾ und steht im Einklang mit Art. 7 der EG-Insider-Richtlinie¹⁰⁾, die nur an einem organisierten Markt gehandelte Wertpapiere erfasst. Eine gesetzliche Verpflichtung zur Veröffentlichung beim Emittenten eingetretener markt-relevanter Tatsachen besteht somit im Freiverkehr nicht¹¹⁾, was nicht nur zu einem geringeren bürokratischen Aufwand innerhalb des Unternehmens führt sondern auch das Risiko einer Haftung wegen unterlassener Veröffentlichung von Insiderinformationen oder der Veröffentlichung unwahrer Insiderinformationen nach § 37b bzw. § 37c WpHG ausschaltet. Nicht anwendbar auf in das Freiverkehrssegment einbezogene Unternehmen sind darüber hinaus die Verpflichtung zur Veröffentlichung von „Directors` Dealings“ nach § 15a Abs. 4 WpHG und die Pflicht, ein Insiderverzeichnis über die unternehmensangehörigen Personen mit Zugang zu Insiderinformationen nach § 15b WpHG zu führen. Bei den in den Freiverkehr einbezogenen Wertpapieren handelt es sich jedoch trotz allem gem. § 12 Satz 1 Nr. 1 WpHG um Insiderpapiere, mit der Folge, dass das Insiderhandelsverbot nach § 14 WpHG auch für diese Wertpapiere gilt¹²⁾.

Nicht auf den Freiverkehr anwendbar sind des Weiteren die Regelungen des WpHG zur Transparenz der Teilnahmeverhältnisse nach §§ 21, 25 WpHG. Gem. § 21 Abs. (2) WpHG sind im Freiverkehr gelistete Unternehmen keine börsennotierten Gesellschaften i.S.d. fünften Abschnitts. Anteilsinhaber, die die Beteiligungsschwellen des § 21 WpHG erreichen, über- oder unterschreiten müssen diese Tatsache demzufolge dem Unternehmen nicht mitteilen, und das Unternehmen selbst trifft keine Pflicht, derartige Mitteilungen nach § 25 WpHG zu veröffentlichen. Dafür gelten aber die vergleichbaren Vorschriften der §§ 20 f. AktG¹³⁾.

c) Aktiengesetz und Corporate Governance Kodex

Gesellschaften, deren Aktien in den Freiverkehr einbezogen sind, gelten gem. § 3 Abs. 2 AktG nicht als börsennotierte Gesellschaften i.S.d. Aktiengesetzes. Damit kommen ihnen zum einen gewisse Erleichterungen zugute, die für börsennotierte Gesellschaften nicht gelten¹⁴⁾. Zum anderen sind bestimmte aktienrechtliche Pflichten nur auf börsennotierte Gesellschaften anwendbar. Neben § 171 Abs. 2 Satz 2 AktG ist in diesem Zusammenhang in erster Linie § 161 AktG von Bedeutung. Die Verpflichtung, eine Entsprechenserklärung zum Corporate Governance Kodex abzugeben, trifft nur den Vorstand und den Aufsichtsrat börsennotierter Gesellschaften. Entsprechendes gilt für die Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex. Adressaten des Kodex sind gem. seiner Präambel börsennotierte Gesellschaften, wobei der Begriff der börsennotierten Gesellschaft demjenigen in § 161 AktG entspricht¹⁵⁾. Nicht börsennotierten Gesell-

schaften wird die Beachtung des Kodex lediglich empfohlen.

d) WpÜG

Gem. § 1 WpÜG finden die Vorschriften des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes nur auf Angebote zum Erwerb von Wertpapieren Anwendung, die zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind. Nach § 2 Abs. 7 WpÜG unterfällt der Freiverkehr nicht dem organisierten Markt. Damit sind insbesondere die Regelungen zum Mindestpreis bei Übernahmeangeboten (§ 31 WpÜG) und zur Abgabe eines Pflichtangebots im Fall der Kontrollerlangung über eine Aktiengesellschaft (§ 35 WpÜG) nicht anwendbar.

Die Voraussetzungen an einen geregelten Markt erfüllen momentan nur der Amtliche Markt und der Geregelte Markt, sämtliche gesetzlichen Vorschriften für organisierte Märkte sind daher auf den Freiverkehr nicht anwendbar.

e) Internationale Rechnungslegung nach IFRS

Auch zur Beachtung der internationalen Rechnungslegungsgrundsätze nach IFRS sind Unternehmen, deren Wertpapiere im Freiverkehr gehandelt werden, nicht verpflichtet. Nach dem durch das Bilanzrechtsreformgesetz¹⁶⁾ neu eingefügten § 315a HGB haben nur Aktiengesellschaften, die für den jeweiligen Bilanzstichtag die Zulassung eines Wertpapiers zum Handel an einem organisierten Markt i.S.d. § 2 Abs. 5 WpHG beantragt haben, einen Konzernabschluss nach IFRS aufzustellen.

2. Zulassung/Prospektpflicht

a) Keine gesetzlichen Zulassungsvoraussetzungen

Da die Einbeziehung in den Freiverkehr nicht durch hoheitliche Zulassung sondern aufgrund privatrechtlicher Anerkennung der Freiverkehrsrichtlinien der jeweiligen Börse erfolgt, bestehen keine gesetzlichen Zulassungsvoraussetzungen. Insbesondere gibt es hinsichtlich des Mindestvolumens, der Streuung und Herkunft der Aktien und des Mindestalters des Emittenten keinerlei Vorgaben¹⁷⁾.

b) Keine Prospektpflicht für die Börsenzulassung

Die Einbeziehung in den Freiverkehr setzt außerdem nicht die Veröffentlichung eines Zulassungsprospekts voraus. Nach § 3 Abs. 3 des am 1. 7. 2005 in Kraft getretenen Wertpapierprospektgesetzes (WpPG)¹⁸⁾ ist die Pflicht zur Veröffentlichung eines Zulassungsprospekts auf solche Wertpapiere beschränkt, die im Inland

8) Vgl. Kumpel/Assmann, in: Assmann/Schneider, WpHG, § 15, Rdn. 31.

9) RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679 S. 76.

10) ABlEG Nr. L 334 vom 18. 11. 1989.

