

Florian Beer

Die Verantwortung des Börsenträgers bei der Gestaltung alternativer Marktsegmente

Ein Beitrag zur Diskussion über Selbstregulierung und
privatrechtliche Rechtsetzung am Beispiel sogenannter
Mittelstandsmärkte im Freiverkehr



Nomos

Schriften zum gesamten Unternehmensrecht

Herausgegeben von

Prof. Dr. Carsten Herresthal, LL.M., Universität Regensburg

Prof. Dr. Wolfgang Servatius, Universität Regensburg

Band 10

Florian Beer

Die Verantwortung des Börsenträgers bei der Gestaltung alternativer Marktsegmente

Ein Beitrag zur Diskussion über Selbstregulierung und
privatrechtliche Rechtsetzung am Beispiel sogenannter
Mittelstandsmärkte im Freiverkehr



Nomos

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Zugl.: Regensburg, Univ., Diss., 2017

ISBN 978-3-8487-4641-5 (Print)

ISBN 978-3-8452-8871-0 (ePDF)

1. Auflage 2018

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2018. Gedruckt in Deutschland. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2017 von der rechtswissenschaftlichen Fakultät der Universität Regensburg als Dissertation angenommen und mit magna cum laude bewertet. Sie entstand hauptsächlich während meiner Tätigkeit am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht und Unternehmensrecht.

Die Arbeit wurde im Dezember 2015 offiziell eingereicht. Daher ist die Neuregelung der Offenlegungsvorschriften durch die Marktmissbrauchsverordnung (MAR) in der vorliegenden Untersuchung unberücksichtigt geblieben. Dies betrifft im Wesentlichen die Regelungen zur Ad-hoc-Publizität (Art. 17 MAR, § 15 WpHG a.F.) sowie die Regelungen über Directors' Dealings (Art. 19 MAR, § 15a WpHG a.F.). Mit Wirksamwerden der Änderungen der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID II) ab dem 03.01.2018 treten Sonderregelungen für die gegenständlichen Marktsegmente in Kraft. Aufgrund dieser dynamischen Gesetzeslage ist eine Anpassung der Arbeit unterblieben. Vielmehr wurde in Voraussicht dieser Entwicklung die Untersuchung abstrakter gehalten, um einen Erkenntnisgewinn unabhängig der jeweils gültigen Gesetzeslage zu erhalten.

Ähnlich ist es auch mit der im Kapitel 6 untersuchten AGB-Freiverkehr der Frankfurter Wertpapierbörse, die im März 2017 mit der Abschaffung des Entry Standard eine erhebliche Änderung erhalten hat. Die vorliegende Arbeit erschöpft sich weiterhin in der Untersuchung der AGB-Freiverkehr der FWB mit Stand 26.07.2013, da auch hier losgelöst von der jeweils gültigen Fassung der AGB wesentliche Erkenntnisse gewonnen wurden. Die Literatur konnte bis Ende September 2017 berücksichtigt werden.

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater Herrn Prof. Dr. Wolfgang Servatius für seine Unterstützung während der Erstehung dieser Arbeit sowie für die Erfahrungen in der Zeit meiner Tätigkeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter an seinem Lehrstuhl. Herrn Prof. Dr. Carsten Herresthal danke ich für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens. Weiterhin gilt mein Dank meinen Lehrstuhlkollegen. Ein Großteil meiner heutigen Motivation und Leidenschaft für die Rechtswissenschaft ist der munteren Diskussionskultur am Lehrstuhl geschuldet.

Vorwort

Bei meiner wundervollen Ehefrau Miriam Beer möchte ich mich ebenfalls ganz herzlich bedanken, die mir nicht nur während der Erstellung dieser Arbeit den notwendigen Rückhalt gab, sondern auch die mühevollen Arbeit der Durchsicht des Manuskripts auf sich nahm. Ohne ihren Antrieb wäre mit die Fertigstellung dieser Arbeit sicherlich nicht in dieser Form geglückt.

Schließlich gilt mein größter Dank meinen lieben Eltern Frau Sibylle Beer und Herrn Martin Beer, die mich während meiner gesamten Ausbildung in jeder Lebenslage sowie bei der Veröffentlichung dieses Werks großzügig unterstützt und gefördert haben. Es ist ein wahres Glück bei solch außerordentlichen und liebevollen Menschen groß geworden zu sein – ihnen und meiner Frau Miriam ist diese Arbeit gewidmet.

Nürnberg, im Oktober 2017

Florian Beer

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	17
Einleitung	21
A. Sachlicher Hintergrund	21
B. Gegenstand und Gang der Untersuchung	27
Erster Teil: Probleme mittelständischer Unternehmen bei der Finanzierung am Kapitalmarkt – Dargestellt am Beispiel sogenannter Mittelstandsanleihen	31
1. Kapitel: Kapitalmarktrechtliche Rahmenbedingungen für den börslichen Anleihehandel	33
A. Mittelständische Unternehmensanleihen	34
I. Begriff und Entstehung einer Anleihe	34
II. Inhaltliche Gestaltung	38
III. Typisierung sog. Mittelstandsanleihen	39
B. Kapitalmarktrechtliche Grundlagen einer Anleiheemission und des Wertpapierhandels	43
I. Zielrichtung des Kapitalmarktrechts	44
1. Marktfunktionsschutz	46
a) Allokationseffizienz	47
b) Institutionelle Effizienz	47
c) Operationale Effizienz	48
2. Anlegerschutz	48
3. Umsetzung der Regelungsziele	50
II. Struktur der nationalen Kapitalmärkte	50
1. Primärer Kapitalmarkt	51
a) Fremdemission	51
b) Eigenemission	52
2. Sekundärer Kapitalmarkt	53
a) Die Börse	54
aa) Der Begriff der Börse	55
bb) Unterscheidung der Börse in öffentlich- rechtliche Börsenanstalt und privatrechtsförmigen Börsenträger	57

cc) Wertpapierbörse	59
dd) Segmentierung des Wertpapierhandels durch das Börsengesetz: Regulierter Markt und Freiverkehr	60
b) Außerbörsliche Märkte	61
aa) Multilaterale Handelssysteme	63
bb) Systematische Internalisierer	66
cc) Andere Handelsformen, insb. OTC	67
III. Einordnung des Freiverkehrs in das deutsche Kapitalmarktrecht	68
1. Freiverkehr als Börse?	68
2. Freiverkehr als multilaterales Handelssystem?	71
3. Freiverkehr als organisierter Markt?	74
4. Freiverkehr – börslicher oder außerbörslicher Handel?	79
5. Eigenständige Qualifizierung der Institution Freiverkehr	81
a) Kein rein privatrechtliches Segment	81
b) Freiverkehr mehr als ein qualifiziertes MTF	82
c) Der Freiverkehr als Börsensegment	84
d) Der Freiverkehr als privatrechtliche Selbstregulierungs-Institution	85
2. Kapitel: Das Dilemma der gesetzlichen Börsensegmente in Bezug auf Mittelstandsanleihen	88
A. Gesetzliche Vorgaben für den Anleihehandel in den gesetzlichen Börsensegmenten	89
I. Anleihen im regulierten Markt	89
1. Zulassungsvoraussetzungen	90
a) Formelle Bestimmungen	91
b) Materielle Bestimmungen	92
2. Einbeziehungsvoraussetzungen	95
3. Zulassungsfolgepflichten	96
4. Börsenpreis	100
5. Aufsicht	101
II. Anleihen im Freiverkehr	103
1. Geschäftsbedingungen und Handelsordnung	104
2. Keine Zulassungspflicht	105
3. Einbeziehungsvoraussetzungen	107
a) Verfahren der Einbeziehung	107
b) Prospektpflicht und Prospekthaftung	109
4. Folgepflichten für den Emittenten	110
5. Börsenpreis	114

6. Aufsicht	114
B. Auswirkung des Regulierungsniveaus auf die Wahl eines Börsensegments	117
I. Für das Anlegerpublikum	118
1. Unterschiedliche Ausgestaltung des Anlegerschutzes	119
a) Höheres gesetzliches Niveau des Anlegerschutzes im regulierten Markt	119
b) Problem der Informationsüberflutung	120
c) Mittelbarer Schutz des Anlegers	121
2. Kosten des Anlegers	124
3. Höhere Renditechancen im Freiverkehr	127
4. Gesetzliche Anlagegrundsätze	126
II. Für den Emittenten	128
1. Verkäuflichkeit des Wertpapiers	129
2. Marktfunktionsschutz	131
3. Kosten des Emittenten	132
a) Am regulierten Markt	132
b) Im Freiverkehr	133
C. Auswahlentscheidung der einzelnen Teilnehmer	135
I. Anlageentscheidung des Anlegers	135
1. Allgemein	135
2. Im Hinblick auf Investitionen in den deutschen Mittelstand	137
II. Abwägung des Emittenten	139
1. Allgemeine Abwägung zwischen den Börsensegmenten	139
2. Im Hinblick auf die Mittelstandsfinanzierung	140
D. Wertung: Dilemma der deutschen Mittelstandsfinanzierung	143
3. Kapitel: Bedarfsgerechte und kosteneffiziente Gestaltung durch alternative Marktsegmente	146
A. Funktionen einer zusätzlichen Segmentierung	147
I. Abgrenzung	147
II. Steigerung der Visibilität	149
III. Stärkung des Anleger- und des Marktfunktionsschutzes	150
IV. Reduzierung der Kosten im Vergleich zu den gesetzlichen Börsensegmenten	151
B. Segmentierung im regulierten Markt	152
I. Rechtsgrundlage	152
II. Schranken einer Segmentierung	154
III. Grundrechtsgebundenheit	156

IV. Zusammenfassung	157
C. Segmentierung im Freiverkehr	159
I. Rechtsgrundlage	159
II. Schranken einer Segmentierung	161
1. Kapitalmarktrechtliche Schranken	161
a) Verhaltenspflichten	161
b) Privatautonomie	163
c) Sonstige Vorgaben aus der Pflicht zur Durchführung eines ordnungsgemäßen Handels?	163
2. Europarechtliche Schranken	165
a) Europarechtliche Vorgaben für Handelssysteme durch die MiFID	165
b) Teilsegmente als geregelter Markt i.S.d. MiFID?	166
aa) Von einem Marktbetreiber betriebenes multilaterales System	167
bb) Nichtdiskretionäre Regeln	168
cc) Finanzinstrumente, die gemäß den Regeln und/oder den Systemen des Marktes zum Handel zugelassen wurden	168
dd) Zulassung als regulierter Markt	172
c) Teilsegmente als multilaterale Handelssysteme?	172
d) Entwicklungslinien im europäischen Kapitalmarktrecht:	174
3. Öffentlich-rechtliche Schranken	177
a) Status des Beliehenen	177
b) Marktveranstaltung	179
4. Privatrechtliche Schranken	180
a) AGB-rechtliche Inhaltskontrolle	180
b) Generalklausel der §§ 134, 138, 242 und 826 BGB	183
III. Zusammenfassung	184
D. Wertung: Mittelstandssegmente nur auf Ebene des Freiverkehrs möglich	186
I. Fehlende öffentlich-rechtliche Grundlage einer Teilsegmentierung für Anleihen	186
II. Fehlende Flexibilität bei der Gestaltung der Teilbereiche	188
III. Schlussfolgerung hinsichtlich mittelständischer Anleihesegmente	191

