

Delisting von Penny Stocks nach dem neuen Regelwerk des Neuen Marktes

Entscheidung des LG Frankfurt vom 16.08.2001

Dr. Markus Stadler

09. September 2001

Um das Vertrauen der Anleger in den Neuen Markt zu stärken, ist die Deutsche Börse AG nunmehr der in den USA bereits seit längerer Zeit üblichen Praxis gefolgt, dass sog. „Penny Stocks“ bei Unterschreiten eines bestimmten durchschnittlichen Kursniveaus zwangsweise vom Handel ausgeschlossen werden können. Die Änderungen des Regelwerks sollen am 01.10.2001 in Kraft treten und dienen nach Aussage des Vorstandsmitglieds der Deutschen Börse AG *Pothoff* dazu, das „Profil des Neuen Marktes zu schärfen und sich bei der Weiterentwicklung des Neuen Marktes zu positionieren.“ Unternehmen mit geringem Börsenwert und insolvente Unternehmen seien keine Wachstumswerte, so *Pothoff*.

I. Voraussetzungen des Ausschlusses von Penny Stocks

Das neue Regelwerk sieht für das Zwangsdelisting eine Kombination von qualitativen und quantitativen Kriterien vor. Qualitatives Ausschlusskriterium ist die **Insolvenz** des Unternehmens, die Grenzen für die quantitativen Ausschlusskriterien (**Kurs und Marktkapitalisierung**) sind wie folgt gezogen:

- Tagesdurchschnittskurs von unter € 1 und
- Marktkapitalisierung von unter € 20 Mio.

Beide Werte müssen an mindestens 30 aufeinanderfolgenden Börsentagen unterschritten werden und dürfen in den darauffolgenden 90 Börsentagen nicht an mindestens 15 aufeinanderfolgenden Tagen übertroffen werden; es besteht also also gewissermaßen eine Art „Heilungsmöglichkeit.“

Unternehmen, die nach dieser neuen Regelung, die in Nr. 2.1.4. in das Regelwerk eingefügt wird, sollen allerdings nicht gänzlich vom Börsenhandel ausgeschlossen werden. Sie können auf Antrag weiterhin im Geregelten Markt oder im Freiverkehr gelistet sein.

II. Entscheidung des Landgerichts Frankfurt v. 16.08.2001

Mit dieser neuen Regelung hatte sich nun erstmals ein Gericht zu befassen, nämlich das **Landgericht Frankfurt** (Sitz der Deutschen Börse AG). Der Prozeßfinanzierer FORIS AG hatte im Wege einer einstweiligen Verfügung beantragt, es der Deutschen Börse AG zu untersagen, die geplante Änderung des Regelwerks zum 01.10.2001 in Kraft zu setzen.

Das LG Frankfurt¹ gab dem Antrag zum Teil statt, indem es der Börse untersagte, die Regelung gegenüber der FORIS AG als Verfügungsklägerin für eine Übergangszeit bis zum 01.04.2002 in Kraft zu setzen. Dazu führte das Gericht aus:

Die Rechtsbeziehungen zwischen der Börse und den am Neuen Markt notierten Unternehmen sind **privatrechtlicher Natur**.² Zwar setzt die Zulassung am Neuen Markt voraus, dass die Aktien zunächst zum Geregelten Markt zugelassen werden, einem öffentlich-rechtlichen Zulassungsverfahren nach dem Börsengesetz. Das Unternehmen muß dann allerdings auf diese Zulassung zum Geregelten Markt verzichten (Verbot der Mehrfachnotierung) und sich dem privatrechtlichen Regelwerk des Neuen Marktes in der jeweils geltenden Fassung unterwerfen, einschließlich der gem. § 78 Börsengesetz aufgestellten Handelsrichtlinien.³ Nach diesem privatrechtlichen Verhältnis beurteilt sich auch die Zulässigkeit der Kompetenz der Börse, das Regelwerk einseitig zu ändern.

Das Gericht stellt fest, daß das Regelwerk den Charakter von sog. Allgemeinen Geschäftsbedingungen hat, die einer besonderen Inhaltskontrolle nach dem Gesetz zur Regelung der Allgemeinen Geschäftsbedingungen (AGBG) unterliegen. Zwar findet diese Billigkeitskontrolle zugunsten von Unternehmen nur beschränkte

¹ Urteil v. 16.08.2001, 3-13 O 110/01 (nicht rechtskräftig), veröffentlicht u.a. in ZIP 2001 S. 1498.

² Vgl. etwa Schäfer/Ledermann, Kommentar zum WpHG, BörsG und VerkProspO, 1999, § 71 BörsG Rz. 4a.

³ Nr. 2.3.1 und 2.3.4 des Regelwerks Neuer Markt.

Anwendung (§ 24 AGBG), jedoch ist ein einseitiges Änderungsrecht ohne Widerspruchsmöglichkeit in Allgemeinen Geschäftsbedingungen auch gegenüber Unternehmen unwirksam.

Allerdings erläutert das Gericht weiter, dass die **Änderungsklausel** selbst überhaupt nicht Teil des als Allgemeine Geschäftsbedingungen zu qualifizierenden Regelwerks sei. Die am Neuen Markt notierten Unternehmen geben die Versicherung, das Regelwerk *in der jeweils gültigen Fassung* anzuerkennen, nämlich üblicherweise in gesonderten Anerkennungsschreiben ab, welche sich im einzelnen von Unternehmen zu Unternehmen unterscheiden und somit „Individualvereinbarungen“ sind; sie genießen daher nicht den besonderen Schutz des AGBG, so dass einseitige Änderungen durch die Börse bis an die Grenze der Unbilligkeit möglich sind (§ 315 BGB). Das Gericht ist der Ansicht, dass der Ausschluss von Penny Stocks als solcher keineswegs unbillig sei, sondern im Hinblick auf den Vergleichsmaßstab und Konkurrenten NASDAQ sogar dringlich sei.

Unbillig sei allerdings das kurzfristige **zeitliche Inkrafttreten** zum 01.10.2001 ohne den Marktteilnehmern eine realistische Chance zu einer Reaktion zu geben. Als Gegenmaßnahmen, welche die Unternehmen treffen könnten, werden etwa Kapitalerhöhungen oder Zusammenlegung von Aktien genannt, auch wenn die Börse diese als rein „kosmetische Maßnahmen“ abgetan habe. Die Rücksichtnahme auf die am Neuen Markt notierten Unternehmen gebiete es, diesen einen **Zeitraum von 6 Monaten** zu geben, um den betroffenen Unternehmen zu ermöglichen, auf einer (ordentlichen oder außerordentlichen) Hauptversammlung solche Maßnahmen zu beschließen. Die neue Regelung darf also frühestens am 01.04.2002 angewendet werden.

Es ist zu beachten, dass diese Entscheidung einstweilen nur für die FORIS AG gilt, das Gericht hat eine allgemeingültige Entscheidung für alle am Neuen Markt Unternehmen abgelehnt (Verbot der Popularklage). Sollte die (noch nicht rechtskräftige) Entscheidung jedoch Bestand haben, wird man davon ausgehen müssen, dass die Börse insoweit alle Marktteilnehmer gleich behandelt.

MS 09.09.2001