11) Kritisch hierzu Burgard, ZHR 1998 S. 51 (58); Geibel, in: Schäfer, WpHG, § 15, Rdn. 21.

12) Dazu weiterführend unten Abschn. II. 4. a).

13) Dazu sogleich unten Abschn. II. 4. b).

14) Vgl. insofern etwa § 110 Abs. 3 Satz 2, § 130 Abs. 1 Satz 3 und § 134 Abs. 1 Satz 2 AktG.

15) Vgl. Ulmer, ZHR 2002 S. 150 (154).

16) Bilanzrechtsreformgesetz vom 4. 12. 2004, BGBl. I 2004 S. 3166.

17) Vgl. Harrer/Heidemann, DStR 1999 S. 254 (257).

(Fußnote 18 auf S. 738).

zum Handel im organisierten Markt zugelassen werden sollen. Auf Wertpapiere, die in den Freiverkehr einbezogen werden sollen, findet das WpPG somit keine Anwendung.

c) Prospektpflicht nur bei öffentlichem Angebot

Dennoch wird der Anbieter von Wertpapieren, mit denen im Freiverkehr gehandelt werden soll, in der Regel einen Verkaufsprospekt zu veröffentlichen haben. Denn um ein ausreichendes Handelsvolumen sicherzustellen, muss eine Mindestanzahl an Aktionären vorhanden sein, die bereit sind, ihre Aktien zu verkaufen. Als Richtschnur gilt hier die Zahl von 200 Aktionären. Ist ein solcher Aktionärsstamm nicht vorhanden, müssen neue Aktionäre angesprochen werden. Diese Ansprache wird häufig in der Form eines öffentlichen Angebots erfolgen. In diesem Fall muss der Emittent gem. § 3 Abs. 1 WpPG einen Prospekt veröffentlichen, dessen Mindestinhalt sich gem. § 7 WpPG nach der EU-Prospektverordnung¹⁹⁾ richtet. Nach dem allgemeinen Grundsatz des Art. 5 Abs. 1 der EU-Prospektrichtlinie²⁰⁾, deren Umsetzung die Prospektverordnung und das WpPG dienen, muss der Prospekt alle Angaben enthalten, die erforderlich sind, um dem Anleger eine Beurteilung der finanziellen Situation des Emittenten und eines etwaigen Garantiegebers sowie der mit dem Wertpapier verbundenen Rechte zu ermöglichen.

Der Anbieter haftet gegenüber den Erwerbern der Wertpapiere, wenn der Prospekt unrichtige oder unvollständige Angaben enthält, die für die Beurteilung der Wertpapiere wesentlich sind.

Ausschlaggebend für die Prospektpflicht nach § 3 Abs. 1 WpPG ist also, ob das Angebot „öffentlich“ ist. Nach § 2 Nr. 4 WpPG liegt ein öffentliches Angebot vor bei Mitteilungen an das Publikum unabhängig von ihrer Form, die ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und die anzubietenden Wertpapiere enthalten, um Anlegern zu ermöglichen, über den Kauf oder die Zeichnung der Wertpapiere zu entscheiden. Konsens besteht noch insofern, als die bloße Einbeziehung und Notierung von Wertpapieren im Freiverkehr und die damit verbundene Veröffentlichung der reinen Emissionsdaten ohne weitergehende Werbemaßnahmen, wie z.B. Kursinformationen und Angaben zum Ausübungspreis und zu den Ausübungsmodalitäten, kein öffentliches Angebot darstellt²¹⁾. Umgekehrt liegt ein öffentliches Angebot jedenfalls vor, wenn ein individuell unbestimmter und nicht bestimmbarer Personenkreis angesprochen wird, selbst wenn dieser durch bestimmte Kriterien wie etwa die Zugehörigkeit zu einer Berufsgruppe eingegrenzt wird²²⁾. In dem Bereich zwischen diesen Extrempositionen ist die Abgrenzung zwischen öffentlichem Angebot und Privatplatzierung oftmals nur anhand des Einzelfalls möglich. Es lassen sich jedoch einige Fallgruppen bilden. Ein Angebot auf der Internetseite des Anbieters wird in der Regel öffentlich sein, es sei denn, der Zugriff auf die Seite ist technisch auf einen bestimmten Personenkreis, wie z.B. Investmentclubs, beschränkt²³⁾. Wird

dagegen lediglich von dritter Seite ohne zielgerichtete Veranlassung des Anbieters im Internet über die Wertpapiere informiert, ist nicht von einem Angebot i.S.v. § 3 Abs. 1 WpPG auszugehen. Die individuelle Adressierung des Angebots, etwa mittels Brief, E-Mail oder Telefonanruf, ändert dann nichts an dessen öffentlichem Charakter, wenn es sich an einen größeren, unpersönlichen Personenkreis richtet. Aus diesem Grund werden oftmals auch kapitalmarktbezogene Informationsveranstaltungen, sog. Roadshows, die Prospektpflicht des § 3 Abs. 1 WpPG auslösen, es sei denn, die vermittelten Informationen gehen ausschließlich konkret angesprochenen Teilnehmern zu.

Da der Wertpapierprospekt den detaillierten gesetzlichen Vorgaben zwingend entsprechen muss und ein unterlassener oder in wesentlichen Angaben unrichtiger Prospekt ein erhebliches Haftungsrisiko in sich birgt (siehe unter 3.), sollte der Emittent in diesem Stadium externe Rechtsberater mit einbeziehen, um sich gegen eine Haftung abzusichern.

3. Haftung

Da diverse kapitalmarktrechtliche Vorschriften nicht anwendbar sind, bestehen auch für im Freiverkehr gelistete Unternehmen und deren Organe deutlich geringere Haftungsrisiken als für Unternehmen, deren Wertpapiere zum Amtlichen oder Geregelten Markt zugelassen sind. So gilt z.B. die Haftung für falsche oder unterlassene Kapitalmarktinformation nach §§ 37b und 37c WpHG nicht.