Zweiter Teil: Die Verantwortung des Börsenträgers – Herausforderungen bei der Gestaltung von Mittelstandsmärkten	193
4. Kapitel: Funktionale Betrachtung der Gestaltungsverantwortung für die Mittelstandsmärkte	195
A. Interessenausgleich zwischen Emittenten und Anlegern im Bereich der Mittelstandsanleihen	196
I. Besondere Verantwortung durch die Orientierung zu mittelständischen Emittenten	197
II. Besondere Verantwortung durch die Orientierung zu Privatanlegern	200
1. Gestaltung für Privatanleger	201
2. Vertrauen der Anleger in die Börse	204
a) Vertrauensvorschuss im Bereich des Freiverkehrs	205
b) Vertrauensvorschuss im Bereich der Mittelstandsmärkte	207
B. Volkswirtschaftliche Bedeutung der Mittelstandssegmente	209
I. Bedeutung der Börse	210
II. Bedeutung der Mittelstandsmärkte	212
1. Ausstrahlung von Regelverstößen innerhalb der Mittelstandsmärkte auf die öffentlich-rechtliche Börse	212
a) Fehlende Unterscheidbarkeit	212
b) Treue- und Interessenwahrungspflicht	213
c) Ordnungsmäßige Durchführung des Handels und der Geschäftsabwicklung	214
2. Tatsächliche Probleme der Mittelstandsmärkte	216
a) Zahlungsausfälle und Insolvenz der Emittenten	216
b) Regelverstöße und betrügerisches Verhalten der Emittenten	219
3. Auswirkung der beschriebenen Missstände	222
III. Das eigene Interesse des Börsenträgers an den Mittelstandsmärkten	223
C. Vorgaben und Prinzipien einer Marktgestaltung durch den Börsenträger	225
I. Anlegerschutz durch Transparenz	226
II. Marktintegrität	226
III. Verbindlichkeit der Regulierung	227
IV. Durchsetzbarkeit der Regulierung	228
V. Kontrolle der Regulierung	230

VI. Transparenz, Bestimmtheit und Publikation der Regulierung	231
VII. Flexibilität der Regulierung	231
D. Wertung: Gelingen der Mittelstandsmärkte erfordert ein hohes Schutzniveau, eine strikte Durchsetzung der Regelwerke sowie eine Gewähr der Kapitalmarktreife der Emittenten	232
5. Kapitel: Strukturelle Defizite aufgrund der privatrechtlichen Regelsetzung	235
A. Schwäche privatrechtlicher Regelwerke gegenüber hoheitlicher Rechtsetzung	236
I. Segmentierung des Freiverkehrs nur im Wege einer privatrechtlichen Rechtsetzung	237
II. Geringe Flexibilität der Rechtsetzung	238
1. Erlass von Regelwerken	240
2. Änderung der Regelwerke	242
III. Mangelnde Durchsetzbarkeit	243
IV. Fehlende Regelungstransparenz und demokratische Legitimation	243
V. Gerichtliche Kontrolle	246
1. Keine abstrakte Kontrolle	246
2. Kontrolle der Einbeziehungsentscheidung	247
B. Interessenkonflikt des Börsenträgers	249
I. Mögliche Interessenkonflikte des Börsenträgers	250
II. Kein Gebot der Interessenkonfliktvermeidung gem. § 5 Abs. 4 Nr. 1 BörsG im Freiverkehr	253
III. Keine organisatorischen Vorkehrungen zur Vermeidung eines Interessenkonflikts	255
IV. Auswirkungen des Interessenkonflikts im Rahmen der Errichtung und des Betriebs der Mittelstandsmärkte	257
1. Bei der Gestaltung der Regelwerke	258
2. Bei der Einbeziehung der Wertpapiere	260
3. Bei der Überwachung und Durchsetzung der Emittentenpflichten	263
C. Zusammenfassung: Kautelarjuristisches Geschick bei der Regelsetzung notwendig	264
6. Kapitel: Die konkrete Gestaltung der Mittelstandsmärkte – Überprüfung der AGB-Freiverkehr FWB anhand des herausgearbeiteten Anforderungskataloges	266
A. Entwicklung der Mittelstandsmärkte	267

B. Besonderer Prüfungsmaßstab AGB	269
C. Zu den Einbeziehungsvoraussetzungen	272
I. Formale Zugangskriterien für die Kapitalmarkteignung	273
1. Festsetzungen des Entry Standard	273
2. Sonstige Mittelstandssegmente	274
II. Prospektpflicht	275
1. Entry Standard	276
2. Sonstige Mittelstandssegmente	276
III. Ratings	277
1. Entry Standard	278
2. Sonstige Mittelstandssegmente	280
IV. Kapitalmarktexperten	281
1. Entry Standard	282
2. Sonstige Mittelstandssegmente	282
V. Weitere Voraussetzungen	283
1. Entry Standard	283
2. Sonstige Mittelstandssegmente	284
VI. Fazit	284
1. Entry Standard	285
a) Zum Anleger- und Marktfunktionsschutz	285
b) Zur Regelungsetzung	287
2. Sonstige Mittelstandssegmente	288
a) Zum Anleger- und Marktfunktionsschutz	288
b) Zur Regelungsetzung	289
D. Zu den Folgepflichten	290
I. Regelpublizitätspflichten	290
1. Entry Standard	291
2. Sonstige Mittelstandssegmente	292
II. Quasi-Ad-hoc-Publizität	294
1. Entry Standard	294
2. Sonstige Mittelstandssegmente	296
III. Folge-Rating	297
1. Entry Standard	298
2. Sonstige Mittelstandssegmente	299
IV. Weitere Pflichten	299
1. Entry Standard	299
2. Sonstige Mittelstandssegmente	299
V. Fazit	301
1. Entry Standard	301
a) Zum Anleger- und Marktfunktionsschutz	301
b) Zur Regelungsetzung	302
2. Sonstige Mittelstandssegmente	303

a)	Zum Anleger- und Marktfunktionsschutz	303
b)	Zur Regelsetzung	304
E.	Regeln zur Kontrolle und Durchsetzung der Einbeziehungs Voraussetzungen und Folgepflichten	304
I.	Aufsicht	305
1.	Entry Standard	306
2.	Sonstige Mittelstandssegmente	307
II.	Vertragsstrafe	309
1.	Entry Standard	310
2.	Sonstige Mittelstandssegmente	313
III.	Veröffentlichung der Pflichtverletzung	314
1.	Entry Standard	315
2.	Sonstige Mittelstandssegmente	315
IV.	Kündigung	316
1.	Ordentliches Kündigungsrecht	317
a)	Entry Standard	317
b)	Sonstige Mittelstandssegmente	318
2.	Außerordentliches Kündigungsrecht	318
a)	Entry Standard	318
b)	Sonstige Mittelstandssegmente	319
V.	Weitere Maßnahmen	320
VI.	Fazit	321
1.	Entry Standard	321
2.	Sonstige Mittelstandssegmente	322
F.	Änderungsbefugnis	323
I.	Änderungsvorbehalt	324
1.	Allgemein zur Wirksamkeit eines Änderungsvorbehalts	324
2.	Zur Regelung der Börse München	329
II.	Dynamische Verweisung	329
III.	Genehmigungsfiktion	330
1.	Allgemein zur Wirksamkeit einer Genehmigungsfiktion	331
2.	Zu den Regelungen des Entry Standard	333
3.	Zu den Regelungen der sonstigen Mittelstandsmärkte	336
IV.	Fazit	337
G.	Zusätzliche Maßnahmen und Leistungen des Börsenträgers	338
H.	Zusammenfassung	341
I.	Entry Standard	341
II.	Sonstige Mittelstandssegmente	343

Dritter Teil: Ist die Übertragung der Verantwortung auf den Börsenträger der falsche Weg? Konsequenzen und Lösungen für die Probleme der Mittelstandsmärkte	346
7. Kapitel: Mögliche rechtliche Konsequenzen der aufgezeigten Probleme	348
A. Kompensation der Defizite durch die staatliche Kapitalmarktaufsicht?	349
I. Aufsicht durch die Börse	350
1. Billigung der Geschäftsbedingungen durch die Börsengeschäftsführung	351
a) Allgemein zum Billigungsvorbehalt in Bezug auf die Marktgestaltung	351
b) Neuer Billigungsvorbehalt bei Änderung der Geschäftsbedingungen	353
2. Weitere Befugnisse der Börsengeschäftsführung	354
3. Sanktionsausschuss	355
4. Handelsüberwachungsstelle	356
II. Aufsicht durch die landesrechtlichen Börsenaufsichtsbehörden	357
III. Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht	358
IV. Wertung	359
1. Kapitalmarktrecht als Staatsaufgabe	360
2. Im Rahmen des Freiverkehrs	361
a) Bedürfnis nach staatlicher Regulierung	361
b) Umfang der staatlichen Regulierung	362
c) Umsetzung der staatlichen Regulierung	364
B. Zur Haftung des Börsenträgers im Rahmen der Rechtsetzung	366
I. Haftung des Marktgestalters gegenüber dem Anleger	367
1. Haftung im Verhältnis Börsenträger - Anleger	367
a) Eigenes vertragliches Schuldverhältnis	367
b) Vorvertragliches Schuldverhältnis	368
c) Deliktische Haftung	370
aa) Aus § 823 Abs. 1 BGB aufgrund Verstoßes gegen kapitalmarktrechtliche Verkehrssicherungspflichten	370
bb) Aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. kapitalmarktrechtlichen Verkehrssicherungspflichten	371
2. Einbeziehung des Anlegers in das Rechtsverhältnis Börsenträger – Emittent	372
a) Vertrag zugunsten Dritter gem. § 328 BGB	373

Inhaltsverzeichnis

b) Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter	373
II. Amtshaftungsansprüche gegen den Börsenträger	375
III. Wertung	376
8. Kapitel: Zusammenfassung und Lösungsmöglichkeit	377
A. Zur eigenständigen Standardisierung durch die Börsenträger	379
B. Vorschlag für einen einheitlichen Mindeststandard der Mittelstandsmärkte	380
1. Einbeziehungsvoraussetzungen	380
2. Folgepflichten	383
3. Regeln zur Kontrolle und Durchsetzung	384
4. Weiter bestehender Spielraum	385
Literaturverzeichnis	387