Hat der Anbieter die Wertpapiere öffentlich angeboten und musste er daher gem. § 3 Abs. 1 WpPG einen Verkaufsprospekt veröffentlichen, trifft ihn jedoch die Prospekthaftung. Diese richtet sich auch nach Inkrafttreten des WpPG nach den bislang geltenden Vorschriften des Verkaufsprospektgesetzes und des Börsengesetzes, denn der europäische Gesetzgeber hat bei der Prospektrichtlinie diesbezüglich auf eine einheitliche Regulierung verzichtet²⁴⁾. Nach § 13 VerkprospG i.V.m. §§ 44 ff. BörsG haftet der Anbieter gegenüber den Erwerbern der Wertpapiere, wenn der Prospekt unrichtige oder unvollständige Angaben enthält, die für die Beurteilung der Wertpapiere wesentlich sind. Hat ein Aktionär innerhalb von sechs Monaten nach dem ersten

18) Gesetz über die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt zu veröffentlichen ist (Wertpapierprospektgesetz – WpPG) vom 22. 6. 2005, BGBl. I 2005, S. 1698. Dazu ausführlich Kullmann/Sester, WM 2005 S. 1068 ff.

19) Verordnung Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. 4. 2004 zur Umsetzung der EU-Prospektrichtlinie, ABl. L 215/3 vom 16. 6. 2004.

20) EU-Prospektrichtlinie 2003/71/EG, ABl. L 345/64 vom 31. 12. 2003, 64 ff.; ausführlich dazu Kunold/Schlitt, BB 2004 S. 501 ff.

21) Bekanntmachung des BAWe vom 6. 9. 1999, Ziffer I, 2, e); abrufbar unter www.bafin.de; Lenz/Ritz, WM 2000 S. 904 (905); Groß, Kapitalmarktrecht, § 1 VerkprospG, Rdn. 21.

22) Heidelberg, in: Schwark, a.a.O. (Fn. 5), § 1 VerkprospG, Rdn. 22.

23) Schaefer, MMR 2001 S. 491 (492).

24) Vgl. dazu Kunold/Schlitt, BB 2004 S. 501 (511).

öffentlichen Angebot der Wertpapiere Anteile erworben, kann er von dem Anbieter die Übernahme der Wertpapiere gegen Erstattung des Erwerbspreises sowie der mit dem Erwerb verbundenen üblichen Kosten verlangen. Die Prospekthaftung setzt Kausalität zwischen dem fehlerhaften Prospekt und dem Erwerb der Wertpapiere voraus. Die in diesem Zusammenhang von der Rechtsprechung entwickelte Beweislastumkehr zugunsten des Anteilserwerbers ist inzwischen in § 45 Abs. 2 Nr. 1 BörsG kodifiziert. Die Haftung tritt unabhängig von dem Umstand ein, dass das Prospekt zuvor nach § 13 Abs. 1 WpPG von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) gebilligt worden ist, denn deren eventuell unzutreffende Beurteilung des Prospekts soll sich nicht nachteilig auf die Anleger auswirken²⁵⁾. Der Umfang der Prospektprüfung durch die BaFin beschränkt sich außerdem auf die formelle Vollständigkeit des Prospekts sowie auf seine Schlüssigkeit und die Verständlichkeit der vorgelegten Informationen. Dies stellt § 13 Abs. 1 Satz 2 WpPG ausdrücklich fest. Hat der Emittent die obligatorische Veröffentlichung eines Prospekts gänzlich unterlassen, haftet er Wertpapiererwerbern gegenüber nach § 13a VerkprospG.

Ausgeschlossen ist die Haftung nach § 45 Abs. 2 BörsG unter anderem bei vom Anbieter nachzuweisender, fehlender Kausalität zwischen fehlerhaftem Prospekt und Wertpapiererwerb. Die Prospekthaftung tritt nach § 45 Abs. 1 BörsG auch dann nicht ein, wenn der Haftungsadressat beweisen kann, dass ihn kein Verschulden an der Fehlerhaftigkeit des Prospekts trifft, sprich, dass er dessen Unrichtigkeit weder gekannt noch grob fahrlässig verkannt hat.

Weitere, über die im Börsengesetz kodifizierten Tatbestände hinausgehende Haftungsrisiken nach der von der Rechtsprechung entwickelten allgemeinen zivilrechtlichen Prospekthaftung bestehen dagegen in der Regel nicht. Die Vorschriften der §§ 44 ff. BörsG (i.V.m. § 13 VerkprospG) sind insofern abschließend²⁶⁾. Nur wenn die Freiverkehrsrichtlinien einer Börse die Veröffentlichung eines weiteren, über das öffentliche Angebot hinausgehenden, Prospekts verlangen, kommt eine allgemeine zivilrechtliche Prospekthaftung in Betracht²⁷⁾. Der Freiverkehr der entsprechenden Börse würde durch eine zusätzliche Prospektspflicht auch stark an Attraktivität verlieren. Das nach den Freiverkehrsrichtlinien einiger deutscher Börsen in bestimmten Fällen vorzulegende Exposé über den Emittenten stellt keinen Prospekt in diesem Sinne dar²⁸⁾.

4. Folgepflichten

a) Insiderhandelsverbot nach WpHG

Zwar haben Unternehmen, deren Wertpapiere im Freiverkehr gehandelt werden, keine Insiderverzeichnisse gem. § 15b WpHG zu führen, denn sie sind keine Emittenten i.S.v. § 15 Abs. 1 Satz 1 WpHG (§ 15b Abs. 1 Satz 1 WpHG). Die Wertpapiere sind jedoch schon mit dem Zeitpunkt der Stellung des Antrags auf Einbeziehung in den Freiverkehr oder dessen öffentlicher Ankündigung Insiderpapiere nach § 12 Satz 1 Nr. 1, Satz 2 WpHG, mit der Folge, dass das In-

siderhandelsverbot nach § 14 WpHG uneingeschränkt gilt. Insidern, also Personen mit unmittelbarem Zugang zu Insiderinformationen i.S.v. § 13 WpHG, wie z.B. Organmitgliedern, ist es danach untersagt, Insiderpapiere unter Ausnutzung ihres Spezialwissens für eigene oder fremde Rechnung zu erwerben, anderen diese Informationen unbefugt mitzuteilen oder zugänglich zu machen sowie auf der Grundlage von Insiderinformationen den Erwerb oder die Veräußerung von Insiderpapieren zu empfehlen oder andere sonst wie dazu zu verleiten. Verstöße gegen das Insiderhandelsverbot können gem. § 38 WpHG mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder mit Geldstrafe bestraft werden. Die zivilrechtliche Wirksamkeit von Insidergeschäften bleibt jedoch in der Regel unberührt²⁹⁾.