Abkürzungsverzeichnis

a.A.	anderer Ansicht
a.E.	am Ende
a.F.	alte Fassung
a.M.	andere Meinung
ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
Abschn.	Abschnitt
abw.	abweichend
AG	Aktiengesellschaft/Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AIFM	Alternative Investment Fund Manager
Alt.	Alternative
AnlV	Anlageverordnung
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater
BeckRS	Beck-Rechtsprechung
BewG	Bewertungsgesetz
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BörsG	Börsengesetz
BörsO	Börsenordnung
BörsZulVO	Börsenzulassungsverordnung
bspw.	beispielsweise
BT-Drs.	Bundestagsdrucksache
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
CESR	Committee for European Securities Regulators
DAX	deutsche Aktienindex
DepotG	Depotgesetz
DJT	Deutscher Juristentag
dt.	deutsch(e,s)
Diss.	Dissertation

Abkürzungsverzeichnis

DÖV	Die Öffentliche Verwaltung
Drs.	Drucksache
DStR	Deutsches Steuerrecht
e.V.	eingetragener Verein
Einf.	Einführung
Einl.	Einleitung
ESMA	European Securities and Markets Authority
EU	Europäische Union
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FRUG	Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz
FS	Festschrift
FWB	Frankfurter Wertpapierbörse
gesetzl.	gesetzlich
GG	Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbH-StB	Der GmbH-Steuerberater
h.L.	herrschende Lehre
h.M.	herrschende Meinung
Habil.	Habilitationsschrift
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
i.d.F.	in der Fassung
i.d.R.	in der Regel
i.S.	im Sinne
i.V.m.	in Verbindung mit
IFRS	International Financial Reporting Standards
insb.	insbesondere
int.	international(e,s)
InvG	Investmentgesetz
KAG	Kapitalanlagegesellschaft
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KWG	Kreditwesengesetz
lit.	littera
MiFID	Richtlinie 2004/39/EG über Märkte für Finanzinstrumente
MMR	Multimedia und Recht
MTF	multilateral trading facility (multilaterales Handelssystem)
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-RR	Neue Juristische Wochenschrift Rechtsprechungs-Report
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht

m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
OGAW	Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OLG	Oberlandesgericht
OTC	Over The Counter
PWC	PricewaterhouseCoopers GmbH
RGZ	Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen
Rn.	Randnummer
UBGG	Unternehmensbeteiligungsgesellschaftsgesetz
v.	von
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
VwVfG	Verwaltungsverfahrensgesetz
VwGO	Verwaltungsgerichtsordnung
WM	Wertpapier-Mitteilungen: Zeitschrift für Wirtschaft- und Bankrecht
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WpÜG	Wertpapierübernahmegesetz
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZPO	Zivilprozessordnung

Einleitung

A. Sachlicher Hintergrund

Wettbewerb der Kapitalmärkte

Unter dem Begriff eines Kapitalmarktes versteht sich ein Handelsplatz, an dem die Interessen kapitalgebender Investoren und kapitalsuchender Unternehmen zusammengeführt werden. Die bedeutendsten Märkte für Kapital sind die Wertpapierbörsen. Die Liquidität und Handelbarkeit des Kapitals, gepaart mit der zunehmenden Internationalisierung und neuen technischen Möglichkeiten, lassen die Finanzplätze weltweit miteinander konkurrieren.¹ Daher befinden sich die einzelnen Börsen in einem internationalen Wettstreit um Neuemissionen, Ordervolumen und Handelsströme. Darüber hinaus werden die klassischen Börsen im Kampf um Anleger und Emittenten durch neue alternative Handelsplattformen herausgefordert.² Insb. fördern europarechtliche Vorgaben den Wettbewerb zwischen den einzelnen Handelssystemen innerhalb der Europäischen Union.³

Um in diesem globalen Wettkampf der Finanzmärkte bestehen zu können, versuchen die verschiedenen nationalen Börsenplätze durch Spezialisierung und Innovation ein eigenständiges Profil gegenüber den großen internationalen Handelsplätzen zu erschaffen.⁴ Vorwiegend die sog. Regio-

1 Begründung Regierungsentwurf Zweites Finanzmarktförderungsgesetz BT-Drs. 12/6679, S. 34; *Wastl/Schlitt*, MMR 2000, 387; *Bauer/Pleyer/Hirche*, BKR 2002, 102; *Schönemann*, Organisationsstruktur der Börse, S. 24; *Kümpel/Wittig/Seiffert*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 4.51.

2 *Gomber/Hirschberg*, AG 2006, 777, 782; Zum nationalen sowie internationalen Börsenwettbewerb ausführlich *Scholz*, Selbst- und Fremdderegulierung, S. 138 ff.; zum Wettbewerb der Börsen gegenüber außerbörslicher Handelsplätze *Hammen*, Börsen und multilaterale Handelssysteme, S. 19 ff.

3 Vgl. Kommissionsvorschlag MiFID Amtsblatt C071E/2003, S. 62, 67 ff.; *Weber*, NJW 2007, 3688, 3690; *Hammen*, Börsen und multilaterale Handelssysteme, S. 7; *Schwartz*, Anlegerschutz, S. 32.

4 Begründung Regierungsentwurf Zweites Finanzmarktförderungsgesetz BT-Drs. 12/6679, S. 76; *Oelke*, Mittelstandsfinanzierung, S. 232; *Scholz*, Selbst- und Fremdderegulierung, S. 146; *Fink*, Der Freiverkehr, S. 43; *Hopt/Rudolph/Baum/Hopt/Baum*, Börsenreform, S. 338 f.

nalbörsen⁵, wie die Börse Stuttgart oder die Börsen Hamburg und Hannover, sind bestrebt darauf, Handelsplätze zu errichten, welche auf die Bedürfnisse bestimmter Emittenten und Marktteilnehmer zugeschnitten sind, um damit ihren »Nischenplatz« zu finden und somit der Konkurrenz der internationalen Finanzplätze aus dem Weg zu gehen.⁶ Ein solch neu geschaffenes »Produkt« ist Gegenstand der vorliegenden Arbeit. Die Börse Stuttgart startete Mitte Mai 2010 ein neues Marktsegment namens »Bondm«, welches speziell für den Handel von Anleihen, die von mittelständischen Unternehmen ausgegeben werden, konzipiert wurde.⁷ In einer rasanten Geschwindigkeit wurde das Segment sowohl von Emittenten als auch von Anlegern angenommen mit der Folge, dass die meisten anderen deutschen Börsen vergleichbare Teilbereich einführen⁸ und das Volumen dieser »Mittelstandsanleihen« mittlerweile über 6 Milliarden Euro beträgt.

Mittelstandsanleihen als neues Finanzierungsinstrument

Beachtenswert ist dieser Erfolg, da eine Finanzierung über den Kapitalmarkt und somit auch die Emission von Anleihen traditionell für den nationalen Mittelstand eine untergeordnete Rolle gespielt hat.⁹ So wurde argumentiert, dass das kritische Volumen bei dem sich die Kapitalaufnahme

5 Als Regionalbörsen werden die Börsen in Stuttgart, Düsseldorf, München, Berlin-Bremen, Hamburg und Hannover bezeichnet. Der Begriff dient zur Abgrenzung dieser Handelsplätze gegenüber der Frankfurter Wertpapierbörse als international bedeutende und weltweit beachtete Börse.

6 Habersack/Mülbert/Schlitt/Rudolf, Unternehmensfinanzierung, § 1 Rn. 52; Storm, Alternative Freiverkehrssegmente, S. 26; Scholz, Selbst- und Fremdreulierung, S. 146.

7 Siehe Pressemitteilung der Börse Stuttgart v. 17.05.2010, abrufbar unter https://www.boerse-stuttgart.de/media/dokumente/pressemeldungen/100517_bondm_start.pdf.

8 Bereits im November 2010 errichtete die Düsseldorfer Börse ihren »Mittelstandsmarkt« und die Münchner Börse öffnete ihr Mittelstandssegment »m:access« für Anleihen. Die Börsen Hamburg und Hannover folgten im Januar 2011 mit der »Mittelstandsbörse Deutschland« und die Frankfurter Börse führte den »Entry Standard« für Unternehmensanleihen im Februar 2011 ein.

9 Bösl/Hasler/von Preysing, Mittelstandsanleihen, S. 293; Kubla, Mittelstandsfinanzierung, S. 1, 16 f.; Habersack/Mülbert/Schlitt/Grüning/Hirschberg, Unternehmensfinanzierung, § 16 Rn. 38.

trotz der mit ihr verbundenen Kapitalkosten¹⁰ lohnt, bei dem eher geringen Kapitalbedarf von Mittelständlern nicht erreicht wird und es somit hauptsächlich größeren Unternehmen vorbehalten ist, Anleihen auszugeben.¹¹ Jedoch lässt sich ein zunehmendes Interesse von mittelständischen Firmen an der Finanzierung über den Kapitalmarkt beobachten. Nach einer Studie »Mittelstandsfinanzierung in Deutschland« der Unternehmensberatung Seidenschwarz & Comp. GmbH und Prof. Dr. Burkhard Pedell der Universität Stuttgart planen rund ein Viertel aller Mittelständler, Anleihen zu emittieren.¹²

Maßgeblicher Anreiz für mittelständische Unternehmen sich neuer Finanzierungsmethoden zuzuwenden, ist die zunehmende Schwierigkeit über ein klassisches Bankdarlehen ausreichend Kapital aufnehmen zu können.¹³ Kreditinstitute müssen aufgrund neuer Regularien, ausdrücklich sind hier Basel II und Basel III¹⁴ zu nennen, risikobehaftete Kredite mit mehr Eigenkapital unterlegen. Dies führt dazu, dass eine genauere Bewertung der Unternehmensrisiken erfolgt und Kredite mit einer höheren Risikoprämie verzinst werden oder die Kreditvergabe gänzlich unterbleibt, wenn die Bonität eines Unternehmens als schlecht eingestuft wird.¹⁵ Ebenfalls steht

-
- 10 Als Kapitalkosten werden die finanziellen Aufwendungen eines Unternehmens bezeichnet die es leisten muss, um sich mit Fremd- oder Eigenkapital zu versorgen.
- 11 Vgl. Claussen/*Ekkenga*, Bank- und Börsenrecht, § 7 Rn. 48; von *Rosen*, BB 2010 Heft 46 S. 1.
- 12 Pressemitteilung der Börse Stuttgart v. 27.9.2011; abrufbar unter: https://www.boerse-stuttgart.de/media/dokumente/pressemitteilungen/110927_1_jahr_bondm_-_pm.pdf.
- 13 Habersack/Mülbert/Schlitt/*Grüning/Hirschberg*, Unternehmensfinanzierung, § 16 Rn. 38; *Theiselmann*, GmbH-StB 2014, 115; *Kirchmann*, AG 2011, R8; *Becker/Böttger/Müller*, DStR 2014, 1247, 1249.
- 14 Rahmenvereinbarung »Internationale Konvergenz der Kapitalmessung und Eigenkapitalanforderungen« des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht v. Juni 2006 (Basel II) und die Rahmenvereinbarungen »Ein globaler Regulierungsrahmen für widerstandsfähigere Banken und Bankensysteme« und »Internationale Rahmenvereinbarung über Messung, Standards und Überwachung in Bezug auf das Liquiditätsrisiko« v. Dezember 2010, ergänzt im Juni 2011 (Basel III).
- 15 Habersack/Mülbert/Schlitt/*Grüning/Hirschberg*, Unternehmensfinanzierung, § 16 Rn. 39; *Theiselmann*, GmbH-StB 2014, 115, 117; *Achleitner/Wahl*, BB 2004, 1323; *Oelke*, Mittelstandsfinanzierung, S. 93 f.; *Schwartz*, Anlegerschutz, S. 18; *Pressemitteilung* des Bankenfachverbands v. 22.2.2012 abrufbar unter: <http://www.bfach.de/bankenfachverband.php/cat/6/aid/1202>; Pressemitteilung der Ratingagentur Moody's v. 20.2.2012 abrufbar unter: <http://www.>

eine Vielzahl von Unternehmen durch das Auslaufen von diversen »Mezzaninen-Finanzierungsmitteln«¹⁶ unter einem erhöhten Refinanzierungsdruck.¹⁷ Weiterhin steigert sich durch den Handel an den Börsen die Bekanntheit des emittierenden Unternehmens. Dabei bietet die Emission von Anleihen eine Möglichkeit sich der Kapitalmärkte zu bedienen, ohne seine Anteilsstruktur verändern zu müssen.