Die Prospekthaftung tritt nach § 45 Abs. 1 BörsG auch dann nicht ein, wenn der Haftungsadressat beweisen kann, dass ihn kein Verschulden an der Fehlerhaftigkeit des Prospekts trifft, sprich, dass er dessen Unrichtigkeit weder gekannt noch grob fahrlässig verkannt hat.

b) Folgepflichten nach dem AktG

Die Vorschriften des Aktiengesetzes finden, sofern sie nicht auf börsennotierte Gesellschaften beschränkt sind, für im Freiverkehr gelistete Aktiengesellschaften in vollem Umfang Anwendung. Dies gilt auch für die Mitteilungspflichten nach §§ 20, 21 AktG. Gem. § 20 Abs. 6 AktG hat die Gesellschaft Beteiligungen, die ein anderes Unternehmen an ihr erreicht oder unterschreitet und die ihr nach § 20 Abs. 1, Abs. 4 oder Abs. 5 AktG mitgeteilt worden sind, unverzüglich in den Gesellschaftsblättern bekannt zu machen. Das Erreichen eigener Beteiligungen von mehr als 25% beziehungsweise mehr als 50% an einer anderen inländischen Kapitalgesellschaft hat die Gesellschaft ebenso wie das Unterschreiten dieser Beteiligungsschwellen der betroffenen Kapitalgesellschaft nach § 21 AktG mitzuteilen.

III. Regelungen der Börsenordnungen

1. Einleitung

Der Handel mit Wertpapieren im Freiverkehr ist an jeder deutschen Börse möglich. Die rechtlichen Rahmenbedingungen stimmen dabei weitgehend überein. Im Folgenden werden zunächst die Freiverkehrsrichtlinien am Beispiel der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB) mit ihren neuesten Änderungen zur Einrichtung des „Entry Standard“ dargestellt. Die Ausführungen zu anderen Börsen beschränken sich auf die Besonderheiten des jeweiligen Handelsplatzes.

2. Frankfurter Wertpapierbörse

Nach § 1 der Richtlinien für den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB-Freiver-

25) Kümpel, a.a.O. (Fn. 3), Rdn. 9.355.

26) OLG Frankfurt a. M. NJW-RR 1997 S. 749 (750); Groß, AG 1999 S. 199 (209).

27) Vgl. Schwark, in: Schwark, a.a.O. (Fn. 5), § 57 BörsG, Rdn. 7.

28) Weitergehend dazu unten Abschn. III. 2. a).

29) Vgl. Assmann/Cramer, in: Assmann/Schneider, a.a.O. (Fn. 8), § 14, Rdn. 105.

kehrersRL³⁰⁾ ist Träger des Freiverkehrs an der FWB die Deutsche Börse AG (DBAG)³¹⁾. Diese nimmt Verwaltungsaufgaben wahr, entscheidet über die Einbeziehung von Wertpapieren in den Freiverkehr, überwacht die ordnungsgemäße Durchführung des Handels und kann bei Verstößen gegen die Richtlinien Maßnahmen bis hin zur Einstellung der Notierung des entsprechenden Wertpapiers treffen. Damit wird auch der gesetzlichen Vorgabe in § 57 Abs. 1 BörsG Rechnung getragen.

a) Einbeziehung in den Freiverkehr

Über die Einbeziehung von Wertpapieren in den Freiverkehr entscheidet auf Antrag der Freiverkehrsträger, § 4 FWB-FreiverkehrsRL, also die DBAG. Innerhalb der DBAG ist der Freiverkehrsausschuss zuständig. In Abweichung von § 37 Abs. 2 BörsG ist die Einbeziehung von Wertpapieren, die zur Subskription aufgelegt werden, schon vor Beendigung der Zuteilung an die Zeichner möglich³²⁾.

Während sich im Freiverkehr Einbeziehungsvoraussetzungen und Folgepflichten deutlich vom „regulated market“ unterscheiden, erhält der Anleger die gleiche Preisqualität wie im Amtlichen oder Geregelteten Markt.

Der Antrag auf Einbeziehung in den Freiverkehr kann von an der FWB zum Börsenhandel zugelassenen Unternehmen schriftlich bei der DBAG als Freiverkehrsträger gestellt werden³³⁾. Als Antragsteller kommen Börsenmakler und an der Börse zugelassene Kreditinstitute, nicht jedoch der Emittent selbst in Betracht. Der Antrag hat eine Reihe von Angaben zu den einzubeziehenden Wertpapieren und den für diese an anderen organisierten Märkten eventuell bereits festgestellten Preisen sowie zur Person des Emittenten zu enthalten³⁴⁾. Sind die Wertpapiere noch nicht an einem anderen organisierten Markt gehandelt worden, insbesondere also bei einer Erstnotiz, hat der Antragsteller gem. § 6 Abs. 4 FWB-FreiverkehrsRL ein Exposé des Emittenten oder einen Wertpapierprospekt vorzulegen, die dessen zutreffende Beurteilung ermöglichen. Für das Exposé besteht keine Prospekthaftung nach dem VerkprospG. Denn es dient nur der Beurteilung des Emittenten durch den Freiverkehrsträger im Rahmen der Prüfung der Einbeziehungsvoraussetzungen und soll nicht potenzielle Anleger ansprechen³⁵⁾.

Über die beabsichtigte Einbeziehung in den Freiverkehr ist der Emittent zu unterrichten³⁶⁾. Von der Zustimmung des Emittenten ist die Einbeziehung seiner Wertpapiere in den Freiverkehr aber nicht abhängig. Auch eine Möglichkeit, gegen den Antrag Widerspruch einzulegen und so die Einbeziehung der Wertpapiere zu verhindern, sehen die Richtlinien der FWB nicht vor.

Im Rahmen des Einbeziehungsverfahrens prüft der Freiverkehrsträger, ob der Antragsteller die Voraussetzungen für einen ordnungsgemäßen Handel gewährleisten kann³⁷⁾. Im Anschluss an die Prüfung entscheidet er, ob er den Antrag auf Einbeziehung ablehnt – mögliche Gründe für eine Ablehnung zählt § 9 FWB-FreiverkehrsRL auf, diese Aufzählung ist allerdings nicht abschließend („insbesondere“) – oder ob er dem

Antrag entspricht. Verweigert der Freiverkehrsträger die Einbeziehung zu Unrecht, kann der Antragsteller sie auf dem Zivilrechtsweg erzwingen³⁸⁾.

b) Folgepflichten

Folgepflichten für den Antragsteller enthalten die Freiverkehrsrichtlinien der FWB nur sehr wenige. Nach § 8 FWB-FreiverkehrsRL hat der Antragsteller die Voraussetzungen für einen ordnungsgemäßen Handel mit den Wertpapieren zu gewährleisten. Dazu gehören insbesondere die ordnungsgemäße Abwicklung der Wertpapiergeschäfte durch eine Wertpapiersammelbank im Fall von girosammelverwahrten Aktien beziehungsweise durch eine vom Freiverkehrsträger anerkannte Abwicklungsstelle bei sonstigen Wertpapieren sowie die unverzügliche Unterrichtung des Freiverkehrsträgers über für die Bewertung des Wertpapiers oder des Emittenten bedeutsame Umstände. Solche Umstände sind etwa bevorstehende Hauptversammlungen, Bezugsrechte, Dividendenzahlungen und Kapitalveränderungen³⁹⁾.

Für den Handel, die Geschäftsabwicklung und die Preisfeststellung von Wertpapieren im Freiverkehr gelten nach § 15 FWB-FreiverkehrsRL die Regelungen des amtlichen Markts sinngemäß. In erster Linie sind damit die „Bedingungen für Wertpapiergeschäfte an der Frankfurter Wertpapierbörse“⁴⁰⁾ gemeint. Besondere Bestimmungen enthalten die Freiverkehrsrichtlinien der FWB im Hinblick auf den Handel von strukturierten Produkten, wie beispielsweise manchen Arten von Wandelanleihen⁴¹⁾. So sind etwa Leerverkäufe beim Handel von strukturierten Finanzprodukten untersagt, § 19 FWB-FreiverkehrsRL.

c) Preisfeststellung, Aufsicht und Haftung des Freiverkehrsträgers

Die für die im Freiverkehr gehandelten Wertpapiere ermittelten Preise sind gem. § 57 Abs. 2 BörsG Börsenpreise, die den Anforderungen des § 24 Abs. 2 BörsG entsprechen müssen. Das heißt, die ordnungsgemäß zustande gekommen sind und die tatsächliche Marktlage des Börsenhandels widerspiegeln. Um eine faire Preisbildung zu gewährleisten, gelten daher nach § 15 Abs. 1 FWB-FreiverkehrsRL die dahingehenden Regelungen des Amtlichen Markts sinngemäß.

30) In der Fassung gültig ab 25. 10. 2005, abrufbar unter www.deutsche-boerse.com.

31) Seit Oktober 2005 trägt der Freiverkehr an der FWB den Titel „Open Market“. Dadurch soll der internationalen Ausrichtung des Segments verstärkt Rechnung getragen werden.

32) § 15 Abs. (2) FWB-FreiverkehrsRL.

33) § 5 FWB-FreiverkehrsRL.

34) § 6 FWB-FreiverkehrsRL.

35) Vgl. § 6 Abs. 4 FWB-Freiverkehrs-RL; Mülbert/Steup, in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, § 26 Rdn. 16.

36) § 7 FWB-FreiverkehrsRL.

37) Zum Begriff des ordnungsgemäßen Handels s. sogleich unter b).

38) Vgl. Schwark, in: Schwark, a.a.O. (Fn. 5), § 57 BörsG, Rdn. 3; Claussen, FS Stimpel, 1985, S. 1049 (1053).

39) Vgl. von Rosen, in: a.a.O. (Fn. 2), § 2, Rdn. 182.

40) Abrufbar unter www.deutsche-boerse.com.

41) Vgl. Kümpel, a.a.O. (Fn. 3), Rdn. 15.74.

Während sich also im Freiverkehr Einbeziehungsvoraussetzungen und Folgepflichten deutlich vom „regulated market“ unterscheiden, erhält der Anleger die gleiche Preisqualität wie im Amtlichen oder Geregelteten Markt. Die für die Preisfeststellung zuständigen Skontroführer bestimmt der Freiverkehrsträger auf Antrag in Abstimmung mit der Geschäftsführung der FWB, wobei der Antragsteller die organisatorischen und fachlichen Anforderungen des § 21 FWB-FreiverkehrsRL erfüllen muss und während seiner Tätigkeit als Skontroführer die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns anzuwenden hat⁴²⁾.

Die Beaufsichtigung des Freiverkehrs an der FWB obliegt der DBAG als Träger des Freiverkehrs. Sie kann den ordnungsgemäßen Ablauf des Freiverkehrs zum einen dadurch sicherstellen, dass sie die Einbeziehung von Wertpapieren gem. § 10 Abs. 1 FWB-FreiverkehrsRL widerruft, wenn deren Voraussetzungen nachträglich wegfallen. Das ist z.B. der Fall, wenn die Bildung eines börsenfähigen Markts nicht mehr möglich erscheint oder Anlegerschutzinteressen dem Verbleib der Wertpapiere im Freiverkehr entgegenstehen⁴³⁾. Liegen die Voraussetzungen der Bestimmung eines Skontroführers nicht mehr vor oder ist eine ordnungsgemäße Preisfeststellung gefährdet oder nicht mehr gegeben, kann die DBAG in Abstimmung mit der Geschäftsführung der FWB den Auftrag zur Skontroführung mit sofortiger Wirkung widerrufen⁴⁴⁾. Schließlich kann der Freiverkehrsträger bei Verstößen gegen die Richtlinien die auch im Regelwerk zum Amtlichen Markt vorgesehenen Sanktionen verhängen⁴⁵⁾. Insbesondere kann er schwerwiegende Verstöße marktintern im Wege des „public punishment“ bekannt geben und als ultima ratio die Einstellung der Notierung des entsprechenden Wertpapiers verfügen.