Die Börsen schlüpfen in diesem Geschäft in die Rolle der sog. »Hausbank«. Die Finanzierung mittelständischer Unternehmen erfolgte traditionellerweise durch Kreditvergabe einer oder mehrerer Banken mit welchen das Unternehmen längere Geschäftsbeziehungen unterhält.¹⁸ Die Aufgabe der Banken, als Finanzintermediär durch Aufnahme von Einlagen ihrer Kunden (Passivgeschäft) Geld zu sammeln und es an anderer Stelle in Form von Darlehen zur Verfügung zu stellen, wird im Bereich der Finanzierung durch Mittelstandsanleihen durch die Börse ergänzt bzw. ersetzt.¹⁹

Die in Rede stehenden Marktsegmente sind auf eine Weise konzipiert, die es für den Mittelstand leichter macht über die Börse Kapital aufzunehmen. Durch spezielle Voraussetzungen für die Einbeziehung ihrer Anleihen und ergänzenden Folgepflichten soll zum einen Vertrauen des Anlegerpublikums in die neuen Teilbereiche geschaffen und damit Kapital angelockt werden. Zum anderen sind die zusätzlichen Anforderungen jedoch so gestaltet, dass die Benutzung des Kapitalmarktes für die mittelständischen Unternehmen kostengünstig bleibt. Die Segmente richten sich gleichermaßen auch an private Investoren.²⁰ Private Anleger, auch sog. Kleinanleger, verfügen in der Summe über ein bedeutendes Anlagevolu-

moodys.com/research/Moodys-Starker-Anstieg-der-Emissionen-von-Unternehmensanleihen-in-Deutschland-aufgrund-PR_23834.

- 16 Mezzanine-Finanzierung ist eine Form der Kapitalbeschaffung, die sowohl über Fremd-, als auch Eigenkapitalcharakteristika verfügt. Mezzanine-Kapital wurde in der Mitte des letzten Jahrzehntes massiv zur Finanzierung von mittelständischen Unternehmen angeworben. Üblicherweise haben diese Programme eine Laufzeit von 5-7 Jahren. Siehe grundlegend zum Mezzanine-Kapital *Achleitner/Wahl*, BB 2004, 1323 ff.
- 17 *Kirchmann*, AG 2011, R8; Ausführlich hierzu *Misch*, Analyse der Anwendung alternativer Finanzierungsformen, S. 1.
- 18 *Oelke*, Mittelstandsfinanzierung, S. 21; *Ganter*, WM 2011, 1585.
- 19 *Ledermann*, AG 2011, R82.
- 20 Bösl/Hasler/von Preysing, Mittelstandsanleihen, S. 293; *Ledermann*, AG 2011, R82; Pressemitteilung der Börse Stuttgart vom 17.05.2010, abrufbar unter: https://www.boerse-stuttgart.de/media/dokumente/pressemitteilungen/100517_bondm_start.pdf; Pressemitteilung der Börse Düsseldorf vom 11.11.2010, abrufbar unter: <http://dermittelstandsmarkt.de/presse/presse-mitteilungen?id=106>.

men, welches selbstverständlich von den Finanzplätzen versucht wird für den Handel zur Verfügung zu stellen.²¹ Daneben führt diese Aufspaltung und Verteilung der Gläubiger zu liquiden Finanzmärkten und der Tatsache, dass die Unternehmen von einzelnen Investoren unabhängiger werden.²² Für die Anleger sind Investitionen in mittelständische Unternehmen wegen der hohen Renditechance interessant.²³

Mittelstandsmärkte als »Pleitesegment«?

Gleich aus mehreren Gründen haben sich jedoch die negativen Schlagzeilen über die Mittelstandsmärkte gehäuft, sodass nach der anfänglichen Euphorie große Ernüchterung eingetreten ist. Viele der mittelständischen Emittenten sind nach Ausgabe ihrer Anleihe in eine wirtschaftliche Krise gerutscht mit der Folge, dass mittlerweile 37 von ca. 150 Mittelstandsanleihen ausgefallen,²⁴ 23 der Unternehmen sind sogar insolvent.²⁵ Ebenfalls sind nicht mehr alle Emittenten dazu bereit die hohen Zinszahlungen ihrer Anleihen zu begleichen und haben deswegen Rückkaufprogramme gestartet oder ihre Anleihen gekündigt.²⁶ In einigen Fällen wurden darüber hinaus durch die Emittenten starke Zugeständnisse von den Investoren abverlangt. Bspw. sollten die Anleihegläubiger der MIFA AG auf über 80% ihrer Anleiheforderung verzichten.²⁷ Hinter dieser Forderung stand die »un-

21 Gem. der EU-Kommission machen Kleinanlegergeschäfte 10% des gesamten Handelsvolumens aus, vgl. Kommissionsvorschlag MiFID Amtsblatt C71E/2003, S. 62 und S. 71.

22 Hahn, Anlegerschutz im Freiverkehr, S. 19.

23 Habersack/Mülbert/Schlitt/Grüning/Hirschberg, Unternehmensfinanzierung, § 16 Rn. 38; Theiselmann, GmbH-StB 2014, 115, 117; Kirchmann, AG 2011, R8.

24 Vgl. Seibel/Zschäpitz, Welt-Online v. 05.04.2016, abrufbar unter: <https://www.welt.de/finanzen/geldanlage/article154000182/Lassen-Sie-lieber-die-Finger-von-Mittelstandsanleihen.html>.

25 Vgl. Zinnecker, Handelsblatt-Online v. 10.10.2014, abrufbar unter: <http://www.handelsblatt.com/finanzen/boerse-maerkte/anleihen/mittelstand-und-seine-anleihen-die-grosse-pleitewelle-rollt-heran/10815990.html>.

26 Ausführlich hierzu Bredow/Sickinger/Weinand-Härer/Liebscher, BB 2012, 2134.

27 Die Vereinbarung zwischen der MIFA AG und dem gemeinsamen Vertreter der Anleihegläubiger sieht vor, dass nur 10 Mil. Der ursprünglichen 25 Mil. Euro der Anleihe zurückgezahlt werden, die übrigen 15 Mil. Euro des Gesamtnennwerts werden in 10 % der Anteile an der AG getauscht (sog. Debt-Equity-

ausgesprochene Drohung«²⁸ andernfalls mit einer möglichen Insolvenz und Liquidation einen noch höheren Verlust zu erleiden.

Darüber hinaus sind auch einige Regelverstöße, Missbräuche und sonstige betrügerische Geschäfte im Bereich der Mittelstandsmärkte zu beobachten. So haben Unternehmen jahrelang falsche Bilanzen verkündet, die geschäftliche Entwicklung beschönigt oder anderweitig die Anleger getäuscht. Ebenfalls verpassten viele Firmen ihren laufenden Verpflichtungen aus den Regelwerken der Mittelstandsmärkte nachzukommen, etwa ihre Jahres- oder Halbjahresberichte fristgerecht zu veröffentlichen.²⁹

Die hohe Ausfallquote der Anleihen, die Regelverstöße oder Kündigungen durch die Emittenten sowie die abgerungenen Zugeständnisse der Investoren führen zu einem gewaltigen Vertrauensverlust seitens des Anlegerpublikums in die Anlageklasse der Mittelstandsanleihen, sodass die Akzeptanz der Mittelstandsmärkte insgesamt in Gefahr gerät.³⁰ Gute Ratings lockten zu Beginn viele Anleger in diese neuen Teilbereiche. Dass innerhalb eines so kurzen Zeitraums eine solch hohe Anzahl an Ausfällen zu verzeichnen ist, wird Anleger vorsichtiger werden lassen. Ebenfalls ist auch ein Vertrauensverlust von Seiten der Emittenten zu spüren, sodass die Anzahl der Emissionen im Jahr 2014 deutlich im Vergleich zu den Vorjahren zurückliegt.³¹

Swap), die Laufzeit soll um drei Jahre verlängert werden und der Zinskupon nur noch 1 % pro Jahr betragen, vgl. Pressemitteilung der MIFA AG v. 22.08.2014, abrufbar unter: <http://www.mifa.de/investor-relations/presse>.

28 Hierzu *Hock*, FAZ-online v. 05.08.2014, abrufbar unter: <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/cfo/schuldverschreibungsgesetz-anleiheinhaber-verlieren-13082984.html>.

29 Vgl. *Ertinger*, Handelsblatt-Online v. 25.03.2014, abrufbar unter: <http://www.handelsblatt.com/finanzen/boerse-maerkte/anleihen/mittelstandsanleihen-ist-das-kapital-ingesammelt-ist-erstmal-ruhe/7981650.html>.

30 Vgl. *Zinnecker*, Handelsblatt-Online v. 10.10.2014, abrufbar unter: <http://www.handelsblatt.com/finanzen/boerse-maerkte/anleihen/mittelstand-und-seine-anleihen-die-grosse-pleitewelle-rollt-heran/10815990.html>.

31 Vgl. *Flicke*, Handelsblatt-Online v. 22.10.2014, abrufbar unter: <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/leasing-spezial/mittelstandsanleihen-die-grosse-schar-der-gestrandeten/10847620.html>.

B. Gegenstand und Gang der Untersuchung

Gegenstand der Arbeit: Die Verantwortung des Börsenträgers

Zusammenfassend ist festzustellen, dass es sich bei den Mittelstandsmärkten um Märkte handelt, denen eine wichtige Aufgabe im Rahmen der Unternehmensfinanzierung zukommen kann und somit von volkswirtschaftlichem Interesse sind. Sowohl von Seiten der Emittenten als auch der Anleger besteht ein großes Bedürfnis an der Errichtung und Beibehaltung dieser alternativen Teilbereiche. Auf der anderen Seite sind die Märkte durch Regelverstöße, Missbräuche und der hohen Ausfallquote stark in Verruf geraten, sodass ihr Erfolg insgesamt auf der Kippe steht. In diesem Kontext ist die vorliegende Untersuchung angesiedelt. Sie beschäftigt sich mit der Fragestellung, welche Verantwortung der Börse bei der Gestaltung von mittelständischen Marktsegmenten zukommt, wie diese rechtlich zu qualifizieren ist und wie die jetzigen Marktsegmente gemessen an der Verantwortung zu bewerten sind.