Für Schäden, die Dritten aus der Einbeziehung der Wertpapiere in den Freiverkehr oder aus der Skontroverteilung entstehen, haftet der Freiverkehrsträger gem. § 25 FWB-FreiverkehrsRL in der Regel nur bei Vorsatz und grober Fahrlässigkeit. Nur bei einem Verstoß gegen wesentliche Pflichten tritt die Haftung auch bei einfacher Fahrlässigkeit ein.

d) Einbeziehung in den Entry Standard

Seit dem 25. Oktober bietet die FWB für Aktien, die im Freiverkehr gehandelt werden, die Einbeziehung in den „Entry Standard“ an. Dabei handelt es sich laut DBAG um ein „Einstiegssegment“ innerhalb des Freiverkehrs, dass sich insbesondere an kleinere und mittlere Unternehmen richtet und das gegenüber dem sonstigen Freiverkehr mit höheren Transparenzpflichten verbunden ist. Durch die Erfüllung dieser Transparenzpflichten hebt sich der Emittent aus der Masse der in den Freiverkehr einbezogenen Unternehmen hervor und positioniert sich sichtbar für Investoren, ohne die strengen Anforderungen der regulären Märkte erfüllen zu müssen.

Zur Vorbereitung und während der Dauer der Einbeziehung in den Entry Standard wird der Emittent durch einen „Deutsche Börse Listing Partner“ betreut. Dabei handelt es sich um ein unabhängiges Dienstleistungsunternehmen mit

Erfahrung auf dem Kapitalmarkt, das insbesondere Börsenneulinge beraten und bei der Einhaltung der zusätzlichen Informationspflichten unterstützen soll.

Der Antrag auf Einbeziehung in den Entry Standard kann nicht von dem Emittenten selbst gestellt, sondern muss wie ansonsten auch von einem Handelsteilnehmer an der FWB eingereicht werden. Allerdings kann die Einbeziehung anders als im sonstigen Freiverkehr nicht ohne Zustimmung des Emittenten erfolgen. Dem Antrag sind zusätzlich zu den nach §§ 5 und 6 FWB-FreiverkehrsRL vorzulegenden Unterlagen unter anderem eine Verpflichtungserklärung über die Einhaltung der Regeln zum Entry Standard, ein aktueller Handelsregisterauszug und die aktuelle Satzung des Emittenten beizufügen. Für den Nachweis des Einverständnisses des Emittenten muss der Antragsteller dessen rechtsverbindliche Zustimmungserklärung vorlegen. Darüber hinaus sind ein testierter Konzernabschluss samt Konzernlagebericht und ein Kurzportrait des Emittenten sowie der Vertrag über die Beauftragung des Listing Partners für die gesamte Dauer der Einbeziehung in den Entry Standard beizubringen⁴⁶⁾.

Erfüllt der Emittent die Kriterien der Richtlinie, wird die Geschäftsführung der Börse im Einvernehmen mit dem Marktausschuss die Einbeziehung in den Freiverkehr veranlassen, wenn seine Wertpapiere die Bildung eines börsenfähigen Markts möglich machen.

Auch während der Einbeziehung sind die Anleger mit zusätzlichen Informationen betreffend den Emittenten zu versorgen. Der Antragsteller, also der FWB-Handelsteilnehmer, hat sicherzustellen, dass auf der Website des Emittenten wesentliche Unternehmensnachrichten, die den Kurs der Aktie beeinflussen können, veröffentlicht werden. § 12 Abs. 2 lit. a FWB-FreiverkehrsRL stellt klar, dass die Veröffentlichungspflicht ausschließlich der objektiven Informationen der Anleger dient und werbliche Maßnahmen zu unterbleiben haben. Hierbei unterstützt der Listing Partner den Emittenten. Weiterhin zu veröffentlichen sind der testierte Konzernjahresabschluss samt Konzernlagebericht, ein Zwischenbericht innerhalb von drei Monaten nach dem Ende des ersten Halbjahres jedes Geschäftsjahres sowie ein jährlich aktualisiertes Unternehmensprofil samt eines Kalenders mit allen wesentlichen Terminen des Emittenten, wie z. B. seiner Hauptversammlung oder Analysten- und Investorenpräsentationen. Kommt der Antragsteller seinen Pflichten nach § 12 FWB-FreiverkehrsRL nicht nach, kann die DBAG von ihm eine Vertragsstrafe in Höhe von bis zu 10 000 € für jeden Fall der Zuwiderhandlung fordern und die Einbeziehung der Aktien in den Entry Standard widerrufen. Der Widerruf der Einbeziehung in den Entry Standard hat keine Auswirkung auf die Einbeziehung der Aktien in den regulären Freiverkehr.

42) § 22 FWB-FreiverkehrsRL.

43) § 10 Abs. (1) FWB-FreiverkehrsRL.

44) § 23 Abs. (1) FWB-FreiverkehrsRL.

45) § 24 Abs. (1) FWB-FreiverkehrsRL.

46) § 11 FWB-FreiverkehrsRL.

3. Anlegerschutz-Richtlinie Freiverkehr der Börse Düsseldorf

Die Freiverkehrsordnung der Börse Düsseldorf stimmt weitgehend mit den allgemeinen Regeln der FWB-FreiverkehrsRL überein. Um die Investition in Wertpapiere, die im Freiverkehr gehandelt werden, für Anleger attraktiver zu machen, hat die Börse Düsseldorf jedoch ergänzend die „Anlegerschutz-Richtlinie Freiverkehr“ erlassen, die die Einbeziehungsvoraussetzungen der Freiverkehrsordnung und die Anforderungen an die Bildung eines börsenfähigen Markts konkretisiert. Adressat der Richtlinie sind in erster Linie Emittenten, die Interesse an einer Notiz im Freiverkehr haben. Die Anforderungen der Richtlinie sind nicht zwingend. Werden sie erfüllt, kann die Einbeziehung der Wertpapiere aber in der Regel nicht versagt werden (§ 2 der Anlegerschutz-Richtlinie).

Die Börsen München mit „M:access“ und Frankfurt mit dem „Entry Standard“ haben dieses Jahr neue Plattformen für den Börsenhandel im Freiverkehr geschaffen, die speziell auf mittelständische Unternehmen sowie Wachstumswerte zugeschnitten sind.