Bei den Mittelstandsmärkten handelt es sich um einen sehr geeigneten Untersuchungsgegenstand, um die Bedeutung der Errichtung von alternativen Marktsegmenten zu unterstreichen. Der Börse als Marktveranstalter kommt bei der Gestaltung der mittelständischen Märkte die Aufgabe zu, die Interessen der kapitalsuchenden Unternehmen und der investierenden Anleger zusammenzuführen.³² Sie bietet hierfür zum einen die technischen Einrichtungen, zum anderen auch Regularien und eine Ordnung, welche die Handelbarkeit der Wertpapiere und eine börsliche Preisfeststellung sicherstellt.³³ Durch die Segmentierung ist es der Börse ferner möglich, unterschiedliche Anforderungen und Regeln für den Wertpapierhandel innerhalb der vom Börsengesetz vorgesehenen Marktsegmente festzusetzen. Auf diese Weise ist es ihnen erlaubt, die Märkte den Interessen und Bedürfnissen der Marktteilnehmer anzupassen und somit spezielle Teilbereiche für bestimmte Finanzierungsformen zu gestalten.

Die beschriebenen Marktsegmente für mittelständische Unternehmensanleihen werden jedoch nicht im Rahmen der öffentlich-rechtlich organisierten Börse gehandelt, sondern finden ihre Rechtsgrundlage im privatrechtlich ausgestalteten Freiverkehr nach § 48 BörsG. Hier ist der Marktveranstalter der Börsenträger, d.h. ein Rechtssubjekt des Privatrechts, der

32 Claussen/Bröcker, Bank- und Börsenrecht, § 6 Rn. 9.

33 Gurlit/Mülbert, Der Börsenträger, S. 26 f.

sich typischerweise privatrechtlicher Geschäftsbedingungen bedient, um die wesentlichen Kernpunkte der Einbeziehung und des Handels von Wertpapieren zu regeln. Aufgrund der Tatsache, dass die Mittelstandsmärkte nicht an der öffentlich-rechtlichen Börse angesiedelt sind, gelten viele zwingende kapitalmarktrechtliche Schutzvorschriften für diesen Bereich nicht. Ferner fehlt es an verbindlichen Mindeststandards zwischen den einzelnen Börsen bei der Gestaltung der Marktsegmente.³⁴ Dem privatrechtlichen Börsenträger bzw. seinen Angestellten kommt somit in der Erfüllung der Aufgabe, die Interessen der Anleger und der Emittenten sinnvoll zusammen zu führen, ein großes Maß an Regelungsautonomie und Gestaltungsfreiheit zu.

Mit diesem Gestaltungsspielraum korrespondiert jedoch die Verantwortung des Börsenträgers für das Gelingen der Mittelstandsmärkte. Gegenstand der vorliegenden Arbeit ist es diese Verantwortung zu benennen und rechtlich zu qualifizieren. Insbesondere die Rolle des Börsenträgers als privatrechtlicher Regelsetzer wird untersucht.

Gang der Untersuchung

Ziel des ersten Hauptteils ist es darzustellen, dass im Rahmen einer effizienten Marktgestaltung der Person des Börsenträgers und den privatrechtlichen Marktsegmenten eine besondere Bedeutung zukommt. Nachdem vorab die rechtlichen Grundlagen des Untersuchungsgegenstandes dargestellt werden, wird im zweiten Kapitel nachgewiesen, dass für eine effektive Kapitalaufnahme durch Mittelständler die vom Börsengesetz vorgesehenen Marktsegmente keinen passenden rechtlichen Rahmen bilden. Weder der öffentlich-rechtlich regulierte Markt noch der privatrechtlich verfasste Freiverkehr kann den Interessen mittelständischer Emittenten und der Anleger, die erwägen in den Mittelstand zu investieren, gerecht werden. Vielmehr zeigt das dritte Kapitel, dass eine kapitalmarktorientierte Mittelstandsfinanzierung lediglich in speziellen, von der Börse zu schaffenden Teilbereichen, sinnvoll organisiert werden kann.

In diesem Zusammenhang finden sich jedoch auch die Schwierigkeit und die Verantwortung des Börsenträgers wieder. Ihm kommt die Aufgabe zu die Interessen der einzelnen Teilnehmer sinnvoll auszugleichen. Im zweiten Hauptteil der Arbeit werden die konkreten Mittelstandsmärkte un-

34 *Theiselmann, GmbH-StB* 2014, 115, 117.

tersucht, insb. die Rechtsgrundlagen dieser Marktsegmente, die Regelwerke der Börsenträger. Für diese Untersuchung sind zunächst die Anforderungen an die Marktgestaltung durch den Börsenträger zu erarbeiten, um einen Prüfungsumfang zu erhalten. Im anschließenden fünften Kapitel werden die rechtlichen Defizite und Schwierigkeiten einer privatrechtlichen Rechtsetzung im Vergleich zum Erlass einer öffentlich-rechtlichen Norm dargestellt. Im sechsten Kapitel werden dann die einzelnen Regelwerke der Börsenträger analysiert, zum einen ob sie die Funktionen eines mittelständischen Kapitalmarktes verwirklichen und zum anderen inwieweit die konkrete Gestaltung der Geschäftsbedingungen die Defizite einer privatrechtlichen Rechtsetzung ausgleicht.

In einem kurzen dritten Teil wird untersucht, inwieweit eine Übertragung der Verantwortung auf die Person des privatrechtlichen Börsenträgers ein sinnvolles Modell für die Gestaltung von speziellen Börsenbereichen ist. Dabei wird vorab die Rechtsfolge dargestellt, die eintritt, wenn der Börsenträger bei der Regelung gewisse Interessen unberücksichtigt lässt oder eine ordnungsgemäße Durchführung des Handels nicht gewährleistet erscheint, hierbei insbesondere die börseneigenen und aufsichtsrechtlichen Maßnahmen als auch eine mögliche privatrechtliche Haftung. Abschließend wird ein eigenständiger Lösungsvorschlag für die derzeitige Misere der Mittelstandsmärkte formuliert. Die Börsenträger werden aufgerufen, sich einem einheitlichen Mindeststandard zu unterwerfen, um das Vertrauen in die alternativen Marktsegmente zurückzugewinnen.

Ausrichtung auf Wertpapiere mittelständischer Unternehmen

Die Untersuchung beschränkt sich auf Marktsegmente, welche sich hauptsächlich auf klein- und mittelständische Unternehmen als Emittenten konzentrieren. Auch wenn die Angehörigkeit zum Mittelstand in der Regel kein Kriterium für die Einbeziehung eines Wertpapiers ist, so orientiert sich jedoch die konkrete Gestaltung der Marktsegmente an den Bedürfnissen kleinerer Unternehmen. Ferner wird nur eine Segmentierung in Betracht gezogen, die ihre Grundlage in der privatrechtlichen Ordnung des Freiverkehrs findet, namentlich den jeweiligen AGB-Freiverkehr der Börsenträger. Segmente im öffentlich-rechtlich regulierten Markt dienen höchstens als Bezugspunkt um einen strukturellen Vergleich zwischen den vom Gesetzgeber vorgesehenen unterschiedlichen Möglichkeiten einer Segmentierung vorzunehmen.

Begrenzung auf Anleihen als untersuchtes Wertpapier

Eine weitere Eingrenzung des Untersuchungsgegenstands wird dadurch vorgenommen, dass als Wertpapiere in den beschriebenen Teilsegmenten nur Anleihen in Betracht gezogen werden. Grundsätzlich stehen einem Unternehmen diverse Finanzierungsmethoden über den Kapitalmarkt zur Verfügung, so können sie entweder verbrieft Forderungsrechte (insb. Anleihen) oder Mitgliedschaftspapiere (Aktien) ausgeben.³⁵ Alternativ besteht noch die Möglichkeit der Emission hybrider Finanzierungsformen, wie Wandelschuldverschreibungen oder Optionsanleihen. Aus Perspektive des Anlegers spielt die Unterscheidung eine gewichtige Rolle, da er beim Erwerb einer Anleihe Gläubiger des Unternehmens wird und dementsprechend einen Anspruch auf die Rückgewähr des gewährten Kapitals und die Zahlung von Zinsen erhält. Indessen ist der Aktionär, als Anteilseigner, Mitglied des Unternehmens, ihm stehen demzufolge auch Vermögens- und Verwaltungsrechte bezüglich des Unternehmens zu.

Aktien und hybride Finanzierungsmittel werden nachfolgend nicht berücksichtigt, was zum einen daran liegt, dass diese Wertpapiere auch die Anteilsstruktur des emittierenden Unternehmens ändern und somit auch gesellschaftsrechtliche Aspekte mitberücksichtigt werden müssten. Die vorliegende Arbeit beschränkt sich jedoch nur auf kapitalmarktrechtliche und rein zivilrechtliche Aspekte. Daneben zielen die alternativen Marktsegmente verstärkt auf den Handel von Anleihen ab. Auch empirisch lässt sich feststellen, dass in den neuen Mittelstandsmärkten der Handel von Anleihen dominiert.

35 *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rn. 2.60.

Erster Teil: Probleme mittelständischer Unternehmen bei der Finanzierung am Kapitalmarkt – Dargestellt am Beispiel sogenannter Mittelstandsanleihen

Die Ausgabe von Anleihen durch mittelständische Unternehmen ist eine neue Erscheinung im Bereich der Mittelstandsfinanzierung. Als Alternative zum klassischen Bankdarlehen werden Geldmittel für Investitionen über den Kapitalmarkt³⁶ aufgenommen. Dies erfolgt zunächst durch die Emission von Anleihen, die in einem zweiten Schritt in einen Börsenhandel einbezogen werden. Diese Finanzierungsform ist jedoch erst mit der Schaffung spezieller Teilssegmente (sog. Mittelstandsmärkte oder Mittelstandssegmente³⁷) an deutschen Börsen auch für nationale mittelständische Unternehmen attraktiv geworden. Zuvor galt die Emission von Anleihen wegen der damit verbundenen hohen Kosten lediglich für große Industrieunternehmen, Banken oder öffentlich-rechtliche Schuldner wie Staaten

36 Ein übereinstimmendes Verständnis des Begriffs »Kapitalmarkt« besteht bisher noch nicht, jedoch ergibt sich aus den Wortbestandteilen »Kapital« und »Markt« eine näherer Bestimmung. So wird als Markt mehrheitlich ein Ort oder eine Einrichtung verstanden, an dem Angebot und Nachfrage zusammengeführt werden. Der Terminus »Kapital« bezeichnet Vermögen, welches Gewinn abwirft. Demzufolge handelt es sich bei einem Kapitalmarkt um einen Handelsplatz, an dem Kapital angeboten und nachgefragt wird, in der Regel erfolgt dies durch standardisierte Anlageprodukte, vgl. *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rn. 1.9 ff.; MünchKomm BGB/*Kindler* Int. KapitalmarktR Rn. 22 ff.; *Bartsch*, Effektives Kapitalmarktrecht, S. 11; *Cagalj*, Restrukturierung von Anleihen, S. 31. Nachfolgend wird der Begriff in diesem Sinne verwendet.

37 Die Bezeichnungen »Mittelstandsmarkt«, »Mittelstandsbörse« oder »Mittelstandssegment« haben sich in der Praxis, in verschiedenen Artikeln der Wirtschaftspresse sowie in der rechtswissenschaftlichen Literatur für die Umschreibung alternativer Marktsegmente für die Finanzierung mittelständischer Unternehmen durchgesetzt, vgl. *Höhmann*, Handelsblatt v. 23.2.2011, S. 56; *Parmentier*, Handelsblatt v. 28.2.2011, S. 39; *Freiberger*, Süddeutsche Zeitung v. 23.2.2012, S. 21; *Oelke*, Mittelstandsfinanzierung, S. 230 f. Darüber hinaus verwendet die Börse Düsseldorf den Begriff »Mittelstandsmarkt« für ein von ihr begründetes Segment für den Mittelstand.

oder Gemeinden zur Sicherstellung eines besonders hohen Kapitalbedarfs als rentabel.³⁸

Mittelstandsmärkte sind ein hervorragendes Beispiel, um die Bedeutung der Errichtung von alternativen Marktsegmenten zu unterstreichen. Durch die Segmentierung ist es der Börse möglich, unterschiedliche Anforderungen und Regeln für den Wertpapierhandel innerhalb der vom Börsengesetz vorgesehenen Marktsegmente (regulierter Markt gem. §§ 32 ff. BörsG und Freiverkehr nach § 48 BörsG) festzusetzen. Auf diese Weise ist es ihnen erlaubt, die Märkte den Interessen und Bedürfnissen der Marktteilnehmer anzupassen und somit spezielle Teilbereiche für bestimmte Finanzierungsformen zu gestalten. Die nationalen Wertpapierbörsen können sich in dieser Form hin zu kleineren Unternehmen orientieren und mit der Einführung der speziellen Mittelstandsmärkte einen Beitrag zur Finanzierung des deutschen Mittelstands leisten.³⁹

Ziel des ersten Hauptteils ist es darzustellen, dass im Rahmen einer effizienten Finanzierung mittelständischer Unternehmen der Person des Börsenträgers eine besondere Verantwortung zukommt. Dabei wird nachgewiesen, dass für eine effektive Kapitalaufnahme durch Mittelständler die vom Börsengesetz vorgesehenen Marktsegmente keinen passenden rechtlichen Rahmen bilden. Weder der öffentlich-rechtlich regulierte Markt noch der privatrechtlich verfasste Freiverkehr kann den Interessen mittelständischer Emittenten oder der Anleger, die erwägen in den Mittelstand zu investieren, gerecht werden.

Vielmehr bedarf es einer Feinjustierung durch die Börse selbst in Form der Errichtung von alternativen Marktsegmenten, mit dem Ziel, Handelsplätze zu gestalten, die sich an den Bedürfnissen der Emittenten, Anleger und sonstiger Marktteilnehmer ausrichten. Jedoch bestehen hierin naturgemäß auch die Herausforderung und die Schwierigkeit, den Interessen der einzelnen Teilnehmer gleichermaßen zu entsprechen. Die Regelwerke des Börsenträgers müssen sowohl einen ausreichenden Anlegerschutz gewährleisten, die Grundlage für die Finanzierung der Emittenten bilden als auch ihrer gesamtwirtschaftlichen Bedeutung gerecht werden.⁴⁰

38 *Achleitner/Fingerle*, Finanzierungssituation des dt. Mittelstands, S. 23; *Cagalj*, Restrukturierung von Anleihen, S. 42 f.

39 *Leuring/Simon*, NJW-Spezial 2006, 27; *Wegmann/Kaehlert*, AG 2008, R250 ff.; *Mai*, AG 2006, R535; *Ledermann*, AG 2011, R82.

40 *Veil*, Marktregulierung, S. 1323; ebenfalls bereits für den Neuen Markt *Wolf*, WM 2001, 1785; *Bauer/Pleyer/Hirche*, BKR 2002, 102, 103.

Die mit der Marktgestaltung verbundene Verantwortung wird verstärkt durch den Umstand, dass - wie später nachgewiesen wird - für den Bereich mittelständischer Unternehmensanleihen alternative Marktsegmente nur auf der Ebene des börslichen Freiverkehrs angesiedelt werden können.⁴¹ Da der Freiverkehr privatrechtlich organisiert ist und wenig gesetzliche Vorgaben enthält, kommt der Börse bei der Schaffung spezieller Teilbereiche zwar ein hoher Grad an Gestaltungsfreiheit und Regelungsautonomie zu, jedoch steigt spiegelbildlich auch die Fehlerträchtigkeit und das Maß an Verantwortung. Das »Wie« der privatrechtlichen Marktgestaltung, d.h. auf welche Weise der Börsenträger seine Verantwortung wahrzunehmen hat, ist allerdings Gegenstand des zweiten Teils der Untersuchung.

1. Kapitel: Kapitalmarktrechtliche Rahmenbedingungen für den börslichen Anleihehandel

Um die besondere Verantwortung des Börsenträgers für das Gelingen der alternativen Marktsegmente zu veranschaulichen, sind zunächst die Grundlagen des Untersuchungsgegenstands darzustellen. Wie sich zeigen wird, entspringt insbesondere die volkswirtschaftliche Bedeutung alternativer Marktsegmente für mittelständische Unternehmen aus den unpassenden Bedingungen der beiden vom Gesetzgeber vorgegebenen Marktsegmente des Börsengesetzes. Dafür bedarf es aber zunächst einer Darstellung der kapitalmarktrechtlichen Rahmenbedingungen, die ein Emittent einer Anleihe zu beachten hat. Vorab werden in diesem Kapitel die in Rede stehenden mittelständischen Unternehmensanleihen in Grundzügen vorgestellt und gegenüber anderen Anleihetypen abgegrenzt. Anknüpfend erfolgt eine Strukturierung des deutschen Kapitalmarktrechts, insbesondere werden die unterschiedlichen Kapitalmärkte und die verschiedenen Börsensegmente (regulierter Markt und Freiverkehr) dargestellt. Schlussendlich erfolgt eine eigenständige rechtliche Qualifikation des Freiverkehrssegments, welches als Rechtsgrundlage für die Errichtung der untersuchten Mittelstandsmärkte dient.

41 *Schmitt*, BB 2012, 1079; ausführlich hierzu unten 186 ff.

A. Mittelständische Unternehmensanleihen

Die Emission einer Anleihe ist neben der Eigenkapitalaufnahme und der Kreditfinanzierung eine traditionelle Methode zur Finanzierung eines Unternehmens.⁴² Das Volumen von Anleihen übersteigt das von Aktien um ein Vielfaches,⁴³ obwohl die Aufmerksamkeit der medialen Börsenberichterstattung und des Anlegerpublikums bei Letzteren liegt. Auch wenn Industriefinanzierungen bereits im 19. Jahrhundert weit verbreitet waren, so hat in den letzten Jahren eine enorme Dynamik und Innovationskraft im Anleihemarkt Einzug gehalten. Angetrieben durch eine zurückhaltende Kreditfinanzierung der Hausbanken sind insbesondere kleine und mittelständische Unternehmen dazu übergegangen alternative Finanzierungsformen zu erschließen. In diesem Kontext sind auch die in Rede stehenden mittelständischen Unternehmensanleihen anzusiedeln, die in eigens geschaffenen Teilssegmenten der Börse gehandelt werden. Daneben werden zunehmend auch Anleihen mit auffällig kleinen Volumen ausgegeben, die nicht für den Börsenhandel bestimmt sind.⁴⁴

I. Begriff und Entstehung einer Anleihe

Unter den Terminus »Anleihe« werden verzinsliche Schuldverschreibungen, resp. Schuldtitel verstanden, die am Kapitalmarkt handelbar sind.⁴⁵

42 Gerner-Beuerle, Emissionskonsortien, S. 87.

43 Im Gesamtjahr 2012 haben deutsche Unternehmen Kapital in Höhe von 8,9 Mrd. € durch Börsengänge und Kapitalerhöhungen aufgenommen, hingegen über die Ausgabe von Anleihen 301 Mrd. €, vgl. Studie PWC Emissionsmarkt Deutschland v. Januar 2013, abrufbar unter: http://www.pwc.de/de_DE/de/finanzierung/assets/pwc_emissionsmarkt_deutschland_q4_2012.pdf.

44 Dieser Typus einer Anleihe befindet sich außerhalb des Untersuchungsgegenstands, unterstreicht jedoch die zunehmende Bedeutung der Unternehmensfinanzierung durch eine Anleiheemission. Beispielsweise versucht die Bäckerei Heberer eine Anleihe in Höhe von 12 Millionen Euro auszugeben um damit den Ausbau und die Modernisierung des Filialnetzes zu finanzieren, vgl. Remmert, FAZ v. 07.10.2011. Üblicherweise werden bei Investitionen in diesem Bereich ein Bankdarlehen aufgenommen oder Kredit-Alternativen in Form von Leasing, Factoring oder Mezzanine-Kapital beansprucht.

45 Habersack/Mülbert/Schlitt/Kaulamo, Unternehmensfinanzierung, § 17 Rn. 2; Claussen/Ekkenga, Bank- und Börsenrecht, § 7 Rn. 28; Masuch, Anleihebedingungen und AGB-Gesetz, S. 29; Grunewald/Schlitt/Ernst, Kapitalmarktrecht, S. 75; Simon, Das neue Schuldverschreibungsgesetz, S. 22.