Die konkreten Voraussetzungen der Einbeziehung unterscheiden sich nach § 1 der Richtlinie je nachdem, ob die Wertpapiere bereits an einem in- oder ausländischen Kapitalmarkt i.S.v. § 2 Abs. 5 WpHG gehandelt werden, ob sie in Verbindung mit der Einbeziehung erstmals im Inland i.S.v. § 3 Abs. 1 WpPG öffentlich angeboten werden, ob sie bereits im Freiverkehr einer anderen inländischen Börse notiert sind oder ob keiner der vorgenannten Fälle vorliegt.

Werden die Wertpapiere bereits an einem organisierten Markt gehandelt, ist die Einbeziehung grundsätzlich vorzunehmen⁴⁷⁾. Wird die Einbeziehung in Verbindung mit einem öffentlichen Angebot i.S.v. § 3 Abs. 1 WpPG beantragt, ist sie in der Regel vorzunehmen, wenn der Emittent einen Prospekt nach dem WpPG erstellt und veröffentlicht hat und er sich freiwillig dazu verpflichtet, kursbeeinflussende Tatsachen nach § 15 Abs.1 WpHG zu veröffentlichen und die von der Börsensachverständigenkommission beim Bundesfinanzministerium aufgestellten Grundsätze für die Zuteilung von Aktienemissionen an Privatanleger, die von sich aus lediglich Empfehlungen unter anderem für den Freiverkehr enthalten, zu beachten. Der Emittent soll darüber hinaus Quartalsberichte erstellen und dem Publikum zur Verfügung stellen, in denen z.B. der Anteilsbesitz von Aufsichtsrat und Vorstand aufgelistet wird. Schließlich ist der Emittent verpflichtet, unmittelbar nach der Einbeziehung seiner Wertpapiere einen Unternehmenskalender mit den wichtigsten Terminen des Geschäftsjahrs zu erstellen und der Börse zu übermitteln. Sind die Wertpapiere bislang nur im Freiverkehr einer anderen inländischen Börse notiert oder liegt keiner der vorgenannten Fälle vor, muss der Antragsteller die Wahrung des Anlegerschutzes unter anderem dadurch nachweisen, dass er dem zuständigen Marktausschuss einen bereits veröffentlichten Wertpapierprospekt, eine Erklärung, kursbeeinflussende

Tatsachen i.S.d. § 15 Abs. 1 WpHG zu veröffentlichen, einen beglaubigten Handelsregisterauszug, die aktuelle Fassung der Satzung oder des Gesellschaftsvertrags und testierte Geschäftsberichte für die letzten Geschäftsjahre zur Verfügung stellt.

Erfüllt der Emittent die Kriterien der Richtlinie, wird die Geschäftsführung der Börse im Einvernehmen mit dem Marktausschuss die Einbeziehung in den Freiverkehr veranlassen, wenn seine Wertpapiere die Bildung eines börsenfähigen Markts möglich machen. Dies ist nach § 4 der Richtlinie grundsätzlich der Fall, wenn die einbezogenen Wertpapiere einen Mindestnennbetrag von 250 000 € haben, die dem Markt bei Handelsbeginn zur Verfügung stehende Mindeststückzahl 100 000 beträgt und der voraussichtliche Kurswert des dem Markt zur Verfügung stehenden Kapitals 1 Mio. € nicht unterschreitet.

4. Börse Berlin/Bremen

Der dritte Abschnitt der Freiverkehrsrichtlinie der Börse Berlin/Bremen enthält vergleichbare Regelungen der Anlegerschutz-Richtlinie der Börse Düsseldorf. Dieser Abschnitt beinhaltet die Voraussetzungen der Einbeziehung in den Markt für kleinere und mittlere Unternehmen (KMU-Markt). Auch hier sind dem Einbeziehungsantrag unter anderem ein Verkaufsprospekt und Jahresabschlüsse der letzten Geschäftsjahre beizufügen. Der Mindestnennbetrag der Emission soll 250 000 € und der voraussichtliche Kurswert des dem Markt zur Verfügung stehenden Kapitals soll 1,5 Mio. € nicht unterschreiten. Darüber hinaus soll mit der Einbeziehung entweder eine Barkapitalerhöhung verbunden werden oder die Wertpapiere sollen ausreichend gestreut sein. Letzteres ist dann der Fall, wenn mindestens 20% des Gesamtnennbetrags bzw. der Stückzahl vom Publikum erworben worden sind. Dabei genügt es, wenn die Streuung voraussichtlich kurz nach der Einbeziehung der Wertpapiere erreicht werden wird.

Als Folgepflichten sieht § 10 der Freiverkehrsrichtlinie unter anderem die unverzügliche Veröffentlichung kursrelevanter Tatsachen aus dem Bereich des Emittenten und das Erstellen regelmäßiger Zwischenberichte über die Finanzlage und den Geschäftsgang des Emittenten vor. Darüber hinaus muss sich der Emittent verpflichten, die Publizitätspflichten der §§ 63 bis 66 BörsZulV einzuhalten.

5. Börse München, M:access

Als erste und bislang einzige Börse in Deutschland hat die Börse München mit „M:access“ ein eigenes Marktsegment geschaffen, zu dem sowohl Emittenten im Freiverkehr wie auch Emittenten im Amtlichen oder Geregelten Markt Zugang haben, und das sich insbesondere an mittelständische Unternehmen richtet. Mit speziellen Publizitätsregeln dient es dazu, einen transparenten Markt zu gewährleisten, gleichzeitig aber den bürokratischen Aufwand und die Kosten für die Emittenten gering zu halten.

⁴⁷⁾ § 2 Abs. (1) der Anlegerschutz-Richtlinie.

Das Regelwerk M:access gilt ergänzend zu den Richtlinien für den Freiverkehr an der Börse München. Emittenten werden bei der Einbeziehung von einem Emissionsexperten, also nach § 4 Regelwerk M:access einem in der IPO- oder Emittentenberatung erfahrenen, börsenzugelassenen Unternehmen, z.B. einem Kreditinstitut, unterstützt. Der Emissionsexperte beantragt die Notiz in M:access im Einvernehmen mit dem Emittenten. Dem Antrag sind die aktuelle Satzung des Emittenten, ein Handelsregisterauszug neuesten Datums und die Geschäftsberichte der letzten drei Jahre beizufügen. Im Fall der erstmaligen Einbeziehung in den Freiverkehr ist außerdem eine Unternehmensdarstellung oder, sofern der Antrag im Zusammenhang mit einem öffentlichen Angebot erfolgt, der Wertpapierprospekt einzureichen.