Handelbarkeit bedeutet in diesem Fall, dass die Anleihen in einer standardisierten Form ausgegeben werden mit der Folge, dass sie leichter übertragbar sind.⁴⁶ Weiterhin wird bei einer Anleihe vorausgesetzt, dass die Ausgabe der Schuldverschreibungen in Form einer Gesamtemission erfolgt.⁴⁷ Der Begriff einer Anleihe ist gesetzlich nicht definiert, vielmehr ergibt sich das übereinstimmende Verständnis aus dem allgemeinen Sprachgebrauch.⁴⁸ Der Terminus geht auf die Ausgabe veräußerbarer Schuldurkunden durch staatliche und kirchliche Einrichtungen zurück.⁴⁹ Neben dem Begriff Anleihe sind auch die Bezeichnungen festverzinsliche Wertpapiere, Renten⁵⁰, Bond⁵¹ oder Obligationen üblich.⁵²

Aus der Einordnung einer Anleihe als Schuldverschreibung ergeben sich zwei zu trennende Merkmale: es muss eine Schuld des Anleihe ausgebenden Unternehmens bestehen, die zweitens verbrieft wird. Wirtschaftlich betrachtet besteht die Schuld darin, einen zuvor erhaltenen Geldbetrag zu einem festgelegten Zeitraum zurückzuzahlen und für die Inanspruchnahme der Geldüberlassung ein Entgelt in Form eines Zinses zu entrichten. Die rechtliche Grundlage für die Geldüberlassung im Rahmen einer Anleihe ist umstritten. Nach der vorzuziehenden Ansicht ist dies ein Darlehensvertrag gem. §§ 488 ff. BGB.⁵³ Die Rechtsprechung sieht die Rechtsgrundlage in einem abstrakten Schuldversprechen nach § 780 BGB.⁵⁴ Nach beiden Ansichten stehen dem Anleihegläubiger jedoch ein schuldrechtlicher Anspruch auf Rückzahlung des Nennwerts und Zinszah-

46 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 67; *Beer*, Kapitalmarktrechtliche Rahmenbedingungen der Immobilienfinanzierung, S. 926.

47 *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rn. 2.62; *Langendorf*, Haftungsfragen bei Anleiheemissionen, S. 21; *Gerner-Beuerle*, Emissionskonsortien, S. 87.

48 *Schwark/Zimmer/Heidelberg*, KMRK, WpHG § 30e Rn. 11.

49 *Baums*, Mobilisierung des Fremdkapitals, S. 338; *Kuntze*, Inhaberpapiere, S. 10.

50 Man spricht von Renten oder Rentenpapiere, wenn eine regelmäßige Zinszahlung erfolgt, *Staudinger/Marburger* § 803 Rn. 11.

51 Der englische Begriff »Bond« wird gerne in Zusammenhang mit neuen Erscheinungen am Kapitalmarkt verwendet, die zunächst im anglo-amerikanischen Rechtsraum verbreitet wurden; z. B. High Yield Bonds oder Going Public Bonds, zum Ursprung der Bezeichnung High Yield Bonds vgl. *Habersack/Mülbert/Schlitt/Kaulamo*, Unternehmensfinanzierung, § 17 Rn. 10.

52 *Grunewald/Schlitt/Ernst*, Kapitalmarktrecht, S. 75.

53 *Claussen/Ekkenga*, Bank- und Börsenrecht, § 7 Rn. 29; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rn. 2.63; *Luttermann/Wicher*, ZIP 2005, 1529, 1530.

54 OLG München NJW-RR 1999, 557; MünchKomm BGB/*Habersack* § 793 Rn. 7.

lung gegen den Emittenten zu. Bei einer Anleihe besteht weiterhin die Besonderheit, dass der Gesamtbetrag der Kapitalaufnahme zu festgelegten Stücken geteilt wird, sog. Stückelung.⁵⁵ Über die einzelnen Teilstücke einer Anleihe werden Schuldurkunden (sog. Teilschuldverschreibungen) ausgestellt.⁵⁶ Die Verbriefung der Forderung erfolgt typischerweise in Form einer Inhaberschuldverschreibung gem. §§ 793 ff. BGB,⁵⁷ sodass der Inhaber der Schuldurkunde zur Einziehung der Forderung legitimiert ist.⁵⁸ Zum Teil wird der Zinszahlungsanspruch in einer eigenständigen Urkunde verbrieft, sog. Kupon oder Zinsschein.⁵⁹ Der Kupon kann wie die Haupturkunde auf den Inhaber ausgestellt werden mit der Folge, dass der Kupon ebenso als Inhaberschuldverschreibung⁶⁰ zu qualifizieren ist.⁶¹

Neben der Ausstellung der Schuldurkunde ist noch die Begebung des Wertpapiers notwendig.⁶² Der Begebungsvertrag zwischen Aussteller und Erwerber enthält zwei Komponenten: mit dem Begebungsvertrag wird die Forderung des Erwerbers begründet und der Erwerber erhält das Eigentum an der Schuldverschreibung.⁶³ Die Übertragung einer Inhaberschuldverschreibung erfolgt grundsätzlich durch die Übereignung der Urkunde nach §§ 929 ff. BGB. Allerdings sind Transaktionen von Anleihen Massengeschäfte, sodass im heutigen Wirtschaftsleben die Übergabe des Wertpapiers durch einen bloßen Besitzwechsel ersetzt wird. Zum Teil

55 *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rn. 2.63.

56 *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rn. 2.63.

57 Grunewald/Schlitt/*Ernst*, Kapitalmarktrecht, S. 79 f.; Habersack/Mülbert/Schlitt/*Kaulamo*, Unternehmensfinanzierung, § 17 Rn. 2.

58 MünchKomm BGB/*Habersack* § 793 Rn. 33.

59 Kupon beschreibt den ursprünglich vom Rückzahlungsanspruch getrennten Anspruch auf Zinszahlung, der auf einem eigenen Wertpapier enthalten war, vgl. *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rn. 2.64.

60 Bis ins Jahr 1990 bedurfte das Inverkehrbringen von Inhaberschuldverschreibungen einer staatlichen Genehmigung, vgl. §§ 795, 808a BGB a.F. Diese Voraussetzung ist durch das Gesetz zur Vereinfachung der Ausgabe von Schuldverschreibungen v. 17.12.1990 (BGBl. I S. 2839) ersatzlos weggefallen.

61 MünchKomm BGB/*Habersack* § 803 Rn. 2; Jauernig/*Stadler* Anm. zu den §§ 803-805 Rn. 1.

62 Kümpel/Wittig/*R. Müller*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 15.62; MünchKomm BGB/*Habersack* § 793 Rn. 26; Staudinger/*Marburger* § 793 Rn. 12.

63 Kümpel/Wittig/*R. Müller*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 15.62; MünchKomm BGB/*Habersack* § 793 Rn. 26; *Gerner-Beuerle*, Emissionskonsortien, S. 127.

werden die Schuldurkunden bei einer Wertpapiersammelbank⁶⁴ in Form der Sammelverwahrung hinterlegt (vgl. § 5 DepotG⁶⁵).⁶⁶ Regelmäßig werden Anleihen jedoch als sog. Global- oder Sammelurkunden ausgegeben, die bei einer Wertpapierbank verwahrt bleiben (§ 9a DepotG).⁶⁷ Die Globalurkunde verkörpert wie die eigentliche Schuldurkunde das verbrieftete Recht, allerdings nur in einer einzelnen Urkunde.

Die Ausstellung und Begebung des Wertpapiers betrifft grundsätzlich nur die Entstehung der Teilschuldverschreibung.⁶⁸ Darüberhinausgehend sind Anleihen auch Effekten⁶⁹, die am Kapitalmarkt gehandelt werden.⁷⁰ Die Ausgabe und der Handel einer Anleihe am Kapitalmarkt sind jedoch strikt von der zivilrechtlichen Entstehung einer Inhaberschuldverschreibung zu unterscheiden. Infolgedessen ist es sachgerechter, die Emission von Anleihen und die Zulassung zum Börsenhandel an entsprechender Stelle bei den Grundlagen zum Kapitalmarkt zu behandeln.⁷¹ Ferner sind Anleihen nach der allgemeinen, zivilrechtlichen Definition auch als Wertpapiere einzuordnen, da das verbrieftete Recht ohne die Innehabung der Schuldurkunde nicht geltend gemacht werden kann.⁷² Anleihen unterfallen ebenfalls unproblematisch den spezielleren kapitalmarktrechtlichen Wertpapierbegriffen, vgl. § 2 Nr. 1 lit. b WpHG, § 2 Nr. 1 lit. b WpPG, § 1 Abs. 11 Nr. 2 KWG und § 1 Abs. 1 DepotG.⁷³

64 Die derzeit einzige Wertpapiersammelbank für den deutschen Wertpapiermarkt ist die Clearstream Banking AG, eine hundertprozentige Tochter der Deutsche Börse AG, vgl. *Einsele*, WM 2001, 7, 8; Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn/*Scherer*, HGB, Rn. VI 426.

65 Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren v. 11. Januar 1995 (BGBl. I S. 34).

66 Claussen/*Ekkenga*, Bank- und Börsenrecht, § 7 Rn. 6.

67 Schimansky/Bunte/Lwowski/*Klanten*, § 72 Rn. 55 ff.; Grunewald/Schlitt/*Ernst*, Kapitalmarktrecht, S. 80.

68 MünchKomm BGB/*Habersack* § 793 Rn. 54.

69 Unter dem Begriff »Effekten« werden vertretbare und handelbare Wertpapiere zusammengefasst, vgl. *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rn. 2.39; Schimansky/Bunte/Lwowski/*Seiler/Geier*, § 104 Rn. 12.

70 *Simon*, Das neue Schuldverschreibungsgesetz, S. 25.

71 Hierzu unten 51 ff.

72 Zur zivilrechtlichen Definition des Wertpapierbegriffs siehe Schimansky/Bunte/Lwowski/*Merkel*, § 93 Rn. 80.

73 Das BörsG enthält keine eigene Definition des Wertpapierbegriffs, anlässlich der Begriffsbestimmung der Wertpapierbörse verweist § 2 Abs. 2 BörsG jedoch auf § 2 WpHG, sodass die Definition des WpHG mittelbar auch für das BörsG Anwendung findet.

II. Inhaltliche Gestaltung

Das Recht des Darlehensvertrags (§§ 488 ff. BGB) und der Inhaberschuldverschreibung (§§ 793 ff. BGB) enthalten nur geringe Vorgaben über die Rechtsbeziehung zwischen dem Anleihe ausgebenden Unternehmen und dem Anleger. Daneben sind weitere gesetzliche Normierungen und Regulierungen auf Anleihen anwendbar, insbesondere das Pfandbriefgesetz oder das Schuldverschreibungsgesetz, allerdings werden hier nur spezielle Fragen geregelt, die bei der weiteren Untersuchung außer Betracht bleiben können.⁷⁴

Der wesentliche Inhalt des Rechtsverhältnisses zwischen Anleihe-schuldner und Anleihegläubiger wird durch die Anleihebedingungen bestimmt.⁷⁵ Die Anleihebedingungen sind nach h.M. allgemeine Geschäftsbedingungen i.S.d. §§ 305 ff. BGB.⁷⁶ Dabei ist es unerheblich, auf welche Weise die Anleihen emittiert werden.⁷⁷ Namentlich enthalten sie Klauseln über die Person des Schuldners, die Verbriefungsform, die Art und Höhe der Verzinsung sowie den Zeitraum und die Form der Rückzahlung des Nominalbetrags. Ferner werden im Regelfall Bestimmungen über das Kündigungsrecht, die Sicherung und Rangstellung der Gläubiger oder Zusicherungen des Schuldners über sein Verhalten während der Vertragslaufzeit (sog. Covenants)⁷⁸ getroffen. Bezüglich der Laufzeitlänge sind zwei Arten von Inhaberschuldverschreibungen, die durch ein Unternehmen ausgegeben werden, zu unterscheiden:⁷⁹ Commercial Papers, resp. Geldmarktpapiere (mit Laufzeit von einigen Tagen bis zu ein oder zwei Jahren) und langfristige Anleihen mit einer Laufzeit von vielen Jahren bis

74 So regelt das Pfandbriefgesetz besondere Anleiheformen, sog. Pfandbriefe; das Schuldverschreibungsgesetz enthält Regelungen über die Transparenz und Änderung der Anleihebedingungen und ein optionales Gläubigerorganisationsrecht, vgl. hierzu *Horn*, BKR 2009, 466 ff.

75 *Einsele*, Bank- und Kapitalmarktrecht, § 7 Rn. 40; *Masuch*, Anleihebedingungen und AGB-Gesetz, S. 29; *Grunewald/Schlitt/Ernst*, Kapitalmarktrecht, S. 80.

76 BGH NJW 2005, 2917 m.w.N.; *Luttermann/Wicher*, ZIP 2005, 1529, 1530.

77 Keine andere Bewertung durch eine Unterscheidung zwischen Fremd- und Selbstemission, bzw. direkter und unmittelbarer Platzierung, siehe hierzu *Masuch*, Anleihebedingungen und AGB-Gesetz, S. 115 ff.; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rn. 2.166 ff.; a.A. *Assmann*, WM 2005, 1053, 1055 ff.

78 *Schimansky/Bunte/Lwowski/Richrath*, § 98 Rn. 174; *Masuch*, Anleihebedingungen und AGB-Gesetz, S. 30.

79 *Gerner-Beuerle*, Emissionskonsortien, S. 87.

hin zu sog. »ewigen«, unkündbaren Anleihen.⁸⁰ Typischerweise werden Anleihen mit dem Versprechen ausgegeben, den Nominalbetrag in periodischen Abständen mit einem festen Zinssatz zu verzinsen.⁸¹ Jedoch kann auch ein variabler Zinssatz vereinbart werden (sog. »Floater« oder »Floating Rate Notes«⁸²) und jegliche Verzinsung der Anleihe ausgeschlossen werden (Nullkuponanleihen⁸³). Daneben verbietet eine klassische Anleihe in der Regel keine besonderen Sicherungsrechte, jedoch gibt es besondere Schuldverschreibungen mit speziellen Sicherheiten wie Pfandbriefe und Kommunalobligationen oder hybride Anleihen, z.B. Wandel-, Aktien- und Optionsanleihen.

Die Anleihebedingungen enthalten im Regelfall keine Transparenz- oder Informationspflichten für den Emittenten.⁸⁴ Diese gelten vielmehr aufgrund kapitalmarktrechtlicher Vorschriften; von großer Bedeutung sind in dieser Hinsicht die Verhaltenspflichten des Wertpapierhandelsgesetzes. Allerdings können die Regeln des Kapitalmarktes auch die Gestaltung der Anleihebedingungen beeinflussen. Im Besonderen nimmt im Bereich der mittelständischen Teilssegmente der Börsenträger als Marktgestalter Einfluss auf die Rechtsbeziehung zwischen Emittent und Anleger. Bspw. wird als Voraussetzung für die Aufnahme der Anleihen in ein Teilssegment vorgegeben, dass die Anleihe eine bestimmte Stückelung aufzeigt⁸⁵ oder keine Nachrangvereinbarung enthalten darf.⁸⁶

III. Typisierung sog. Mittelstandsanleihen

Mittelstandsanleihen werden in der Regel als klassische Anleihen⁸⁷ ausgegeben, die darüber hinaus eine bestimmte Charakteristik teilen, durch wel-

80 Grunewald/Schlitt/*Ernst*, Kapitalmarktrecht, S. 78.

81 *Masuch*, Anleihebedingungen und AGB-Gesetz, S. 30.

82 *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rn. 2.106; *Simon*, Das neue Schuldverschreibungsgesetz, S. 36.

83 *Simon*, Das neue Schuldverschreibungsgesetz, S. 37.

84 *Eilers/Rödding/Schmalenbach/Eilers*, Unternehmensfinanzierung, Rn. A.80.

85 Vgl. § 16 Abs. 4 lit. a AGB-Freiverkehr FWB (Stand 26.07.2013); § 36 Abs. 3 Nr. 5 AGB-Freiverkehr Stuttgart.

86 § 16 Abs. 4 lit. b AGB-Freiverkehr FWB (Stand 26.07.2013); § 36 Abs. 3 Nr. 6 AGB-Freiverkehr Stuttgart

87 D.h. als festverzinsliche Wertpapiere, die weder eine besondere Besicherung (Pfandbrief, Kommunalanleihen) noch hybride Strukturen (Wandel- oder Optionsanleihen) enthalten.

che sie sich von anderen Anleihearten unterscheiden. So ergibt sich bereits aus der Terminologie, dass die in Rede stehenden Anleihen in der Regel von kleinen oder mittelständischen Firmen ausgegeben werden.⁸⁸ Mit dem Begriff »Mittelstand« wird keine einheitliche Definition der Unternehmensgröße verbunden.⁸⁹ So definieren das Institut für Mittelstandforschung und der Sparkassen- und Giroverband unabhängige Unternehmen mit bis 499 Beschäftigten und einem Umsatz pro Jahr unter 50 Mio. Euro als Mittelstand.⁹⁰ Die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), die spezielle Förderprogramme für Mittelständler offeriert, grenzt mittelständische Unternehmen bei einem Umsatz von 500 Mio. Euro pro Jahr ab.⁹¹ Auf internationaler Ebene wird nicht von Mittelstand, sondern üblicherweise von kleinen und mittleren Unternehmen gesprochen, sog. KMU. Nach der europäischen Kommission setzt sich ein KMU aus weniger als 250 Beschäftigten zusammen und erzielt einen Jahresumsatz von höchstens 50 Mio. Euro.⁹²

Allerdings bringt diese Begrifflichkeit nicht nur die unterschiedliche Unternehmensgröße der Emittenten zum Ausdruck, sondern knüpft vielmehr auch an einer weitergehenden, tatsächlichen Differenzierung durch den Kapitalmarkt an, die zwischen der Wertpapieremission von größeren Unternehmen gegenüber kleinen und mittelständischen Unternehmen besteht. Diese Unterscheidung hat mehrere Ursachen, die sich auf die wichtigsten Kennzahlen einer Anleihe auswirken. So hat der höhere Kapitalbedarf der Großunternehmen zur Folge, dass auch Anleihen im größeren Umfang ausgegeben werden müssen. Typische Anleihevolumen eines

88 Neben der Ausgabe durch Industrieunternehmen oder Banken werden Anleihen insbesondere durch staatliche Einrichtungen vergeben, z. B. durch die Bundesrepublik Deutschland als Bundesobligationen oder durch Gemeinden als Kommunalobligationen.

89 Vgl. *Kubla*, Mittelstandsfinanzierung, S. 1, 3; *Oelke*, Mittelstandsfinanzierung, S. 40.

90 Vgl. Internetpräsenz des Instituts für Mittelstandforschung, abrufbar unter: <http://www.ifm-bonn.org/index.php?id=89> und die Diagnose Mittelstand 2012 des Deutschen Sparkassen und Giroverbands, S. 34, abrufbar unter: <http://www.dsgv.de/de/fakten-und-positionen/publikationen>.

91 KfW-Mittelstandspanel 2011, S. 19, abrufbar unter: http://www.kfw.de/kfw/de/I/II/Download_Center/Fachthemen/Research/PDF-Dokumente_KfW-Mittelstandspanel/KfW-Mittelstandspanel_2011_LF.pdf

92 Art. 2 des Anhangs zur Kommissions-Empfehlung 2003/361/EG v. 6. Mai 2003 betreffend die Definition der Kleinstunternehmen sowie der kleinen und mittleren Unternehmen.

DAX⁹³-geführten Unternehmens betragen um die 250-750 Millionen Euro, hingegen werden Anleihen im Mittelstandssegment regelmäßig zwischen 10-100 Millionen Euro ausgegeben.⁹⁴ Weitere Merkmale einer Anleihe werden dadurch beeinflusst, dass mittelständischen Emittenten im Normalfall weniger Vertrauen von Anlegern in den Fortbestand und die Zahlungsfähigkeit des Unternehmens entgegen gebracht wird.⁹⁵ Das geringere Vertrauen hat mehrere Gründe: Zunächst fehlt es vielen mittelständischen Unternehmen schlicht an Bekanntheit und Reputation.⁹⁶ Ferner besteht bei kleinen und mittleren Unternehmen in der Regel eine größere Informationsasymmetrie⁹⁷ zwischen Anlegern und Emittenten, insb. aufgrund fehlender Vergleichszahlen und einer jungen Firmengeschichte.⁹⁸ Darüber hinaus sind mittelständische Unternehmen häufig in innovativen Branchen und unsicheren Märkten angesiedelt.⁹⁹

Infolge des fehlenden Vertrauensvorschlusses müssen sie für die Kapitalaufnahme einen Risikoaufschlag durch höhere Zinsen an die Anleger bezahlen.¹⁰⁰ Anleihen von Großunternehmen gelten hingegen üblicherweise als besonders sicheres Anlageprodukt. Die Ursachen sind Bspw. darin zu suchen, dass im Unterschied zu vielen mittelständischen Unternehmen eine Vielzahl an verlässlichen Unternehmenskennzahlen vorliegt.¹⁰¹ Außerdem werden große Industrieunternehmen durch ihre breite Angebotspalette und ein weltweites Vertriebsnetz unabhängiger von Konjunktur- und

93 Der deutsche Aktienindex, kurz DAX, stellt den bedeutendsten nationalen Aktienindex dar. In ihm sind die 30 größten deutschen Unternehmen versammelt.

94 *Theiselmann*, GmbH-StB 2014, 115, 117; *Mayer-Fiedrich/Schnier*, ZfGK 2012, 44.

95 Vgl. *Menzel/Dobro*, Entwicklung des Private-Debt-Marktes, S. 95; *Oelke*, Mittelstandsfinanzierung, S. 41.

96 *Oelke*, Mittelstandsfinanzierung, S. 42; *Schmitt/Süßmann*, BB 2014, 1451.

97 Eine Informationsasymmetrie liegt dann vor, wenn die für einen Sachverhalt relevanten Informationen unter den Beteiligten unterschiedlich verteilt sind, vgl. *Kamp/Ricke*, BKR 2003, 527. Informationsasymmetrie im Kapitalmarktrecht ist insbesondere zwischen den Emittenten eines Wertpapiers und den Anlegern gegeben. Diese unterschiedliche Informationslage kann sich exemplarisch auf das Wertpapier selbst, auf die relevanten Unternehmensdaten oder die zukünftige Entwicklung der Geschäftszahlen beziehen.

98 *Oelke*, Mittelstandsfinanzierung, S. 41 f.

99 *Oelke*, Mittelstandsfinanzierung, S. 42.

100 *Schlitt/Hekmat/Kasten*, AG 2011, 429.

101 *Oelke*, Mittelstandsfinanzierung, S. 42.