Um für die Anleger „ein erhöhtes Maß an Transparenz und Sicherheit“⁴⁸⁾ zu gewährleisten, enthält das Regelwerk M:access in § 6 zusätzliche Anforderungen an den Emittenten. Die Notiz in M:access setzt voraus, dass sein Grundkapital mindestens 2 Mio. € beträgt und der Emittent mindestens einen Jahresabschluss als Aktiengesellschaft aufgestellt hat. Die Notiz wird beibehalten, wenn der Emittent auf seiner Internetseite einen unterjährigen Jahresbericht mit allen für die Bewertung der Aktie relevanten Informationen, einen Unternehmenskalender mit wichtigen Terminen, insbesondere Zeit und Ort der Hauptversammlung und der Bilanzpressekonferenz, sowie die Kernaussagen des geprüften Jahresabschlusses veröffentlicht. Unverzüglich bekannt zu geben sind wichtige Unternehmensmeldungen des Emittenten, die geeignet sind, die Kursentwicklung der von ihm ausgegebenen Wertpapiere zu beeinflussen. Insofern sind die zur Ad-hoc-Publizität nach § 15 Abs. 1 WpHG entwickelten Grundsätze anzuwenden. Schließlich ist der Emittent verpflichtet, jährlich an mindestens einer der von der Börse veranstalteten Analystenkonferenzen teilzunehmen und selbst eine Investorenkonferenz durchzuführen oder an einer solchen teilzunehmen. Im Fall der Nichterfüllung dieser Anforderungen kann die Börse München die Notiz in M:access aufheben. Die Einbeziehung in den Freiverkehr bleibt davon unberührt⁴⁹⁾.

Für den Fall, dass der im Freiverkehr gelistete Emittent die Zulassung zu den regulierten Märkten anstrebt, oder er umgekehrt den Widerruf der Zulassung zu den regulierten Märkten zugunsten der Einbeziehung in den Freiverkehr beabsichtigt, sieht das Regelwerk M:access bestimmte Erleichterungen vor. So sind z.B. Emittenten im Freiverkehr, die seit zwei Jahren in M:access notiert sind und nun die Zulassung zu einem regulierten Markt beantragen, von der Zulassungsgebühr befreit⁵⁰⁾. Begehrt der Emittent den Widerruf seiner Zulassung zu den regulierten Märkten zugunsten einer Einbeziehung in den Freiverkehr, stehen dem die Kriterien des Anlegerschutzes nicht entgegen, wenn eine Notierung in M:access erfolgt⁵¹⁾.

IV. Vorteile für Unternehmen und Anleger

Hatte der Neue Markt noch das strengste Regelwerk aller europäischen Handelsplätze, be-

schreiten die FWB mit dem Entry Standard und die Börse München mit dem Marktsegment M:access nach dem Motto „weniger ist mehr“ neue Wege. Galt der Freiverkehr bislang als wenig transparent und deshalb für Anleger unattraktiv, stellt die Schaffung börseneigener Qualitätsstandards eine Möglichkeit dar, das Vertrauen der Aktionäre zu gewinnen und damit neues Kapital anzulocken.

Die Vorteile einer Einbeziehung in den Freiverkehr mit börseneigenen Qualitätsstandards sind für Emittenten wie für Anleger erheblich. Unternehmen mit Wachstumsambitionen, die die Börse als Mittel der Kapitalbeschaffung erst „testen“ wollen, tragen ein deutlich niedrigeres Kostenrisiko als in den regulierten Märkten, sprechen aber mittels öffentlichen Angebots eine große Zahl potenzieller Aktionäre an. Eine spätere Zulassung zum Regierten oder Amtlichen Markt ist dann kein so großer Schritt mehr. Die Haftungsrisiken sind reduziert. Zudem machen sich die Unternehmen für institutionelle Anleger interessant. War es bislang vielen Fondsmanagern aufgrund ihrer Anlageregeln nicht möglich, im Freiverkehr zu investieren, wird sich dies durch die Einführung segmenteigener Transparenz- und Publizitätsregeln womöglich bald ändern. Auch Privatanleger bekommen die Möglichkeit, direkt in kleine und mittelständische Unternehmen zu investieren.

V. Zusammenfassung

Emittenten, deren Wertpapiere ausschließlich im Freiverkehr gehandelt werden, können eine Reihe kapitalmarktrechtlicher Vorschriften unbeachtet lassen. Der Umstand, dass die Transparenz- und Publizitätspflichten des WpHG keine Anwendung finden und eine Entsprechenserklärung nach § 161 AktG nicht abzugeben ist, bringt Einsparungen an Kosten und bürokratischem Aufwand und eine Minderung von Haftungsrisiken mit sich. Erfolgt die Notiz in Verbindung mit einem öffentlichen Angebot der Wertpapiere, muss ein Wertpapierprospekt veröffentlicht werden.

Die Einbeziehung in den Freiverkehr kann für Unternehmen, die sich über die Börse mit neuem Kapital versorgen wollen, aber hohe Kosten und strenge Regulierung scheuen, eine echte Alternative zu einer Zulassung in den regulierten Märkten sein. Um insbesondere institutionelle Anleger von der Attraktivität des Freiverkehrs zu überzeugen, bedarf es jedoch spezieller, börsenintern regulierter Marktsegmente, die mit eigenen Transparenz- und Publizitätsregeln einen ordnungsgemäßen Handel und eine realistische Beurteilung der gehandelten Wertpapiere gewährleisten. Insofern ist die Einrichtung neuer Marktsegmente an den Börsen in Frankfurt und München ein Weg, den Gang an die Börse für kleinere, wachstumsorientierte Gesellschaften sowie für Mittelstandsunternehmen wieder attraktiv zu machen.

48) So die Informationsbroschüre der Börse München zum M:access.

49) § 8 Regelwerk M:access.

50) § 10 Regelwerk M:access.

51) § 11 Regelwerk M:access.